

# Глава 6

## Рынки акций

*Разделы программы*

*(b)(ii)3. Продемонстрируйте знание и понимание инвестирования в акции и рынков акций.*

### **0. Введение**

Акции являются очень важным компонентом портфелей многих организаций-инвесторов. Исторически, акции показали себя наиболее успешными инвестициями для большинства инвесторов, их средняя брутто доходность превышала доходность других классов активов в течение большинства длительных периодов времени 20-го века.

Поэтому, важно доскональное знание и понимание инвестиций в акции и рынков акций, чтобы успешно использовать их в процессе управления активами. В данной главе описываются основные концепции, некоторые из которых вам уже известны из изучения более ранних актуарных предметов. Разделы 1-4 описывают котируемые обычные акции, которые составляют наибольшую долю акционерного капитала почти всех компаний и основную долю выпущенных акций, тогда как в разделе 5 мы рассмотрим другие формы основанных на акциях инвестиций. Анализ и оценка обычных акций, вместе с анализом и оценкой иных классов активов, подробно описана в главе 14.

**Природа акций обсуждалась в главах 1 и 9 Конспекта предмета 102 и главах 1, 3 и 4 Конспекта предмета 108.**

# 1. Основные характеристики акций

## 1.1 Введение

*Обычная акция* – доля акционерного капитала компании. Обычно акционеры имеют право на получение всей распределяемой прибыли компании, после проведения выплат владельцам долговых бумаг и привилегированных акций. Они также имеют право участвовать в общих собраниях компании и голосовать на них.

## 1.2 Доход

Доход от акций выплачивается в форме дивидендов, которые заранее не гарантируются. Таким образом, размеры дивидендов являются неопределенными и могут упасть или вырасти. При оценке надежности дохода конкретной компании нужно рассмотреть два ключевых фактора:

- 1) стабильность будущей прибыли после налогообложения;
- 2) покрытие дивидендов.

### ***1. Стабильность будущей прибыли после налогообложения***

Чем стабильнее прибыль после налогообложения, тем более надежен поток дивидендов.

Некоторым видам бизнеса присуща стабильность (например, розничной продаже продуктов питания) и их оборот достаточно стабилен от года к году. Другие виды бизнеса менее стабильны, возможно, вследствие того, что:

- отрасль является циклической (например, строительство), так что ее процветание тесно связано с состоянием экономики;
- отрасль все еще развивается (например, компьютерная);
- компания относительно мала и еще не упрочила свое положение.

Другой причиной нестабильности прибыли после налогообложения может быть высокая мультипликативность. Существуют две формы мультипликативности:

#### ***Финансовая мультипликативность***

Выражение «мультипликативность» или «финансовая мультипликативность» часто используется для описания воздействия на прибыль, которое оказывают займы с твердым процентом. Для компании с высоким уровнем финансовой мультипликативности, малое изменение общей прибыли может оказать очень большое воздействие на прибыль акционеров. Компания с большим объемом заимствований с твердым процентом является «высоко мультипликативной».

## Операционная мультипликативность

О компании, имеющей высокие фиксированные затраты и низкие маргинальные затраты, говорят, что она имеет высокую операционную мультипликативность. Малое изменение объема продаж приводит к большому изменению в прибылях таких компаний.

В большинстве учебников по инвестициям понятие мультипликативность относится к финансовой мультипликативности.

Рассмотрим очень простую модель вычисления прибыли акционеров:

$$\text{оборот} - \text{все затраты} = \text{прибыль акционеров}$$

Прибыль акционеров будет иметь большую мультипликативность, если затраты:

- велики по сравнению с оборотом;
- в основном являются фиксированными.

В этом случае, малое изменение оборота приведет к большому изменению прибыли.

### Вопрос 6.1

Компании А, В, С и D имеют прибыль, равную 1 млн. при обороте в 10 млн. Найдите процент падения прибыли для каждой компании, являющийся результатом 10% падения оборота (игнорируйте налоги):

	Оборот	Переменные затраты	Операционные фиксированные затраты	Выплата процентов
A	10	0	5	4
B	10	0	9	0
C	10	9	0	0
D	10	0	0	9

Вторым аспектом надежности дивидендов является уровень покрытия дивидендов.

## 2. Покрытие дивидендов

Покрытие дивидендов показывает, сколько раз прибыль компании за соответствующий период покрывает выплачиваемые дивиденды. Оно определяется как: прибыль на одну акцию ÷ на дивиденды на одну акцию, или, эквивалентно:

$$\text{покрытие}_\text{ дивидендов} = \frac{\text{прибыль}_\text{ обычных}_\text{ акционеров}}{\text{сумма}_\text{ дивидендов}}$$

Чем выше покрытие дивидендов, тем больше надежность дивидендов, поскольку возможно большее падение прибыли, не приводящее к нехватке средств на дивиденды.

**Покрытие дивидендов – это величина, обратная коэффициенту выплат. Нужно позаботиться, чтобы величины налогов на доходы и дивиденды были согласованными.**

### ***Прочие факторы, влияющие на надежность дохода***

Другими факторами являются:

- *Будущая прибыльность* – надежность увеличивается, если прибыль, предположительно, будет в будущем стабильно расти.
- *Кассовая наличность* - компания, имеющая достаточную наличность, имеет (при прочих равных) большие возможности для поддержки уровня дивидендов, чем компания с низкой ликвидностью.

#### ***Вопрос 6.2***

Пенсионный фонд хочет инвестировать \$100,000 в обычные акции отечественных компаний, чтобы получить постепенно растущий поток дохода. Ключевое условие пенсионного фонда заключается в том, что уровень дохода от инвестиций не должен упасть ниже \$4500 в год. Что бы вы посоветовали компании при выборе акций?

### **1.3 Размеры капитала**

Цены или рыночные стоимости отдельных акций определяются взаимодействием спроса и предложения на рынке. Хотя некоторые инвесторы будут продавать и покупать на основе краткосрочных спекуляций, для большинства продавцов и покупателей, наиболее важным базисом для определения цены акции является оценка стоимости, основанная на будущих уровнях дивидендов. Теоретический базис для этой оценки очерчен в главе 14.

### **1.4 Товарность**

Товарность акций различных компаний отличается очень сильно. Вообще говоря, чем больше компания, тем выше товарность. Однако это соотношение не совершенно. Например, если несколько инвесторов держат большую долю акций конкретной компании, товарность будет низка.

Наиболее низкую товарность имеют акции, которые не внесены в список никакой признанной фондовой биржи. Такие акции можно продать на основе «согласованной сделки», т.е. вы должны будете найти другую сторону, которая захочет купить ваши акции.

#### **Вопрос 6.3**

Почему низкая товарность создает проблемы? Когда эти проблемы менее серьезны?

## 2. Котируемые акции

### 2.1 Регистрация

Большая часть инвестиций в акции делается в акции, зарегистрированные на фондовой бирже. Чтобы зарегистрировать акции, компании должны удовлетворять требованиям, предписанным регулированием фондовой биржи, что дает инвесторам определенную защиту.

Регулирование обычно включает в себя условия, которым должна соответствовать компания, чтобы:

- зарегистрироваться в первый раз;
- сохранять регистрацию в последующие годы.

Регулирование обычно относится к бухгалтерскому учету, финансовой отчетности и раскрытию информации.

#### Вопрос 6.4

Какие условия компания, возможно, должна будет выполнить, чтобы зарегистрироваться на фондовой бирже в первый раз?

Акции, не зарегистрированные на фондовой бирже, регулируются менее строго; поэтому они более рискованны с точки зрения инвестора.

### 2.2 Товарность

Зарегистрированные акции обычно более товарные, чем незарегистрированные, и, следовательно, их легче оценить, поскольку обычно можно получить осмысленную рыночную стоимость.

Наличие рыночной стоимости может быть важно при оценивании акций для:

- измерения инвестиционных результатов;
- целей предписанного оценивания.

Поэтому товарность может быть ключевым фактором, влияющим на выбор инвестиций.

### 2.3 Другие характеристики котируемых акций

#### *Затраты на сделку*

Затраты на сделку с котируемыми акциями тесно связаны с товарностью, т.е. для многих акций наибольшим элементом издержек при активной торговле является разница между ценами продажи и покупки.

## *Делимость*

Котируемые акции можно купить и продать легко делимыми частями. Это полезное преимущество акций по сравнению с прямым инвестированием в недвижимость, особенно для малых инвесторов.

## *Налоги*

Доход и прирост капитала котируемых (и не котируемых) акций может облагаться налогами по-разному. Кроме того, разные инвесторы часто платят разные ставки налогов по этим двум элементам общей доходности.

### **Пример**

В Великобритании, доход от британских акций франкируется (т.е. распределяется прибыль после налогообложения) и приходит вместе с приложенным налоговым кредитом. Большинство инвесторов больше не платит налогов по этому доходу.

Налог на прирост капитала обычно оценивается только после его реализации (т.е. продажи акций), так что автоматически существует некоторая отсрочка налога.

### 3. Система для заключения сделок

#### Вопрос 6.5

Что понимается под ценой покупки ценной бумаги? Что такое цена продажи?

На фондовых биржах используются два основных типа систем заключения сделок.

#### 3.1 Системы, основанные на котировании

**В основанных на котировании системах, участники рынка котировывают как цену продажи, так и цену покупки, по которым они готовы заключать сделки, по крайней мере, вплоть до некоторого объема акций.**

Рынок работает за счет того, что позволяет участникам рынка показывать конкурирующие цены покупки и продажи ценных бумаг на экране сделок. Котировки должны быть такими, по которым участник рынка готов заключать сделки вплоть до «Нормального рыночного размера» (НРР) по любой акции, которую он показывает. НРР будет больше для больших ликвидных выпусков и меньше для выпусков, не входящих в основной индекс.

В любой момент времени, инвестор может посмотреть на экран и найти цены покупки и продажи для любых акций своего портфеля, что может быть полезно для менеджеров фонда, следующего за индексом.

#### 3.2 Системы, основанные на заказе

**В основанной на заказе системе, подбираются, обычно электронным образом, пары покупателей и продавцов. Брокеры видят цены сделок в системе, и сами предлагают купить или продать по определенной цене.**

Инвестор, смотрящий на экран основанной на заказе системы, увидит его, разделенным на две половины. Одна половина показывает все предложения акции в системе в настоящий момент (в порядке роста цены), а другая половина показывает все заявки на акцию в системе (в порядке снижения цены). Инвестор может либо принять один из заказов (предложение или заявку) в размере, котированном на экране, или поместить на экране свой собственный заказ по лучшей цене, в надежде, что кто-нибудь примет его.

Электронная, основанная на заказе система сделок, все больше становится нормой на фондовых биржах мира.

#### Вопрос 6.6

В 1997 году британская фондовая биржа ввела электронную, основанную на заказе систему сделок для работы с самыми большими обычными акциями, параллельно со старой, основанной на котировании системой. Каково основное преимущество для инвесторов электронной, основанной на заказе системы сделок, по сравнению с основанной на котировании системой, в которой принимают участие участники рынка.

### 3.3 Сравнение систем

В основанной на котировании системе, участники рынка будут, для конкретной акции, котировать более высокие цены продажи, чем покупки. Разница между ценой покупки и ценой продажи известна как разрыв, и представляет собой прибыль брокера или участника рынка, которые не взимают явную комиссию за заключение сделок. Размер разрыва зависит, в основном, от товарности торгуемых акций. Активно торгуемые акции больших компаний имеют намного более низкий разрыв, чем акции малых компаний, по которым объем сделок мал.

Основанная на котировании система может иметь разрыв между ценами покупки/продажи до 6% для малых акций, и столь малый, как 0.5%, для больших ликвидных акций.

Некто, желающий совершить сделку на основанной на заказе системе, имеет выбор. Он может принять показанный на экране заказ, при условии, что объем предлагаемых или покупаемых акций достаточно велик. Показанная цена продажи будет конечно выше цены покупки; разрыв показывает издержки сделки, как и в основанной на котировании системе. Альтернативно, инвестор может выставить свой заказ на продажу или покупку.

#### Вопрос 6.7

Почему инвестор, желающий продать акции, может решить НЕ принимать ни один из показанных в системе заказов на покупку.

Например, предположим, что, для конкретной акции, система показывает цену покупки, равную 100, и цену продажи, равную 105. Если мы хотим купить акцию, мы можем купить ее за 105, или показать в системе заказ на покупку за 101. Если наш заказ (по 101) будет удовлетворен, мы фактически проведем сделку с другой стороны разрыва, т.е. по цене, ниже текущей цены продажи. Более низкая цена является компенсацией за риск, который мы несли, когда фактически действовали как участник рынка, а именно:

1. отсутствует гарантия того, что заказ будет удовлетворен по цене, в которой мы заинтересованы;
2. если появится новость, отрицательно влияющая на цену акции (например, предупреждение о прибыли), очень вероятно, что некто удовлетворит наш заказ по теперь уже слишком высокой цене, прежде чем мы успеем убрать его из книги заказов. Например, немедленно после неблагоприятной новости, цены покупки и продажи могут упасть до 95 и 100 соответственно. Если заказ остается в системе, мы, в конечном итоге, заплатим 101 вместо 100.

Очевидно, что существующий риск тем выше, чем более нестабилен соответствующий рынок акций.



## Вопрос 6.8

Какие недостатки имеет основанная на заказе система для менеджера фонда, который хочет оценить свой фонд по текущим рыночным стоимостям?

Когда инвестор размещает заказ на экране системы, основанной на заказе, существует множество типов сделок, которые он может показать на экране. Выбранный вариант будет зависеть от того, хочет ли он иметь сделку «все или ничего», или согласен работать по частям; хочет ли он провести сделку по одной установленной цене, или хочет установить предел цены для проведения сделки (т.е. принять любую цену, равную предельной цене или лучшее ее).

### *Ликвидность*

Одной из причин критики старой, основанной на котировании системы было то, что во время экстремальной нестабильности (типа краха 1987 года), участники рынка предпочитали не отвечать на телефонные звонки, и ликвидность рынка падала. Однако не доказано, что в основанной на заказе системе на экране будет показано достаточное количество сделок, и рынок будет работать лучше.

### *Пределы цены*

Для обеспечения упорядоченного рынка, рынки акций могут иметь *пределы цены*. В течение торгового дня, цене рыночного индекса разрешено изменяться в интервале, серединой которого является цена закрытия предыдущего дня. Если индекс выходит за верхний предел, рынок закрывается по *верхнему пределу*. Если индекс выходит за нижний предел, рынок закрывается по *нижнему пределу*. Рынок может оставаться закрытым до следующего торгового дня или до некоторого момента времени того же дня. В течение этого периода времени участники рынка могут оценить свою позицию, но торговать не могут.

Пределы цены также позволяют торговцам фьючерсами пересмотреть свои счета маржи и решить, не хотят ли они попросить некоторых биржевых маклеров внести дополнительное обеспечение. При нестабильной торговле, большие колебания вверх или вниз могут привести к тому, что маклер будет нести существенные убытки по своим фьючерсным позициям. В этой ситуации маклер станет большим кредитным риском биржи.

### *Цитируемые цены*

Цитируемые в финансовой прессе цены на акции, являются средними ценами. Они являются средней величиной между ценами покупки и продажи. Публикуемая в прессе доходность дивидендов также основана на средних ценах.

Эти доходности дивидендов обычно являются *историческими*, т.е. они основаны на декларированных в прошлом году дивидендах, возможно обновленных в соответствии с соответствующей дополнительной информацией, выпущенной конкретной компанией.

## 4. Категоризация акций

При анализе рынка акций, часто полезно разными способами категоризовать акции. Акции можно классифицировать по размеру компании, или по ожидаемому росту доходности. Как правило, используется отраслевая классификация.

### Вопрос 6.9

Какие еще характеристики обычных акций могут использоваться для категоризации обычных акций?

### 4.1 Отраслевая категоризация

Аналитики акций часто специализируются по отраслям и ограничивают свои исследования и консультации относительными достоинствами компаний некоторой отрасли. Основными причинами этого являются *практичность* и *корреляция инвестиционных результатов*.

#### ***Практичность***

Предположим, что вы работаете инвестиционным аналитиком и интересуетесь оценкой перспектив хорошо известного, расположенного на главной улице магазина. Вашей целью будет сравнение текущих цен на акции с вашей оценкой стоимости акций, основанной на перспективах будущих прибылей.

Чтобы определить перспективную прибыльность акций, вы узнаете как можно больше о компании и факторах, которые могут повлиять на будущие продажи. Вы обязательно рассмотрите:

- тренды покупательских привычек (главные улицы *по сравнению* с розничными «парками» и *по сравнению* с почтовыми заказами);
- тренды в расходах покупателей;
- популяционные прогнозы (определяют размер рынка);
- степень конкуренции в этом секторе (влияет на маржу прибыли).

Собрав всю необходимую информацию и завершив анализ магазина, вы думаете, что делать дальше. Учитывая, что большинство собранных данных важно почти для всех компаний в секторе розничной торговли, представляется разумным проанализировать еще одну компанию этого сектора.

**Инвестиционному аналитику имеет смысл специализироваться в конкретном секторе инвестиций, поскольку:**

- факторы, влияющие на одну компанию отрасли, будут, вероятно, важны и для других компаний той же отрасли;
- большая часть информации о компаниях одной отрасли будет получена из общего источника и будет представлена в аналогичной форме;

- никакой аналитик не может быть экспертом во всех областях, так что специализация разумна.

Группировка акций в соответствии с общими факторами, придает структурированность процессу принятия решений. Это помогает классификации портфеля и управлению.

### ***Корреляция инвестиционных результатов***

Исследования показали, что после учета общих для рынка в целом изменений, изменение цен на акции компаний, принадлежащих к одной отрасли, обычно имеет более тесную корреляцию, чем с компаниями других отраслей. Изменение цен на акции отражает изменения, произошедшие в операционной среде. Такие изменения влияют на принадлежащие к одной отрасли компании аналогичным образом.

К факторам, влияющим на компании одного сектора, которые будут, вероятно, важны и для других компаний того же сектора, относятся:

- **Ресурсы:** компании одного сектора будут использовать схожие ресурсы (например, рабочая сила, земля и сырье) и будут, поэтому, иметь близкие затраты.
- **Рынки:** компании одного сектора поставляют на одни и те же рынки; поэтому, изменение спроса повлияет на них похожим образом;
- **Структура:** компании одного сектора часто имеют похожую финансовую структуру; поэтому на них похожим образом повлияют изменения ставок процентов.

Рассмотрим следующие примеры:

- Потребительские расходы сокращаются. Все магазины подвержены риску сокращения бизнеса и яростной конкуренции за него, поэтому уменьшаются оборот и маржа прибыли.
- Экономика выбирается из спада, правительство поддерживает большую строительную программу. У компаний, занимающихся строительными материалами, имеет место большой рост оборота и, предположительно, прибыли.

В обоих случаях, все компании одного сектора будут, вероятно, в некоторой мере затронуты. Поскольку на компании одного сектора влияют близкие факторы, будет, вероятно, иметь место корреляция между изменением их прибыльности и между изменениями цен на их акции.

Поскольку существует некоторая корреляция между акциями компаний одного сектора, инвестиционные менеджеры могут создать свой портфель акций таким образом, чтобы обеспечить широкий охват разных отраслей. При этом, они также обеспечат отсутствие чрезмерной концентрации в положительно коррелированных отраслях, например, «строительство» и «строительные материалы».

Отметим, что те же аргументы применимы в отношении разных классов активов, т.е. облигаций, акций, недвижимости и т.д.

## ***Проблемы отраслевого группирования***

Несмотря на серьезные усилия по надлежащему отраслевому группированию, на практике имеют место некоторые сложности.

### **Вопрос 6.10**

Можете ли вы указать какие либо сложности?

## **4.2 Система отраслевой классификации FTSE Actuaries**

Одним из примеров классификации является система отраслевой классификации FTSE Actuaries. Используются и другие системы, например классификация Standard and Poor's в США и система Morgan Stanley Capital International для глобальных акций.

Система FTSE Actuaries делит компании на восемь экономических групп, которые далее подразделяются на отраслевые секторы и подсекторы. Две группы - Потребительские товары и Услуги - далее разбиваются на циклические и нециклические элементы.

Экономические группы и их характеристики описаны ниже. Каждая группа охватывает широкий набор отраслей, так что очерченные ниже характеристики могут рассматриваться только как приближенное обобщение.

### ***Ресурсы***

Эти компании занимаются добычей и поставкой используемого во всей экономике сырья. Наиболее важным ресурсом является нефть. Ключевые характеристики:

- **большие компании** – многие компании, особенно комплексные, являются большими межнациональными (например, BP Amoco), конкурирующими на мировом рынке компаниями. Действительно, несколько крупнейших британских компаний относятся к этой группе. Некоторые более мелкие компании участвуют в специализированных областях (например, геологоразведке).
- **зависят от цен на сырье** – в этом секторе, цены на акции могут сильнее зависеть от изменения цен на сырье, чем от изменений общего фондового рынка или экономики. Они отражают стоимость прав на добычу, а также запасы. Большинство видов сырья (в том числе нефть) оцениваются в долларах, что делает их похожими на номинированные в долларах инвестиции.
- **рискованность** – особенно для более мелких разведывательных компаний. Например, удача или неудача в поиске нефти, могут иметь большое воздействие на цены их акций. В других случаях, новые технологии (например, изобретение синтетического заменителя минерала) могут оказать неблагоприятное воздействие.
- **глобальность** – во многих случаях, внутренние продажи будут малой долей общих продаж. Поэтому, для этих компаний, состояние мировой экономики важнее состояния отечественной экономики.

## ***Базовые отрасли***

В эту группу входят химическая отрасль, компании, занимающиеся строительными материалами и строительством, сталелитейные и другие металлургические компании, а также компании, связанные с древесиной и бумагой. Эти компании в основном производят «полуфабрикаты».

## ***Общие отрасли***

Компании общих отраслей участвуют в различных этапах производства товаров и их поставки. Многие товары относятся к основному капиталу: самолеты, корабли, продукция машиностроения, электроника и электрическое оборудование.

Характерными чертами обеих отраслевых групп являются:

- **зависимость от уровня инвестиционных расходов** – компании зависят от мощи экономики и, особенно, уровня инвестиций в экономику, т.е. от «привлечения капитала»;
- **цикличность** – результаты компаний общих отраслей очень сильно зависят от состояния экономики и экономического цикла. Воздействие экономического цикла усиливается принципом ускорения (обсуждается в курсе экономики).
- **изменение прибыли компании обычно опережает экономический цикл**, поскольку капиталовложения в экономику обычно особенно велики в начале периода быстрого экономического роста. Цены акций также изменяются рано, в ожидании восстановления.
- **зависимость от государственных расходов** – достаточно большая часть капитальных расходов находится под контролем государства (например, строительство дорог, школ, больниц), поэтому общие отрасли могут быть подвержены капризам государственных расходов.
- **нестабильная прибыль** - вследствие нестабильного спроса на капитальные активы (вследствие принципа ускорения), прибыль может быть очень нестабильной. Кроме того, в некоторых случаях велик размер единицы продукции. В этих случаях, получение или утрата нового контракта может иметь большое воздействие на прибыль.
- **высокая маржа прибыли, когда условия хороши**, но, при спаде экономики общие отрасли должны иметь возможность быстрого сокращения затрат, чтобы минимизировать потери.
- **низкая мультипликативность вследствие нестабильности прибыли**, вспомните, что стабильность прибыли является очень важным фактором при принятии решения об инвестировании в конкретные корпоративные облигации.
- **возможно влияние зарубежных рынков и конкуренции** (например, в машиностроении); в других случаях более важен отечественный спрос (например, строительные материалы).

## ***Потребительские товары***

Компании, относящиеся к этой группе, производят потребительские товары длительного и краткосрочного пользования. К товарам длительного пользования относятся автомобили, мебель, телевизоры и «белые товары», такие как стиральные машины. К товарам краткосрочного пользования относятся продукты питания, напитки, фармацевтика, табак, хозяйственные товары, упаковка.

**Обычно экономический цикл в меньшей мере воздействует на компании, занимающиеся товарами краткосрочного потребления, чем на общих производителей. Это особенно верно для компаний, производящих предметы первой необходимости. Таким образом, группа потребительских товаров подразделяется на «циклические» (длительного пользования) и не циклические (краткосрочного пользования) секторы.**

**Другими ключевыми характеристиками являются:**

- **растущая капиталоемкость** – растущая механизация производственных процессов постепенно увеличивает долю стоимости, добавленной за счет капитала (там, где ранее отрасль не считалась капиталоемкой), уменьшая степень трудоемкости этих отраслей;
- **важность торговой марки** - во многих случаях известная торговая марка позволяет получить более высокую маржу прибыли. Поэтому, многие фирмы этого сектора имеют большой рекламный бюджет. Могут иметь место трудности оценки торговой марки;
- **растущая интернациональность** – по мере того, как реклама и, следовательно, торговые марки становятся известными во всем мире, этот сектор становится все более интернациональным;
- **от среднего до высокого уровня мультипликативности** – мультипликативность обычно выше в случае более стабильной прибыли, поскольку инвесторы менее склонны давать рискованным компаниям займы под фиксированную ставку. Воздействие экономического цикла на компании, производящие потребительские товары, обычно слабее, чем на общие отрасли. Меньший (по сравнению с общими отраслями) размер единицы товара большинства производящих потребительские товары компаний, также увеличивает стабильность за счет уменьшения зависимости от отдельного покупателя;
- **низкая маржа прибыли** – вследствие чрезвычайно высокой конкуренции.

## **Сервис**

**Компании также делятся на циклические и не циклические. Циклические сервисные компании включают в себя общую розничную торговлю, транспорт, гостиничный бизнес и медиа компании, оптовую торговлю, рестораны, кафе и сопутствующие услуги. К нециклическим относятся розничная продажа продуктов питания и лекарств и услуги связи. Экономический цикл будет сильнее влиять на циклическую группу.**

**Другие ключевые характеристики:**

- **трудоемкость** – большинство услуг больше зависит от рабочей силы, чем от капитала. К исключениям относятся гостиницы и розничная торговля, где велика стоимость имущества;
- **более защитные компании группы могут иметь высокую мультипликативность.** Компании со стабильным спросом (например, занятые розничной торговлей продуктами питания) или сильной имущественной базой (например, гостиницы), будут, вероятно, иметь более высокие заимствования. Более циклические компании будут, вероятно, иметь более низкую мультипликативность;
- **наиболее важен отечественный рынок,** – большинство компаний сильно зависят от отечественного рынка, хотя некоторые (например, отели), могут работать в нескольких странах.

## **Коммунальные услуги**

Эти компании заняты предоставлением постоянно необходимых домашнему хозяйству и деловым помещениям услуг. Примерами являются распределение электроэнергии, воды и газа. Большинство британских компаний ранее владело правительством, но они были приватизированы в 1980-х. Они уязвимы для политического риска и изменения регулирования их работы.

Потребность очень стабильна, поскольку предоставляемые ими услуги необходимы или почти необходимы, и поскольку их доля рынка будет стабильной (часто равной 100%). Поэтому на них меньше, чем на иные группы, влияют экономические циклы.

Другие характеристики:

- **им обычно требуется обширная физическая инфраструктура. Поэтому, они обычно являются капиталоемкими;**
- **большинство компаний являются естественными монополиями** вследствие высоких фиксированных расходов на создание инфраструктуры;
- **они обычно подвержены жесткому государственному регулированию цен и уязвимы в отношении других форм политического риска.** Регулирование старается предотвратить злоупотребление их монопольным положением. Правительственные органы часто накладывают ограничения на их ценовую политику, например, ограничивая рост цен величиной, равной инфляции минус  $k\%$ ;
- **они обычно имеют низкие перспективы роста; это приводит к высокой брутто доходности дивидендов** и более низкому отношению цены к доходу, чем для всех иных секторов. Низкие перспективы роста являются следствием:
  - отсутствия, вследствие монопольного положения, потенциала роста объемов продаж,
  - отсутствия роста маржи прибыли вследствие контроля со стороны регулирующих органов.
- **несмотря на стабильный спрос и большую потребность в капитале, мультипликативность низка** (имеется в виду финансовая мультипликативность, операционная может быть высока). Это связано с тем, что большинство их долгов было списано правительством перед приватизацией;
- **они в основном зависят от отечественного рынка, хотя некоторые компании проводят международную диверсификацию.** Во многих случаях почти 100% продаж делается на отечественном рынке. В случае доставки воды и электричества, 100% продаж могут иметь место в одном отечественном регионе.

### **Вопрос 6.11**

«Прибыль большой телефонной компании вряд ли упадет во время спада.» *Да или нет?*

## *Финансовые*

К группе финансовых компаний относятся различные оказывающие финансовые услуги отрасли, например, клиринговые банки, инвестиционные банки, компании общего страхования, компании страхования жизни, инвестиционные компании и компании, занимающиеся недвижимостью.

Ключевой отличительной характеристикой компаний финансовой группы является то, что они обычно являются капиталоемкими.

В остальном, характеристики компаний, принадлежащих к разным секторам этой группы, заметно отличаются:

- **банки имеют высокую мультипликативность и нестабильную доходность.** Малые изменения разницы между ставками процентов по накоплениям и кредитам, могут иметь большое воздействие на прибыль акционеров. Кроме того, во время спада, резерв на безнадежные долги может уничтожить прибыль полностью. Отметим, что более высокие ставки процента имеют для банка следующие два последствия:
  - будет иметь место тенденция к сокращению прибыли вследствие роста резерва безнадежных долгов;
  - будет иметь место тенденция к росту прибыли в связи с тем, что они получают более высокий процент по кредитам, тогда как проценты по некоторым их заимствованиям (например, по вашему текущему счету) остаются нулевыми или очень низкими.
- **компании, занимающиеся общим страхованием, также имеют нестабильную прибыль и почти не имеют заимствований.** Это связано с нестабильной природой выплат по общему страхованию.
- **компании по страхованию жизни имеют стабильную прибыль и низкую мультипликативность** (прибыль реализуется постепенно, в течение срока действия их долгосрочных контрактов).
- **для многих компаний этой группы важны затраты на рабочую силу.** Для страховых организаций (страхование жизни, смешанные компании и брокеры), затраты на штат составляют основную долю общих затрат. Затраты на штат также существенны для банков, если сравнивать их разницей между заработанными и выплаченными процентами. Однако для компаний, занимающихся недвижимостью, стоимость рабочей силы мала.
- **отечественный рынок наиболее важен, но, по мере дерегулирования рынка капитала, интернационализация растет.** Занимающиеся перестрахованием компании часто имеют большую долю зарубежных контрактов.

## *Информационные технологии*

Это компании, участвующие в новых отраслях производства вычислительной техники, разработки компьютерных программ и предоставления компьютерных услуг. Хотя спрос инвесторов на такие акции привел к драматическому росту их цен, многие компании еще только должны получить прибыль или уплатить дивиденды. Поэтому, доходность дивидендов этих компаний низка, а их активы в значительной мере нематериальны.



**Вопрос 6.12**

В каких группах, прибыль в наибольшей мере чувствительна к:

- a) курсу доллара;
- b) состоянию отечественной экономики;
- c) моде и социальным трендам;
- d) изменению налогообложения;
- e) стоимости рабочей силы;
- f) государственному регулированию.

Используйте каждую группу только один раз.

**Вопрос 6.13**

Какую группу можно ближе всего сравнить с инвестированием в индексируемые государственные облигации?

## 5. Другие формы основанных на акциях инвестиций

В данном разделе кратко обсуждаются иные формы основанных на акциях инвестиций, которые, хотя и не описаны в основной части Конспекта предмета 301, все же появляются в глоссарии и *могут*, поэтому, экзаменоваться. К ним относятся:

- конвертируемые ценные бумаги;
- привилегированные акции;
- варранты.

Как и ранее, часть этого материала будет вам знакома из предметов 102 и 108.

### 5.1 Конвертируемые ценные бумаги

#### *Введение*

Глоссарий определяет *конвертируемые ценные бумаги* как:

**ценные бумаги, которые могут быть конвертированы во что-либо иное (обычно в акции той же компании) на указанных условиях.**

Двумя основными типами конвертируемых ценных бумаг являются:

- конвертируемые облигации;
- конвертируемые привилегированные акции.

Инвестор в эти ценные бумаги будет иметь опцион на конвертирование, на заданную дату и на указанных условиях, своих вложений (полностью или частично) в обычные акции выпустившей компании.

Базовые черты, инвестиционные и рисковые характеристики конвертируемых бумаг кратко очерчены в приложении к данной главе. Их оценивание обсуждается в части 3 курса.

#### **Вопрос 6.14**

Ответьте, ПРАВДА или ЛОЖЬ:

1. Конвертируемые бумаги не дают защиты от неожиданно высокой инфляции в течение первых, предшествующих конвертированию, лет.
2. Цены конвертируемых бумаг менее стабильны, чем цены соответствующих акций.
3. Акции обычно дешевле купить напрямую, чем через конвертируемые бумаги.
4. Конвертируемые ценные бумаги почти всегда имеют приоритет перед соответствующими акциями в отношении дохода и капитала.

### Вопрос 6.15

1. Каковы основные преимущества конвертируемых ценных бумаг по сравнению с соответствующими акциями?
2. Почему инвесторы покупают акции, если конвертируемые бумаги столь хороши?
3. Для какого типа инвесторов, конвертируемые бумаги могут быть особенно привлекательны?

## 5.2 Привилегированные акции

Привилегированные акции это:

**Особый класс акций, которые обычно имеют приоритет по сравнению с обычными акциями.**

**Владельцы привилегированных акций обычно имеют право на указанный уровень дивидендов и, в отличие от обычных акционеров, не имеют права на остаточную прибыль. Хотя они составляют часть акционерного капитала компании, с инвестиционной точки зрения привилегированные акции больше похожи на облигации с твердым процентом.**

Типичные характеристики привилегированных акций кратко очерчены в приложении к данной главе.

### Вопрос 6.16

Компания Z получила такую прибыль, что ее прибыль после налогообложения покрывает нетто дивиденды по привилегированным акциям 1.8 раза. Каково будет воздействие на владельцев привилегированных акций, если в следующем году компания:

1. получит вдвое меньшую прибыль после налогообложения;
2. увеличит прибыль после налогообложения вдвое?

## 5.3 Варранты

Варрант (Warrant) определяется в глоссарии следующим образом:

**Выпущенный компанией опцион. Владелец имеет право купить акции по указанной цене в указанные моменты времени в будущем.**

Варрант может быть выпущен любой компанией, и имеет некоторые характеристики торгового опциона на покупку. Как подсказывает определение, большинство варрантов являются *варрантами на акции*, которые дают право подписаться на обычные акции эмитента, хотя *варранты на облигации* также существуют.

Цена, по которой опционы могут быть исполнены, называется *ценой подписки* или ценой исполнения опциона, как и в случае торгового опциона. Она может существенно отличаться от текущей рыночной цены.

Как по варрантам на акции, так и по варрантам на облигации, исполнение опциона дает эмитенту дополнительные средства. Этим ситуация отличается от торговых опционов, где эмитент отсутствует. Варранты обычно действуют в течение нескольких лет и продаются на той же фондовой бирже, что и соответствующие обычные акции.

Владелец варранта на акции не имеет прав, связанных с владением обычной акцией. Он не имеет права на дивиденды и не может голосовать. Однако владелец варранта защищен на случай изменения капитала обычных акций, такого как выпуск новых акций. Если такие события имеют место в период существования варранта, цена исполнения и количество акций, на которые можно подписаться, корректируются.

Мы рассмотрим оценивание варрантов в 3-ей части курса.

## Приложение: Конвертируемые бумаги и привилегированные акции

### *Основные черты конвертируемых бумаг*

- Конвертируемые долговые обязательства обычно не обеспечены конкретными активами.
- До конвертирования, по конвертируемым бумагам проценты или дивиденды платятся так же, как по обычным облигациям или привилегированным акциям, т.е. из прибыли до налогообложения или после налогообложения, по обстановке.
- Конвертирование может иметь место либо в один конкретный день, либо на любую дату из указанного набора дат. Конвертирование – это опцион инвестора. Период времени, в течение которого может иметь место конвертирование, называется *периодом конвертирования*. Период до первой возможной даты конвертирования называется *периодом покоя*.
- Если инвестор примет решение не конвертировать, ценная бумага может продолжать действовать в качестве облигации или привилегированной акции в течение периода времени, известного как *остаток*. Альтернативно, она может быть погашена на предписанном базисе.
- Условия, на которых может быть проведено конвертирование, устанавливаются при выпуске ценной бумаги. Инвестор получит указанное количество обычных акций за каждую конвертируемую ценную бумагу. Некоторые более сложные ценные бумаги могут иметь разные условия конвертирования в зависимости от даты конвертирования.

### *Инвестиционные и рисковые характеристики конвертируемых бумаг*

Характеристики конвертируемой бумаги являются смесью характеристик ценной бумаги с твердым процентом и обычной акции. Если вероятная дата конвертирования находится далеко в будущем, или стало ясно, что опцион конвертирования вряд ли будет использован, ценная бумага имеет характеристики, похожие на характеристики бумаги с твердым процентом. По мере приближения даты конвертирования, в случае высокой вероятности конвертирования характеристики приближаются к характеристикам соответствующей обычной акции. Инвестор имеет опцион на выбор наиболее выгодного типа ценной бумаги.

С точки зрения инвестора, конвертируемая бумага дает возможность скомбинировать более низкий риск долговой бумаги с потенциально более высокой доходностью акции. Ценой этого является более низкая текущая доходность, чем у обычной облигации или привилегированной акции.

В любой момент времени можно сравнить цену покупки одной обычной акции посредством покупки необходимого количества конвертируемых облигаций и их конвертирования, с рыночной ценой акции. Разница известна как *премия конвертирования*.

### *Регулярный доход*

Конвертируемые бумаги обычно дают более высокий регулярный доход, чем обычные акции, но более низкий, чем обычные облигации или привилегированные акции.

## ***Налоги***

До конвертирования, конвертируемые бумаги обычно облагаются налогами так же, как обычные облигации или привилегированные акции.

## ***Товарность***

Обычно ниже, чем у акций, в которые они конвертируются.

## ***Безопасность***

Зависит от типа бумаги (например, облигации имеют приоритет перед привилегированными акциями), но важнее всего качество компании. Применимы все обычные тесты покрытия дохода и капитала.

## ***Нестабильность рыночной цены***

Изменение рыночной цены будет зависеть от того, насколько конвертируемая бумага близка к вероятной дате конвертирования.

Если конвертирование находится в далеком будущем, основная часть стоимости конвертируемой бумаги может базироваться на компоненте с твердым процентом. В этом случае, изменение цены будет, в основном, определяться доходностью облигаций.

В противном случае, цена конвертируемой бумаги сильнее зависит от цены соответствующей акции.

## ***Ожидаемая доходность***

Учитывая, что конвертируемые бумаги, вообще говоря, менее рискованны, чем акции, а цены конвертируемых бумаг будут увеличены премией за опцию, *ожидаемая* доходность конвертируемых бумаг должна быть ниже ожидаемой доходности акций. И наоборот, она должна быть несколько выше доходности облигаций, выпущенных той же компанией.

## ***Риски***

Конвертируемая бумага, дающая инвестору возможность сохранять бумагу с твердым процентом или конвертировать в акции, снижает некоторые риски инвестированию как в бумаги с твердым процентом, так и в акции:

- Связанный с твердым процентом риск, заключающийся в том, что реальная стоимость ценной бумаги будет съедена инфляцией, в значительной мере скомпенсирован, поскольку связанная с акцией компонента конвертируемой бумаги будет поддерживать ее реальную стоимость в долгосрочной перспективе.
- Риск рыночной стоимости акций (связанный с колебаниями рыночных цен) ослаблен.
- В случае ликвидации, конвертируемые бумаги будут иметь преимущество перед акциями, так что риск дефолта ниже, чем для акций.

- Для инвестора, нуждающегося в фиксированном потоке дохода, снижен риск потерь, связанных с ростом рынка акций, поскольку стоимость конвертируемой бумаги вырастет, если вырастет цена акции.

Конечно, эти выгоды не бесплатны; опцион на конвертирование имеет стоимость. Обычно стоимость этого опциона отражает *премия опциона*, включенная в рыночную цену конвертируемой бумаги.

### ***Характеристики привилегированных акций***

К типичным чертам привилегированных акций относятся:

- дивиденды по привилегированным акциям обычно равны фиксированному проценту от номинальной стоимости и всегда выплачиваются до распределения доходов обычным акционерам;
- дивиденды по привилегированным акциям обычно облагаются налогом так же, как и дивиденды по обычным акциям;
- ставка дивидендов котируется нетто от налогов, например, «7% (нетто) привилегированные акции»;
- дивиденды не обязательно выплачивать, если прибыль недостаточна (в отличие от долговых бумаг);
- они обычно являются «кумулятивными»; если дивиденды не были выплачены, задолженность должна быть выплачена до того, как будут сделаны платежи обычным акционерам;
- они обычно имеют приоритет по сравнению с обычными акциями в отношении выплат в случае ликвидации;
- большинство привилегированных акций не имеют даты погашения, хотя многие более новые выпуски имеют;
- они обычно не дают права на голосование, за исключением ситуаций, когда привилегированные дивиденды не были полностью выплачены.

Отметим, что мы сказали, что это «типичные» черты. Некоторые привилегированные акции могут слегка отличаться, например, они могут не быть кумулятивными, или не иметь приоритета по отношению к обычным акциям, в случае ликвидации. К другим возможным вариациям относятся:

- *Погашаемые привилегированные акции* – они могут быть погашены как долговые бумаги, но средства на погашение должны поступить из аккумулированной прибыли компании или от выручки по новому выпуску.
- *Участвующие привилегированные акции* – это привилегированные акции, дающие инвестору право на частичное участие в остаточной прибыли компании, после выплаты фиксированных привилегированных дивидендов. Участвующие привилегированные акции являются гибридом между обычными акциями и нормальными привилегированными акциями.
- *Конвертируемые привилегированные акции* – конвертирование в акции возможно в фиксированные даты по заранее определенной цене.

Степень товарности привилегированных акций будет варьироваться от компании к компании. Однако она обычно намного хуже, чем для обычных акций той же компании, поскольку выпуски намного меньше.

В терминах инвестиционных характеристик, привилегированные акции больше похожи на необеспеченные долговые бумаги, чем на обычные акции. Остаточная природа обычных акций означает, что если прибыль компании вырастет, то могут вырасти (и обычно растут) выплаты обычным акционерам. Однако, в предположении, что прибыль компании достаточна для выплаты привилегированных дивидендов (или она имеет достаточные для этого резервы), привилегированные акционеры *мало* выигрывают от того, что компания имеет более высокую прибыль.



## Глава 6. Резюме

### *Характеристики акций*

Основные характеристики инвестиций в акции:

- неопределенность: не гарантирован ни доход, ни прирост капитала;
- низкий и предположительно растущий поток доходов;
- обычно это долгосрочные инвестиции;
- исторически, хорошая долгосрочная доходность;
- хорошая долгосрочная защита от инфляции;
- нестабильные рыночные стоимости.

Рыночные стоимости акций определяются спросом и предложением и зависят от рыночных ожиданий. Взгляды и ожидания инвесторов постоянно меняются, что создает нестабильность цен на акции.

Инвесторы обычно ожидают, что в долгосрочной перспективе цены на акции будут расти вместе с инфляцией и экономическим ростом. Этот ожидаемый рост цен объясняет, почему инвесторы могут согласиться на низкую начальную доходность дивидендов по акциям.

Хорошо диверсифицированный портфель поможет защитить инвесторов от отдельных случаев банкротства компаний, но он не защитит от падения рынка в целом.

Товарность акций разных компаний существенно различается. У больших компаний, она гораздо выше.

Основная часть инвестиций в акции делается в котируемые, зарегистрированные на фондовой бирже акции. Для регистрации компании должны удовлетворять регулированию фондовой биржи, что обеспечивает инвесторам определенную степень защиты.

### *Системы для заключения сделок*

Двумя основными типами систем для заключения сделок являются:

- *система, основанная на котировании*, при которой участники рынка устанавливают цены покупки и продажи, по которым они готовы заключать сделки;
- *система, основанная на заказе*, при которой покупатели и продавцы вывешивают, обычно в электронной форме, заявки, которые другие принимают.

### *Для чего использовать отраслевое группирование?*

Акции группируются по отраслевым секторам потому что:

- аналитикам более практично специализироваться в одной области;
- имеет место корреляция цен акций и прибыльности компаний одного сектора.

### ***Основные отраслевые группы***

- Ресурсные компании являются рискованными, не зависящими от остального рынка акций, но зависящими от долларовых цен на сырье.
- Предприятия базовых и общих отраслей обычно цикличны.
- Компании, производящие предметы потребления, обычно менее цикличны; для них велика значимость торговой марки.
- Сервисные компании обычно трудоемки и, в основном, базируются в своей стране.
- Коммунальные услуги – стабильные, зависящие от отечественного рынка и подверженные регулированию компании.
- Финансовые компании довольно разнородны, хотя большинство из них являются капиталоемкими.
- Компании, работающие в области информационных технологий, обычно имеют низкие прибыли и дивиденды; их активы в значительной мере нематериальны.

### ***Конвертируемые бумаги***

Конвертируемые бумаги (в предположении, что конверсия не является неизбежной), дают владельцу выбор между инвестициями с твердым процентом и акциями. Поэтому, инвестиционные и рискованные характеристики отражают характеристики как инвестиций с твердым процентом, так и акций.

Чем ближе конвертируемые бумаги приближаются к конвертированию (или отказу от него), тем ближе их поведение к инвестициям в акции (или к инструментам с твердым процентом). Цена конвертируемой бумаги должна включать в себя премию за опцион, чтобы отражать преимущества для инвестора, имеющего выбор между инвестициями с твердым процентом и акциями.

### ***Привилегированные акции***

Привилегированные акционеры имеют приоритет в получении дивидендов и (обычно) возврате капитала, перед обычными акционерами.

### ***Варранты***

Варрант дает владельцу право на покупку обычных акций компании эмитента по указанной цене и на указанную будущую дату.

## Решения

### Решение 6.1

Этот вопрос включен, чтобы подкрепить утверждение, что прибыль менее стабильна (более мультипликативна), когда затратная база велика и фиксирована. Ответы (в предположении, что процентные затраты фиксированы):

- A: 100% падение прибыли
- B: 100% падение прибыли
- C: 10% падение прибыли (в предположении, что переменные затраты напрямую связаны с оборотом);
- D: 100% падение прибыли

### Решение 6.2

Пенсионному фонду нужно не меньше \$4500 годового дохода от портфеля акций. Важными советами являются:

#### *Портфель*

1. Диверсифицируйте! Сделайте так, чтобы \$100000 были распределены между, скажем, 20 компаниями.
2. Диверсифицируйте! Убедитесь, что выбранные компании не слишком сильно коррелированы, например, выберите компании из нескольких разных отраслей.
3. Убедитесь, что начальный текущий доход выше 4.5% нетто, поскольку дивиденды могут упасть.

#### *При выборе конкретных акций*

4. Выбирайте компании с подтвержденным опытом стабильного оборота.
5. Выбирайте компании с низкой мультипликативностью, т.е. с низким уровнем займов и гибкими издержками.
6. Выбирайте компании со стабильной историей дивидендов.
7. Выбирайте компании с хорошим уровнем покрытия дивидендов (т.е. низким коэффициентом выплат).
8. Выбирайте акции «дохода», т.е. акции с высокой доходностью дивидендов.

### Решение 6.3

Низкая товарность создает следующие проблемы:

- отсутствие гибкости: вы не можете быстро получить деньги; чтобы реализовать ваши инвестиции вам, возможно, придется продавать ваши акции постепенно, в течение некоторого продолжительного периода времени;
- более высокие издержки, связанные с более высоким размером маржи между ценами покупки и продажи;

- вы можете изменить цены акции (в нежелательном направлении), когда попытаетесь продать или купить акции.

Если инвестор покупает акции на основе неограниченного владения, то низкая товарность может проблемой не быть. (Фактически, если другим инвесторам конкретная акция не нравится из-за низкой товарности, акция может быть недооценена, поэтому она будет хорошим вложением для инвестора, которого не волнует товарность.) Однако на практике, существует мало менеджеров фондов, которые хотели бы быть привязанными к конкретной инвестиции.

#### **Решение 6.4**

Условия, которые нужно выполнить для первой регистрации на бирже, могут быть связаны с такими факторами как:

- предоставление прошедших аудит бухгалтерских счетов за заданное количество лет;
- занятие основным бизнесом компании с течением заданного количества лет;
- опыт и компетентность директоров;
- товарность акций компании;
- рыночная капитализация акций компании.

#### **Решение 6.5**

*Цена покупки:* цена, по которой рынок готов *покупать* конкретные ценные бумаги.

*Цена продажи:* цена, по которой рынок готов *продавать* конкретные ценные бумаги

#### **Решение 6.6**

Электронная, основанная на заказе система сделок, как правило, работает быстрее и дешевле, позволяя снизить разницу между ценами покупки и продажи. На британской фондовой бирже это оказалось именно так.

#### **Решение 6.7**

К числу возможных причин относятся:

- ни один из заказов не предлагает достаточно высокой цены акций;
- ни один из показанных заказов не имеет достаточно размера (количества акций);
- инвестор, возможно, не торопится продавать и хочет выставить свой собственный заказ на экране по более высокой цене, в спекулятивной манере.

#### **Решение 6.8**

Основанная на котировании система показывает цены для всех акций. Эти цены будут колебаться вверх и вниз вместе с рынком, независимо от наличия сделок на бирже. Это полезный для оценивания фондов аспект котирования.

В основанной на заказе системе, инвестор может использовать заказ на акции или их предложение, которые показаны на экране, хотя это могут быть «глупые» предложения с очень малыми размерами, сделанные для тестирования рынка. Альтернативно, если на экране нет никаких заказов, инвестор может использовать последнюю зарегистрированную сделку, которая прошла через систему. Он не может знать, кто инициировал сделку – продавец или покупатель, - кроме того, сама сделка могла иметь место вчера. Обновленные рыночные цены в основанной на заказе системе отсутствуют.

### Решение 6.9

К таким характеристикам относятся:

- товарность;
- рыночная капитализация;
- риск (как бы он ни был определен);
- *отношение цены к доходам* или *доходность дивидендов* – будут обсуждаться в данном курсе позднее;
- мультипликативность – уровень долгового капитала по отношению к общей стоимости активов компании;
- подверженность зарубежным доходам;
- чувствительность прибыли компании к экономическим циклам. Акции компании, прибыль которой особенно чувствительна к циклам, называются *циклическими*. Если верно обратное, акции характеризуются как *защитные*.

На практике, многие указанные характеристики компании тесно взаимосвязаны. Например, товарность обычной акции определяется в основном размером компании. Аналогично, *риск* отдельной акции, вообще говоря, зависит от массы других факторов.

### Решение 6.10

Две конкретные сложности связаны с:

- компаниями, работающими в нескольких секторах, т.е. с промышленными конгломератами. Это проблема увеличивается, поскольку компании все больше диверсифицируют свою деятельность за счет новых секторов посредством слияний и поглощений, что приводит к серьезным проблемам, если секторы существенно отличаются. Похожие вопросы связаны с международными компаниями, работающими на нескольких, очень разных рынках;
- неоднородностью компаний внутри конкретных секторов. Компании могут существенно отличаться даже внутри одного сектора, например, по размеру, или вследствие того, что они работают в разных нишах рынка.

### Решение 6.11

Утверждение НЕВЕРНО.

Прибыль группы коммунальных услуг менее чувствительна к экономическому циклу, чем прибыль других групп. Однако оборот упадет, поскольку организации, и, в какой то мере,

физические лица, станут меньше звонить. Затраты не уменьшатся в той же пропорции, вследствие высоких фиксированных затрат на поддержание инфраструктуры, т.е. маргинальная стоимость очень низка.

### **Решение 6.12**

Отметим, что в некоторых случаях ответы не очевидны. Не слишком волнуйтесь, если вы не совсем согласны с нашими ответами.

- a) курсу доллара: ресурсы;
- b) состоянию отечественной экономики: общие отрасли;
- c) моде и социальным трендам: потребительские товары;
- d) изменениям налогообложения: финансовые;
- e) стоимости рабочей силы: услуги;
- f) государственному регулированию: коммунальные услуги.

### **Решение 6.13**

Коммунальные услуги в наибольшей мере похожи на государственные индексируемые облигации в том смысле, что они имеют низкий риск, а цены часто привязаны к индексу инфляции цен плюс или минус константа.

### **Решение 6.14**

- 1. Неверно, рыночные стоимости конвертируемых бумаг должны вырасти в этот период, если вырастет цена соответствующих акций.
- 2. Неверно.
- 3. Верно, в том смысле, что покупатель конвертируемых бумаг фактически платит за опцию конвертирования.
- 4. Верно.

### **Решение 6.15**

- 1. Основными преимуществами конвертируемых бумаг по отношению к соответствующим акциям являются:
  - более высокий начальный доход;
  - более стабильные рыночные цены;
  - большая безопасность, как дохода, так и возврата капитала в случае ликвидации.
- 2. Инвестор покупает акции, а не конвертируемые бумаги по следующим причинам:
  - он, предположительно, получит более высокую доходность;
  - он имеет только реальные обязательства;
  - ему не нужен дополнительный доход.
- 3. Инвесторы, для которых конвертируемые бумаги могут быть особенно привлекательны:
  - хотят получить инвестиции, подверженные влиянию рынка акций, но нуждаются в более высоком доходе;

- инвесторы, которым нужно согласовать фиксированные в денежных величинах обязательства, если при этом они хотят иметь и некоторую подверженность влиянию рынка акций;
- плательщики низких налогов, которые довольны получением подверженности влиянию рынка акций при наличии высокого регулярного дохода.

Альтернативный ответ:

1. Поскольку они предоставляют право на конвертирование.
2. Те, кто считает опцию неоправданно переоцененной.
3. Инвесторы, которые ценят опцию выше, чем остальной рынок.

### **Решение 6.16**

1. Привилегированные дивиденды не будут покрыты. Они будут, вероятно, выплачены полностью, в предположении, что компания использует свои резервы, накопленные в предыдущие годы. Безопасность (т.е. перспективы будущих дивидендов) уменьшится, а рыночная цена привилегированных акций соответствующим образом упадет.
2. Уровень получаемого от акций дохода измениться не должен. Безопасность (т.е. уровень покрытия дивидендов) улучшится. Может иметь место очень небольшой рост рыночной стоимости привилегированных акций, отражающий это улучшение.