
ФИНАНСОВИ ПАЗАРИ И ИНСТИТУЦИИ

*Десислава КОСТОВА-ПИКЕТ**

The main purpose of the company is to increase the price of its shares. Share prices are determined in the financial markets; so if financial managers have to make good decisions, they need to understand how these markets work. In addition, individuals make personal investment decisions, so they also need to know how to deal with the financial markets and institutions that operate in these markets. That is why in this article we describe the markets in which capital, securities are traded and stock prices and the institutions that trade in those markets are established.

НЕОБХОДИМИ СА ЕФЕКТИВНИ ФИНАНСОВИ ПАЗАРИ ЗА РАСТЯЩАТА ИКОНОМИКА

През последните няколко десетилетия промяната на технологиите и подобряването на комуникациите довеждат до увеличаване на трансграничните трансакции и разширяват обхвата и ефективността на глобалната финансова система. Дружествата рутинно набират средства в целия свят и с натискане на мишката инвеститорът може да закупи фондовете на GE на Нюйоркската фондова борса, да депозира средства в европейска банка или да закупи взаимен фонд, който инвестира в китайски ценни книжа.

Тази глобализация е демонстрирана драматично през есента на 2007 г. Американският пазар на жилища е изключително силен, което укрепва цялата икономика. Повишаването на стойностите в домашни условия позволява на хората да вземат заеми за жилища, да купят всичко – от автомобили до ваканции на Карибите. Но заемодателите правят заеми, които не изискват авансово плащане,

* Авторът е доцент, доктор, Калифорнийски университет – САЩ.

при които тарифите са програмирани да се покачват рязко след година или две, и това се прави на кредитополучатели, чийто кредит не е бил внимателно проверен. Тези отпуснати стандарти за кредитиране позволяват на хората, които не биха могли да купят домове в миналото, да закупят дом сега, но заемите стават по-рискови, а около 30 % са класифицирани като „високорискови“.

Увеличаването на риска е затъмнено от фантастичния „финансов инженеринг“. Преди повече от веднъж хората са получавали ипотечни заеми предимно от местни банки. Банките държат ипотеките, събират лихвите и вероятно знаят колко рискови са заемите. През последните години ситуацията се променя. Ипотечните брокери сега произхождат например от 500 кредита на стойност 200 000 долара, или общо 100 млн. долара, след което ги продават на инвестиционна банка. Банката използва заемите като обезпечение за облигации от 100 млн. долара, които са разделени на класове А, Б и С. А облигациите имат първо искане за парични средства от ипотеките и са оценени с AAA; Bs са следващите, които също са високо оценени; и дори Cs са оценени като „инвестиционен клас“. Първоначално времето е добро; лихвата и погасяването на главницата от ипотеките са достатъчни, за да покрият изискваните плащания по всички облигации. Въпреки това наскоро някои от ипотеките започват да вървят към неизпълнение и входящите потоци вече не са достатъчни, за да покрият просрочените плащания по всички облигации [1].

Когато цените на жилищата се увеличават, капиталът на кредитополучателите също така отваря възможности пред кредитополучателите, които не могат да продължат да плащат за рефинансиране или да продадат къщата на достатъчно висока цена, за да изплатят ипотеката. Но когато цените на жилищата започват да се понижават, рефинансирането и печелившите продажби са невъзможни. Това предизвиква ипотечни просрочия, което от своя страна води до неизпълнение на задълженията на най-рисковите облигации. Хората се притесняват за В, и дори за облигациите А, така че техните ценности също падат. Банките и другите институции, които притежават облигациите, са принудени да напишат повторно своите баланси.

Институциите, които държат облигации, обезпечени с ипотека, много от които са дъщерни дружества на банки, вдигат парите, за да купуват облигациите, като заемат тримесечни средства от

фондове на подобни фондове на паричния пазар. Тъй като рисковете стават по-очевидни, краткосрочните кредитори отказват да прехвърлят тези заеми. По този начин облигационерите са принудени да продадат облигации, за да изплатят краткосрочните си заеми. Тези продажби потискат още повече пазара на облигации, което довежда до по-нататъшни продажби на облигации, по-ниски цени на облигациите и по-малко спадове в книгата. Започват спирала надолу и тежка кредитна криза.

Банките по целия свят инвестират в тези облигации и огромни загуби са отчетени от Citigroup, Deutsche Bank (най-голямата в Германия) и UBS (най-голямата в Швейцария). Тези загуби намаляват готовността и способността на банките да правят нови заеми, което заплашва икономиките в много държави. Федералният резерв и другите централни банки понижават лихвените проценти и улесняват сроковете, при които отпускат кредити на банките, а самите банки обединяват усилията си, за да отстъпят от спиралата надолу. Заглавието в The Wall Street Journal на 13 октомври 2007 г. гласи следното: „Големите банки натискат \$100 млрд. за акредитиране на кризата“. Статията описва как държавните служители работят с банкери, за да отблъснат предстоящата криза. Въпреки това работата е трудна. Мнозина смятат, че банките, чиито действия допринасят за проблемите, – особено Citigroup – не бива да се спасяват. Други смятат, че кризата трябва да бъде предотвратена, защото икономиката на САЩ и други икономики ще бъдат сериозно засегнати, ако спиралата надолу продължава.

Всичко това показва степента, в която пазарите са взаимно свързани, влиянието на пазарите, което те могат да имат върху държавите и отделните компании, и сложността на капиталовите пазари.

ПРОЦЕСЪТ НА РАЗПРЕДЕЛЕНИЕ НА КАПИТАЛА

Фирмите, физическите лица и правителствата често трябва да набират капитал. От друга страна някои хора и фирми имат доходи, които надвишават текущите им разходи, в който случай те разполагат с налични средства за инвестиране.

Хора и организации с излишък от средства спестяват днес, за да кумулират средства за бъдеща употреба. Членовете на едно домакинство могат да спестят, за да платят за образованието на децата си и пенсионирането на родителите, докато могат да имат и

бизнес, освен за финансиране на бъдещи инвестиции. Тези с излишък от средства очакват да получат възвръщаемост върху своите инвестиции, докато хората и организациите, които се нуждаят от капитал, разбират, че трябва да плащат лихви на онези, които осигуряват този капитал.

В добре функционираща икономика капиталовите потоци са по-ефективни от тези с повече капитал в сравнение с онези, които се нуждаят от него. Това прехвърляне може да се осъществи по три начина.

1. Директните трансфери на пари и ценни книжа се появяват, когато един бизнес продава своите акции или облигации директно на спестителите, без да преминава през него всеки вид финансова институция. Бизнесът доставя своите ценни книжа на спестителите, които на свой ред дават на фирмата необходимите пари. Тази процедура се използва главно от малки фирми и относително малко капитал се увеличава чрез директни трансфери.

2. Трансферите могат да се извършват и чрез инвестиционна банка (iBank), като Merrill Lynch или Citigroup, която поема проблема. Подписващото дружество служи като посредник и улеснява издаването на обезпечения. Дружеството продава своите акции или облигации на инвестиционната банка, която след това продава тези ценни книжа на спестителите. Търговските ценни книжа и парите на спестителите просто „преминават“ през инвестиционната банка. Тъй като обаче инвестиционната банка купува и държи ценните книжа за определен период от време, тя поема риск – може да не е в състояние да препродаде ценните книжа на спестителите за толкова, колкото е платила. Тъй като се включват нови ценни книжа и корпорацията получава постъпленията от продажбата, тази сделка се нарича *първична пазарна сделка*.

3. Трансферите могат да се извършват и чрез финансов посредник, като банка, застрахователно дружество или взаимен фонд. Тук посредникът получава средства от спестителите в замяна на своите ценни книжа. Междинният служител използва тези пари, за да купува и държи ценни книжа на предприятията, докато спестителите държат ценните книжа на посредника. Например спестителят депозира долара в банка, получавайки сертификат за депозит; тогава банката отпуска парите на бизнес под формата на ипотечен заем. По този начин посредниците буквално създават нови форми на капитал – в този случай депозитни сертификати, които са по-

безопасни и по-ликвидни от ипотеки, и по този начин са по-добри за повечето спестители. Наличието на посредници значително повишава ефективността на паричните и капиталовите пазари.

Често предприятието, което се нуждае от капитал, е бизнес (и по-точно корпорация). Но е лесно да се визуализира търсещият капитал, като домашен купувач, малък бизнес или правителствено звено. Например, ако ви дават пари, за да ви помогнат да финансирате нов бизнес, ще настъпи директно прехвърляне на средства. Като алтернатива, ако заемате пари за закупуване на жилище, вероятно ще увеличите средствата чрез финансов посредник, като вашата местна търговска банка или ипотечен банкер. Този банкер може да продаде вашата ипотека на инвестиционна банка, която след това може да я използва като обезпечение за облигация, която е закупена от пенсионен фонд.

В глобален контекст икономическото развитие е силно корелирано с нивото и ефективността на финансовите пазари и институции. Трудно е, ако не и невъзможно, икономиката да достигне своя пълен потенциал, ако няма достъп до добре функционираща финансова система. В добре развита икономика, като тази на Съединените щати, широкият набор от пазари и институции се е развил във времето, за да се улесни ефективното разпределение на капитала. За да се набира ефективно капиталът, мениджърите трябва да разберат как функционират тези пазари и институции; а лицата трябва да знаят как пазарите и институциите работят, за да получат висока възвръщаемост на спестяванията си.

ФИНАНСОВИТЕ ПАЗАРИ

Хората и организациите, които искат да заемат пари, се събират заедно с тези, които имат излишък от финансови средства на финансовите пазари. Обърнете внимание, че пазарите са множествено число; има много различни финансови пазари в развита икономика, като тази на Съединените щати. Описваме някои от тези пазари и някои тенденции в тяхното развитие.

ВИДОВЕ ПАЗАРИ

Различните финансови пазари обслужват различни видове клиенти или различни части на страната. Финансовите пазари съ-

що варират в зависимост от падежа на търгуваните ценни книжа и видовете активи, използвани за обратно изкупуване на ценните книжа. За тези реакции е полезно да се класифицират пазарите по следните измерения:

1. Пазари на физически активи спрямо пазари на финансови активи. Пазарите на физически активи (наричани още „материални“ или „реални“ пазари на активи) са за продукти, като пшеница, автомобили, недвижими имоти, компютри и машини. Пазарите на финансови активи от друга страна се занимават с акции, облигации, банкноти и ипотечи. Финансовите пазари също се занимават с деривативни ценни книжа, чиито стойности се получават от промени в цените на други активи. Дял от акциите на Ford е „чист финансов актив“, докато опцията за закупуване на акции на Ford е дериватна гаранция, чиято стойност зависи от цената на Ford. Облигациите, подкрепени от рискови ипотечи, обсъдени, са друг вид дериват, тъй като стойностите на тези облигации се извличат от стойностите на основните ипотечи.

2. Спот пазари спрямо фючърсни пазари. Спот пазарите са пазари, в които активите се купуват или продават за доставка на място (буквално в рамките на няколко дни). Фючърсните пазари са пазари, в които участниците се съгласяват днес да купят или продадат актив на някоя бъдеща дата. Например земеделският стопанин може да сключи фючърсен договор, в който днес се съгласява да продаде 5000 бушела соя 6 месеца след това на цена 5 долара за бушел. За да продължим този пример, един преработвател на храни, който се нуждае от соя в бъдеще, може да сключи фючърсен договор, в който се съгласява да купува соеви зърна след 6 месеца. Такава сделка може да намали или хеджира рисковете, пред които е изправен както земеделският производител, така и преработвателят на храни.

3. Парични пазари спрямо капиталови пазари. Паричните пазари са пазарите на краткосрочни високоликвидни дългови ценни книжа. Паричните пазари в Ню Йорк, Лондон и Токио са сред най-големите в света. Капиталовите пазари са пазари за междинни или дългосрочни дългови и корпоративни акции. Нюйоркската фондова борса, където се търгуват акциите на най-големите американски корпорации, е отличен пример за капиталов пазар. Няма правило за бързо и бързо, но в описанието на дълговите пазари краткос-

рочните по принцип са по-малко от 1 година, средносрочните са от 1 до 10 години, а в дългосрочен план – повече от 10 години.

4. Първични пазари спрямо вторични пазари. Първичните пазари са пазарите, в които корпорациите набират нов капитал. Ако GE трябва да продаде нова емисия на обикновени акции за набиране на капитал, ще се извърши първична пазарна сделка. Корпорацията, която продава новосъздадени акции – GE, получава постъпленията от продажбата на първична пазарна сделка. Вторичните пазари са пазари, в които се търгуват съществуващи, вече неизплатени ценни книжа сред инвеститорите. Така, ако Джейн Доу реши да купи 1000 акции на GE фонд, покупката ще се осъществи на вторичния пазар. Нюйоркската фондова борса е вторичен пазар, защото се занимава с неизплатени, за разлика от новоиздадените акции и облигации. Съществуват и вторични пазари за ипотeki, други видове кредити и други финансови активи. Корпорацията, чиито ценни книжа се търгуват, не участва във вторична пазарна сделка и по този начин не получава средства от такава продажба.

5. Частни пазари спрямо публични пазари. Частни пазари, където има сделки, пряко договорени между двете страни, се различават от публичните пазари, където се търгуват стандартизирани договори на организирани борси. Банковите заеми и пласирането на частни вземания от застрахователни дружества се проверяват на частни пазарни сделки. Тъй като тези сделки са частни, те могат да бъдат структурирани по начин, по който двете страни са съгласни. Обратно, ценни книжа, търгувани на публични пазари (например обикновени акции и корпоративни облигации) се държат от голям брой лица. Тези ценни книжа трябва да имат сравнително стандартизирани договорни характеристики, защото публичните инвеститори обикновено нямат време и опит да преговарят за уникални, нестандартни договори. Широката собственост и стандартизацията водят до публично търгуване на ценните книжа, които са по-ликвидни от ценовите, уникално договорени ценни книжа.

Могат да бъдат направени други класификации, но това разбиване показва, че има много видове финансов пазар. Също така имайте предвид, че различията между пазарите са често замъглени и незначителни, освен като обща референтна точка. Например това не прави малка разлика, ако фирмата заема 11, 12 или 13 месеца, т.е. дали сделката е сделка „пари“ или „капитал“. Трябва да сте наясно за важните различия между видовете пазар.

Здравословната икономика зависи от ефективното прехвърляне на средства от хора, които са нетни спестители, на фирми и физически лица, които се нуждаят от капитал. Очевидно е, че равнището на заетост и производителността (т.е. жизненият стандарт) ще бъдат много по-ниски. Следователно е от съществено значение финансовите пазари да функционират ефективно – не само бързо, но и евтино.

ПОСЛЕДНИ ТЕНДЕНЦИИ

Финансовите пазари претърпяват много промени през последните години. Технологическият напредък в областта на компютрите и телекомуникациите заедно с глобализацията на банкирането и търговията довежда до дерегулация в целия свят. В резултат на това има по-ефективни международни свързани пазари, които са далеч по-сложни от онова, което съществуваше преди няколко години. Макар че това развитие е до голяма степен положително, то също създаде проблеми на политиките. На една конференция бившият председател на Борда на Федералния резерв Алън Грийнспан заявява, че съвременните финансови пазари „излагат националните икономии на шокове от нови и неочаквани източници и с малко, ако има някакво изоставане“. Той признава, че централните банки трябва да разработят нови начини на оценка и ограничаване на риска за финансовата система. Големи количества капитал се движат бързо по света в отговор на промените в лихвените и валутните курсове и тези движения могат да разстроят местните институции и икономики. Кредитната криза на ипотечните заеми илюстрира как проблемите в една държава бързо влияят на икономиките на други държави.

Глобализацията разкрива необходимостта от по-голямо сътрудничество между регулаторите на международно равнище, но задачата не е лесна. Фактори, които усложняват координацията, включват: (1) различните структури в банковите сектори и сектора на ценните книжа на нациите; (2) тенденцията към конгломерати на финансови услуги, която затъмнява развитието в различните пазарни сегменти; и (3) нежеланието на отделни държави да се откажат от контрола над националните си парични политики. Все пак регулаторите са единодушни относно необходимостта от запълване на пропуските в надзора на световните пазари.

Друга важна тенденция през последните години е увеличената употреба на производните. Дериватив е всяка ценна книга, чиято стойност се получава от цената на друг „базисен“ актив. Опция за закупуване на IBM акция е дериват, както и договор за купуване на японска йена за 6 месеца от сега. Стойността на опцията IBM зависи от цената на акциите на IBM, стойността на „бъдещето“ на японската йена зависи от обменния курс между йени и долари, а стойността на облигацията зависи от стойността на базисните ипотечи. Пазарът на деривати нараства по-бързо от всеки друг пазар през последните години, като предоставя на инвеститорите нови възможности, но също така ги излага на нови рискове.

Дериватите могат да бъдат използвани за намаляване на рисковете или за спекулиране. Да предположим, че разходите за пшеницата се покачват, а нетният доход намалява, когато цената на пшеницата се покачи. Процесорът би могъл да намали риска си чрез закупуване на деривати – пшеница фючърси, чиято стойност се увеличава, когато цената на пшеницата се покачва. Това е хеджираща операция, а неговата роля е за намаляване на рисковата експозиция. Спекулациите от друга страна се извършват в условията на висока възвръщаемост, но се повишава рискът.

ФИНАНСОВИ ИНСТИТУЦИИ

Преките преводи на средства са често срещани сред лицата и малките предприятия и в икономиките, където финансовите пазари и институциите са по-слабо развити. Но големите предприятия в развитите икономики като цяло смятат, че е по-ефективно да се възползват от услугите на финансова институция, когато дойде време за набиране на капитал.

В Съединените щати и други развити държави се развива набор от високоефективни финансови посредници. Оригиначните им роли обикновено са доста специфични, а регулирането им пречи да диверсифицират. През последните години обаче регулациите срещу диверсификацията до голяма степен са премахнати и днес различията между институциите са замъглени. Все пак остава известна институционална идентичност. Поради това е полезно да опишем тук основните категории финансови институции. Имайте предвид все пак, че една компания може да притежава няколко

дъщерни дружества, които се занимават с различните функции, описани по-долу.

1. Инвестиционните банки традиционно помагат на компаниите да набират капитал. Те: (а) помагат на корпорациите да проектират ценни книжа с характеристики, които понастоящем са привлекателни за инвеститорите; (б) да купуват тези ценни книжа от корпорацията; и (в) да ги препродават на спестители. Въпреки че ценните книжа се продават два пъти, този процес е наистина основна пазарна сделка, като инвестиционният банкер действа като посредник, който помага за прехвърлянето на капитал от спестителите към бизнеса. Тъй като инвестиционната банка по принцип гарантира, че фирмата ще увеличи необходимия капитал, инвестиционните банкери също се наричат „застрахователи“.

2. Търговските банки, като Bank of America, Citibank, Wells Fargo, Wachovia и JPMorgan Chase, са традиционните „универсални магазини на финансите“, защото обслужват различни спестители и кредитополучатели. Исторически погледнато, търговските банки са основните институции, които се занимават със счетоводните сметки и чрез които Федералната резервна система разширява или договаря паричното предлагане. Днес обаче и няколко други институции осигуряват проверка и оказват значително влияние върху паричното предлагане. Обърнете внимание, че по-големите банки обикновено са част от корпорациите за финансови услуги.

3. Корпорациите за финансови услуги са големи конгломерати, които съчетават много различни финансови институции в една корпорация. Повечето корпорации в сферата на финансовите услуги започват в една област, но сега са разнообразни, за да покрият по-голямата част от финансовия спектър. Например Citigroup притежава Citibank (търговска банка), Смит Барни (инвестиционна банка и брокерска организация), застрахователни компании и лизингови компании.

4. Кредитните съюзи са кооперативни асоциации, чиито членове се очаква да имат обща облигация, като например служители на една и съща фирма. Спестяванията на членовете се заемат само от други членове, обикновено за автомобилни покупки, заеми за жилищни подобрения и жилищни ипотeki. Кредитните съюзи често са най-евтиният източник на средства за отделните кредитополучатели.

5. Пенсионните фондове са планове за пенсиониране, финансирани от корпорации или правителствени агенции за техните работници и администрирани предимно от службите за доверителна собственост на търговските банки или животозастрахователните компании. Пенсионните фондове инвестират основно в облигации, акции, ипотeki и недвижими имоти.

6. Животозастрахователните компании спестяват под формата на годишни премии, инвестират тези средства в акции, облигации, недвижими имоти и ипотeki и извършват плащания на бенефициентите на осигурените лица. През последните години компаниите за животозастраховане предлагат и различни планове за спестяване на данъци, предназначени да осигурят предимства на участниците, когато се пенсионираат.

7. Взаимните фондове са корпорации, които приемат пари от спестители и след това използват тези средства за закупуване на акции, дългосрочни облигации или краткосрочни дългови инструменти, емитирани от предприятия или държавни единици. Тези организации обединяват средства и по този начин намаляват рисковете чрез диверсификация. Те също така постигат икономии от мащаба при анализирането на ценни книжа, управлението на портфейли и закупуването и продажбата на ценни книжа. Различни средства са предназначени за постигане на целите на различните видове спестители. Следователно има фондове за облигации за тези, които предпочитат безопасността, фондове за спестители, които са склонни да приемат значителни рискове с надеждата за по-висока възвръщаемост, и още други средства, които се използват като лихвоносни сметки (фондове на паричния пазар). Има буквално хиляди различни взаимни фондове с десетки различни цели.

Взаимните фондове нарастват по-бързо отколкото повечето други институции през последните години до голяма степен поради промяна в начина, по който корпорациите осигуряват пенсионирането на служителите.

8. Фондовете за търгуване на борсите (ETF) са подобни на редовните взаимни фондове и често се оперират от дружествата на договорните фондове. ETF купуват портфейл от акции от определен тип, например S&P 500 или медийни компании, или китайски компании, и след това продават собствените си акции на обществеността.

9. Хедж фондовете също са подобни на взаимните фондове, защото приемат пари от спестителите и използват средствата за закупуване на различни ценни книжа, но има някои важни разлики. Докато взаимните фондове (и ETF) са регистрирани и регулирани, Комисията за ценните книжа и фондовите борси (SEC), хедж фондовете са до голяма степен нерегулирани. Тази разлика в регулацията произтича от факта, че взаимните облигации обикновено се насочват към малки инвеститори, докато хедж фондовете обикновено имат големи минимални инвестиции (често надхвърлящи 1 млн. долара) и се предлагат предимно на институции и лица с висока нетна стойност. Хедж фондовете получават името си, защото традиционно се използват, когато дадено лице се опитва да хеджира рискове. Например мениджър на хедж фондовете, който смята, че лихвените разлики между корпоративните и държавните облигации са твърде големи, може едновременно да купи портфейл от корпоративни облигации и да продаде портфолио от съкровищни облигации. В този случай портфолиото би било „хеджирано“ срещу общите движения на лихвените проценти, но би било особено полезно, ако спредът между тези ценни книжа бъде намален.

Някои хедж фондове обаче поемат рискове, които са значително по-високи от тези на средния индивидуален фонд или взаимен фонд.

Тъй като хедж фондовете стават по-популярни, много от тях започват да намаляват минималните инвестиционни изисквания. Може би не е изненадващо, че бързият им растеж и преминаването към по-малки инвеститори също довеждат до призив за повече регулиране.

10. Дружествата за дялово участие са организации, които оперират много като хедж фондове. По-скоро играчи с частен капитал купуват част от акциите на фирми и след това ги управляват. Повечето от парите, използвани за закупуване на целеви дружества, се заемат.

С изключение на хедж фондовете и дружествата за дялово участие финансовите институции са регулирани, за да гарантират безопасността на тези институции и за да защитават инвеститорите. Исторически много от тези регламенти, които включват забрана за клонове в цялата страна, ограничения върху видовете активи, които институциите биха могли да купят, тавани върху лихвените проценти, които биха могли да платят, и ограничения за ви-

довете услуги, които биха могли да осигурят, има тенденция да възпрепятстват свободния поток на капитал и по този начин да навредят на ефективността на капиталовите пазари.

Финансовата среда е подложена на тримерни промени, включително пробиви в технологиите, увеличена глобализация и промени в регулаторната среда. Всички тези фактори са представени от финансовите мениджъри и инвеститорите на Citigroup и са резултат от три важни тенденции:

1. Регулаторните промени позволяват на американските корпорации да се занимават с търговско банкиране, инвестиционно банкиране, застраховане и други дейности.

2. Повишената глобализация прави от съществено значение финансовите институции да следват своите клиенти и така да действат в много държави.

3. Промените в технологиите довеждат до увеличени икономии от мащаба и обхвата, като и двете увеличават относителната ефективност на огромните диверсифицирани компании, като Citigroup.

СТОКОВАТА БОРСА

Както беше отбелязано по-рано, неизплатените преди това емитирани ценни книжа се търгуват на днешните пазари. Най-активният вторичен пазар и най-важният според един от финансовите мениджъри е борсовият пазар, където цените на акциите на фирмите са установени. Тъй като основната цел на финансовите мениджъри е да максимизират цените на акциите на техните фирми, знанията за фондовия пазар са важни за всеки участващ в управлението на бизнеса.

Има няколко различни фондови пазари. Двата лидера са Нюйоркската фондова борса (NYSE) и фондовият пазар Nasdaq. Запасаите се търгуват, използвайки разнообразни пазарни процедури, но има само два основни типа: (1) физически местни борси, които включват NYSE, Американската фондова борса (AMEX) и няколко регионални борси; и (2) пазари, базирани на електронни дилъри, които включват Nasdaq, по-малко формалния извънборсов пазар и наскоро де-електронни съобщителни мрежи (ECN).

ГЛОБАЛНИ ПЕРСПЕКТИВИ

THE NYSE и NASDAQ GO GLOBAL

Авансите в компютрите и телекомуникациите, които стимулират консолидацията в сектора на финансовите услуги, също насърчават онлайн търговските системи, които заобикалят традиционните борси. Тези системи, известни като „електронни съобщителни мрежи (ECN)“, използват електронна технология, за да обединяват купувачите и продавачите. Нарастването на ECN ускорява прехода към 24-часова търговия. Американските инвеститори, които искат да търгуват след затварянето на американските пазари, могат да улеснят ECN, като по този начин заобиколят NYSE и Nasdaq.

Признавайки новата заплаха, NYSE и Nasdaq предприемат действия. Първо и двата обмена стават публични, което им позволява да използват запасите си като „валута“, които могат да се използват за закупуване на ECN и други борси по целия свят. Например Nasdaq придобива американската фондова борса (AMEX), няколко ECN и 25 % от Лондонската фондова борса, като активно се стреми да се слее с други борси по света. NYSE предприема подобни действия, включително сливане с най-голямата европейска борса – Euronext, за формиране на NYSE Euronext.

Тези действия илюстрират нарастващото значение на световната търговия, особено на електронната търговия. Всъщност много експерти заключават, че търговците на пода, които купуват и продават акции на NYSE и други физически борси, скоро ще станат нещо от миналото. Това може и да не е вярно, но е ясно, че търговията с акции ще продължава да се подлага на драматични промени през следващите години.

ФОНДОВИ БОРСИ – ФИЗИЧЕСКО МЕСТОПОЛОЖЕНИЕ

Обменът на физически местоположения са материални единици. Всеки от по-големите притежава собствена сграда, позволява на ограничен брой хора да търгуват на неговия етаж и има избран управляващ орган – своя управител. Членовете на Нюйоркската фондова борса многократно имат „места“ на борсата, въпреки че всички се изправят. Днес местата са обменяни за търговски лицензи, които се продават на търг на организациите членки и струват

около 50 000 долара годишно. Повечето от по-големите инвестиционни банки ретрират брокерските отдели. Те купуват места на борсите и определят повече от своите оференти като членове. Борсите са отворени във всички нормални дни, като членовете се срещат в голяма стая, оборудвана с теле- и електронно оборудване, което позволява на всеки член да комуникира в офисите на своята фирма в цялата страна.

Подобно на други пазари, обменът на ценни книжа улеснява комуникацията между купувачите и продавачите. Например Merrill Lynch (четвъртата по големина брокерска фирма) може да направи поръчка в офиса си в Атланта от клиент, който иска да закупи акции на GE. Едновременно с това офисът на Морган Стенли (пета по големина брокерска компания) в Денвър може да получи поръчка от клиент, който иска да продаде акции на GE, всеки брокер – електронно, с представителя на фирмата на Нюйоркската фондова борса. Страната също комуникира със свои собствени обменни членове, като членовете на борсата с поръчки за продажба предлагат акциите за продажба и те се предлагат от членовете с поръчки за покупка.

OVER-THE-COUNTER (OTC) и ФОНДОВИТЕ ПАЗАРИ НА NASDAQ

Когато се търгуват акциите на повечето големи компании, които търгуват на NYSE, по-голям брой пазари търгуват на борсата, което традиционно се нарича „извънкласен пазар“. Обяснението на термина „без рецепта“ ще помогне да се изясни този термин. Както беше отбелязано по-рано, борсите работят като аукционни пазари, а поръчките за продажба идват повече или по-малко едновременно и обменят членове.

Днес тези пазари често се наричат „пазари на дилъри“. Дилърският пазар включва всички съоръжения, които са необходими за извършване на сделки със сигурността – не се правят действия по обмена на физическо местоположение. Пазарната система на дилърите се състои от: (1) сравнително малко търговци, които държат запаси от тези ценни книжа и за които се казва, че „правят пазар“ в тези ценни книжа; (2) хилядите брокери, които действат като агенти за привеждане на дилърите заедно с инвеститори; и (3) компютри, терминали и електронни мрежи, които осигуряват комуникационна връзка, дилъри и брокери. Дилърите, които правят пазар на определен запас, цитират цената, на която ще платят

за стоката (цената на офертата), и цената, на която ще продават акции (цена на поискване). Цените на всеки дилър се коригират, тъй като условията на предлагане и търсене се променят – може да се гледа на компютърни екрани светът. Разпределението на офертата искане, което е разликата между цена на купуване и цена на покупка, представлява маркер на дилъра или печалба. Рискът на дилъра се увеличава – при запасите е по-нестабилна или когато акциите се търгуват рядко. Обикновено очакваме нестабилни, рядко търгувани акции да имат по-широки спредове, за да компенсират търговците, които поемат риска, да ги държат в инвентара.

Брокерите и дилърите, които участват в извънборсовия пазар, са членове на самоуправление, регулаторен орган, известен като „Национална асоциация на дилърите на ценни книжа (NASD)“, който лицензира брокери и контролира търговските практики. Компютризираната мрежа, използвана от NASD, е известна като NASD Automated Quotation System (Nasdaq).

Nasdaq започва като система за котировки, но се превръща в организация, пазар на ценни книжа със собствени изисквания за регистрация. През последното десетилетие конкуренцията между NYSE и Nasdaq става все по-ожесточена. Както бе отбелязано по-рано, Nasdaq инвестира на Лондонската фондова борса и на други пазари, докато NYSE се обединява с Euronext. Тъй като повечето от големите компании търгуват на NYSE, пазарната капитализация на акциите, търгувани на NYSE, е много по-висока, отколкото на акциите, търгувани на Nasdaq. Въпреки това отчетният обем (брой търгувани акции) често е по-голям на Nasdaq, а повече компании са включени в Nasdaq.

Интересното е, че много високотехнологични компании, като Microsoft, Google и Intel, са останали на Nasdaq, въпреки че отговарят на изискванията за регистрация на NYSE. В същото време обаче други високотехнологични компании са напуснали Nasdaq на NYSE. Въпреки тези отклонения растежът на Nasdaq през последното десетилетие е впечатляващо. През следващите години конкуренцията между Nasdaq и NYSE Euronext без съмнение ще остане свирепо.

ПАЗАРЪТ ЗА ОБЩИЯ СКЛАД

Някои компании са толкова малки, че техните обикновени акции не се търгуват активно; те са собственост на сравнително

малко хора – обикновено на мениджърите на фирмите. Тези фирми се считат за частни или държани в тясно сътрудничество корпорации и техният запас се нарича „стриктно задържан запас“. За разлика от тях акциите на повечето големи компании са собственост на хиляди инвеститори, повечето от които не са активни в управлението. Те се наричат „обществени корпорации“ и техните запаси се наричат „публичнодържавни акции“.

Неотдавнашно проучване установява, че институционалните инвеститори притежават около 46 % от всички публични обикновени акции. Включени са пенсионни планове (26 %), взаимни фондове (10 %), чуждестранни инвеститори (6 %), застрахователни компании (3 %) и брокерски фирми (1 %). Тъй като тези институции купуват и продават сравнително активно, за което отговарят 75 % от всички трансакции. По този начин институционалните инвеститори имат значително влияние върху цените на отделните акции.

ВИДОВЕ ТРАНСАКЦИИ НА ФОНДОВИЯ ПАЗАР

Можем да класифицираме сделките на фондовия пазар в три отделни категории:

- 1. Дялови акции на установени публични дружества, които се търгуват – ежедневният пазар.*
- 2. Допълнителни акции, продадени от установени публични дружества – първичният пазар.*
- 3. Публични предлагания, направени от частни фирми, – пазарът на IPO.*

Високопопуляризираното публично предлагане на Google Inc. привлича вниманието, тъй като размерът му се увеличава с 1,67 млрд. долара и поради начина, по който е осъществена продажбата. Вместо да има цена, определена от инвестиционните ѝ банкери, Google провежда холандски търг, в който отделни инвеститори директно подават оферти за акции. На холандски търг действителната цена на сделката се определя на най-високата цена (клиринговата цена), която кара всички предлагани акции да бъдат продадени. Всички инвеститори, които правят своите оферти на или над клиринговата цена, получават всички акции, за които се абонира, по цена на предлагане, която се оказва \$85. Докато публичното предлагане на Google е в много отношения преференциално, малко

фирми, които публикуват оттогава, са склонни или са в състояние да използват холандския търг, за да отменят акциите си с IPO.

Важно е да се признае, че фирмите могат да станат обществени, без да набират допълнителен капитал. Например Ford Motor Company някога е собственост изключително на фамилията Форд. Когато умира Хенри Форд, той оставя значителна част от акциите си на фондация „Форд“. Когато фондацията по-късно продава част от акциите на обществеността, Ford Motor Company става публично достояние, въпреки че самата компания не вдига капитал в сделката.

ПАРИЧНИ ПАЗАРИ И ВЪЗВРЪЩАЕМОСТ

Всеки, който инвестира на фондовия пазар, знае, че може да има големи разлики между очакваните и реализираните цени и възвръщаемостта. Както би предположила логиката, очакваните акции на фондовата борса, оценени от инвеститорите на маржа, винаги са положителни; в противен случай инвестициите няма да купуват акциите. Въпреки това през някои години реалните възвръщаемости са отрицателни.

ОТЧЕТ ЗА ФОНДОВИЯ ПАЗАР

Преди няколко години най-добрият източник на котировки на акциите бе бизнес секцията на ежедневните вестници, като The Wall Street Journal. Проблемът с newspapers обаче е, че те съобщават за вчерашните цени. Сега е възможно да цитирате котировки в реално време през целия ден от голямо разнообразие от интернет източници. Един от най-добрите е Yahoo!

ИЗМЕРВАНЕ НА ПАЗАРА

Индексите на пазара са предназначени за показване на ефективността на фондовия пазар. Съществуват обаче много борсови индекси и е трудно да се определи кой индекс най-добре отразява марж действията. Някои от тях са предназначени да представят целия фонд, а някои проследяват възвръщаемостта на определени отрасли на промишлеността и на малки капачки, средни капачки или големи капачки. Освен това има индекси за различни държави. Тук се описват трите водещи индекса в САЩ. Тези индекси са: Т –

анализиран бенчмарк за сравняване на отделните акции с общия пазар, за измерване на тенденциите в цените на акциите; s – време и за определяне на това как действат различните икономически фактори на пазара.

DOW JONES ИНДУСТРИАЛНА СРЕДНА СТОЙНОСТ

Разкрита през 1896 г. от Чарлз Х. Доу, Dow Jones Industrial Average (DJIA) започва само с 10 акции, засенчена е през 1916 г. до 20 акции, а след това е увеличена до 11 акции през 1928 г., когато редакторите на The Wall Street Jour започват да коригират индекса за разделяне на акциите и да правят периодични замествания. Днес DJIA все още включва 30 компании. Те представляват почти 1/5 от пазарната стойност на всички американски акции и всички са водещи компании в своята индустрия и са широко притежание на индивидуални и институционални инвеститори. Посетете www.dowjones.com, за да получите повече информация за DJIA. Можете да разберете как се изчисляват компаниите, които съставляват DJIA, и повече история на DJIA. Освен това времевата линия на DJIA показва различни исторически данни.

S&P 500 ИНДЕКС

Създаден през 1926 г., индексът S&P 500 е широко считан за стандарт за измерване на ликвидността на фондовите пазари в САЩ. Акции в S&P 500 се избират от Standard&Poor's Index Committee и са водещите компании във водещите индустрии. Тя претегля пазарната стойност на всяка акция, така че най-големите компании имат най-голямо влияние. S&P 500 се използва за бенчмаркинг от 97 % от всички мениджъри на парите в САЩ и спонсори на пенсионни планове, а около 700 млрд. долара се държат в индексни фондове, предназначени да отразяват същото представяне на индекса.

ИНДЕКС NASDAQ COMPOSITE

Индексът Nasdaq Composite измерва резултатите от всички акции, включени в Nasdaq. В момента тя включва повече от 5000 компании. И тъй като много компании от технологичния сектор се

търгуват на компютърна база Nasdaq, този индекс обикновено се разглежда като екологичен индикатор за високотехнологичната индустрия. Microsoft, Intel, Google и Cisco Systems са четирите най-големи компании на Nasdaq и представляват висок процент от пазарната капитализация на стойността на индекса. Поради тази причина съществените движения в същата посока от тези четири компании могат да преместят целия индекс.

ЕФЕКТИВНОСТ НА ФОНДОВИЯ ПАЗАР

Пазарна цена: Текущата цена на акция. Например интернет показва, че в един ден акциите на GSK се търгуват на \$45,89. Пазарната цена варира от \$45,42 до \$46,23 през същия ден, в който влизат поръчките за покупка и продажба.

Вътрешна стойност: Цената, с която биха се продавали акциите, ако всички инвеститори разполагаха с цялата известна информация за запасите. Присъщата стойност на фонда се основава на очакваните бъдещи парични потоци и на риска. Освен това пазарната цена има тенденция да се колебае около вътрешната стойност; и вътрешната стойност се променя във времето, когато компанията успее или се провали с нови проекти, конкурентите навлизат или излизат от пазара и т.н. Можем да отгатнем (или да оценим) присъщата стойност на GSK, но различни анализатори ще стигнат до малко по-различни изводи.

Равновесна цена: Цената, която балансира поръчките за покупка и продажба по всяко време. Когато даден запас е в равновесие, цената остава сравнително стабилна до появата на нова информация, която води до промяна на цената. Например равновесната цена на GSK изглежда около \$45,89, тъй като тя се колебае тясно около тази сума.

Ефективен пазар: Пазар, в който цените са близки до вътрешните стойности и запасите изглеждат в равновесие.

Когато пазарите са ефективни, инвеститорите могат да купуват и продават акции и да бъдат уверени, че получават добри цени. Когато пазарите са неефективни, инвеститорите могат да се страхуват – да инвестират и да сложат парите си „под възглавницата“, което ще доведе до лоша загуба на капитал и икономическа стагнация.

Академиците и финансовите професионалисти обстойно проучват въпроса за пазарната ефективност. Както обикновено се

случва, някои хора смятат, че пазарите са високоефективни, други смятат, че пазарите са много неефективни, а други мислят, въпросът е твърде сложен за прост отговор.

Всички тези фактически пазари са ефективни и карат цените на акциите да се движат към техните вътрешни стойности.

Досега обсъждахме пазара на отделни акции. Има и пазар за цели компании, където други компании, частни капиталови групи и големи инвеститори, като Уорън Бъфет, купуват цялата компания или контролиращ дял в нея. Да предположим например, че компанията Х е в равновесие, продавайки се на цена, която е близка до нейната присъща стойност, но където вътрешната ѝ стойност се основава на нейната работа от настоящите ѝ мениджъри, които притежават 51 % от акциите. Представете си обаче, че разумни анализатори изучават компанията и стигат до извода, че тя може да доведе до много по-високи приходи и парични потоци под друг управленски екип или ако се комбинира с друга компания, или ако е разбита на няколко отделни части. В този случай акциите могат да се смятат за търговия на ефективен пазар, докато компанията като цяло не е била ефективно оценена.

Преди няколко години доста компании бяха с неефективна цена. Но след това идва Уорън Бъфет, играчите на частни капиталови инструменти и мениджърите на хедж фондовете, които желаят да оспорят учредените мениджъри. Например Dow Jones – собственикът на The Wall Street Journal, е контролиран от основаващото семейство Bancrofts. Стойността на Dow Jones изостава от пазара в продължение на години. Тогава Рупърт Мърдок, който контролира News Corporation (може би най-голямата медийна компания в света, на стойност \$60 на акция за Dow Jones, която тогава продава около \$35 на акция), планира да промени The Wall Street Journal и да съчетае съдържанието му с Fox News и нов финансов канал. За Мърдок вътрешната стойност на Dow Jones е \$60. Без него или някой друг, който би работил различно в компанията, вътрешната стойност би била около 35 щат. дол. Разбира се, може да се твърди, че вътрешната стойност на Dow Jones е \$60 през цялото време, но е трудно да се знае, докато Мърдок не дойде и не направи предложението си. Друга възможност е да се твърди, че Мърдок вдига вътрешната стойност от \$35 на \$60. Накрая можете да заложите, че много анализатори на Уолстрийт търсят следващия Dow Jones. Ако успеят, те със сигурност ще победят пазара [2]!

ЗАКЛЮЧЕНИЯ ОТНОСНО ПАЗАРНАТА ЕФЕКТИВНОСТ

Както беше отбелязано по-рано, ако фондовият пазар е ефективен, това е загуба на време за повечето хора да търсят изгодни сделки, като анализират публикуваните данни за запасите. Това следва, защото, ако цените на акциите вече отразяват цялата обществено достъпна информация, те ще бъдат справедливи и човек ще може да победи на пазара само с късмет или вътрешна информация. Така че, вместо да харчите време и пари, опитвайки се да намерите подценени запаси, би било по-добре да си купите индексен фонд, предназначен да съответства на общия пазар, както е отразен в индекс, като S&P 500. Ако обаче работехме за институция с милиарди долари, бихме се опитали да намерим подценени акции или компании, защото дори и малкото подценяване би довело до много пари, когато се инвестират милиони, а не хиляди. Също така пазарите са по-ефективни за отделните акции, отколкото за цялата компания, така че за инвеститорите с достатъчно капитал има смисъл да се търсят лошо управлявани компании, които могат да бъдат придобити и подобрени. Имайте предвид обаче, че редица играчи с частен капитал правят точно това, така че пазарът за цели компании може скоро да бъде толкова ефективен, колкото и за отделни акции.

Въпреки това, дори ако пазарите са ефективни и всички акции и компании са на справедлива цена, инвеститорът трябва да внимава при избора на акции за своето портфолио. Най-важното е, че портфейлът трябва да бъде диверсифициран, с комбинация от акции от различни индустрии, заедно с някои облигации и други ценни книжа с фиксиран доход. Диверсификацията е важен фактор за повечето индивидуални инвеститори.

ЗАКЛЮЧЕНИЕ

В тази статия предоставихме кратък преглед на разпределението и обсъждането на капитала на финансовите пазари, инструменти и институции, използвани в процеса на разпределение. Обсъдихме обмена на физически местоположения и електронните пазари за обикновени акции, отчитането на фондовите пазари и борсовите индекси. Показахме, че цените на сигурността са нестабилни инвеститори, които очакват да направят пари, което обик-

новено правят с течение на времето, но загубите могат да бъдат големи през всяка година. Накрая обсъдихме ефективността на фондовия пазар и развитието на поведенческите финанси. Тази статия дава общо разбиране за финансовата среда, в която работят фирмите и физическите лица, да осъзнаете, че действителната възвръщаемост често се различава от очакваната възвръщаемост и да можете да четете котировки на фондовите пазари от бизнес новини или различни интернет сайтове. Трябва също така да признаете, че теорията за финансовите пазари е „работа в ход“ и много работа остава да бъде свършена.

Литература

1. **Brigham**, Eugene F., Joel F. Houston. Fundamentals of financial management, 2009.
2. **Gitman**, Lawrence J. Managrrial finance. 2009.