

Глава 3

Боевой арсенал инвестора: основные финансовые инструменты

3.1. Акции: доля в большом бизнесе

Акция — ценная бумага, которая по своей экономической сути дает ее владельцу право на долю в акционерном обществе. Однако юридически это не совсем так. Согласно закону, акция дает права на получение дивидендов, на участие в управлении обществом (при этом некоторые акции, например привилегированные, не дают права на участие в управлении) и на долю имущества компании в случае ее ликвидации. Надо понимать, что, хотя акционеры и считаются собственниками компании, на самом деле с точки зрения закона они являются только собственниками акций, а собственник имущества — сама компания. В то же время акционеры своим имуществом не отвечают по долгам своей компании. Можно утверждать при этом, что акционеры все же являются собственниками *бизнеса* как процесса хозяйственной деятельности: об этом говорит право на долю в прибыли и на участие в управлении, а также тот факт, что выпуск акций часто используется для привлечения капитала на развитие компании (см. раздел 4.1).

Природа акций объясняет, почему именно этот инструмент дает возможность защитить сбережения от инфляции в расчете на длительные периоды времени — в отличие от депозитов и облигаций. На самом деле все довольно просто: доходы по акциям определяются доходами самих компаний, то есть выручкой и прибылью последних. А эти показатели, в свою очередь, напрямую зависят от объема продаж и уровня цен. Соответственно, в доходы компаний уже заложена инфляция, а заодно и экономический рост. Более того, очень часто цены на акции определяются ожиданиями будущих доходов компании: порой говорят, что эти ожидания уже заложены в цену акций. Таким образом, акционер получает свою долю доходов от экономического роста и увеличения цен, тогда как в случае, когда он дает в долг тем же компаниям или банкам, он получает лишь часть дохода от этого роста. Обратной стороной этого является риск, который в акциях выше, чем при инвестировании в облигации или вложениях в депозиты.

В мировой практике существуют так называемые механизмы усиления контроля (Control Enhancing Mechanisms, CEM), которые нацелены на то, чтобы наделить семейные компании или основателей бизнеса большими правами при принятии решений, чем сторонних акционеров. Типичные примеры таких механизмов — привилегированные акции или акции разного класса. Среди традиционно отмечаемых механизмов можно назвать создание пирамидальных структур собственности, выпуск акций с разными правами голоса, а также объединение акционеров в коалиции. В разных странах может преобладать тот или иной вариант. Например, в Европе и России преобладают пирамидальные структуры. В США они законодательно запрещены еще с 30-х годов XX века (имели место прямой запрет на использование пирамидальных структур в газовом бизнесе и электроэнергетике, а также жесткие налоговые обложения внутригрупповых дивидендов, что до сих пор делает такие структуры экономически невыгодными). С 1924 по 1986 год в США действовал запрет и на акции с разными правами голоса (в Японии был снят в 2005 году, через 60 лет после его установления, в Италии отменен только в августе 2015 года). В мире не так много стран, где сохраняется запрет на наличие по обыкновенным акциям разных прав голоса при сохранении экономических прав (на дивиденды). К числу государств с ограничениями относятся Россия (хотя существует понятие «золотая акция», дающая право вето при голосовании), Австралия, Германия, Китай (в том числе Гонконг), Венгрия, Израиль, Япония, Южная Корея, Сингапур. В остальных крупных странах так называемые акции разного класса (dual class) разрешены. Более того, разрешены и акции с ограничениями в правах голоса (такие акции запрещены в Австралии и Франции). После снятия ограничений большая часть IPO проходит в США с наличием двух классов акций.

Яркие примеры акций с разными правами голоса — всемирно известные американские производственные компании Ford и Nike, кинопроизводители Twenty-First Century Fox и DreamWorks Animation SKG, Visa, Facebook, Groupon, Yandex, Zynga, издательство John Wiley & Sons.

Актуальность наличия акций разного класса по праву контроля (их еще называют «компаниями с диспропорциональной структурой собственности», dual class) связана с выходом на биржу семейных предприятий (в среднем 19% компаний по всему миру относятся к семейно-контролируемым бизнес-группам, на развивающихся рынках этот показатель гораздо выше и доходит до 50%) и фирм, где важна роль основателей (например, их человеческий и социальный капитал). Есть и отраслевая специфика в выпуске такого типа акций со структурой dual class в процессе IPO. Например, за 1986–2008 годы в США больше всех IPO со структурой типа dual class

проходило в телекоммуникационной отрасли (26,6%) и издательском бизнесе (22,6%).

Хотя компаний, выпустивших привилегированные акции, больше всего именно в США (61,8% их относятся к финансовому сектору — см. таблицу ниже), там они имеют несколько иную трактовку, чем в Бразилии или в России (в таблице страны ранжированы по наличию привилегированных акций). В РФ по привилегированным акциям выплачивается дивиденд в процентах от прибыли и по ним не обеспечивается право голоса. В США по большей части эти акции рассматриваются как элемент заемного капитала (*fixed income*) с фиксированным процентом от номинала (обеспечиваемая доходность находится на уровне 10–12% годовых). Также эти ценные бумаги лишены налоговой защиты, при которой дивиденды могли бы уменьшать налогооблагаемую базу компании, как это происходит с процентами по заемному капиталу. Только 35 американских компаний относят выпущенные ими привилегированные акции к собственному капиталу, в противном случае — к долговому капиталу (это отражается и в базе Thomson Reuters: если инструмент имеет признак «*fixed income*», то привилегированная акция относится к типу «долговая ценная бумага» — см. таблицу).

Количество эмитентов привилегированных акций на 2015 год по странам — лидерам выпуска таких финансовых инструментов

Юрисдикция	С учетом компаний финансового сектора			Без учета компаний финансового сектора		
	Собственный капитал	Долг	Всего	Собственный капитал	Долг	Всего
США	35	169	204	20	58	78
Россия	169	0	169	163	0	163
Бразилия	131	0	131	107	0	107
Южная Корея	104	0	104	88	0	88

Для собственника или семьи (например, Ford Motor) выход на публичный рынок зачастую порождает проблему потери контроля над принятием стратегических решений и дилемму выбора между краткосрочными (в угоду рыночным инвесторам) и долгосрочными целями. Речь идет не столько о потере экономической выгоды, сколько о влиянии на принятие решений, которые из-за близорукости краткосрочного выбора могут подрывать долгосрочный рост рыночной стоимости. Поэтому семейные компании или компании с высокой долей интеллектуального капитала

(где важна роль основателя бизнеса) часто в результате IPO формируют два или более классов акций: младший (*inferior*), который традиционно выводится на биржу, и старший (*superior*, *non-publicly traded*) — с большим правом голоса. В США и ряде европейских стран (их как минимум 17), в отличие от РФ, законодательно разрешены акции с разными правами голоса или разными классами (*dual class share*). Страны с наибольшей долей таких компаний — Швейцария, Швеция, Италия, Великобритания. На их фоне в США таких компаний немного (примерно 8% от общего числа публичных по состоянию на 2016 год).

Владея акциями старшего (или высшего) класса, основатель бизнеса сохраняет контроль без необходимости выкупать более 50% акций. Кроме того, владение акциями старшего класса позволяет провести больше «своих» представителей в совет директоров компании. У семьи Форд в Ford Motors 40% голосующих акций.

История акций с разными правами началась в 1898 году, когда International Silver Company выпустила 20 млн акций без права голоса (9 млн были привилегированными и 11 млн — обыкновенными, но без права влиять на принятие решений). Хотя в 1902 году обыкновенные акции с ограничениями в голосе получили право участвовать в общем собрании, их голос оставался «ущербным»: только две акции формировали один голос. К 1926 году не менее 183 компаний США выпустили акции класса А и В.

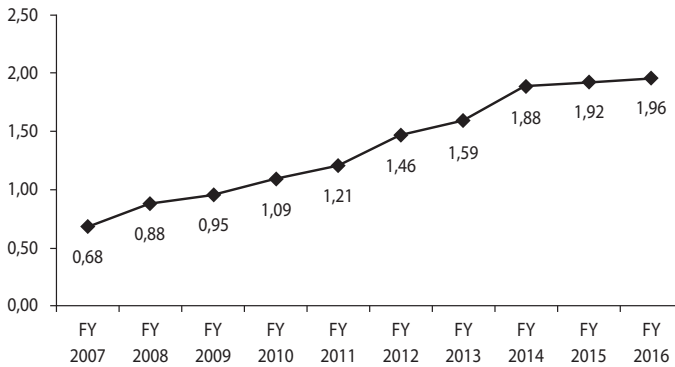
С 1920 года на бирже NYSE был запрещен листинг компаний с наличием разных прав голоса (при том что законодательного запрета в стране не было, и компании с наличием разных классов акций котировались на AMEX и NASDAQ). Однако в 1984 году этот запрет был снят, и статистически был зафиксирован рост числа IPO-компаний с акциями двух классов (хотя есть еще классы неголосующих акций по аналогии с привилегированными, а также с ограниченным правом — меньше одного голоса на акцию). В 2004 году по проведенным IPO доля таких компаний составила 15%, а в списке индекса S&P 500 в 2007 году их было 20.

В США яркий пример компании с двумя классами — Google, которая стала публичной в 2004 году. Акции класса А имеют один голос на акцию, а акции класса В — 10 голосов, что позволяло им в 2004 году контролировать 98,6% прав голоса. В то же время акции В давали только 87% экономических выгод (распределения прибыли). Акции В не выводились на биржу, а были распределены между менеджментом компании и основателями бизнеса — Ларри Пейджем и Сергеем Брином.

Марк Цукерберг владеет в 2016 году 74,3% акциями Facebook класса В, но при этом претендует только на 16,6% денежных потоков, которые компания распределяет между акционерами (то есть денежной выгоды). В 1998 году компаний с *dual class* в США было 504, в 2002-м — 362. Другие яркие примеры — Viacom, eWrigley.

Но не всегда для удержания контроля требуется наличие двух классов акций. Альтернативный пример — ретейл Walmart. На сегодняшний день это самая крупная (капитализация — 221,4 млрд долл., выручка — 485 млрд, прибыль — более 16 млрд) семейная компания в США и в мире. Бизнес семьи Уолтонов начинался с маленькой лавочки, открытой в 1962 году в штате Арканзас Сэмом Уолтоном. А сегодня Walmart — лидер мирового ретейла и владеет десятками тысяч магазинов по всему миру. Показательно, что компания до сих пор принадлежит потомкам Сэма Уолтона,

которые владеют контрольным пакетом акций в 52%, и является успешной. Подтверждая это, инвесторы часто подчеркивают, что каждый доллар, вложенный в активы компании, приносит 12,8 цента посленалоговой операционной прибыли (показатель отдачи на вложенный капитал ROIC = 12,8%), а каждый доллар, вложенный в собственный капитал компании, приносит более 20 центов чистой прибыли (ROE = 20,4% в 2015 году). Динамика дивидендов на одну акцию показана на графике ниже. Видно, что Walmart ежегодно увеличивает размер дивидендов, их годовой прирост на горизонте девяти лет составляет более 10%.



ДИВИДЕНД НА АКЦИЮ (DPS) ПО КОМПАНИИ WALMART, 2007–2016 ГОДЫ

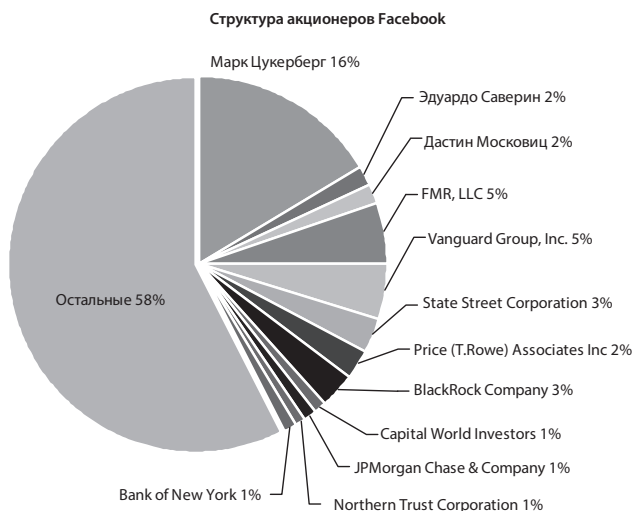
Акционеров, обладающих долей в капитале, значительно превышающей доли остальных акционеров, называют мажоритарными, а обладающих небольшими долями — миноритарными (миноритариями). Следует отметить, что размеры мажоритарных пакетов в России и на Западе существенно разнятся: если в России обычно мажоритарный акционер владеет 50% и больше акций, то в США мажоритарные акционеры редко имеют больше 7–8% капитала. Остальные бумаги рассредоточены между большим числом инвесторов — как портфельных и институциональных, так и частных.

Объем акций, не принадлежащий мажоритариям и обращающийся на бирже и внебиржевом рынке, называется free-float, и чем более развит фондовый рынок, тем выше free-float у его эмитентов. В этом отношении российскому рынку еще очень далеко до американского, где этот показатель часто близок к 100%.

Миноритарные акционеры в США получают все больше возможностей влиять на политику компаний. Так, ряд крупных американских компаний разрешил крупным инвесторам, у которых больше 3% акций, напрямую выдвигать свои кандидатуры

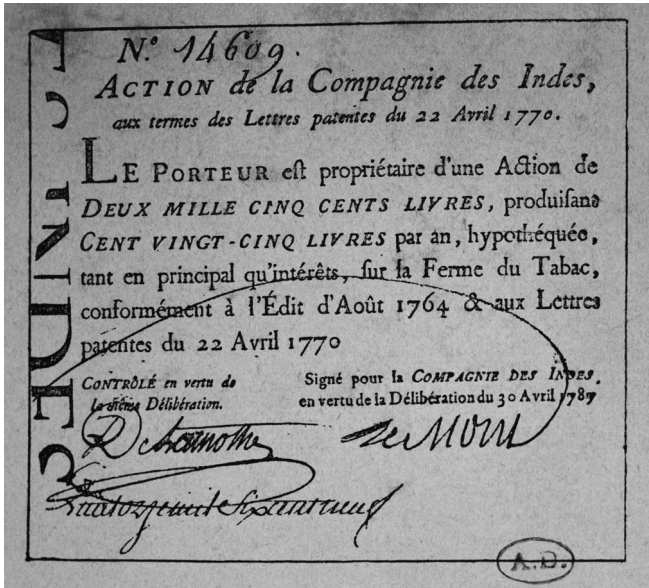
в совет директоров, тогда как раньше список кандидатов формировался исключительно советом директоров.

Акция относится к эмиссионным ценным бумагам — это означает, что компания может выпускать акции только серийно (эмиссиями, где все акции обладают одинаковыми характеристиками: номиналом, биржевым тикером, выплачиваемыми дивидендами на акцию). Причем каждый выпуск (или эмиссия) должен быть зарегистрирован органом государственной регистрации (Центральным банком в России или SEC в США).



**ГРАФИК СТРУКТУРЫ АКЦИОНЕРОВ FACEBOOK
(КАК ПРИМЕР АКЦИОНЕРНОГО КАПИТАЛА)**

Первым акционерным обществом в мире стала образованная в 1602 году Голландская Ост-Индская компания (Vereenigde Oostindische Compagnie). Ее «хозяйственной деятельностью» была торговля колониальными товарами из Китая, Индонезии и Цейлона: редкими в то время пряностями, а также тканями, посудой, опиумом и металлами, причем компания была в этом деле монополистом. Учредители Голландской Ост-Индской компании заплатили за каждую акцию по 3 гульдена (существенная по тем временам сумма), уставный капитал составил 6,5 млн гульденов. Через восемь лет, после успешного возвращения первого корабля, снаряженного за пряностями, акции стоили уже на 30% больше, а в дальнейшем акции прибавляли по 10% ежегодно. Поскольку компания была чисто торговым предприятием, дивиденды ее акционеры поначалу предпочитали брать товарами.



АКЦИЯ ФРАНЦУЗСКОЙ ОСТ-ИНДСКОЙ КОМПАНИИ

Право участия в управлении подразумевает не только голосование: акционеры могут избираться и в состав управляющих органов компании, например в совет директоров. Решения об этом также выносятся на голосование. Разумеется, основную часть мест в органах управления занимают представители мажоритарных акционеров, но и миноритарии могут проводить в совет своих представителей, если договорятся и объединят голоса.

Также акционер имеет право на долю в имуществе компании в случае, если общество будет ликвидировано, но только после удовлетворения требований кредиторов всех очередей, от сотрудников до банков и государства. На практике акционерам после ликвидации компаний практически никогда ничего не достается — этот риск надо учитывать в своих инвестиционных решениях.

Кроме того, следует понимать, что, хотя акционеры имеют право на дивиденды, акционерные общества не обязаны эти дивиденды выплачивать, — это решение обычно принимается собранием акционеров по рекомендации совета директоров. Самая распространенная причина отказа от выплаты дивидендов — отсутствие чистой прибыли либо активная инвестиционная программа компании, когда все средства направляются на развитие

производства. Однако известны и случаи, когда дивиденды выплачивает компания, получившая убытки.

Акция может выступать предметом залога, а также основой для производных финансовых инструментов (см. раздел 3.4).

Кстати, в отношении акций говорят о нескольких видах стоимости: номинальной, отражающей собственно долю уставного капитала акционерного общества, приходящегося на эту акцию, эмиссионной, по которой бумага продается на первичном рынке, курсовой (рыночной) ценой, по которой акция торгуется на биржевом (внебиржевом) рынке, и, наконец, балансовой, представляющей собой долю чистых активов компании, приходящуюся на эту акцию. Инвесторов интересует обычно лишь курсовая стоимость и то, как на ней можно заработать.

Практически с момента появления первых акционерных обществ акционеры стремились обладать акциями не только ради получения дивидендов, но и ради повышения стоимости самих акций, а частенько и только ради этого. Кроме того, акция в современных условиях дает возможность извлекать доход и из падения ее курсовой стоимости — в случае продаж заемных акций с тем, чтобы откупить их затем по более низкой цене (такие сделки называются «шорт», о них подробно рассказывается в разделе 7.3).

В обиходе под доходностью акции для инвестора подразумевают отношение цены продажи акции к цене ее покупки, но в классической экономической теории доходность акции — это отношение к рыночной цене дохода на акцию, который представляет собой не только прирост рыночной цены, но и дивидендный доход.

Самыми дорогими акциями в мире сегодня являются бумаги компании Berkshire Hathaway — холдинга Уоррена Баффетта. Этот холдинг представляет собой управляющую компанию, в портфеле которой содержатся все пакеты акций знаменитого инвестора. Тикер акций класса А на NYSE — BRK-A, в мае 2016 года одна акция Berkshire Hathaway стоила 212 тыс. долл.!

Ориентация на фондовые индексы (растут или падают — как сигнал состояния дел в экономике) — традиция для инвесторов не только в США, но и во всем мире. Но здесь надо быть внимательным. Индексы очень волатильны, хотя падение на 1–3% уже считается в США значительной коррекцией рынка. Падение рынка на 20% без существенного возврата к прежним значениям рассматривается как начало «медвежьего рынка» (понижительного тренда). Таких ситуаций было не так уж много. С 1928 года индекс Dow Jones в течение дня увеличивался больше чем на 10% восемь раз, падал больше чем на 10% четыре раза и 136 раз изменялся в ту или иную сторону больше чем на 5%.

Другой популярный фондовый индекс S&P 500 (в 2016 году в него входят 502 компании) с 1928 года закрывался с новым историческим максимумом 1024 раза (что составляет всего 4,8% от общего числа торговых дней).

Индекс S&P 500 в течение длительного периода увеличивался примерно на 9% в год, но лишь в отдельные годы рост действительно приближался к этому уровню. С 1871 года этот индекс рос или падал больше чем на 20% примерно раз в три года. Реже, чем раз в пять лет, он поднимался на величину от 1% до 9%.

Один из тревожных сигналов для инвесторов — рост фондовых индексов за счет единичных компаний. Такая ситуация фиксировалась в конце 1990-х (перед крахом доткомов) и в 2007 году (перед мировым финансовым кризисом). В 2015 году шесть лидеров американского рынка тянули на себе индекс S&P 500. Хотя это правило не всегда работает. Например, в 2013 году индекс NASDAQ вырос на 38%, и более половины этого роста (17%) обеспечили всего три компании. У S&P 500 фиксировался рост на 30%, причем 8% обеспечили всего три истории успеха. Хотя 2014 год и не был таким успешным, как 2013-й, но рынок в целом рос.

Еще один возможный индикатор скорых проблем — соотношение дешевеющих акций с дорожающими.

В заключение надо сказать о таких понятиях, как сплит и оферта. Сплит — дробление акций — проводится компанией тогда, когда стоимость ее акций становится очень большой, что делает их недоступными для покупки мелкими инвесторами. Цена лота, соответственно, оказывается еще больше, и оборот таких дорогих бумаг снижается. Компания может провести дробление, заменив каждую акцию на две (или больше) акции с меньшим номиналом. Соответственно, «раздробится» и рыночная цена. Сплит обычно является положительным фактором для акций компании, так как торговля ими оживляется и бумаги обретают большую ликвидность; следовательно, больше инвесторов смогут купить эти ценные бумаги, а значит, существенно растет вероятность того, что и котировки пойдут вверх.

Оферта представляет собой выкуп акций самой компанией или ее акционерами. Оферта может быть принудительной — в определенных случаях, когда это предусмотрено законом. Так, если одна компания поглощает другую, приобретая в ней существенный пакет (больше 30%), то она обязана предложить другим акционерам также продать ей свои акции по цене не ниже той, которую она заплатила за пакет. Оферты также могут быть добровольными: в практике американских компаний нередки регулярные выкупы бумаг с рынка по рыночным ценам или немного выше. Это рассматривается как еще один способ поощрения акционеров наряду с дивидендами. В этом

случае акции приобретаются на баланс компании и становятся казначейскими, после чего могут «сгорать». Такие оферты выгодны, так как доля дохода компании, приходящаяся на каждую акцию, возрастает. Противоположностью является дополнительный выпуск акций, который «размывает капитал» и уменьшает долю в доходах компании, на которую может претендовать один акционер.

Покупка акций под оферту — особенно если инвестор полагает, что впереди у компании поглощение и она может быть хорошо оценена, — может быть одной из инвестиционных идей.

Цена акций на фондовом рынке указывается в валюте страны этого рынка (или в иной валюте: так, на рынке РТС Classica в период существования в России двух бирж РТС и ММВБ все акции котировались в долларах). Сумма цен всех акций, выпущенных компанией, составляет ее капитализацию.

Хотя для акций обычно основным понятием является доходность, не стоит сбрасывать со счетов и такие понятия, как надежность и ликвидность. В зависимости от всех этих качеств акции обычно делятся на голубые фишки (blue chips, название пришло из покера) и акции так называемых компаний второго, третьего и последующих эшелонов. Иногда выделяют компании малой и средней капитализации — middle и small cap. В США средоточие blue chips — индекс Dow Jones Industrial Average (хотя в него входят далеко не все американские «фишки»). Это деление имеет прямое отношение к инвестиционным стратегиям, реализуемым инвесторами: так, покупка акций под дивиденды обычно оправдана в отношении крупных компаний, бизнес которых стабилен, а дивиденды велики, — это, как правило, те самые blue chips. Они же лучше других подходят для арбитража или интрадей-трейдинга (см. главу 8) — спред, то есть разница между ценой покупки и продажи, минимален, а ежедневный оборот велик. Поэтому инвесторам, которые ежедневно ловят небольшие колебания цены, удобно работать с голубыми фишками. Что касается акций небольших компаний, то, как правило, именно среди них можно найти «бриллианты», которые обеспечат инвестору сотни, а в редких случаях и тысячи процентов прироста курсовой цены, — в случае если бизнес такой компании будет развиваться хорошими темпами. Но на дивиденды особенно рассчитывать не стоит: небольшие компании предпочитают тратить средства на развитие. Также в этом сегменте встречаются интересные идеи покупки под оферту.

Одно из важных достоинств акций — дивиденды. Лучше всего инвесторы осознали это в кризис, когда цены многих акций падали. В США приняты ежеквартальные дивиденды, то есть каждый квартал держатель акции получает определенную долю прибыли. Для европейских компаний более характерны

дивиденды раз в год. Для сопоставления компаний аналитики отслеживают именно общую доходность, которую получает акционер, то есть сумму доходности по росту цены и дивидендной доходности. Например, если инвестор купил акцию за 100 долл., а через год она уже стоит 110 долл., то текущая доходность составит 10%. Если на эту акцию объявлен дивиденд в 3 долл., то дивидендная доходность составит 3% (3/100), а общая акционерная доходность (TSR) — 13%. Средний размер дивидендной доходности невелик — 2–4% годовых. Но зато инвесторы рассматривают эти выплаты почти как гарантированный денежный поток, так как фиксируется эффект «липкости дивидендов»: компании, которые начали платить дивиденды, очень редко отказываются от этой политики, и снижение дивидендов рассматривается как негативный сигнал (в большинстве случаев такое событие приводит к значительному падению цены акции — на 2–5%).

Компании США действительно заинтересованы в максимизации доходов своих акционеров. Подтверждений этому можно привести много, но рассмотрим один наглядный пример. Объявленная налоговая реформа Барака Обамы в 2012–2013 годах приводила к увеличению налогов на частного инвестора. Так, налог на дивиденды повышался с 15 до 20%, а верхняя граница прогрессивного налога на доходы физических лиц увеличивалась с 35 до 39,6% (American Taxpayer Relief Act of 2012; 2013). Многие публичные компании США предприняли в преддверии этих изменений «финансовый маневр», активно привлекая заемные деньги для выплаты дивидендов по низким ставкам. В первых трех кварталах 2012 года на выплату дивидендов за счет банковского кредитования пришлось 16,5 млрд долл., причем в третьем квартале эта сумма составила 5,5 млрд. Такой «маневр» использования долга, связанного с выкупом акций или дивидендными выплатами, в литературе получил название «рекапитализация дивидендов». Для таких ситуаций существуют даже так называемые облегченные кредиты, которые предоставляются инвестиционными банками, часто с использованием синдицированных кредитов (для распределения рисков). Заметим, что выплаты дивидендов на заемные деньги, что существенно ослабляет финансовую устойчивость компании и ведет к потере платежеспособности, могут признать в США мошенничеством, а акционеров, которые извлекли выгоду из данных действий, могут принудить вернуть полученные доходы, если в итоге схема была раскрыта судом. Аналитики S&P считают «дивидендных аристократов» — компании, которые на протяжении 25 лет не то что не снижали, а наоборот, наращивали дивиденд на акцию (DPS). Хотя кризис 2008 года несколько поубавил этих любимчиков инвесторов (до 2007 года их было 64, в 2015-м осталось 58), из акций этих компаний вполне можно составить диверсифицированный портфель.