

## СОСТОЯНИЕ И ПРОБЛЕМЫ РАЗВИТИЯ ФОНДОВОГО РЫНКА США В СОВРЕМЕННЫХ УСЛОВИЯХ

© 2011 Е.П. Рамзаева

Самарский государственный экономический университет

E-mail: kafedra\_itemeo@mail.ru

Описывается эволюция развития фондового рынка США с момента ее зарождения по настоящее время. Рассмотрены основные виды ценных бумаг и их классификация, а также особенности их обращения на рынке. Классификация и современное состояние представлены на основе данных рейтинговых агентств "Standart&Poors".

*Ключевые слова:* фондовые рынки, ценные бумаги, кредитный рейтинг, акции, облигации.

Несмотря на непрерывное развитие практики международного долгосрочного инвестирования на фондовом рынке в конце XX в., создание подробных статистических баз данных о риске, доходности, долгосрочном развитии фондовых рынков в различных странах и т.д., теоретические исследования практически отсутствуют. Однако существуют отдельные работы, которые отражают практику международного инвестирования. К авторам таких работ можно отнести J.O. Grabbe, B. Solnik, J.W. Wilcox и др.

Классическая теория инвестиционной деятельности на фондовом рынке, включающая вопросы долгосрочного развития фондовых рынков, портфельного инвестирования и диверсификации, представлена в фундаментальных работах таких авторов, как G.J. Alexander, R.A. Brealey, J.V. Bailey, L.J. Gitman, M.D. Joehnk, H.M. Markowitz, S.C. Mayers, E.F. Fama, W.F. Sharpe и др. Отдельные практические вопросы международной диверсификации инвестиций на фондовом рынке рассмотрены в работах G. Baierly, P. Chen, R. Commisford, P.D. Kaplan, S.L. Lummer, M.W. Riere и др.

Долгосрочное развитие фондового рынка в США и других развитых странах исследовано в серии практических работ R.G. Ibbotson, L.B. Siegel и B. Taylor. Авторы этих работ необходимо особенно отметить, так как они - одни из немногих ученых, исследовавших эффективность долгосрочного инвестирования на фондовых рынках в различных странах мира<sup>1</sup>.

Фондовый рынок США является крупнейшим в мире, на его долю приходится почти 40 % мирового рынка ценных бумаг. Фондовый рынок в США делится на два крупных сегмента: орга-

низованные биржи ценных бумаг и внебиржевой рынок.

Согласно Закону о торговле ценными бумагами (1934), национальные биржи ценных бумаг должны быть зарегистрированы в Комиссии по ценным бумагам и биржам. В 1938 г. их было 38, в 1962 г. - 14, а к 1994 г. активные сделки осуществлялись лишь на семи биржах: Нью-Йоркской фондовой бирже, Американской фондовой бирже, Американской фондовой бирже Среднего Запада (Чикаго), Тихоокеанской фондовой бирже (Сан-Франциско и Лос-Анджелес), Филадельфийской фондовой бирже, Бостонской и Фондовой бирже Цинциннати.

Самой крупной биржей является Нью-Йоркская (New York Stock Exchange - NYSE), на которой число проданных акций и их стоимость превосходит показатели всех остальных бирж США.

Внебиржевой фондовый рынок США огромен, по общему объему и стоимости он заметно превалирует над совокупной торговлей на всех фондовых биржах США. Однако, в отличие от торговли на биржах, на внебиржевом рынке преобладают сделки с облигациями. Совершаются также сделки с ценными бумагами правительства и государственных агентств США, с муниципальными облигациями, облигациями корпораций и множеством выпусков акций, не зарегистрированных на биржах.

Наряду с акциями известных компаний, на внебиржевом фондовом рынке США торгуют и менее известными акциями, и акциями непроверенных, рискованных предприятий.

На фондовом рынке США первичными покупателями долговых обязательств корпораций являются институциональные инвесторы, и в пер-

вую очередь учреждения, не облагаемые налогами (благотворительные, пенсионные фонды и пр.), страховые компании, осуществляющие страхование собственности от несчастных случаев и т. д.

С 1983 г. на фондовом рынке США выпускаются только именные корпоративные облигации, а раньше выпускались облигации на предъявителя с процентными купонами. Часть таких облигаций еще осталась в обращении.

С точки зрения сроков обращения на фондовом рынке США, корпоративные облигации делятся:

- на краткосрочные - со сроками погашения от 1 года до 5 лет;
- на среднесрочные - со сроками погашения от 5 до 10 лет; они наиболее распространены по сравнению с краткосрочными и популярны у банков и других финансовых организаций;
- на долгосрочные - сроки погашения свыше 10 лет; часто эти облигации погашаются до истечения полного срока обращения посредством операций фонда погашения.

Корпоративные облигации фондового рынка США различаются и по степени обеспеченности - необеспеченные и обеспеченные.

Долговые обязательства, не имеющие специального обеспечения, эмитируются и размещаются на фондовом рынке США на основе доверия к эмитенту, многие из них имеют рейтинги AAA. Это долговые обязательства крупных корпораций, доходы которых позволяют регулярно производить выплаты по облигациям. Качество таких долговых обязательств превосходит качество некоторых видов обеспеченных облигаций с точки зрения безопасности, поэтому они быстро раскупаются. Необеспеченные облигации могут иметь более низкий статус. Они выпускаются в качестве конвертируемых, которые могут быть обменены на обыкновенные акции эмитента. Это право фиксируется условиями выпуска.

Фондовый рынок США довольно разнообразен так называемыми "бросовыми" облигациями, но они имеют объединяющий их признак - более низкий рейтинг по сравнению с эмиссиями инвестиционного класса. Агентство по рейтингу ценных бумаг "Moody's" и рейтинговая корпорация "Standard & Poor's" дают оценку облигациям исходя из уровня кредитного риска. Наиболее надежными являются облигации, имеющие рейтинг Baa ("Moody's"), BBB ("Standard & Poor's")

и выше. Облигации с рейтингом, ниже указанного, содержат неприемлемые для инвестора риски, поэтому они получили наименование "бросовых", или "мусорных". Однако на практике случаев прекращения платежей по этим ценным бумагам наблюдается не намного больше, чем у облигаций нижнего уровня инвестиционного класса. На самом деле эти облигации приносят более высокие доходы, чем компенсируют повышенный риск их приобретения.

"Бросовые" облигации делятся на две категории: облигации, имеющие название "падшие ангелы", и другие облигации.

На фондовом рынке США среди категории облигаций "падшие ангелы" встречаются такие выпуски, которые ранее имели рейтинг инвестиционного класса, а затем по ряду причин перешли в разряд ценных бумаг с высоким доходом.

К категории другие "бросовые" облигации относятся облигации корпораций, у которых наблюдается высокая доля заемного капитала, либо корпораций, никогда не имевших рейтинга инвестиционного класса. Облигации, проценты по которым выплачиваются при наличии прибыли у компании, называют также облигациями урегулирования (перестроечными облигациями). Они часто выпускались при реорганизации обанкротившихся компаний, а позже стали использоваться при изменении структуры оплаченного капитала компании при выкупе за счет кредита контрольного пакета акций корпорации. Такие облигации продаются на фондовом рынке США без процентов. Проценты выплачиваются лишь в том случае, если они заработаны. Если же проценты не выплачиваются, то держатель подобных облигаций не имеет права требовать удовлетворения. Вместе с тем невыплаченный процент накапливается, подобно дивидендам, по кумулятивной привилегированной акции<sup>2</sup>.

При выборе облигаций инвесторы должны учитывать тип эмитента, срок их погашения, доходность и возможность досрочного погашения. Вместе с тем существует еще один важный фактор - рейтинг облигации. Рейтинг дает представление о степени надежности ценной бумаги, т.е. о вероятности возврата заемщиком основной суммы долга и своевременной выплате процентов. Рейтинги определяются и публикуются независимыми организациями, основными из которых являются агентства "Standard & Poor's Corporation" и "Moody's Investors Services

Incorporated". Рейтинги этих агентств охватывают большинство корпоративных и муниципальных облигаций фондового рынка США, находящихся в публичном обращении. "Moody's Investors" определяет также рейтинг многих казначейских ценных бумаг и облигаций, выпущенных государственными ведомствами.

Система рейтинга облигаций схожа с системой рейтинга привилегированных акций фондового рынка США, однако сравнивать их напрямую нельзя, поскольку облигации - это долговые обязательства, а привилегированные акции позволяют участвовать в собственности корпорации.

При определении рейтинга агентства используют систему буквенных обозначений. Агентство "Standard & Poor's" для оценки облигаций пользуется первыми четырьмя буквами латинского алфавита, комбинируя их по шкале убывающего качества: AAA, AA, A, BBB, BB, B и так далее до D включительно, причем рейтинг D означает неплатежеспособность эмитента. Самый высокий рейтинг обозначается тремя буквами AAA.

Агентство "Moody's Investors" также использует буквенную символику, но ограничивается тремя первыми буквами алфавита Aaa, Aa, A, Baa, Ba, B, Caa, Ca, C. При этом облигации неплатежеспособного заемщика обозначаются комбинациями букв C. Кроме того, при необходимости для большей точности к буквенному рейтингу добавляются знаки "+" или "-". Например, рейтинг A+ выше, чем A.

Агентства очень серьезно относятся к определению рейтингов, поскольку при реальном рейтинге, присвоенном той или иной облигации, возможна экономия миллионов долларов на выплате процентов. Аналитики агентств фондового рынка США изучают финансовое состояние и результаты деятельности эмитентов, проверяют их устойчивость к неблагоприятным для бизнеса условиям.

Присвоенные облигациям рейтинги периодически пересматриваются и корректируются в соответствии с изменениями финансового состояния эмитента. Система рейтинговой оценки на фондовом рынке США используется и применительно к акциям.

Корпорация "Standard & Poor's" делит обыкновенные акции по степени их надежности на следующие группы: A+ - высший уровень надежности, A - высокий, A - выше среднего, B+ - средний, B - ниже среднего, B - низкий и C - очень

низкий. Отнесение акций к той или иной группе производится на основе анализа показателей доходов и выплаты дивидендов за предыдущие годы (восемь лет)<sup>3</sup>.

Привилегированные акции на фондовом рынке США, как и облигации, тоже имеют систему рейтинговой оценки, построенную на буквенных обозначениях.

По оборотам торговли акциями биржи США идут с большим отрывом от прочих бирж. Ежегодно в текущем десятилетии американские компании привлекали за счет открытой подписки на свои акции от 150 млрд. до 200 млрд. долл. инвестиций (с учетом закрытой подписки - больше). Причины высокой капитализации и ликвидности американского рынка акций - распыленная, дисперсная структура собственности и высокая доля этих инструментов в финансовых активах населения. Акциями в США владеет 91 млн. чел. (прямо и косвенно, через пенсионные схемы), т.е. примерно треть населения страны. Треть акционерного капитала находится в собственности населения непосредственно, а с учетом взаимных фондов - половина. Для американских компаний характерен очень высокий "free float" (70-90 %), что, опять же, отличает рынок США от рынка Германии, Японии, не говоря о Китае или России. Еще одной причиной привлекательности американских акций для инвесторов является высокая норма дивидендных выплат. За послевоенный период она составила по группе 500 крупнейших компаний, входящих в индекс S&P 500, примерно 50 %, доход в отдельные годы до 80 %, хотя в текущем десятилетии она заметно снизилась - до 30-35 %.

Среднегодовая доходность акций крупнейших американских эмитентов (входящих в индекс S&P 500) за период 1980-2000 гг. составила 18 %. Кризис начала десятилетия подпортил картину, среднегодовая доходность за 2001-2006 гг. снизилась (за счет падения в 2001 и 2003 гг.) до 1,13 %. Впрочем, то же самое произошло и с другими развитыми рынками. С 2003 г. доходность снова стала расти (29 % в 2003 г., 11 % в 2004 г., 5 % в 2005 г. и 16 % в 2006 г.). Значительная часть (14 %, или более 2,5 трлн. долл.) американских акций находится в портфелях широкой группы иностранных инвесторов, включая самые консервативные - пенсионные фонды.

Корпоративные облигации представлены широкой группой инструментов, включающих

как традиционные необеспеченные корпоративные облигации (*debentures*), так и многообразные бумаги, появившиеся в порядке секьюритизации - MBS, ABS, СМО (CDO). В текущем десятилетии ежегодно на американском рынке размещается облигаций на сумму от 2,3 трлн. до 3 трлн. долл.

Общий объем корпоративных бумаг, включая краткосрочные в обращении, составлял во второй половине 2007 г. 22,4 трлн. долл. (17 трлн. - объем внутреннего долга). Из них большая часть приходилась на инструменты секьюритизации, прежде всего MBS8.

Отличительной чертой американского долгового рынка является огромный объем краткосрочных корпоративных ценных бумаг, представленных коммерческими бумагами. Хотя в американской литературе коммерческие бумаги определяются как простые векселя, по сути, это просто краткосрочные (до 270 дн.) облигации, размещаемые по закрытой подписке. Общий объем коммерческих бумаг в обращении составлял в конце 2006 г. почти 2 трлн. долл. Причина столь высокой популярности этого инструмента в том, что его, в отличие от облигаций, не требуется регистрировать в Комиссии по ценным бумагам и биржам (SEC). Иностранным инвесторам принадлежит 29 % всех находящихся в обращении корпоративных облигаций.

Облигации казначейства США представлены рыночными облигациями (4,7 трлн. долл. в конце 2006 г.) и нерыночными (не имеющими вторичного рынка) сберегательными облигациями (*savings bonds* - 0,2 трлн. долл.) федерального правительства. Последние предназначены для физических лиц и, несмотря на отсутствие рынка, пользуются у населения большой популярностью.

Основные разновидности рыночных казначейских бумаг отличаются прежде всего сроками: краткосрочные (до года) - векселя, среднесрочные (до 10 лет) и долгосрочные (более 10 лет). Кроме того, выделяются индексированные облигации (в зависимости от срока могут быть *notes* или *bonds*) - TIPS. T-bills - дисконтные облигации, их прямым аналогом выступают российские ГКО. Прочие - классические процентные инструменты с выплатой процентного дохода 2 раза в год. Выпускаются только в бездокументарной форме. Средне- и долгосрочные - только именные. Индексированные облигации привязаны к индексу розничных цен. Около 60 % всех

казначейских облигаций приходится на T-notes, около четверти - на T-bills, 12 % - на T-bonds, около 8 % - на TIPS; 44 % всех выпущенных казначейских облигаций принадлежит иностранным инвесторам (2006 г.), прежде всего центральным банкам. Это объясняется, опять же, высокой надежностью данных бумаг, которые лишены риска банкротства эмитента. Кроме того, это самый ликвидный рынок в мире.

Ежедневно в США с казначейскими облигациями совершается операций на сумму 500-600 млрд. долл. (на внебиржевом рынке), что многократно превышает оборот торговли акциями и корпоративными облигациями. Общий долг федерального правительства США равен примерно 9 трлн. долл., что составляет 65-66 % ВВП. Безусловно, это много, но не настолько, чтобы говорить о серьезной угрозе национальной экономике и о подрыве финансовой стабильности страны. Отличительной чертой США также является наличие колоссального рынка муниципальных бумаг - 2,6 трлн. долл. в сентябре 2007 г. В США насчитывается более 40 тыс. эмитентов облигаций, именуемых муниципальными, но основной объем приходится на правительства штатов и администрации крупных городов. Спецификой муниципальных облигаций в США является то, что доходы от них не облагаются федеральными налогами, поэтому номинальная процентная ставка по ним (как и доходность) может быть ниже доходности по федеральным облигациям<sup>4</sup>.

На США приходится более половины открытых позиций по биржевым деривативам с учетом номинальной стоимости базовых активов. Как и везде, основная часть оборота приходится на финансовые деривативы. Опционами и фьючерсами на акции, индексы, валюту, облигации и процентные ставки торгуют на ряде бирж. До недавних пор главными торговыми площадками выступали чикагские биржи, в то же время опционами и фьючерсами торгуют достаточно активно и на других биржах: International Securities Exchange, AMEX, Philadelphia SE, Pacific SE, New York Board of Trade (NYBOT). В последние годы International Securities Exchange опередила традиционного лидера по торговле опционами на акции - CBOE. Опционами и фьючерсами на товары (*commodities*) торгуют, помимо указанных, CME, CBOT, NYBOT, также на New York Mercantile Exchange (NYMEX) - крупнейшей (по обороту) нефтяной бирже мира.

Отличительной особенностью организации биржевой торговли фьючерсами и опционами в США является наличие колоссальных торговых залов и торговля “с голоса” (open outcry) в “ямах” (питах). И хотя постепенно все большая часть сделок совершается в режиме on-line с удаленных компьютеров, вне торгового зала, голосовая торговля, в отличие от деривативных бирж других стран, по-прежнему процветает.

Профессиональные участники фондового рынка США - это, прежде всего, брокерско-дилерские фирмы и портфельные управляющие. Последние могут быть теми же брокерско-дилерскими фирмами, однако большинство - независимые юридические или физические лица.

В индустрии ценных бумаг США, согласно данным Департамента статистики труда, в сентябре 2007 г. было занято 849 тыс. чел. - максимальное число за всю историю рынка. Предыдущий максимум был достигнут в марте 2001 г. и составил 841 тыс., снизившись затем к октябрю 2003 г. до 751 тыс. чел.

Почти все брокерско-дилерские компании США являются членами общенациональной организации - Национальной ассоциации фондовых дилеров (NASD), которая играет очень важную роль - регулятора рынка. NASD разрабатывает и следит за соблюдением стандартов ведения бизнеса, этики фондового рынка. NASD вправе налагать штрафы на своих членов. Именно NASD проводит основную часть профессиональных экзаменов для сотрудников брокерско-дилерских фирм - то, что в России называется экзаменами ФСФР. Она же может аннулировать аттестат или приостановить его на время.

Главным регулятором фондового рынка США выступает Комиссия по ценным бумагам и биржам (Securities Exchange Commission - SEC),

созданная еще в 1934 г. По возложенным на нее функциям, структуре и статусу она весьма напоминает российскую ФСФР. Отличие заключается в более широких полномочиях: комиссия вправе проводить собственные расследования, вызывая свидетелей для дачи показаний. Кроме того, SEC в силу значимости фондового рынка в экономике США традиционно является более влиятельным органом в системе административных учреждений, чем российский регулятор. Объем финансирования (SEC - бюджетная организация, в отличие от регуляторов в Великобритании, ФРГ и Японии) превышает 600 млн. долл., в нем занято более 4000 тыс. сотрудников. Полномочия SEC распространяются именно на профессиональных участников фондового рынка (брокеры-дилеры, фондовые биржи, инвестиционные консультанты, регистраторы, депозитарно-клиринговые организации). Учитывая, что банки в США такими не являются, они не попадают в сферу контроля этого регулятора (лишь отчасти, как эмитенты). Банковских контролеров в США целых три: ФРС, Служба контролера денежного обращения, подразделения Министерства финансов (Office of the Controller of the Currency) и Федеральная корпорация страхования депозитов (FDIC). Регулирование пенсионных фондов и страховых компаний находится в ведении специальных органов штатов. США, таким образом, стоят в стороне от процесса формирования мега-регулятора финансовых рынков, который развивается в мире в последнее десятилетие.

<sup>1</sup> URL: <http://www.jourclub.ru/3/953/2>.

<sup>2</sup> Финансы. Денежное обращение. Кредит. М., 1997.

<sup>3</sup> URL: [www.standardandpoors.com/home/ru/ru](http://www.standardandpoors.com/home/ru/ru).

<sup>4</sup> URL: [http://www.gazeta.ru/financial/stock\\_exchange](http://www.gazeta.ru/financial/stock_exchange).

*Поступила в редакцию 05.07.2011 г.*