

Graham and Dodd's

SECURITY ANALYSIS

Fifth Edition

Sidney Cottle

Roger F. Murray

Frank E. Block

McGraw-Hill Book Company
New York St. Louis San Francisco Auckland
Bogotá Hamburg London Madrid Mexico
Milan Montreal New Delhi Panama
Paris São Paulo Singapore
Sydney Tokyo Toronto

**Сидни Коттл
Роджер Ф. Мюррей
Франк Е. Блок**

**“АНАЛИЗ
ЦЕННЫХ
БУМАГ”**

Грэма и Додда



**ЗАО «Олимп-Бизнес»
Москва 2000**

УДК 336.763
ББК 65.262.2
К73

Издание подготовлено при участии
Инвестиционной компании «Тройка Диалог»



Издание подготовлено при финансовом содействии
Национального фонда подготовки финансовых и управленческих кадров
в рамках его Программы «Развитие управления»

Перевел с английского

Б. Пинскер

Научный редактор

Н. Талина

Коттл С., Мюррей Р. Ф., Блок Ф. Е.

К73 «Анализ ценных бумаг» Грэма и Додда / Пер. с англ. — М.: ЗАО
«Олимп—Бизнес», 2000. — 704 с.: ил.

ISBN 5-901028-16-3 (рус.)

Созданный Грэмом и Доддом в 1934 году учебник «Анализ ценных бумаг» уже более 60 лет является библией для инвесторов. За эти годы было продано почти миллион экземпляров книги, которая, по всеобщему признанию, стала самой влиятельной и популярной из когда-либо написанных книг об искусстве вкладывать деньги. Она учит тому, как истолковывать балансовые отчеты и другие финансовые документы, характеризующие прошлую, текущую и будущую прибыльность компаний, как извлекать прибыль из операций с акциями, облигациями, привилегированными акциями и другими финансовыми инструментами. Книга служит практическим руководством для аналитика ценных бумаг, портфельного менеджера, брокера, инвестиционного банкира или просто серьезного частного инвестора.

УДК 336.763
ББК 65.262.2

ISBN 5-901028-16-3 (рус.)
ISBN 0-07-013235-6 (англ.)

- © 1988, 1962 by McGraw-Hill, Inc.
All rights reserved.
- © 1934, 1940, 1951
by McGraw-Hill, Inc.
All rights reserved.
- © Перевод на русск. яз., оформление,
ЗАО «Олимп—Бизнес», 2000
Все права защищены.

Об авторах

Сидни Коттл

Один из соавторов четвертого издания «Анализа ценных бумаг». Президент Ассоциации FRS, многие годы занимался исследованием рынка ценных бумаг, был консультантом крупных институциональных инвесторов, финансовым директором в Стэнфордском исследовательском институте и профессором Высшей школы бизнеса Стэнфордского университета.

Роджер Ф. Мюррей

Заслуженный профессор финансов и банковского дела в Высшей школе бизнеса Колумбийского университета, в качестве вице-президента компании Bankers Trust и вице-президента Ассоциации страхования учителей и Пенсионного фонда преподавателей колледжа накопил изрядный опыт работы на рынках капитала. Будучи в прошлом президентом Американской финансовой ассоциации, разработал концепцию индивидуальных пенсионных счетов.

Франк Е. Блок

Дипломированный финансовый аналитик, вложил в эту книгу опыт, накопленный за 30 лет инвестиционных операций в трастовых управлениях банков и на Уолл-стрите. Бывший президент Института дипломированных финансовых аналитиков и Федерации финансовых аналитиков. Имея опыт работы в Американском Совете по правилам финансового учета (1979—1985), внес большой вклад в разделы, посвященные анализу финансовых отчетов.

Мартин Л. Лейбович

Директор группы анализа рынка облигаций компании Salomon Brothers, Inc. В пятом издании написал главу 23.

Оглавление

Предисловие	9
Часть 1. Финансовый анализ	13
Глава 1. Финансовый анализ, инвестиции, принятие решений и анализ ценных бумаг	15
Глава 2. Ценные бумаги и рынки ценных бумаг	23
Глава 3. Возможности и ограничения анализа ценных бумаг	41
Глава 4. Внутренняя стоимость	53
Глава 5. Экономический анализ	63
Глава 6. Анализ рынка капитала	81
Глава 7. Секторный анализ рынка акций	101
Глава 8. Источники и природа аналитической информации	111
Глава 9. Качественные и количественные факторы в анализе ценных бумаг и концепция запаса прочности ...	129
Часть 2. Анализ финансовых отчетов	147
Глава 10. Общие принципы анализа финансовых отчетов	149
Глава 11. Анализ отчета о прибылях и убытках	165
Глава 12. Влияние резервов, непредвиденных обстоятельств и счета переоценки стоимости активов на отчет о прибылях и убытках	183
Глава 13. Оценка товарных запасов и себестоимость продукции	211
Глава 14. Влияние амортизации и амортизационных отчислений на налоги и доход	227
Глава 15. Анализ отчета о движении средств	255
Глава 16. Результаты хозяйственной деятельности отечественных и зарубежных филиалов и дочерних компаний	283
Глава 17. Влияние подоходных налогов	297
Глава 18. Анализ баланса	317
Глава 19. Оценка активов и анализ баланса	339
Глава 20. Анализ коэффициентов	357
Глава 21. Сопоставление компаний: ключевые коэффициенты	391
Глава 22. Использование коэффициентов в отраслевом анализе	411

Часть 3. Анализ облигаций	431
Глава 23. Рынок облигаций (<i>Мартин Л. Лейбович</i>)	433
Глава 24. Выбор ценных бумаг с фиксированным доходом	471
Глава 25. Критерии инвестирования в облигации	485
Глава 26. Выбор привилегированных акций	501
Часть 4. Оценка обыкновенных акций и условных прав	513
Глава 27. Инвестирование в обыкновенные акции в конце 1980-х годов: долг аналитика ценных бумаг	515
Глава 28. Стоимостной подход — «за» и «против»	527
Глава 29. Роль статистики прибыльности	541
Глава 30. Прогнозирование прибыли и дивидендов: концепция способности получать прибыль	563
Глава 31. Роль дивидендов в оценке обыкновенных акций	587
Глава 32. Ставка капитализации для прибыли и дивидендов	601
Глава 33. Структура капитала	613
Глава 34. Стоимость активов как фактор оценки обыкновенных акций	625
Глава 35. Условные требования: конвертируемые, warrants и опционы	641
Часть 5. Роль аналитика ценных бумаг	655
Глава 36. Управление корпорацией	657
Указатель компаний	669
Именной указатель	672
Предметный указатель	675

Предисловие

Развитая Грэмом и Доддом концепция анализа ценных бумаг с ее упором на внутреннюю стоимость не нуждается в пересмотре и обновлении. Изложенные в предыдущих четырех изданиях принципы фундаментального анализа будут и дальше верно служить инвесторам. Это пятое издание предпринято исключительно для того, чтобы продемонстрировать, как в современных условиях, в период поглощений, выкупа в кредит и рестройки корпораций могут быть использованы аналитические методы выявления ценности компаний, усовершенствованные Грэмом и Доддом.

Исследования эффективности рынков, современные теории портфеля и финансов утверждают, что *все* инвесторы или *средний* инвестор не могут получать устойчивый выигрыш от операций на фондовом рынке, осуществляемых на основе анализа ценных бумаг. Механизм рыночного ценообразования, усердно раскручиваемый талантливыми аналитиками, слишком эффективен, чтобы позволить даже *некоторым* инвесторам постоянно извлекать более чем среднюю прибыль за счет отбора ценных бумаг. Но Грэм и Додд исходят из того, что механизм рыночного ценообразования и поныне в значительной степени основывается на ошибочных и зачастую иррациональных решениях, так что цены фондового рынка только время от времени случайно совпадают с внутренней стоимостью ценных бумаг, а большую часть времени колеблются вокруг этой величины.

Поскольку тщательнейшего обсуждения заслуживают концептуальная схема анализа ценных бумаг, качество финансовой информации и методы ее оценки, это издание, как и все предыдущие, в части 1 начинает с изложения роли анализа ценных бумаг в инвестиционных решениях, с определения внутренней стоимости и аналитических закономерностей, используемых при отборе ценных бумаг.

В части 2 рассматривается анализ финансовых отчетов в качестве источника надежных оценок способности компании получать прибыль, которая не совпадает с регулярно публикуемыми данными об отчетной «прибыли». Так как со времени появления в 1962 г. четвертого издания произошло множество изменений в правилах бухгалтерского учета, составления отчетов и в налогообложении, главы, посвященные корректировкам отчетов для обеспечения сопоставимости показателей, написаны практически заново.

В части 3 дано полное и подробное описание рынка облигаций и критериев их отбора. Правила определения кредитоспособности эмитентов ценных бумаг согласуются с принципами анализа финансовых отчетов, изложенными в части 2.

В части 4 рассказывается о стоимостном подходе к отбору обыкновенных акций. На основании данных о дивидендах, темпах роста, акциях и способности получать прибыль рассчитывается уровень капитализации и оценка внутренней стоимости компании. Рассматриваются опционы, варранты и конвертируемые облигации.

Часть 5 посвящена вопросам управления корпорациями, которые необходимо знать аналитику ценных бумаг.

Авторы этого издания стремились сохранить традиционное для Грэма и Додда уважение к фактам и здравым принципам оценки бумаг. Консерватизм традиционного подхода заставляет критически относиться к уровню цен фондового рынка, иллюстрируемого величиной индекса Dow-Jones. Изложены критерии оценки, на основании которых сами читатели могут решить — принять или отвергнуть сложившийся уровень рыночных цен.

В этом издании нашли отражение изменения, вызванные новой ролью институциональных инвесторов на рынках ценных бумаг, развитием новых финансовых технологий и значительными изменениями правил представления финансовых отчетов. Авторы учли результаты многочисленных исследований финансовых рынков. Но при всей значительности изменений принципы, развитые Грэмом и Доддом, по-прежнему вполне пригодны для того, чтобы полностью определять структуру дисциплины «Анализ ценных бумаг».

Эта книга — дань аналитическому гению покойного Бенджамина Грэма. Первые четыре издания были настольными книгами членов Федерации финансовых аналитиков и Института дипломированных финансовых аналитиков. Во многом под его влиянием эти две организации и поныне являются оплотом стремления к высоким этическим стандартам и непрерывному образованию, что и служит источником неустанного прогресса в области анализа ценных бумаг.

Пятое издание появилось на свет благодаря совместным усилиям трех авторов — Сидни Коттла, Франка Е. Блока и Роджера Ф. Мюррея. Мы благодарны Мартину Л. Лейбовичу за написание главы 23 «Рынок облигаций».

Не стоит преуменьшать усилий, потребовавшихся для подготовки этого издания, которое выходит спустя 25 лет после предыдущего. Каждый из тех, чьи идеи и труд помогли завершению книги, хорошо знает о глубокой признательности авторов. Особую благодарность за своевременную критику, проницательные вопросы и точные ответы мы должны выразить Нэнси С. Дулиттл.

Дэвид Л. Додд
Заслуженный профессор финансов
Колумбийского университета

Фалмут, штат Мэн
Апрель 1987 года

Вступительное слово

Читателю предлагается уникальное издание — фундаментальное исследование и в то же время ценное методическое пособие для тех независимых организаций или отделов компаний и банков, персонал которых разрабатывает стратегию их поведения на фондовых рынках, т.е. инвестирования в ценные бумаги и управления инвестиционным портфелем. О том, как возник этот анализ, в книге сказано мимоходом, в одной из сносок — ведь для западного специалиста эта работа слишком известна. Российскому же читателю будет небезынтересно узнать, что начало было положено американским экономистом Бенджамин Грэм в курсе лекций под названием «Инвестиции», прочитанном в Колумбийском университете в 1929 г. Не забудем, что это был первый год величайшего краха в истории американской экономики, получившего название Великой депрессии; причем самым неожиданным и страшным был именно крах фондовой биржи, последовавший после периода необычайного процветания и резкого взлета курсов акций. Так что тема была более чем актуальной. В 1934 г. Б.Грэм вместе со своим ассистентом Дэвидом Доддом, дополнившим эти лекции подробными примечаниями и примерами, уже издали первый вариант «Анализа ценных бумаг». С тех пор книга почти без изменений выдержала пять изданий, сохраняя актуальность по сей день.

Как известно, фондовый рынок очень изменчив. Поэтому так важно уметь упреждать события и наметить верные ориентиры в постоянно волнуемом море цен, подверженном внезапным бурям и потрясениям. Авторы исследования подчеркивают: «Инвестирование, подобно медицине, праву и экономике, находится между наукой и искусством... число переменных, с которыми приходится иметь дело аналитику ценных бумаг, оказывается почти бесконечным, а главным в решениях об инвестициях остается интуитивное суждение» (с. 18 настоящего издания).

И все же, не полагаясь только на интуицию, авторы предлагаемой работы предприняли поистине титанический труд по обобщению и систематизации тех бесчисленных переменных, которые способны подкрепить интуицию рациональным знанием и расчетом. Акцент при этом был сделан на выявлении и оценке внутренней стоимости ценных бумаг, с тем чтобы определить степень их недооцененности (сигнал для покупки) и момент их переоцененности (когда становится ясным, что наступает период продажи). «Общей целью всех инвесторов, — говорится в работе, — является приобретение умеренно оцененных, а еще лучше — недооцененных активов. Если эти активы окажутся со временем переоцененными, инвестор вовремя это заметит и избавится от них» (с. 17). Ключевое слово здесь — *вовремя*. Опыт свидетельствует, не все заметят вовремя: будут проигравшие. Аналитические способности и возможности существенно повышают вероятность принять правильное решение вовремя. Интуиция в данном случае — скрытая способность инвестора к быстрому комплексному анализу, который не формализовать полностью в математических выкладках.

Следует признать, что российский фондовый рынок еще только складывается. Хотя большинство приватизированных предприятий стали «корпорациями», сами

особенности их акционирования, преобладание так называемой инсайдерской его формы, когда значительная часть акций оказалась в руках коллективов предприятий или их менеджмента, препятствует выходу акций на рынок ценных бумаг. Более того, благодаря действиям инсайдеров возник такой феномен, как «исчезновение курса акций», поскольку акции большинства компаний практически не котируются на рынке. Выпуск акций в целях мобилизации капитала, а тем более их продажа и перепродажа на бирже как механизм формирования оптимального портфеля активов, извлечения дополнительной прибыли и перелива капитала играют весьма незначительную роль. Наш фондовый рынок, по оценке специалистов, практически неликвиден. О низком уровне развития рынка ценных бумаг свидетельствует и множество мелких региональных рынков, изолированных друг от друга и препятствующих межрегиональному переливу капитала. Крайне неэффективна и слаба законодательная база, призванная установить довольно жесткие правила поведения участников фондового рынка, а главное — осуществлять действенный контроль за их соблюдением. Ко всему прочему следует добавить, что отсутствует открытая и широкодоступная система информации, без которой невозможно более или менее верно оценить внутреннюю стоимость акций отдельных компаний, а также объединить локальные рынки в национальную систему.

Ситуация особенно ухудшилась в результате финансового кризиса 1998 г., обрушившего и фондовую биржу, и банковскую систему. Курсы акций упали многократно. Рухнул и рынок государственных долговых обязательств — государство оказалось банкротом, не сумев расплатиться по своим обязательствам как с внутренними, так и внешними кредиторами.

Но кризисы, к счастью, не длятся вечно. С конца 1999 г. рынок ценных бумаг начал оживать. Правда, задействованы на нем пока только самые крупные корпорации — например такие, как «Газпром» или РАО «ЕЭС». Растут курсы акций, хотя основным покупателем пока остается иностранный капитал. Любопытно, что на рынок ценных бумаг начал выходить частный инвестор, извлекая на свет божий свои сбережения. Рынок ценных бумаг хотя и робко, но начинает приобретать ту роль, какую он и призван играть в рыночной экономике. А это значит, что системный анализ рынков ценных бумаг будет иметь все более важное значение в принятии инвестиционных решений и у нас.

Многому из того, о чем идет речь в книге, в России еще предстоит возникнуть, начиная с самих более или менее активно функционирующих рынков ценных бумаг и кончая качеством и прозрачностью информации, основанной на современных правилах бухгалтерской отчетности компаний, а также экономики в целом и отдельных ее отраслей. Но мы к этому идем. Вот почему редакция выражает уверенность, что публикацию настоящей книги будут приветствовать самые широкие круги участников инвестиционных процессов — не только специалисты по инвестиционному прогнозированию, но и индивидуальные инвесторы, предприниматели и менеджеры, банкиры, а также те, кто только собирается ими стать, — студенты экономических вузов и их преподаватели.

О. В. Вьюгин

Исполнительный вице-президент
Инвестиционной компании «Тройка Диалог»

Часть 1

Финансовый анализ

Глава 1

Финансовый анализ, инвестиции, принятие решений и анализ ценных бумаг

Эта книга посвящена тому подходу к финансовому анализу, который после ее первого издания в 1934 г. получил наименование «анализ ценных бумаг»¹. Задачей новой области финансовых знаний является анализ отдельных ценных бумаг, направленный на оценку результатов вложения в них денег. Финансовый анализ в целом и анализ ценных бумаг в частности следует рассматривать в контексте принятия инвестиционных решений. Предметом данной главы и является место этих дисциплин в указанном процессе.

¹ Прежде ведущие финансовые организации имели отделы статистики, в которых специалисты сосредоточенно изучали таблицы плотности железнодорожного движения и рассчитывали коэффициенты перевалок и адекватность вложений в обновление подвижного состава железных дорог. Когда для промышленных компаний можно было отыскать финансовую информацию, статистики пытались сопоставлять ведущие компании, но результаты их исследований почти не учитывались в процессе принятия решений о капиталовложениях. Первый курс лекций Бенджамина Грэма, прочитанный в Колумбийском университете в 1929 г., назывался «Инвестиции». Подробные примечания и примеры, подобранные Дэвидом Доддом для этого цикла лекций, явились богатым источником для составления первого издания этой книги в 1934 г. Со временем «Анализ ценных бумаг» из названия книги стал общим наименованием целого раздела финансового анализа. Статистические отделы превратились в аналитические и со временем взяли на себя функцию исследования и анализа инвестиций.

Финансовый анализ

В инвестиционном процессе финансовый анализ выполняет информационную и прогностическую роль: предоставляет информацию о прошлом и настоящем и переводит ожидания на язык цифр. Результаты финансового анализа используют при принятии решений о распределении капиталовложений, о финансовой политике корпораций и о разумном отборе ценных бумаг для вложения средств. Для этих целей применяется экономический анализ, а также анализ рынков капитала, отраслей и ценных бумаг.

Результатом общего экономического анализа являются краткосрочные (от четырех до восьми кварталов) и долгосрочные (от пяти лет и более) прогнозы экономического развития, которые включают прогнозы национального производства товаров и услуг, производительности, инфляции, прибыли, денежной и фискальной политики. Эти оценки являются фундаментом для прогнозирования состояния рынков капитала, секторов, отраслей и отдельных компаний.

Результатом анализа рынков капитала являются прежде всего оценки стоимости и доходности рынков акций и облигаций. Оценки рынков акций относятся к рынкам в целом, как они представлены общепризнанными индексами. Оценки рынка облигаций касаются общего уровня и структуры процентных ставок и доходности, которые находят отражение в показателях ожидаемой доходности при разных сочетаниях цен и риска невыполнения обязательств (неплатежеспособности).

Анализ ценных бумаг направлен на оценку будущих цен и доходности ценных бумаг, чтобы можно было отделить переоцененные бумаги от недооцененных.

Между анализом рынков капитала и анализом ценных бумаг размещается анализ секторов хозяйства, или, иначе, анализ «общих факторов». Он шире, чем анализ отраслей и отдельных компаний, и может рассматриваться как переходное звено между анализом рынков капитала и анализом ценных бумаг. В контексте фондового рынка сектора представляют собой большие группы акций (сгруппированные по принадлежности к отрасли, по темпам роста или по цикличности изменений доходности), которые могут довольно произвольно объединять акции разных отраслевых компаний.

Индивидуальные и институциональные инвесторы

Сегодняшнее внимание к растущей роли организаций направлено скорее на форму, чем на существо процесса принятия инвестиционных решений. Нужно в самом начале книги отметить сходство и одинаковое

содержание шагов, осуществляемых как отдельными людьми, так и организациями. Общей целью всех инвесторов является приобретение умеренно оцененных, а еще лучше — недооцененных активов. Если эти активы окажутся со временем переоцененными, инвестор вовремя это заметит и избавится от них. Поскольку эта переоценка дело неопределенного будущего, ее точность может в той же степени зависеть от общеэкономических, отраслевых и прочих общих факторов, как и от эффективности конкретной компании. Индивидуальные инвесторы делают неявные прогнозы относительно движения этих факторов, не составляя при этом развернутых меморандумов, поскольку они имеют дело только с брокером, которому передают приказы о купле или продаже ценных бумаг. Организации, напротив, вынуждены создавать формализованный процесс согласования разных мнений и оценок и информационные системы, которые обеспечивают единообразное выполнение принятых решений. К тому же группа, занятая анализом ценных бумаг, должна опираться на единообразную и согласованную оценку будущего движения экономических и прочих факторов, которые будут воздействовать на отдельные компании.

Чтобы придерживаться определенной стратегии, комитеты по разработке политики в больших организациях должны использовать детальные и формализованные отчеты об исследованиях, анализе и т. п. Частному инвестору нет нужды в формализованном анализе. Ему хватает короткой записи в календаре, чтобы в будущем не забыть принятый план действий. Отсутствие «бумажного хвоста» — единственное различие между процессами принятия решений в организациях и на уровне частного инвестора.

Подходы сверху вниз и снизу вверх

Учитывая формальный механизм разработки аналитических прогнозов общеэкономических, рынков капитала и отраслевых, можно предположить, что все организации действуют по схеме сверху вниз: отбирая ценные бумаги, начинают с экономической ситуации — внутри страны и за рубежом, затем спускаются и учитывают факторы рынков капитала, секторов и отраслей. Индивидуальные инвесторы, напротив, должны бы действовать снизу вверх, т. е. в поисках недооцененных акций заниматься перебором большого числа доступных акций, уделяя минимальное внимание учету общих факторов. На самом деле, однако, многие очень крупные организации используют при инвестировании подход снизу вверх, а многие частные инвесторы, располагающие весьма скромными ресурсами, двигаются сверху вниз.

Отсюда следует, что аналитик ценных бумаг должен рассчитывать на разные типы аудиторий. Управляющие портфелем (портфельные менеджеры), использующие подход сверху вниз, будут искать у него подтвер-

ждения, что они опираются на одинаковые предположения, а менеджер,двигающийся снизу вверх, будет более заинтересован в информации о конкретных компаниях. Пользователи аналитических записок будут очень отличаться друг от друга, но это не должно влиять на дисциплину анализа или на ход исследований. Оценки должны учитывать все характеристики компании и ее бизнеса, чтобы выявить пригодность ее ценных бумаг для определенного портфеля.

Инвестирование как профессия

Инвестирование, подобно медицине, праву и экономике, находится между наукой и искусством. Некоторые аспекты инвестирования имеют источником научные подходы. Более того, использование научных методов поощряется созданием компьютерных банков данных и совершенствованием техники количественного анализа. Но корпорации — это деловые предприятия, подвластные всем причудам, на которые богаты люди, и действующие в очень динамичной и конкурентной среде. Многие из них участвуют одновременно в конкуренции на внутренних и внешних рынках. В результате число переменных, с которыми приходится иметь дело аналитику ценных бумаг, оказывается почти бесконечным, а главным в решениях об инвестициях остается интуитивное суждение.

Очень сомнительно, что когда-либо инвестирование станет наукой. Но при этом благодаря обучению, исследованиям и накоплению опыта инвестирование превратилось в профессию. Здесь *профессия* обозначает структурированный, последовательный и упорядоченный процесс, не связанный, впрочем, жесткостью концепций или методов. Такой процесс минимизирует воздействие эмоций, когда рынок пребывает на пике подъема или в низшей точке спада. Иными словами, инвестирование должно осуществляться системным образом. Поскольку инвестиционная среда крайне динамична, для инвестора не может существовать единственного или постоянного решения относительно отдельной ценной бумаги или портфеля. Богатства и рыночные оценки отдельных компаний и даже целых отраслей могут меняться заметно и порой очень быстро. Поэтому для постоянного владения покупаются только самые необычные ценные бумаги. Вспомните: по показателям роста и прибыльности производство стали было одной из ведущих отраслей в США. Но в период с 1982 по 1986 г. сумма совокупных убытков восьми крупных интегрированных производителей стали в США превысила 14 млрд дол.

Многие вспомнят и о том, что некогда алюминиевая промышленность была одним из фаворитов рынка. В 1960 г. акции компании Alcoa шли по цене, более чем в 40 раз превышавшей величину чистой после-налоговой прибыли на акцию (*earnings per share, EPS*), в 1979 г. —

в 3,7 раза, а в начале 1985 г., когда величина EPS составляла 3,85 дол., — в 8,1 раза.

Довольно недавно акции компании Coleco Industries (производитель плавательных бассейнов, игрушек, кукол и бытовой электроники) выросли от 3 в 1979 г. до 65 в 1983 г., когда серия выпускаемых ею кукол стала невероятно модной. В 1985 г. акции Coleco упали ниже 10. Отдельные ценные бумаги, которые сегодня являются крайне привлекательными, в некоем будущем станут столь же непривлекательными.

Сравнительный отбор

Для сравнительного отбора альтернативных инвестиционных возможностей нужна оценка ценных бумаг, чтобы можно было в любое время сопоставить их привлекательность с точки зрения доходности и риска. Для этого следует использовать только последовательные аналитические процедуры, а прогнозы будущих состояний отраслей и компаний должны опираться на внутренне согласованные прогнозы будущей динамики экономики и рынков капитала. Если для покупки выбраны акции Dow Chemical, они должны быть более привлекательными, чем акции компаний Union Carbide, Hercules, Monsanto или другие акции с сопоставимыми инвестиционными характеристиками. В силу этого изолированный анализ и оценка отдельных ценных бумаг есть занятие

Таблица 1.1. Корректировка объема продаж для достижения сопоставимости (в млн дол.)

	1985 г.	1984 г.	1983 г.
Amoco (Standard Oil of Indiana)			
Чистый объем продаж (по отчету)	26 922	26 949	27 635
Без акцизного налога	1 615	1 555	1 557
Chevron			
Чистый объем продаж (по отчету)	43 845	46 173	28 411*
С акцизным налогом	2 103	1 957	1 069
Чистый объем продаж за вычетом акцизного налога	41 742	44 216	27 342
Mobil			
Чистый объем продаж (по отчету)	59 458	59 492	57 996
С акцизным налогом	3 498	3 445	3 389
Чистый объем продаж за вычетом акцизного налога	55 960	56 047	54 067

* До приобретения Gulf Oil.

непрактичное и бесплодное. Нельзя разумно оценить ценную бумагу, если не сравнивать ее с другими ценными бумагами или с общим инвестиционным климатом.

Последовательность и сопоставимость настолько важны, что заслуживают статуса двойной цели аналитика ценных бумаг. Последовательность предполагает единообразие и сопоставимость показателей отдельной компании во времени, а сопоставимость требует единообразия при расчете показателей для различных компаний. Инвестор, не владеющий последовательными и сопоставимыми данными, не может здраво судить о завышенности или заниженности цен. Например, компания Amoco Corporation (бывшая Standard Oil of Indiana) не включает акцизные налоги в показатель «выручка от продаж и иных операций», а компании Mobil и Chevron — включают. Данные из таблицы 1.1 свидетельствуют, что для сопоставления этих трех компаний необходимо учитывать этот факт.

Для Amoco в 1985 г. акцизный налог составлял 6% от чистых продаж, для Chevron — 5% и для Mobil — 6,3%. Речь идет о показателе, который достаточно существенно влияет на сопоставимость расходов и доходов Amoco и двух других компаний. Более того, поскольку в 1983—1985 гг. величина акцизного налога в процентах к объему продаж была для трех компаний разной, она отразилась бы и на оценке относительного падения продаж в каждой компании.

Принятие решений об инвестициях

Инвестиционные решения можно рассматривать как единый процесс, в котором особую роль играет анализ ценных бумаг. Для управления портфелем, чему посвящены почти все другие учебники, нужно последовательно применять анализ экономики, рынков капитала и секторов для определения целей и измерения эффективности. Роль анализа ценных бумаг в процессе принятия инвестиционных решений заключается в выделении недооцененных или умеренно оцененных ценных бумаг, которые почти наверняка принесут желаемый результат.

Принимающий решение — будь это менеджер портфеля или консультирующий его аналитик — занимается покупкой всяких привлекательных вещей в магазине уцененных товаров. Подобно хорошему продавцу, аналитик предоставляет информацию об относительных достоинствах всякой всячины, выставленной в магазине. Обсуждению подлежат качество, надежность, послепродажное обслуживание и прежде всего цена. Не заводя аналогию слишком далеко, можно сказать, что знающий покупатель будет располагать подробными описаниями того, что ему нужно, а продавец будет знать о сравнительной ценности товаров и сможет легко найти нужное.

Профессия аналитика ценных бумаг

В ходе оценки ценных бумаг аналитик должен:

- получить верное представление о деятельности компании за достаточно представительный период времени;
- тщательно оценить прибыльность компании в настоящий момент;
- составить прогноз будущей прибыльности и роста и при этом дать разумную оценку надежности прогноза;
- на основе всех предыдущих оценок оценить саму компанию и ее ценные бумаги, причем эта оценка должна быть в среднем более надежной, чем рыночная.

Чтобы получать надежные результаты, аналитик должен подходить к делу настойчиво, тщательно и последовательно. Нельзя ничего принимать на веру и нельзя терять скептического отношения к миру.

Если обстоятельства не позволяют собрать и проанализировать достаточный объем надежной информации, аналитик должен поставить под вопрос достоверность любых выводов. Профессиональный подход требует и того, чтобы на результаты анализа как можно меньше влияли те, кто заинтересован в результатах.

Обусловленность прогнозов и риск

Нужно отдавать себе отчет, что прибыльность всех предприятий и рыночная цена их акций до известной степени обусловлены (или находятся под влиянием) внешними факторами, и прежде всего общим состоянием экономики и фондового рынка.

Анализируя и оценивая компании, аналитик должен стремиться оценить такие факторы риска, как устаревание продукции, интенсивность конкуренции, доля постоянных расходов в полных издержках, уровень задолженности и изменчивость доходов. Это позволяет точнее определить риск, что стало новым аспектом анализа ценных бумаг. Рискованность ценной бумаги самой по себе или в сочетании с другими может быть измерена таким образом, что это окажется полезным инвестору, конструирующему портфель. Поэтому аналитик должен быть готов к необходимости поставлять такую информацию.

Аналитики должны с известной достоверностью оценивать степень неопределенности своих прогнозов. Можно, например, использовать баллы — от 1 до 5 или ранжировать оценки показателей доходности и цен. Об оценках риска речь будет идти ниже в нескольких главах, и прежде всего там, где рассматриваются анализ финансовой отчетности, прогнозирование показателей доходности и дивидендов, оценка обыкновенных акций.

Перспективы анализа ценных бумаг

По мере того как развивается теория портфеля и появляются новые методы управления инвестициями, от аналитика ценных бумаг ожидают все большего. Не меняется только задача — находить на рынках, которые благодаря усилиям подготовленных аналитиков ценных бумаг стали намного более эффективными, неверно оцененные бумаги. К тому же от аналитика ждут оценок текущей и будущей нормальной доходности акций.

Представляя инвесторам свои оценки, аналитик ценных бумаг должен владеть внятным и осмысленным языком. Аналитик оценивает не справки о богатстве, представленном акциями, за которыми стоят очень переменчивые активы и факторы доходности, а компании, но требования клиентов бывают так настойчивы, что можно забыть о своей основной задаче. Поэтому так важно, чтобы аналитик сохранял профессионализм подхода. Только когда завершен основной анализ компании и сделаны основные оценки, можно — и лишь после этого — заняться вопросами, как финансируется компания и как ожидаемый доход будет разделен между владельцами ценных бумаг.

Глава 2

Ценные бумаги и рынки ценных бумаг

В главе 2 анализ ценных бумаг рассматривается с трех точек зрения:

- обзор природы ценных бумаг, которые могут стать предметом интереса для аналитика;
- поведение рынков акций и облигаций;
- гипотезы об эффективности рынков.

В отношении третьего пункта в главе выражена позиция авторов по этому противоречивому вопросу, а также излагаются те концепции цен, на которых и базируется все последующее изложение вопросов, относящихся к анализу обыкновенных акций и инвестиций в них.

Ценные бумаги

Если оставить в стороне необычные и сомнительные ситуации, все ценные бумаги представляют собой либо государственные облигации, либо облигации и акции корпораций. Свойства облигаций, обеспеченных залогом, собственностью товариществ с ограниченной ответст-

венностью и разного рода недвижимостью, целиком определяются активами, лежащими в их основе, и в большинстве случаев они не являются стандартными ценными бумагами.

Государственные облигации

Речь идет об облигациях правительств, властей штатов, муниципалитетов и их агентств. Многие из облигаций такого рода могут быть подвергнуты детальному анализу. Другие — и прежде всего облигации правительства США — справедливо расцениваются как инструменты не менее надежные, чем бумажные деньги, в которых сегодня производятся все расчеты. Таким образом, нет нужды анализировать облигации правительства США для определения их надежности. Типы государственных облигаций, обращавшихся на рынке в 1985 г., перечислены в таблице 2.1.

Таблица 2.1. Государственные облигации, обращавшиеся на рынке в 1985 г. (в млрд дол.)

Тип облигаций	Номинальный объем эмиссии
Рыночные обязательства правительства США, всего	1423,5
Казначейские векселя (срок погашения до одного года)	399,9
Среднесрочные облигации (срок погашения от одного года до 10 лет)	812,5
Долгосрочные облигации	211,1
Облигации кредитных агентств федерального правительства и имеющих его поддержку*	263,9**
Облигации правительств штатов и муниципалитетов	674,49***

* В число федеральных агентств, являющихся основными эмитентами облигаций, входят Федеральное управление жилищного строительства, Государственная национальная ассоциация ипотек и Управление долины реки Теннесси. В число кредитных агентств, имеющих поддержку федерального правительства, входят федеральные банки кредитования жилищного строительства, Федеральная национальная ассоциация ипотек, Федеральная корпорация жилищных закладных, сельскохозяйственные банки и Ассоциация по гарантиям студенческих кредитов, обращающихся на вторичном рынке.

** Не входят ценные бумаги на сумму 368,9 млрд дол., выпущенные под обеспечение пула закладных, которые являются не прямыми, а, скорее, условными обязательствами эмитировавшего их агентства.

*** Входят все облигации, доход по которым освобожден от налогообложения, то есть облигации правительств штатов и муниципалитетов, жилищных и неприбыльных организаций, а также нефинансовых корпораций. Все они представляют собой прямые обязательства эмитировавших их правительств.

Источники: Board of Governors of the Federal Reserve System. Washington: D. C.; Federal Reserve Bulletin, 1986, December, table 1.41; Gross Public Debt of U.S. Treasury, p.A30; Flow of Funds Accounts, Assets and Liabilities Outstanding, 1986. September. Credit Market Debt Owned by Financial Sectors, p.2; Tax Exempt Securities and Loans, p.40.

Корпоративные ценные бумаги

В США действуют примерно 2,7 млн корпораций. У каждой есть выпущенные акции и, вполне возможно, облигации, и аналитика ценных бумаг теоретически могут попросить дать оценку любой из них. Но подавляющее большинство компаний являются частными, закрытыми корпорациями, и широкого спроса на анализ их показателей не существует. Главной целью анализа являются корпорации, ценные бумаги которых продаются на рынке. Примерно 3100 таких корпораций имеют облигации или акции, которыми торгуют на организованных рынках ценных бумаг¹. Кроме того, ценными бумагами еще 25 000 корпораций торгуют на внебиржевом рынке. Но для многих из них рынок настолько неактивен, что можно его считать просто несуществующим².

Более широкий перечень ценных бумаг, которые являются предметом анализа, может быть взят из обзоров и справочников таких рейтинговых агентств, как Standard & Poor и Moody. Сюда входят компании, о которых регулярно публикуется статистическая информация. В таблице 2.2 приводятся данные о численности этих компаний, а также о тех, ценные бумаги которых ходят на внебиржевом рынке (OTC) и в системе автоматической котировки Национальной ассоциации дилеров по ценным бумагам (NASDAQ).

Первосортные обыкновенные акции. Принято проводить различие между первосортными (или стандартными) и второсортными обыкновенными акциями. Здесь, как и в большинстве попыток разграничения качества или степени, трудно провести четкую границу. Первосортными считаются обыкновенные акции больших и известных компаний. Такие компании известны своими устойчивыми прибылями и способностью регулярно выплачивать дивиденды, а их акции популярны на рынке. Их считают пригодными для включения в диверсифицированные портфели финансовых организаций. Существуют 500 или 600 выпусков такого типа акций, по поводу которых никто не будет спорить. В любой момент времени есть еще 100 выпусков акций, которые то попадают в избранный круг, то покидают его, или можно сказать иначе: одни эксперты считают их первосортными, а другие — нет. Хорошее представление об этой группе дает список компаний, включаемых в Fortune 500 и Standard & Poor's Composite Index 500 (S&P 500).

Второсортные обыкновенные акции. Гораздо большее число обыкновенных акций имеет маргинальный статус, то есть они считаются почти

¹ По данным Комиссии по ценным бумагам и биржам (SEC), 3133 компании имеют ценные бумаги, которыми торгуют на биржах. См.: 52nd Annual Report of the Securities and Exchange Commission. Washington: D. C., 1986, p.138.

² Менее 18% от числа ценных бумаг, имеющих хождение на внебиржевом рынке, ежедневно получают котировки в NASDAQ (см. табл. 2.2).

Таблица 2.2. Перепись компаний — эмитентов ценных бумаг

По справочнику Moody	
Корпорации коммунального хозяйства	500
Транспортные компании	600
Промышленные компании	1 800
Банки и финансовые корпорации	12 000
По справочнику Standard & Poor	
Облигации	6 500
Акции (обыкновенные и привилегированные)	3 250
Ценные бумаги внебиржевого рынка (часть компаний, котируемых NASDAQ)	2 250
Компании внебиржевого рынка, ценные бумаги которых котируются в NASDAQ	4 400
По ежедневным спискам Национального бюро котировок внебиржевого рынка (в среднем на деловой день)	
Облигации	5 100
Акции	11 800

первосортными, и многие их покупают в надежде на то, что они попадут наконец в элитную группу. Другие акции расцениваются своими приверженцами как «не хуже», чем первосортные. (Зачастую такое суждение оказывается ошибкой, сделанной под влиянием спекулятивного энтузиазма.) Как бы то ни было, но примерно 75% котируемых выпусков и 90% или более некотируемых явно принадлежат к группе второсортных акций. Эта характеристика определяет поведение их рыночных цен, и аналитик обязан ее учитывать.

Поведение рынков ценных бумаг

Компетентный аналитик должен быть в достаточной степени знаком с характерными особенностями движения цен на фондовых рынках, чтобы разумно судить о возможных изменениях цен на различные типы ценных бумаг. Эти выводы должны учитывать возможные варианты ценовых колебаний, характерные для рассматриваемых выпусков ценных бумаг.

Высококачественные корпоративные облигации

Не существует общепринятого деления облигаций на высококачественные и второсортные. Мы будем считать высококачественными об-

Таблица 2.3. Доходность и цена высококачественных облигаций

Периоды	Среднемесячная доходность корпоративных облигаций с рейтингом Ааа (в %)		Цена облигаций Madison Gas & Electric Co. (Minn.) при начальной ставке 4 ³ / ₄ (погашение в 1991 г.)	
	Низшая	Высшая	Низшая	Высшая
1960—1964 гг.	4,19	4,61	108 ⁵ / ₈	100 ³ / ₄
1965—1969 гг.	4,41	7,72	104 ⁵ / ₈	64
1970—1974 гг.	7,08	9,27	73 ¹ / ₈	53
1975—1979 гг.	7,92	10,76	70 ⁷ / ₈	56
1980—1984 гг.	10,58	15,49	69 ³ / ₄	46

Источники: Industrial Manual, Public Utility Manual.
New York: Moody's Investors Services, Inc.

лигации, которые рейтинговые агентства Moody и S&P относят к первым трем классам (от Ааа до А)³. При всех различиях в определениях идея ясна: высококачественными являются те облигации, по поводу которых нет опасений, что по ним в настоящем или будущем перестанут выплачивать проценты или основную сумму долга. Если на минуту забыть о мыслях, возникающих в связи с правом досрочного погашения, цена высококачественных облигаций почти исключительно определяется текущей ставкой процента и сроком погашения. Если базовая ставка процента падает, их цена должна вырасти настолько, чтобы соответственно понизить их доходность. И наоборот, при росте процента их цена должна упасть. Эта закономерность отражена в таблице 2.3.

При рассмотрении облигаций такого качества принципиальное значение имеет прогнозирование будущего движения процента. Как нередко бывает, этот фактор лежит вне сферы анализа ценных бумаг. Ведь сегодня процентные ставки отражают предполагаемые изменения соответствующих экономических факторов и прежде всего будущего темпа инфляции, а прогнозирование будущей инфляции в большей степени является предметом экономического анализа и анализа рынков капитала.

Соответственно, имея дело с высококачественными облигациями, аналитик обычно занимается не прогнозом цен, а тщательным определением качества выпуска, то есть кредитоспособностью данных облигаций. В этом отношении роль аналитика критически важна, ведь в после-

³ Компания Salomon Brothers относит к высококачественным облигации с рейтингом Ааа и Аа, тогда как некоторые регулирующие агентства считают облигациями инвестиционного класса первые четыре группы (от Ааа до Ваа).

дни года скорость изменения рейтинга облигаций выросла⁴, а снижение рейтинга существенным образом влияет на рыночную цену облигаций. Долг аналитика, естественно, предвидеть изменения кредитного рейтинга.

Порождаемые изменениями процента колебания цен редко влияют на уверенность в том, что эмитент определенных облигаций в состоянии вовремя погасить обязательства по процентам и основной сумме долга. Но размах ценовых колебаний в последние годы, особенно в сторону снижения, создал угрозу для выживания финансовых организаций. Чтобы минимизировать эти неблагоприятные последствия, закон разрешил банкам и страховым компаниям, которые являются важнейшей группой покупателей облигаций, игнорировать в годовых отчетах рыночные колебания цен на облигации инвестиционного класса⁵.

Как показывает таблица 2.3, незначительные изменения процентных ставок в период 1960—1964 гг. оказывали ограниченное влияние на цены первых ипотечных облигаций компании Madison Gas & Electric, которые шли по ставке $4\frac{3}{4}$. Однако по мере повышения процентных ставок в последующие четыре пятилетия произошло снижение цен, отражающее относительно большую длительность этого выпуска. (В главе 23 мы рассматриваем длительность, или продолжительность, как меру чувствительности цен к изменениям процента.)

В таблице 2.4 сопоставлены движения цен на три выпуска необеспеченных облигаций (дебентур), имеющих фонды погашения, каждый из которых был в 1966—1967 гг. предложен рынку приблизительно по 100, каждый имел большую длительность до погашения и до сих пор сохраняет рейтинг Aaa по оценке Moody.

Высококачественные привилегированные акции

В таблице 2.5 показаны циклические пики и спады доходности дивидендов за 19 лет — с 1968 по 1986 г. — для высококачественных низкодивидендных привилегированных промышленных акций по классификации Moody. Чтобы отразить размывание цены, имеющее причиной рост доходности, параллельно в таблице даны цены на привилегированные акции компании DuPont за те же 19 лет (годовой доход 4,50 дол.).

⁴ За десять лет — с 1971 по 1980 г. — только у одного из 20 выпусков промышленных облигаций, получивших у Moody в 1971 г. рейтинг Aaa, рейтинг понизился. Зато за пять лет — с 1981 по 1985 г. — 48 выпусков облигаций из 78, получивших в 1981 г. рейтинг Aaa, существенно понизились в статусе.

⁵ Вместо этого им разрешено показывать «амортизационные издержки», то есть рост или уменьшение издержек, отражающих постепенное изменение платежей по мере приближения даты погашения. Это, конечно, никак не влияет на реальность колебаний рыночных цен.

Таблица 2.4. Цены трех выпусков высококачественных (Ааа) облигаций, 1967—1986 гт.

Выпуск	Цена (в дол.)		
	Высшая 1967 г.	Низшая 1981 г.	На конец 1986 г.
General Electric, эмитированы в 1967 г., погашение в 1992 г., 5,30%	98	51	91 1/8
Еххон, эмитированы в 1967 г., погашение в 1997 г., 6%	100 1/4	47	88 1/4
Амосо, выпущены в 1966 г., погашение в 1991 г., 6%	109 1/2	55 1/8	96 1/4

Источник: Moody's Industrial Manual; S&P Bond Guide.

Таблица 2.5. Доходность и цена высококачественных привилегированных акций

Год	Среднемесячная доходность низкодивидендной серии по классификации Moody (в %)	Цена привилегированных акций (4,50-долларовых) компании DuPont (в дол.)
1968	5,47 спад	82 1/2 пик
1970	7,31 пик	60 1/2 спад
1971	6,18 спад	77 3/4 пик
1975	8,08 пик	53 7/8 спад
1977	7,00 спад	66 3/4 пик
1982	12,54 пик	34 1/2 спад
1983	9,57 спад	47 3/8 пик
1984	10,42 пик	39 спад
1986	7,54 спад	64 1/2 пик

Источник: Moody's Industrial Manual.

В этом случае, как и в ситуации с высококачественными корпоративными облигациями, аналитик должен тщательно оценить качество привилегированных акций, оставив оценку привлекательности их доходов тем, кто занимается прогнозированием динамики процентных ставок.

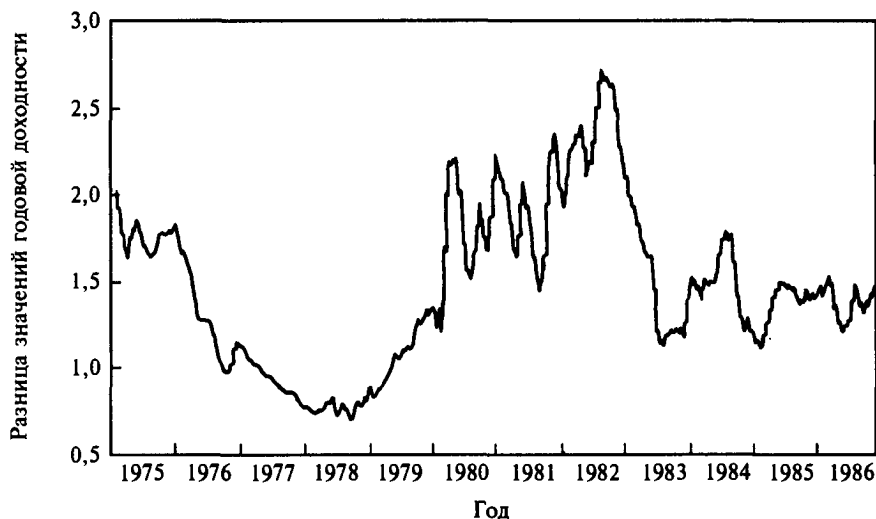
Второсортные старшие* ценные бумаги

Второсортными старшими ценными бумагами мы называем облигации и привилегированные акции, которые по классификации Moody и

* Дают преимущественное право на активы в случае ликвидации компании. — *Примеч. переводчика.*

S&P идут ниже первых четырех рейтингов (от Ааа до Ваа). В силу сопряженного с такими выпусками кредитного риска (риска невыполнения обязательств) по ним выплачивается премия за риск. Даже в первых четырех рейтинговых группах — между Ааа и Ваа по классификации Moody — разброс показателей годовой доходности составил в 1975—1986 гг. 1,46%. Изменение экономических условий может иметь результатом заметное изменение представлений инвесторов о различии кредитного риска по корпоративным облигациям классов Ааа и Ваа, что и демонстрирует график на рисунке 2.1, представляющий динамику разницы показателей годовой доходности для облигаций классов Ааа и Ваа по классификации Moody. В типичном случае разница показателей годовой доходности сокращается в периоды экономического подъема и увеличивается в годы спадов. За 12 лет, отраженных на графике, разрыв показателей доходности был наименьшим в июле 1978 г. (0,72%) и наибольшим в сентябре 1982 г. (2,69%).

Рисунок 2.1. Средняя разница значений годовой доходности корпоративных облигаций классов Ааа и Ваа (по классификации Moody)



Источник: Moody's Industrial Manuals. New York: Moody's Investors Services, Inc.

Обыкновенные акции

Источником ожидаемой доходности обыкновенных акций является прежде всего рост курса акций, а не дивидендные выплаты. Реальным стимулом инвестирования является разница цен в момент покупки и

продажи акций. Поскольку невозможно надежное предсказание долгосрочного будущего цен на акции, важно не переплатить при их покупке. В этом смысл известной поговорки «Цена — лучший друг аналитика». Главным фактором безопасности инвестиционных вложений должна быть низкая цена покупки. И в этом отношении осмотрительность и рассудительность являются абсолютной, а не относительной ценностью.

Роль данных о прошлой динамике цен и доходности. Прогноз будущего движения цен обыкновенных акций начинают с анализа прошлых колебаний показателей их цен и доходности. При истолковании прошлой динамики цен и доходности следует избегать искушения механически экстраполировать их на будущее. Нужно также учесть влияние существующих и только возникающих сил социальных, политических и экономических изменений, которые способны повлиять на уровень и изменчивость доходности обыкновенных акций.

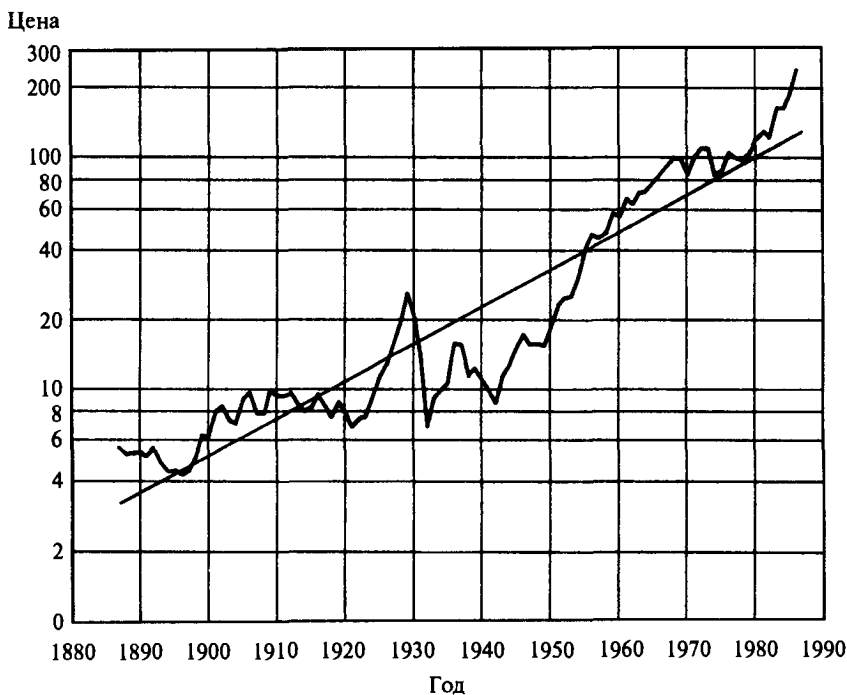
Суммарная доходность обыкновенных акций зависит, естественно, от изменения курса и выплаты дивидендов. В достаточно давние времена, когда дивиденды составляли более 60% дохода по акциям, они были главным компонентом доходности. Но за последние 15 лет средний уровень дивидендов для акций промышленных компаний, входящих в индекс S&P 400, составил только 44%. Поэтому самым важным и наиболее изменчивым компонентом суммарной доходности акций стала рыночная оценка нераспределенной прибыли.

Для коротких периодов главным фактором является изменение цен на акции. Хотя, к примеру, дивиденды для S&P 500 выросли за шесть лет (с 1969 г. по конец 1974 г.) на 16%, но резкое падение цен в 1973—1974 гг. имело результатом то, что для этого периода среднегодовая суммарная доходность акций оказалась отрицательной — минус 3,4%.

Долгосрочная динамика цен на акции. Чтобы дать представление о перспективе, необходимое при прогнозировании, мы предлагаем два суммарных обзора долгосрочного движения цен на обыкновенные акции. Первый — это спрямленный график годовых цен за столетие, а второй — циклическое движение среднемесячных цен за тот же период.

На рисунке 2.2 представлены два графика движения цен на акции за период с 1887 по 1986 г. График включает спрямленную трендовую линию, представляющую среднегодовую составляющую роста цен за 100 лет. На графике выявлены две основные характеристики движения цен на акции: 1) долгосрочная тенденция роста, создаваемая ростом экономики и реинвестированием доходов; 2) цикличность и изменчивость движения цен. Отметим, что разрыв между действительными ценами и трендовой прямой бывает настолько велик и устойчив, что полезность показателя среднегодового роста для этих периодов, как для характеристики прошлого, так и для предсказания будущего, оказывается крайне сомнительной.

Рисунок 2.2. Составной индекс цен акций, рассчитанный Комиссией Коулса и агентством S&P, среднегодовые цены, вычисленные по данным о среднемесячных ценах за 1887—1986 гг.



Источник: Данные для начала периода взяты из расчетов Комиссии Коулса, а затем из расчетов S&P 500. Alfred Cowles' 3rd and Associates, Cowles Commission for Research in Economics. Common Stock Indexes. Monograph № 3. Bloomington, Ind.: Principia Press, Inc., 1939, p.66—67; Standard & Poor's Statistical Service, Security Price Index Record, 1986, p.110; Current Statistics, 1987, January, p.40.

Ниже приведены показатели среднегодового роста цен (дивиденды не учитываются) за 100 лет и за каждые четверть века. Различия между показателями роста за 25-летние периоды очень значительны. Математическая обработка демонстрирует, что показатель за 100 лет более адекватен реальности, чем показатели за любые четверть века.

Годы	%
1887—1986	3,8
1887—1911	3,2
1912—1936	2,4
1937—1961	8,3
1962—1986	3,6

Есть основания заключить, что в будущем, как и в прошлом, сохранится долгосрочная тенденция роста цен на обыкновенные акции инвестиционного класса. Но среднему инвестору не стоит так уж радоваться очень вероятной перспективе будущего роста, поскольку этот долгосрочный рост крайне хаотичен. В прошлом в силу значительной изменчивости цен акций для значительных периодов было характерно полное отсутствие тенденции роста, а порой рост бывал очень медленным или крайне значительным⁶. (Заметьте, что эти кривые построены по данным об изменении номинальных цен и не учитывают влияния инфляции и дефляции.)

Цикличность цен на акции. Даже долговременный инвестор вряд ли может игнорировать цены акций и руководствоваться соображением, что долгосрочный рост «все покроеет». Чтобы показать значение цен, в таблице 2.6 выявлены характеристики ценовых циклов за 116 лет (с 1871 по 1986 г.), то есть за период, о котором мы имеем надежные данные (использована статистика, собранная Комиссией Коулса и агентством S&P 500).

За период 1871—1949 гг. имели место 12 циклических спадов (от пика до нижней точки), в среднем на 38%. За 1949—1970 гг. имели место шесть малозначительных спадов, в среднем на 18%⁷.

Если не заботиться о верной перспективе, эти данные могут привести послевоенного инвестора к необоснованным заключениям. Можно, к примеру, сделать вывод, что, если падения цен в 1949—1970 гг. были не столь велики, как в предыдущие 78 лет, то так будет и дальше. Эта гипотеза была опровергнута мощным спадом 1974 г. (на 43%), который показал, что циклические колебания фондового рынка не стали еще достоянием истории.

Из спада цен в 1973—1974 гг. можно сделать два значимых вывода: 1) определяя инвестиционные возможности конкретных ценных бумаг, крайне важно оценить уровень цен фондового рынка; 2) простая экстраполяция данных за прошлые периоды не позволяет предвидеть амплитуду и характер будущих изменений цен на фондовых рынках.

Вывод, сделанный в начале 1920-х годов Эдгаром Лоуренсом Смитом, что следует рассчитывать на долгосрочный рост цен для хорошо диверсифицированного набора качественных акций, до сих пор не утра-

⁶ Крайний пример: значение индекса S&P 500 достигло наивысшего значения 31,92 в сентябре 1929 г. и вновь добралось до этой отметки только через 25 лет, в сентябре 1954 г.

⁷ Другую точку зрения см.: *Officer R. R. The Variability of the Market Factor of the New York Stock Exchange // Journal of Business*, 1973, July, p.434—453. Он пришел к выводу, что наблюдаемое в послевоенный период уменьшение изменчивости цен на акции правильнее было бы обозначать как возврат к нормальному уровню изменчивости после того, как она стала необычайно велика в 1930-е годы.

Таблица 2.6. Основные циклы движения цен на акции, 1971—1986 гг.
(По данным о среднемесячных ценах, подготовленным
Cowles Commission и Standard & Poor's Composite
Stock Price Series)

Нижняя точка		Пик		Изменение (в %)	
Дата	Низшая цена (в дол.)	Дата	Высшая цена (в дол.)	Рост относительно нижней точки	Спад относительно высшей точки
Январь 1871 г.	4,44	Апрель 1872 г.	5,13	16	47
Июнь 1877 г.	2,73	Июнь 1881 г.	6,58	141	36
Январь 1885 г.	4,24	Май 1887 г.	5,90	39	22
Декабрь 1890 г.	4,60	Август 1892 г.	5,62	22	32
Август 1896 г.	3,81	Сентябрь 1902 г.	8,85	132	29
Октябрь 1903 г.	6,26	Сентябрь 1906 г.	10,03	60	38
Ноябрь 1907 г.	6,25	Декабрь 1909 г.	10,30	65	29
Декабрь 1914 г.	7,35	Июль 1919 г.	9,51	29	32
Август 1921 г.	6,45	Сентябрь 1929 г.	31,30	385	85
Июнь 1932 г.	4,77	Февраль 1937 г.	18,11	280	45
Апрель 1938 г.	9,89	Ноябрь 1938 г.	13,07	32	40
Апрель 1942 г.	7,84	Май 1946 г.	18,70	139	25
Июнь 1949 г.	13,97	Январь 1953 г.	26,18	87	11
Сентябрь 1953 г.	23,27	Июль 1956 г.	48,78	110	17
Декабрь 1957 г.	40,33	Июль 1959 г.	59,74	48	10
Октябрь 1960 г.	53,73	Декабрь 1961 г.	71,74	34	22
Июнь 1962 г.	55,63	Январь 1966 г.	93,32	68	17
Октябрь 1966 г.	77,13	Декабрь 1968 г.	106,50	38	29
Июнь 1970 г.	75,59	Январь 1973 г.	118,40	57	43
Декабрь 1974 г.	67,07	Сентябрь 1976 г.	105,50	57	16
Март 1978 г.	88,82	Ноябрь 1980 г.	135,70	53	19
Июль 1982 г.	109,40	Октябрь 1983 г.	167,70	53	10
Июль 1984 г.	151,10	*			

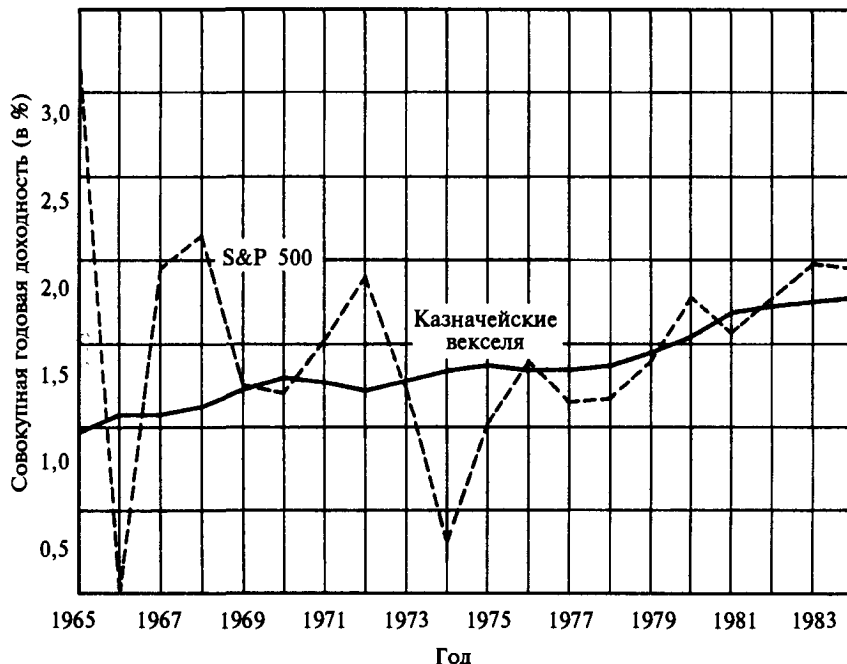
* В конце 1986 г. индекс цен достиг значения 248,61 (рост от предыдущего минимума на 65%).

Источники: Security Price Index Record, 1976, 1986; Current Statistics, 1987, January, p.40; Standard & Poor's Corporation. New York.

тил значения⁸. Однако в период после окончания войны и до начала 1973 г. многие инвесторы неверно истолковывали этот вывод. Они скупали лучшие быстрорастущие акции почти по любой цене, о чем им позднее пришлось пожалеть.

⁸ Smith E. L. Common Stocks as Long Term Investments. New York: Macmillan, 1924. См. также: Walker W. B. A Re-examination of Common Stocks as Long Term Investments. Thesis for the Graduate School of Banking at Rutgers University. Portland, Maine: Anthoesner Press, 1954.

Рисунок 2.3. Совокупная годовая доходность: казначейские векселя и S&P 500. Акции были куплены в начале 1965 г. и доходность вычислялась на конец каждого года, вплоть до 1984 г. (Измерения были проведены незадолго до значительного увеличения доходности акций)



Источник: FRS Associates from Ibbotson Associates, Inc. *Stocks, Bonds, Bills, and Inflation: 1984 Yearbook*. Chicago, 1985.

Совокупная доходность. Движение цен можно анализировать и с точки зрения общей доходности. Исследования показали, что для обыкновенных акций (входящих в список S&P 500) совокупный годовой доход был отрицательным в течение 19 из последних 59 лет (с 1926 по 1984 г.). Более того, совокупная доходность обыкновенных акций (входящих в S&P 500 с реинвестированием дивидендов) за период с начала 1965 г. по конец 1984 г. (7,8%) была лишь чуть выше доходности казначейских векселей за тот же период (7,1%)⁹. Рисунок 2.3 демонстрирует, что в двадцатилетнем периоде нашлись только 11 лет, когда общая доходность акций была выше, чем доходность казначейских векселей. За этот же период среднегодовой темп роста цен составил только 3,3%.

⁹ R. G. Ibbotson Associates, Inc. *Stocks, Bonds, Bills, and Inflation: 1984 Yearbook*. Chicago, 1985, p.90–91, 98.

Гипотезы об эффективности рынка

Гипотезы об эффективности рынка важны для анализа ценных бумаг¹⁰.

Слабая форма

Формулировка слабой формы гипотезы об эффективности рынка проста: цены обыкновенных акций независимы, то есть прошлые цены не позволяют предсказать будущие цены. В общем, мы согласны с этим утверждением. При выборе акций для покупки рыночный анализ или технический анализ движения цен не является, по нашему мнению, адекватной заменой фундаментального анализа.

Эта независимость цен акций получила название *случайное блуждание цен*. Тщательные тесты на наличие корреляции между последовательными рядами цен смогли обнаружить слабые зависимости, но они недостаточно надежны, чтобы служить источником торговой прибыли, особенно с учетом транзакционных издержек. Часто используемыми приемами удачного выбора акций без всяких аналитических усилий являются покупка относительно сильных акций и попытки проэксплуатировать «январский эффект», когда в конце года акции сбрасывают ради сокращения налогов. Если учесть все состояния, сделанные с помощью долгосрочного инвестирования, руководствуясь глубоким анализом ценных бумаг, отсутствие больших многократных выигрышей у тех, кто использовал рыночный анализ, является красноречивым свидетельством.

При этом не стоит игнорировать другого аспекта динамики цен на акции: сообщество инвесторов склонно поддаваться поветриям моды или псевдонаучным «новым видениям». Не стоит уж очень углубляться в прошлое — к временам мыльных пузырей в южных морях или к тюльпановой лихорадке из книги Чарльза Маккея «Массовые заблуждения и безумие толпы» (Charles Mackay «Extraordinary Popular Delusions and the Madness of Crowds», 1841), достаточно поднять недавние подшивки газет — спекуляции на «горячих новых выпусках», безальтернативные инвестиции в качественные растущие акции в 1960-х, популярность трастовых фондов инвестирования в недвижимость в 1970-х, мания слияний в 1980-х. Все эти волны энтузиазма были порождены тенденци-

¹⁰ Достаточно полный и содержательный обзор разных формулировок гипотез эффективности рынка, их истолкований и посвященных им исследований см.: *Boldt B. L. and Arbit H. L. Efficient Markets and the Professional Investor // Financial Analysts Journal, 1984, July–August, p.22–33*; также: *Elton E. J. and Gruber M. J. Modern Portfolio Theory and Investment Analysis. 2d ed. New York: John Wiley & Sons, 1984, p.394–402*. Блестящее обсуждение учетных данных в связи с полусильной и сильной формами гипотезы представлено в: *Beaver W. H. Financial Reporting: An Accounting Revolution. Englewood Cliffs. New Jersey: Prentice-Hall, chaps. 5, 6.*

ями устойчивого роста цен, которые длились до тех пор, пока их не сменяли обратные тенденции. Б. Розенберг и А. Рудд утверждают, например, что серийную корреляцию между некоторыми компонентами месячной доходности можно использовать для увеличения прибыли путем изменения структуры портфеля¹¹.

Полусильная форма

Согласно полусильной форме гипотезы об эффективности рынков в рыночной цене отражена вся публичная информация. Поскольку на рынок случайным образом постоянно попадает мешанина благоприятной и неблагоприятной информации о компаниях, отраслях, рынке капитала и экономике в целом, цены, вообще говоря, должны были бы изменяться равно случайным образом, по мере того как информация находит отражение в ценах акций. Многочисленные проверки показали, что новая информация быстро находит отражение в ценах на акции и облигации. Учитывая широкий доступ к электронным источникам информации, нет ничего удивительного в скорости, с какой новости отражаются в ценах; но скорость не всегда синоним точности и адекватности.

Джек Трейнор, проницательный наблюдатель рынков, заметил, что, помимо информации, роль и смысл которой ясны, существуют подспудные идеи. Усердный аналитик может накопить множество сведений и наблюдений о компании, и из этой мозаики возникнет совсем непривычный и незнакомый облик. На торгово-промышленной выставке аналитик видит, что компания *A* выставляет производительные и удобные насосы для химической промышленности, а компания *B*, ориентированная на тот же рынок, выставила только муляж. Поскольку ни один из насосов еще не прошел испытаний, различие в объеме заказов, сбыта и доходов проявится только через несколько месяцев. Другие подспудные идеи могут иметь источником внешне несвязанные события, которые инвестор еще долго не сможет соотнести с конкретной компанией.

В сущности, усердие и проницательность аналитика приносят немалые плоды, не зависящие от своевременности или распространенности информации. Подготовленный и знающий аналитик способен понять и использовать информацию намного продуктивнее, чем «здравый смысл» рынков. И в той степени, в какой это действительно происходит, полусильная форма гипотезы об эффективности рынка не подтверждается.

Примером того, что квалифицированное использование информации приносит сверхдоход, является Value Line Timeliness Ranking Model. Эта модель использует широкодоступную информацию по каждой из

¹¹ Rosenberg B. and Rudd A. Factor-Related and Specific Returns of Common Stocks: Serial Correlation and Market Inefficiency // *Journal of Finance*, 1982, May, p.551–552.

1700 акций из мира Value Line, из которой извлекаются данные об относительной доходности и относительных ценах, об инерции доходности и цен и о факторе внезапности доходов. С помощью множественного регрессионного анализа акции группируются по ожидаемому на следующие 12 месяцев росту цен, так что группа 1 должна расти быстрее всех, а группа 5 — медленнее. Как свидетельствует опыт 20,5 лет (с апреля 1965 г. по декабрь 1986 г.), эта модель приносит доход существенно больший, чем среднерыночный, что говорит о неверности полусильной гипотезы эффективности рынков¹²:

Номер группы	Изменение цены (в %)
1	2071
2	1103
3	495
4	166
5	24
Индекс Доу-Джонса для промышленных акций	109

Сильная форма

Согласно гипотезе эффективности рынка в сильной форме цены на акции и облигации полностью отражают всю возможную информацию. Более того, даже тщательнейший анализ не откроет аналитику ничего такого, что уже не содержалось бы в рыночной цене и что позволило бы ему получать доход выше среднего. В данном случае гипотеза эффективности рынка полностью признает вклад аналитиков ценных бумаг — именно их бесплодные усилия по выявлению неверно оцененных бумаг делают рынок эффективным. С этой точки зрения анализ ценных бумаг является разновидностью службы обществу, которая помогает рынкам эффективно размещать ресурсы, но только не нужно этим людям платить больше, чем платят всем другим чиновникам, а инвесторам не стоит следовать их советам. Вместо этого инвесторы могут участвовать в недорогих индексных портфелях, которые способны с небольшими ошибками и минимальными транзакционными расходами повторять движения избранного для подражания индекса.

Свидетельством эффективности рынка служит или анализ эффективности активно управляемых портфелей, или зачастую опыт взаимных фондов¹³. Можно предположить, что средняя эффективность среднего

¹² Selection & Opinion // The Value Line Investment Survey, 1987, January 23, p.719.

¹³ См. такие исторические исследования, как *Sharpe W. F. Mutual Fund Performance* // Journal of Business, Security Prices, A Supplement, 1966, January, p.119—138; *Jensen M. C. The Performance of Mutual Funds in the Period 1945—1964* // Journal of Finance, 1968, May, p.389—416; *Friend I., Blume M. and Crocket J. Mutual Funds and Other Institutional Investors: A New Perspective*. New York: McGraw-Hill, 1970; *Williamson P. J. Measuring Mutual Fund Performance* // Financial Analysts Journal, 1972, November/December, p.78—84.

менеджера взаимного фонда будет не сильно отличаться от эффективности выбранного им индекса: на величину транзакционных издержек, на охрану и бухгалтерский учет, на распределение доходов, правовые и аудиторские услуги, на предоставление отчетности акционерам и вознаграждение за управление фондом. Существуют и другие фонды, которые на самом деле в течение длительного времени получают результаты выше средних. Мы убеждены, что если фонд в течение десятилетия получает большую доходность, чем в среднем акции его сектора рынка, это не случайность, а результат применения профессионального анализа ценных бумаг, и логика этого анализа проверена временем и подтверждена доходностью фонда.

Мало сомнений в том, что совершенствование техники анализа и применение здравых принципов повысили эффективность рынков. С момента первого издания этой книги в 1934 г. большие разрывы между значениями экономической ценности и рыночной ценой существенно сузились. Мы надеемся, что это издание внесет дальнейший вклад в снижение неэффективности анализа и, тем самым, в рост эффективности ценообразования для ценных бумаг, но мы по-прежнему глубоко убеждены в том, что рыночные цены, как и остановившиеся часы, дважды в день точно показывают стоимость бумаг.

Рынки стали эффективнее, но тщательный анализ показал, что сохраняются некоторые *аномалии*¹⁴, в том числе эффект малых компаний, недооценка акций с низкими значениями показателя «отношение цены акции к прибыли на акцию» (коэффициента «цена/прибыль») и т.п., которые свидетельствуют, что механизм рыночного ценообразования не вполне точен. Редакционная статья в *Financial Analysts Journal* выразила точку зрения знающего наблюдателя: «Количество вновь найденных аномальных характеристик рынка достаточно велико, чтобы получить собственное прозвище... Они идиосинкразийны... Окиньте взором изобилие идиосинкразий — эффект малых фирм, эффект конца года, низкое

¹⁴ О размахе и направленности исследований говорит следующий перечень публикаций: *Renshaw E. F. Stock Market Panics: A Test of the Efficient Market Hypothesis // Financial Analysts Journal*, 1984, May—June, p.48—52; *Goodman D. A. and Peavey III J. W. Industry Relative Price-Earnings Ratios as Indicators of Investors Returns // Financial Analysts Journal*, 1983, July—August, p.60—66; *Vandell R. F. and Kester G. W. A History of Risk-Premia Estimates for Equities: 1944 to 1978. Charlottesville, Va.: Financial Analysts Research Foundation*, 1983, p.135; *Reinganum M. R. Abnormal Returns in Small Firms Portfolios // Financial Analysts Journal*, 1981, March—April, p.52—57; *Jones C. P., Rendleman, Jr. R. J. and Latane H. Stock Returns and SUEs during the 1970s // The Journal of Portfolio Management*, 1984, Winter, p.18—22; *Budwell III C. M. A Test of Market Efficiency: SUE/PE // The Journal of Portfolio Management*, 1979, Summer, p.53—58; *Ferguson R. An Efficient Stock Market? Ridiculous! // The Journal of Portfolio Management*, 1983, Summer, p.31—37; *Ambachtsheer K. P. and Farrel, Jr. J. L. Can Active Management Add Value? // Financial Analysts Journal*, 1979, November—December, p.39—45; *Ambachtsheer K. P. The Predictive Accuracy of the Value Line and Wells Fargo Stock Advisory Services. Toronto: Canavest House*, 1976, November.

значение отношения цены акции к прибыли на акцию, мусорные облигации (акции?), дешевые акции, феномен Value Line, эффекты выходных, эффективность портфелей с низкой бетой, ротация секторов и коэффициенты информации. Задokumentированные идиосинкразийные рыночные явления, подобно крокусам, возвещают начало нового сезона. Вопрос таков: сколь долго можно будет удерживаться от пересмотра гипотезы об эффективности рынка перед лицом все удлиняющегося списка идиосинкразийных явлений?»¹⁵.

Наконец, если, как утверждает гипотеза об эффективности рынка, все цены верны, то нет никакой нужды в доказанной жизнью необходимости широкой диверсификации. Инвестору, который не любит изменчивость доходов, достаточно будет только подобрать горстку выпусков, изменения доходности которых взаимно погасались бы. Следующим выводом из гипотезы является утешающая мысль, что раз уж цены акций настолько адекватны, трудно получить меньшую доходность, чем дает некая группа риска. Вывод очень прост. Не нужно предполагать, что рынки эффективны и цены верны. Для проверки корректности цен следует использовать профессиональный анализ ценных бумаг.

¹⁵ Editorial Viewpoint // Financial Analysts Journal, 1984, March—April, p.9.

Глава 3

Возможности и ограничения анализа ценных бумаг

Анализ — это тщательное изучение имеющихся фактов, чтобы понять их и сделать выводы на основе принятых принципов и разумной логики. Выявлению и проверке прошлых и действующих факторов, которые нужны чтобы оценить будущее, неизбежно сопутствуют неопределенность и субъективность решений. Поэтому успех или неудача в немалой степени зависят от личных способностей и проницательности аналитика. В этой главе рассматриваются возможности и границы анализа.

Финансовый анализ

Чтобы разумно оценить ценные бумаги, нужна целая группа прогнозов. Двигаясь сверху вниз, получаем следующий список необходимых прогнозов:

- экономики в целом;
- рынков акций и облигаций;
- секторов рынка;
- отраслей;
- отдельных компаний.

Аналитические зависимости: цепочка прогнозов

Этой последовательности прогнозов свойственны внутренние зависимости, и они помогают предвидеть значения показателей доходов, дивидендов, роста и устойчивости для отдельных компаний. Главы 5, 6 и 7 посвящены соответственно анализу экономики, рынков капитала и секторов. Отраслевой анализ рассматривается в главе 9. А в этой главе, чтобы показать взаимосвязь анализа отдельной компании и анализа экономических тенденций и состоянием отрасли, мы подвергнем анализу факторы, воздействующие на показатели продаж, прибыли и дохода корпорации General Motors¹.

Факторы, воздействующие на объемы продаж и прибыли. Многие отрасли зависят от состояния национальной и мировой экономики. Сбыт большинства корпораций, особенно крупных, зависит от состояния соответствующей отрасли. Но результаты деятельности зависят и от самого предприятия — от ассортимента выпускаемой продукции и качества управления.

Чтобы получить прогноз будущего сбыта и доходов компании General Motors, аналитику нужно учесть общеэкономические тенденции, такие, как:

- рост ВВП в США и за рубежом;
- уровни безработицы;
- изменение объема сбережений населения и объема задолженности;
- уровень доверия потребителей и планы покупок;
- тенденции изменения величины расходов на покупку товаров длительного пользования;
- влияние изменения налогов на платежеспособный спрос потребителей;
- ставка процента и доступность потребительского кредита.

Нужно учесть и факторы, существенные для автомобильной промышленности:

- степень соответствия отрасли темпам роста ВВП;
- ограничения на импорт иностранных автомобилей;
- доступность топлива и цены на него;

¹ Книга в целом посвящена полномасштабному анализу компаний, а в этой главе мы показываем только, как связаны между собой разные уровни анализа. Для получения верных оценок нужны корректировка отчетных показателей дохода и анализ данных за несколько лет. Для полного анализа компании General Motors важно учесть такие моменты, как сильное воздействие налогового кредита на эффективную ставку налога компании в 1985 г., консолидацию присоединенной финансовой компании (GMAC), нематериальные активы и доходы из источников, не относящихся к основной деятельности.

- соотношение роста цен на автомобили и общего уровня инфляции;
- цены на подержанные автомобили и коэффициенты выбытия;
- средний возраст используемых автомобилей и цикл обновления парка машин;
- тенденции цен на материалы и труд.

Нужно учесть и факторы, важные для компании:

- диверсификация производства за пределы автомобилестроения;
- ассортимент продукции и географический разброс производственных мощностей;
- освоение новой продукции и динамика доли рынка, принадлежащего компании;
- динамика прибыльности;
- расходы на амортизацию и обновление оборудования;
- непроизводственные источники дохода (например, участие в собственности филиалов и дочерних компаний);
- характеристики баланса: уровень кредиторской задолженности, выкуп собственных акций, размещение новых акций;
- возможность изменения ставки налогов;
- изменения в системе управления или смещение акцентов управления (например, программа сильного сокращения расходов).

Прибыль от основной деятельности. Данные о прибылях необходимы для анализа компании и построения прогнозов. Из таблицы 3.1 видно, что в 1985 г. компания General Motors получила от основной деятельности 4,2 млрд дол. прибыли. После учета дохода от участия в собственности неконсолидированных филиалов и дочерних структур, иных доходов и расходов, а также подоходного налога чистая прибыль составила 4 млрд дол. Но эти данные дают только частичное представление о прибыльности компании.

Показатели прибыльности. Чтобы получить пригодные для дальнейшего анализа показатели прибыльности, аналитику следует обработать эти показатели операционной прибыли. В состав показателей прибыльности входят: оборачиваемость капитала; отношение чистой прибыли (Net available for total capital, NATC) к выручке от реализации — рентабельность реализации, или норма прибыли; средняя рентабельность совокупного, или полного, капитала (ROTC); средняя рентабельность акционерного капитала (ROE). 1985 год был удачным для General Motors. В производстве автомобилей коэффициент оборачиваемости капитала был равен 2,7, а рентабельность реализации составила 4,9%

Таблица 3.1. Консолидированный отчет о прибылях и убытках корпорации General Motors на 31 декабря 1985 г. (в тыс. дол.)

Чистая выручка от реализации	96 371 700
Себестоимость реализованной продукции	81 654 600
Сбытовые, общие и управленческие расходы	4 294 200
Амортизация зданий и сооружений	2 777 900
Амортизация производственного оборудования	3 083 300
Амортизация нематериальных активов	<u>347 300</u>
Расходы, всего	92 157 300
Прибыль от основной деятельности	4 214 400
Участие в неконсолидированных подразделениях и ассоциациях	1 008 000
Проценты полученные	1 328 300
Прочие доходы	<u>143 600</u>
Доход, всего	6 694 300
Проценты уплаченные и другие расходы	<u>1 065 000</u>
Прибыль до уплаты налога	5 629 300
Подходные налоги (США, штатов и зарубежные)	<u>1 630 300</u>
Чистая прибыль	3 999 000
Проценты, скорректированные на налог	689 100
Чистая прибыль на совокупный капитал	4 688 100

объема сбыта. Из этих двух показателей мы получаем чистую рентабельность полного капитала — 13,2% (более высоким этот показатель был только в 1984 г.). Средняя рентабельность акционерного капитала (ROE) составила 15,0%.

Истолкование коэффициентов прибыльности. Для 1985 г. были характерны благоприятные общеэкономические и отраслевые условия, и компания General Motors увеличила сбыт автомобилей, грузовиков и автобусов на 13%. Продажи на внутреннем рынке составили 77% общей реализации и принесли 91% чистой прибыли. Отраслевые тенденции выразились в ценовой конкуренции с импортными автомобилями, результатом чего стало снижение на 2% чистой прибыли (по сравнению с 1984 г.) при значительном росте сбыта. Производственные издержки выросли из-за установки новой сети компьютеров и расходов на повышение эффективности производства. Событием на уровне компании стала интеграция в структуру управления компании системы электронных данных.

Располагая этими ключевыми показателями прибыльности, аналитик может приступить к анализу воздействия на прибыльность разных факторов — общеэкономических, отраслевых и специфичных для компании. Являются ли результаты 1985 г. обычными и повторимыми, либо они отражают воздействие особых обстоятельств? Какие факторы способ-

ствовали росту рентабельности? Насколько уязвима фирма к действию экономических факторов — национальных и международных? На какой уровень стабильности дохода по акциям может рассчитывать инвестор в ближайшие три—пять лет? Данные одного года могут быть или не быть показательными для компании, но они в любом случае существенны для выявления тенденций и, что еще важнее, для выявления признаков изменений базовых инвестиционных характеристик компании.

Уровень достоверности. Предыдущий пример показал, какие прогнозы участвуют в оценке текущей прибыльности компании. Прогнозы любого уровня — общеэкономические, отраслевые и на уровне компании — не свободны от ошибок. Поскольку прогнозы одного уровня опираются на прогнозы следующего, по мере продвижения от экономики к отрасли и к отдельной компании ошибки могут умножаться. Скорее всего, аналитику придется использовать показатель величины акционерного капитала и другие похожие оценки. Соответственно, ему следует обозначить уровень достоверности (или недостоверности) своих прогнозов, задав либо субъективную шкалу надежности (например, от 1 до 5) или возможный коридор значений.

При оценке акций прогноз доходов и дивидендов не является последним этапом. Последним становится выбор уровня капитализации доходов или дивидендов. В общем смысле термин *уровень капитализации* обозначает фактор, используемый для определения текущей стоимости либо спрогнозированных нормальных доходов (мультипликатор) или спрогнозированного потока дивидендов (ставка дисконтирования).

В конечном счете, инвесторы думают о доходе, который они получают в результате покупки и продажи акций. Поэтому большая часть инвестиционных исследований имеют целью анализ и оценку отдельных ценных бумаг.

Анализ ценных бумаг

Аналитик ценных бумаг обрабатывает информацию и снабжает инвесторов максимально информативными и полезными данными о выпусках акций и облигаций. Аналитики стремятся к тому, чтобы их выводы о стоимости и рискованности ценных бумаг были надежными и основывались на фактах и принятых стандартах.

На основании этой информации и догадок о длительности времени, нужного, чтобы цена оказалась равна внутренней стоимости, аналитик может составить представление о вероятности получения спрогнозированного дохода. Именно таким образом анализ ценных бумаг оказывается основным инструментом выбора отдельных бумаг для покупки и продажи.

Рыночные и информационные проблемы

С годами значение и престиж анализа ценных бумаг растут, грубо говоря, параллельно с постепенным совершенствованием корпоративной и другой статистики, которая является исходным материалом анализа. Но несмотря на вклад аналитиков в рост эффективности рынков, маятник так и будет раскачиваться — от недолжного пессимизма в периоды рецессий к неразумному оптимизму в периоды подъема экономики и рынков. Такого рода колебания особенно сильно сказываются на поведении самых модных акций периода, таких, как акции малых технологических компаний в 1983—1986 гг. Проявления извращенного оптимизма можно было наблюдать в начале и конце 1960-х, в 1972 г. и в начале 1973 г. При этом *правильно выполненный* анализ ценных бумаг был в состоянии достойно ответить на эту эмоциональную неуравновешенность рынков.

Нужно признать, однако, что анализ ценных бумаг не всегда *выполняется правильно*. Одним из самых прискорбных провалов была неспособность предвидеть крушение банка Penn Central: перед 1970 г. было уже множество фактов, которые были понятны для ищущего взгляда².

Возможности для проведения эффективного анализа продолжают улучшаться. В последние годы в корпорациях существенно изменились процедуры бухгалтерского учета и отчетности. Повышению качества и количества публикуемых данных о финансовой деятельности корпораций способствовали принятие разных законов, проводимых в жизнь Комиссией по ценным бумагам и биржам, и непрерывное давление в пользу полного раскрытия информации со стороны этой и подобных ей организаций, таких, как Совет по принципам бухгалтерского учета (APB) и его преемник — Совет по стандартам финансового учета (FASB)³, а также Комитет по политике финансового учета Федерации финансовых аналитиков⁴. Многие корпорации стали с большей ответственностью готовить свои годовые отчеты, и это способствовало повышению их информационной ценности⁵. Результатом этих улучшений

² Об этом см.: *Graham B.* The Intelligent Investor. 4th ed. New York: Harper & Row, 1973, p.234. См. также: *Murray R. F.* The Penn Central Debacle: Lessons for Financial Analysis // The Journal of Finance, 1971, May, p.327—332.

³ Обзор деятельности этих Советов см.: *Beaver W. H.* Financial Reporting: An Accounting Revolution. Englewood Cliffs, New Jersey: Prentice-Hall, 1981, p.1—2. О подробном анализе проблемы раскрытия финансовой информации см.: Report of the Advisory Committee on Corporate Disclosure to the Securities and Exchange Commission, 1977, November 3. Washington D. C.: U. S. Government Printing Office, 1977.

⁴ Краткий обзор изменений финансового учета за большую часть послевоенного периода и некоторые пояснения, почему происходило то или иное, в изложении человека, принимавшего участие в этих событиях, см.: *Norby W. C.* A 35-year Review of Financial Accounting and Reporting to the Investor // Financial Analysts Journal, 1982, July—August, p.33—35.

⁵ Критическое отношение к событиям высказывает D. G. Sutliff (Annual Reports Today // Financial Analysts Journal, 1984, May—June, p.10).

стали расширение возможностей для анализа ценных бумаг и повышение его качества. Одновременно быстрые изменения уменьшают сопоставимость учетной информации, что создает для аналитика дополнительные трудности и проблемы.

Три функции анализа ценных бумаг

Три функции анализа ценных бумаг, о которых детально будет сказано ниже, таковы:

- описание;
- оценка;
- критический анализ.

Функция описания

Целью описательного анализа является сортировка, анализ и истолкование фактов, относящихся к выпуску, а также представление результатов в сопоставимом и легко воспринимаемом виде. Эта деятельность имеет свои градации уровней и соответствующих умений аналитика.

Самым элементарным уровнем является тот, с которым мы встречаемся в разнообразных справочниках по ценным бумагам. В этом случае аналитик действует скорее как репортер, чем как собственно аналитик. В случае больших компаний материал берется непосредственно из отчетов, подготовленных для Комиссии по ценным бумагам и биржам (прежде всего там содержатся данные из годового отчета и форма 10-K). В некоторых случаях из-за нехватки времени в отчет для акционеров может попасть целиком годовой отчет компании⁶.

Глубокий описательный анализ выходит за рамки простого предъявления отчетных показателей. Во многих случаях аналитику приходится осуществлять разнообразные корректировки, чтобы обеспечить сопоставимость данных за разные годы и для разных компаний. Подробно этот анализ рассмотрен в части 2.

Описательный анализ требует тщательного изучения компаний, чтобы понять источники прибыльности в прошлом и настоящем и дать заключение о вероятности получения прибыли в будущем. Этот анализ должен охватывать следующие важные факторы и события:

- слияния и поглощения;
- изменения ассортимента продукции;

⁶ Компании все чаще рассылают акционерам и годовой отчет и форму 10-K. Таким образом, обе формы оказываются доступными одновременно.

- географическое расширение рынков;
- изменение доли рынка;
- напряженность иностранной конкуренции;
- использование мощностей.

Необходимо также проводить детальное сопоставление с компаниями той же отрасли или отраслей. Важнее всего то, что описательный анализ, исходя из особого набора экономических предположений, дает возможность прогнозировать будущую способность получать прибыль или выплачивать дивиденды.

Функция оценки

Второй функцией анализа ценных бумаг является оценка стоимости акций и облигаций. Опытный аналитик должен быть готов к изложению своего мнения об относительной привлекательности рассматриваемых ценных бумаг в качестве инвестиционных объектов.

Многие непосвященные уверены, что опытный аналитик ценных бумаг, не зря евший свой хлеб, способен в любое время дать надежную оценку любой акции или облигации, но это не так. Некоторые периоды и ценные бумаги создают благоприятные возможности для разумной аналитической оценки. В других случаях все может оказаться несколько сложнее. Но бывают такие спекулятивные ситуации, что никакие усердие и выводы аналитика (хотя это и лучше, чем ничего) не в силах преодолеть полную неопределенность и непроницаемость будущего.

Оценка старших ценных бумаг. Анализ и оценка облигаций инвестиционного класса традиционно подчинены хорошо разработанным принципам⁷. Целью анализа является предельно надежная проверка того, что корпорация в будущем сможет погасить проценты и основную сумму долга. Общепринятый подход требует сначала проверить, всегда ли в прошлом у корпорации были достаточные запасы надежности, а затем, сделав прогноз дохода, убедиться, что и в будущем компания будет достаточно защищена от разных неблагоприятных возможностей. Хотя используемые в этой работе техника и правила никоим образом не являются единственными и исключительными, обычно выводы опытных аналитиков не сильно расходятся между собой. Эти выводы могут включать определение подходящих значений цены и доходности выпуска, что позволяет сопоставить текущие показатели ожидаемой доходно-

⁷ Термин *инвестиционный класс* обычно относится к первым четырем классам облигаций (от Ааа до Ваа). Мы используем термин *высококлассные облигации* для первых трех классов.

сти разных облигаций с таким же рейтингом. Подход к анализу привилегированных акций инвестиционного класса в общем случае такой же, как для облигаций.

Когда в 1962 г. было опубликовано четвертое издание этой книги, объем обращающихся на рынке второсортных облигаций был невелик. Но в IV квартале 1986 г. на рынке обращались облигации пятого и более низких классов на сумму 124,7 млрд дол. Поэтому анализ второсортных облигаций стал важным элементом анализа ценных бумаг с постоянным доходом. Крайние значения цен на такие облигации (и привилегированные акции) таковы, что они становятся пригодными и интересными объектами для анализа и инвестирования.

Оценка выпусков, размещаемых частным образом. С точки зрения аналитика, существенная часть процентных ценных бумаг не являются ни облигациями инвестиционного класса, ни второсортными облигациями. Речь идет о ценных бумагах прямого (частным образом) размещения, которые не обладают ликвидностью. Поэтому здесь нужен более тщательный анализ долгосрочных перспектив компании, чем в случае выпусков инвестиционного класса. В 1984 г. валовые сборы от частного размещения корпоративных облигаций составили более 42 млрд дол., то есть 88% облигаций, размещенных публичным образом. К этой же категории принадлежат и банковские срочные кредиты.

Оценка обыкновенных акций. Самой пленительной частью функции оценки являются анализ и оценка обыкновенных акций. Ее цель — дать инвестору четкую оценку риска и доходности. На основании этих оценок из списка акций выбираются недооцененные (а потому подлежащие покупке) и переоцененные (подлежащие продаже)⁸. В части 4 рассматриваются факторы, которые должен учитывать аналитик при оценке стоимости акций.

Три подхода к анализу и оценке

Существуют три общие концепции, или подхода, к анализу и оценке обыкновенных акций. Первый — и самый старый — подход заключается в оценке будущей рыночной эффективности. В точном смысле слова это не оценивающий подход, поскольку здесь не осуществляется внерыночная оценка акций. Поэтому мы называем этот подход предвидением. Второй и третий подходы представляют собой явную оценку *внутренней* стоимости и *относительной* стоимости.

⁸ Далее обсуждается оценка компании как действующего предприятия. В последние годы в связи с широким размахом операций по слиянию и поглощению появилась оценка фирм, рассматривавшихся как возможный объект поглощения, в терминах «ценность для захвата». Значит, вполне уместно говорить и о ликвидационной ценности.

Предвидение. В случае реализации этого подхода инвестор получает длинный перечень акций, которые «переиграют» рынок в следующие, скажем, 6—12 месяцев. Этот подход базируется на допущении, что текущая рыночная цена большей частью вполне адекватно отражает нынешнюю ситуацию для акций, в том числе и общее мнение (консенсус) об их будущем. Однако, скажем, через год цена, вероятно, будет иной, чем сегодня, хотя она и через год будет вполне адекватно отражать общие условия и ожидания для данного выпуска акций. Такое предсказание цен является сильно рискованным предприятием, имеющим очень небольшое отношение к профессиональному анализу.

Аналитик ценных бумаг должен предвидеть новую ситуацию и с помощью детального исследования позиций и перспектив компании в будущем оценить, положительно или отрицательно скажется эта ситуация на цене компании. Такое толкование функций анализа предполагает, что проникательность и искусность аналитика в деле анализа публично доступной информации позволяют более точно спрогнозировать будущее компании, чем это можно сделать на основе текущей рыночной цены. Этот подход явно не стремится оценить, чего же стоит акция на самом деле. Здесь не определяется стоимость акций, а это, с нашей точки зрения, и есть главное.

Оценка внутренней стоимости. Вторым подходом, резко контрастирующим с первым, пытается оценивать акции независимо от их рыночной цены. *Оценка внутренней стоимости* — это попытка определить, *чего акции стоят на деле*, то есть ту цену, по которой они продавались бы, если бы нормальный рынок смог дать им *верную* цену. Этот подход является базовым для нашего представления об анализе ценных бумаг и подробно рассматривается в главе 4.

У независимой ценности акций много имен, из которых чаще всего используется и потому самое знакомое — это внутренняя стоимость⁹. Применяют и следующие выражения: «нормальная стоимость», «инвестиционная стоимость», «разумная стоимость», «справедливая стоимость» (в некоторых правовых разбирательствах) и «оценочная стоимость».

В этой книге используется самый распространенный термин — «внутренняя стоимость». Но если бы сейчас было можно найти альтернативное наименование для этого понятия, мы выбрали бы более точное выражение — *центральная стоимость*, поскольку речь идет о центральной тенденции, вокруг которой колеблется действительная рыночная цена.

⁹ Мы не знаем, когда впервые применительно к инвестициям было употреблено выражение *внутренняя стоимость*, но оно встречается уже в памфлете, опубликованном в 1848 г.: *Armstrong W. Stocks and Stock-jobbing in Wall Street*, p.12.

Оценка относительной стоимости. Третий подход направлен не на внутреннюю, а на относительную стоимость. При этом подходе аналитики не принимают идею полной независимости внутренней стоимости от текущего уровня цен на акции, а вместо этого стремятся определить относительную стоимость акции в терминах существующего рыночного уровня цен. Например, можно задать уровень капитализации для конкретного выпуска относительно уровня капитализации доходов или дивидендов какой-либо выбранной группы акций вроде S&P 500 относительно текущего уровня капитализации для группы отраслевых акций или сопоставимой группы акций роста, к которым можно отнести оцениваемые акции.

Аналитик, к примеру, пришел к выводу, что в силу того, что рост и качество оцениваемых акций выше, чем у группы S&P 500, этим акциям положен мультипликатор, равный 120% от уровня S&P 500. Допустим, индекс цен для S&P 500 равен 240, репрезентативный прогноз доходов на следующие 12 месяцев составляет 17 дол., а соответствующий рыночный мультипликатор равен 14,1. Тогда относительный мультипликатор для анализируемых акций будет равен 16,9 ($120\% \times 14,1$).

Немалая опасность таится в том, что метод относительной стоимости исходит из господствующего уровня цен на акции. В январе 1973 г., например, рынок достиг циклического пика. Если бы в это время инвестор приобрел выборку относительно самых привлекательных акций, портфель понес бы немалые убытки, хотя при этом на него и не обрушилась бы вся тяжесть рынка «медведей» 1973—1974 гг., когда цены в целом упали на 43%.

Функция критика корпораций

Функция критика корпораций отделена и от оценки и от выбора ценных бумаг. В этой роли аналитик оказывается финансовым лидером, который думает о том, что можно сделать для всей сферы финансов и для финансового сообщества. Обширный опыт в деле анализа и оценки бумаг дает аналитику понимание финансовой практики и корпоративной политики. Более того, направляя прямо или косвенно инвестиции фондов, аналитик не может не думать о том, как эти политика и практика сказываются на инвесторе. Аналитик ценных бумаг, к примеру, заинтересован в том, чтобы эмиссия ценных бумаг, особенно облигаций и привилегированных акций, сопровождалась защищающими оговорками, и (что еще важнее) чтобы неотъемлемой частью финансовой практики стали методы, обеспечивающие реализацию этих оговорок.

Поскольку для этой профессии особенно важное значение имеет точность публикуемых фактов, аналитик не может не быть крайне критичен к методам учета и раскрытия информации. Наконец, аналитика должно тревожить то, как политика корпораций сказывается на

держателях ценных бумаг, поскольку стоимость анализируемых бумаг может сильно зависеть от действий менеджеров в предугаданных экономических и конкурентных ситуациях. Среди важных аспектов корпоративной политики можно отметить следующие:

- определение структуры капитала;
- политика выплаты дивидендов и расширения бизнеса;
- способности менеджеров и их компенсация;
- уставные положения;
- продолжение или ликвидация неприбыльного бизнеса.

Эти вопросы, имеющие серьезное значение для зрелого аналитика, рассматриваются в части 5.

Глава 4

Внутренняя стоимость

Наши представления об анализе ценных бумаг базируются на концепции внутренней стоимости. Не имея определенных стандартов ценности, которые делают возможным суждение о переоценке или недооценке тех или иных бумаг на рынке, аналитик обречен быть жертвой распространенных на фондовых рынках эпидемий пессимизма и эйфории. Не менее разрушительны для разумного инвестиционного поведения поветрия моды и стадный инстинкт главных участников рынка. Анализ ценных бумаг может быть полезным фактором процесса принятия инвестиционных решений только в том случае, если он послужит базой для сопротивления импульсам, толкающим либо к пассивному следованию господствующим в данный момент настроениям, либо к бессмысленной оппозиции этим настроениям, питающейся только духом упрямства и бессмысленного противоречия.

В главе 2 мы уже заметили, что рыночные цены время от времени случайно совпадают с внутренней, или центральной, стоимостью акций, вокруг которой постоянно колеблется рыночная оценка. Такое совпадение цены и стоимости может быть ускользающим, но если рынки достаточно эффективны и адекватно информированы, совпадение может оказаться прочным. В самом деле оценка компании, которая в ходе полного рыночного цикла ни разу не совпадает с собственной ценой, автоматически возбуждает подозрения.

Традиционное определение внутренней стоимости подчеркивает роль фактов: *стоимость должна быть подтверждена активами, доходами, дивидендами, перспективами и свойствами управления.*

Факторы оценки

Главными компонентами внутренней стоимости действующего предприятия являются следующие четыре фактора доходности:

1. Уровень нормальной способности получать прибыль и быть прибыльным при эксплуатации существующих активов, отличающийся от отчетных показателей доходности, которые нередко бывают искажены всякими временными обстоятельствами.
2. Реально выплачиваемые дивиденды или способность их выплачивать в настоящем и в будущем.
3. Реалистическая оценка потенциального роста доходности.
4. Стабильность и предсказуемость количественных и качественных прогнозов будущей экономической стоимости предприятия.

Оценивая способность этих компонентов быть источником дохода, следует рассчитать премию за риск доходности, превышающей гарантированный уровень, для чего следует учесть:

1. Изменчивость ожидаемой доходности относительно трендовой линии, которая определяется отраслевыми факторами, уровнем постоянных расходов в сумме расходов на производство, уровнем кредитной задолженности, кредитоспособностью предприятия и нефинансовыми элементами.
2. Положительное значение потенциала роста, определяемого возможностями освоения новой продукции, новых рынков, а также внешними экономическими и социальными обстоятельствами.
3. Базирующуюся на надежных фактах способность менеджеров эффективно реагировать на неожиданные события и работать в условиях непредсказуемости.

В сущности, внутренняя стоимость фирмы представляет собой ее экономическую стоимость в качестве действующего предприятия и учитывает ее внутренние характеристики, природу бизнеса и инвестиционное окружение.

Нормативные и динамические аспекты

Это определение внутренней стоимости является одновременно нормативным и динамическим. Оно нормативно, поскольку базируется на прогнозе средних значений показателей и, таким образом, стремится оценить, какой *должна быть* цена, а не какой она может быть.

Хотя мы определяем внутреннюю стоимость прежде всего для того, чтобы подчеркнуть различие между стоимостью и текущей рыночной ценой, эти значения не предполагаются неизменными. В действительности значение внутренней стоимости меняется год от года, по мере того как меняются доходы, дивиденды и другие значимые факторы¹. Хотя почти у всех компаний темпы роста отчетного показателя прибыли на одну акцию изменчивы, нормальная прибыль обычно растет более стабильно. Поэтому показатель внутренней стоимости динамичен, то есть представляет собой движущуюся цель, которая отличается куда большей стабильностью, чем типичные циклические компоненты рыночной цены. И если удастся точно оценить значение внутренней стоимости, то цены будут колебаться вокруг ее значений.

Является ли эта концепция общепринятой

В общем, инвесторы сегодня признают существование внутренней стоимости, отличающейся от цены. В противном случае немалые расходы Уолл-стрит и руководителей инвестиционных организаций на вычисление внутренней стоимости множества обыкновенных акций следовало бы признать крайне неразумными.

Цена и стоимость

Центральная тенденция цен

Мы уже говорили, что более удачным термином для этого аспекта цены компании считаем выражение *центральная стоимость*. У типичного выпуска инвестиционного класса всегда есть центральная ценовая тенденция, которая закономерно связана с нормальным уровнем и расчетом на рост доходов и дивидендов, а также со степенью риска, сопутствующего этим расчетам. Именно эта закономерная связь делает

¹ Независимо от используемого общего горизонта прогнозирования большинство инвестиционных организаций составляют прогнозы доходов и дивидендов в расчете на фискальный год и ежеквартально их пересматривают. Так что если за 12 месяцев отчетные данные не покажут фундаментальных изменений, внутренняя стоимость будет вычисляться в расчете на год.

возможным выбор мультипликатора для прогноза доходов и ставки дисконтирования для прогноза дивидендов, а в итоге — для вычисления значения центральной (внутренней) стоимости. В сущности, внутренняя стоимость представляет собой центральную (или осевую) тенденцию цены. В рамках такого понимания действительное совпадение рыночной цены и более стабильной центральной тенденции цены не может не быть краткосрочным. Обычно они совпадают, когда растущая или падающая цена приближается к линии стоимости и пересекает ее.

Пример: совпадение цены и стоимости

Поскольку внутренняя (центральная) стоимость акций изменяется постепенно, факты длительного несовпадения цены и стоимости можно установить посредством анализа динамики цен для 12 случайно выбранных компаний инвестиционного класса, различающихся темпами роста и степенью стабильности доходов.

В таблице 4.1 представлены данные о процентных изменениях цен для 12 компаний за период с 1978 по 1986 г. и для сравнения данные для группы компаний S&P 500. Заметьте, что для этих 12 компаний величи-

Таблица 4.1. Колебания цен на обыкновенные акции отдельных компаний

Выпуск	1978 г., низшая точка (в дол.)	1979— 1980 гг., пик (в дол.)	Рост (в %)	1981— 1982 гг., низшая точка (в дол.)	Спад (в %)	1985— 1986 гг., пик (в дол.)	Рост (в %)
Avon Products	44	56	27	19	66	36	89
Black & Decker	14	25	79	12	52	27	125
Coca-Cola	12	15	25	10	33	45	350
Colgate-Palmolive	16	20	25	14	30	47	236
IBM	59	81	37	48	41	162	89
American Brands	10	22	120	17	23	53	212
R.R.Donnely & Sons	11	19	73	15	21	80	433
RJR Nabisco	10	19	90	16	16	55	67
Caterpillar Inc.	45	64	42	33	48	55	67
General Motors	54	66	22	34	48	89	162
PPG Industries	6	10	67	7	30	39	457
Weyerhaeuser	21	38	81	23	39	41	78
Средняя			57		37		224
S&P 500	89	136	53	109	20	254	133

Примечание. Значения цен и процентов даны с округлением. Цены скорректированы с учетом дробления акций и выплаты дивидендов акциями.

Источник: The Value Line Investment Survey, Standard & Poor's Statistical Service, Security Price Index Record, Current Statistics.

на роста цен — от нижней точки спада в 1978 г. до пика в 1979—1980 гг. — весьма значительна. То же наблюдалось в случае падения цен до низшего уровня в 1981—1982 гг. и при росте до пиковых значений в 1985—1986 гг.

Спад, ускорение инфляции (в первые годы шестилетнего периода) и другие события существенно повлияли на перспективу получения доходов и на уровни капитализации многих компаний. Можно ли сделать вывод, что: 1) у представительной группы качественных американских компаний способность получать доход (или выплачивать дивиденды) дергается, как чертик на резинке, или что 2) уровень капитализации, нормальный для такой способности получать доход или выплачивать дивиденды, может изменяться пропорционально этим скачкам цен на акции? Ответ, конечно, отрицательный. Более того, даже в ситуации этих сравнительно коротких скачков рыночных цен случается, что рыночная цена успевает взять в вилку значение внутренней стоимости.

Характер поведения цен и выбор мультипликатора

Еще один аспект поведения цен на обыкновенные акции требует комментария. Происходящий во времени дрейф от первоначального уровня рыночного мультипликатора для отдельных выпусков или для групп акций заставляет аналитика быть осторожным при использовании цен за прошлые периоды для прогнозирования будущего. В таблице 4.2, например, сопоставлены значения коэффициентов «цена/прибыль» (P/E) для быстро- и среднерастущих акций за 1968—1986 гг. Заметьте, что за шесть лет — с 1968 по 1973 г. — у быстрорастущих акций был высокий мультипликатор (отношение P/E). Для 1968—1969 гг. среднее значение его было $30\times$, а для 1971—1973 гг. еще выше — $33,6\times$. С 1970 по 1973 г. с ростом рынка значение коэффициента P/E поднялось от низшего значения, равного $24,1\times$, до пикового, равного $40,3\times$ в 1972 г. И вот резкий контраст: в 1971—1973 гг. составной коэффициент P/E для 15 среднерастущих инвестиционного класса компаний был ниже уровня 1968—1969 гг. ($13,9\times$ и $15,6\times$). Последовавшее затем сжатие рыночного мультипликатора, которое продолжалось до 1985 г., представляет собой беспрецедентный случай замедления роста, бывшего компонентом стоимости акций.

Если такого рода условия будут господствовать достаточно долго — два-три года или еще дольше, следует ли аналитику ценных бумаг, исходя из того, что переоценка уже произошла, увеличить мультипликатор, используемый для вычисления внутренней стоимости, для быстрорастущих акций и уменьшить его для среднерастущих? А если стоит, то на что ориентироваться при установлении новых значений мультипликатора?

Легко судить о прошлом. Повышение мультипликатора для быстрорастущих акций, по данным 1971—1973 гг., имело бы разрушительный

Таблица 4.2. Коэффициенты «цена/прибыль» для быстро- и среднерастущих акций, 1968—1986 гг.

Год	Быстрорастущие акции			Среднерастущие акции		
	Высшее значение	Низшее значение	Средняя*	Высшее значение	Низшее значение	Средняя*
1968	32,2×	27,0×	29,9×	16,9×	14,3×	15,6×
1969	31,7	27,9	30,1	17,1	15,0	15,7
1970	30,3	24,1	26,4	14,6	12,2	13,3
1971	34,0	28,3	31,2	15,9	14,1	15,0
1972	40,3	33,1	36,9	15,30	13,2	14,6
1973	37,0	25,8	32,8	13,9	10,3	12,2
1974	25,0	14,5	20,5	11,3	7,6	9,4
1975	21,8	15,6	18,7	10,1	8,6	9,5
1976	18,4	14,1	16,5	9,9	8,4	9,1
1977	13,0	11,0	12,1	9,1	7,7	8,5
1978	12,7	9,9	11,0	8,4	7,3	7,8
1979	11,0	8,5	10,0	8,0	6,7	7,7
1980	9,9	8,1	9,1	7,9	6,2	7,1
1981	9,7	8,3	8,9	7,2	6,3	6,7
1982	10,8	7,9	8,8	7,9	6,1	6,8
1983	12,4	9,9	11,3	9,9	7,9	8,9
1984	10,2	8,9	9,4	8,3	7,5	7,9
1985	11,9	9,8	10,3	10,2	8,4	9,5
1986	14,8	11,9	13,6	13,3	10,1	12,1

* Средняя на конец 12-месячного периода.

Источник: FRS Associates. Structure of the Market Studies.

эффект в 1974 г. Низшее значение коэффициента P/E в том году (14,5×) было на 64% ниже высшего значения коэффициента в 1972 г. (40,3×)*.

Представим себе обратную ситуацию: среднее значение мультипликатора для 15 быстрорастущих акций в 1978 г. было 11,0×, то есть коэффициент был на 67% ниже среднего значения для 1971—1973 гг. (30,0×)**. Что должен был делать аналитик? Один шаг понятен: нужно было тщательно проверить качество выпусков, чтобы убедиться, что фундаментальные факторы остались прежними. Если это так, аналитик должен спросить себя: может быть, рынок забрался слишком высоко? Чтобы завершить анализ: за 1978 г. коэффициент P/E для среднерастущих акций был равен 7,8×, или на 44% ниже уровня 1971—1973 гг. (13,9×). Затем нужно задать следующий вопрос: может быть, быстрорастущие акции недооценены относительно среднерастущих?

* 40,3× = 100%. — Примеч. переводчика.

** 30× = 100%. — Примеч. переводчика.

Посмотрим, что получилось бы, если бы аналитик и впрямь решил, что быстрорастущие недооценены. Покупка в 1978 г. 15 быстрорастущих акций по средней цене обеспечила бы средний рост рыночной цены к 1984 г. на 53%, а сходное вложение в 15 среднерастущих акций дало бы рост цены на 114%. Хотя в 1973—1978 гг. падение мультипликатора для быстрорастущих акций было очень значительным, рынок явно решил, что этого еще недостаточно.

Наши результаты подтверждаются независимым исследованием компаний с большой капитализацией роста за период 1973—1981 гг.: «Группа стала настолько популярна, что акции оказались переоцененными. К тому же казалось, что компании с медленным ростом доходов относительно больше выиграли от ускорения инфляции. Акции с большим ростом капитала росли существенно медленнее рынка в период между серединой 1973 г. и концом 1981 г.»².

Эти эксцессы в поведении рынка акций дают аналитику немало возможностей, но одновременно обременяют его практическими трудностями и разочарованиями. Здесь аналитик должен найти разрывы между ценой и стоимостью. Но если настроения оптимизма или пессимизма растут чрезмерно и делятся подолгу, труд аналитика ценных бумаг может оказаться бесполезным. Легко понять, что на подтверждение выводов о стоимости может потребоваться столь долгое время, что анализ окажется просто бесполезным. Наши собственные опыт и наблюдения ведут к другому выводу. При наличии соответствующего сочетания умения, настойчивости и терпения оценивающий подход — в противоположность предвидению — может обеспечить вполне пристойный годовой доход при умеренном риске.

Сближение цены и стоимости

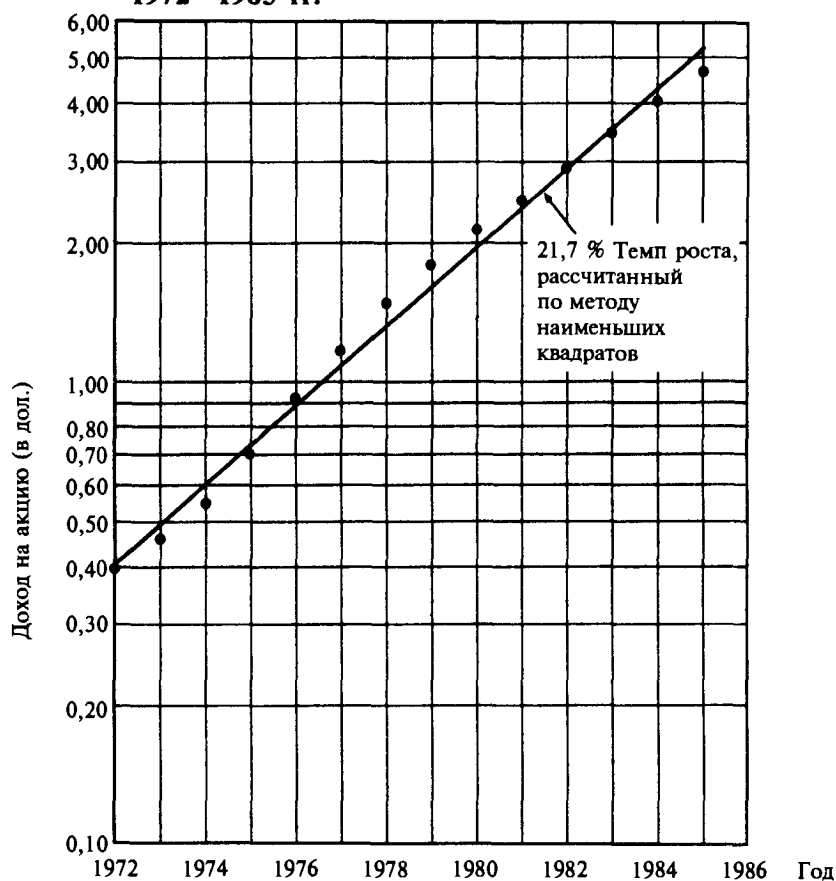
Как уже подчеркивалось, доход от инвестиций возникает не в результате искусного вычисления внутренних стоимостей, а в ходе покупки и продажи ценных бумаг. Наше основное предположение заключается в утверждении, что можно рассчитывать на сближение цены и стоимости. Значит, ключевой вопрос таков: сближаются ли цена и стоимость? А если да, то когда?

Надежность оценки

Надежная оценка — это не теоретическая, а прагматическая концепция. *Надежность оценки* в конечном счете подтверждается эффективно работающим рынком. Можно считать аксиомой утверждение, что цена

² Gray III W. S. Portfolio Construction: Equity // Maginn J. L. and Tuttle D. L. Managing Investment Portfolios. Boston: Warren, Gorham & Lamont, 1983, p.386.

Рисунок 4.1. Abbott Laboratories: темп роста чистой прибыли, 1972—1985 гг.



Источник: The Value Line Investment Survey.

приблизится к надежно вычисленному значению внутренней стоимости. Надежные оценки легче всего получить, когда дела компании идут стабильно, а значит, ее способность получать прибыль отличается непрерывностью и внутренней связностью. Чистая прибыль компании Abbott Laboratories, например, в период с 1972 по 1985 г. возросла за год в среднем на 22%. Ежегодный рост характеризовался изумительной стабильностью, что видно из близости действительных показателей каждого года к расчетной трендовой линии (см. рис. 4.1), и показал только легкое ускорение в инфляционный период 1975—1980 гг.

Напротив, компании, не прошедшие испытаний в новых сферах деятельности, не дают надежной основы для определения внутренней стоимости. Рискованность самого бизнеса, не проверенные в деле управляющие и неопределенность условий доступа к дополнительному капиталу

делают возможность аналитического определения стоимости маловероятной, если и вовсе немислимой. Лучшее, что может сделать здесь аналитик, это обозначить такие компании как высокоспекулятивные и не пытаться их оценить, хотя нужно отдавать себе отчет, что неизбежно давление в пользу того, чтобы оценить акции, впервые предлагаемые публике, и другие малознакомые выпуски³. Покупатель таких акций не инвестирует, а делает азартные ставки на новую технологию, новый рынок, новую услугу или на обновление рынка известных товаров. В этой ситуации выиграть значит разбогатеть, но это лотерея, а не процесс оценки. Осознание этих ограничений процедур оценки может оказаться столь же важным, как и любой другой аспект работы аналитика.

Время сближения

Инвестор, купивший стойко растущий поток доходов и дивидендов по цене, которая открывает приемлемую инвестиционную позицию, может, конечно, игнорировать неспособность рынка в должной мере оценить достоинства его выбора. Но расхождение по фазе с рынком, который очередной волной энтузиазма увлечен куда-то в другую сторону, не только обидно, но и может стоить денег. В конце концов, наградой за выявление недооцененных бумаг является повышенный доход, возникающий, когда рынок наконец переоценит ваши бумаги в соответствии с их внутренней стоимостью.

Аналитику не стоит и пытаться предсказывать время, когда произойдет это сближение цены и стоимости. Для предсказаний такого рода нужно обладать способностью (или везением) предсказывать изменения предпочтений и расчетов у неизвестных вам инвесторов, реагирующих на неизвестные никому будущие обстоятельства. Здесь способны помочь те, кто изучает многообразие подводных течений рынка, используя показатели относительной силы цены⁴.

³ Журнал *Forbes* исследовал 1922 операции по первому публичному предложению акций, в ходе которых в США в период с января 1975 г. по июнь 1985 г. акции предлагались публике по 1 дол. или выше. Результаты исследования показали, что по состоянию на 30 июня 1985 г. цены на 60% выпусков были ниже, чем при первом публичном предложении, а 4% компаний кончили банкротством. Что касается акций из группы S&P 500, примерно для 13% из них цены упали на 95%, а примерно для половины компаний — не менее чем на 50% (*Why New Issues are Lousy Investments // Forbes*, 1985, December 2). Проведенное в 1986 г. исследование показало, что 61% акций новых компаний по показателям роста уступали группе акций S&P 500 (*New Issues: Who's Hot, Who's Not // Forbes*, 1987, March 19).

⁴ Отношение цены выпуска акций или группы выпусков к цене широкого рыночного индекса используется как показатель относительной силы. Уменьшение этого коэффициента в течение шести месяцев или года может быть знаком того, что инвесторы не готовы понять, что здесь случай недооценки. Если величина коэффициента стабилизировалась или начала расти, можно предположить, что рынок готов признать факт недооценки.

Неспособность предсказать время сближения не является серьезным недостатком подхода, направленного на оценку внутренней стоимости. Опыт показывает, что цена и стоимость когда-нибудь сблизятся. Для инвестора логично в этой ситуации обратиться к диверсификации, чтобы усреднить благоприятные и неблагоприятные сюрпризы, а также ранние и поздние сроки сближения цен и стоимостей.

Глава 5

Экономический анализ

Прогноз доходности рынков акций и облигаций, а также прогнозы сбыта, расходов и прибыли для отраслей и почти всех компаний непременно зависят от экономических предпосылок. Число исключений невелико¹.

Целесообразно рассматривать экономические прогнозы с точки зрения потребностей отдельного аналитика, а значит, нужно понимать как способы их использования, так и методы самого прогнозирования. Эта глава:

- описывает характер экономических прогнозов, нужных для работы аналитика ценных бумаг;
- рассматривает потребность в долгосрочных (секулярных) и краткосрочных (циклических) прогнозах и объясняет концептуальные различия между ними;
- отмечает важность понимания взаимосвязей макроэкономических переменных, а также этих переменных и характеристик функционирования рынков капитала, секторов экономики, отраслей и компаний;
- обсуждает некоторые вопросы методологии и ряд базовых предпосылок прогнозирования.

¹ Несколько исключительных случаев описаны в конце главы.

Предпосылки экономического анализа могут быть осознанными и интуитивно понимаемыми. В инвестиционной организации эффективность взаимодействия и потребности взаимопонимания требуют, чтобы прогнозы и понимание ситуации были максимально формализованными. Индивидуальные инвесторы могут на основании экономических обзоров и прогнозов формировать неявные интуитивные представления, которых совершенно достаточно для их деятельности.

Но в любом случае инвестор, использующий какие бы то ни было прогнозы, должен ясно понимать, сколь длительный прогноз ему нужен и на каких ключевых гипотезах строятся как долгосрочные, так и краткосрочные прогнозы.

Семейство экономических прогнозов

Общэкономические прогнозы являются базой для прогнозирования рынков акций и облигаций отраслей и отдельных компаний. Перспективы рынков акций и облигаций зависят от будущей динамики следующих базовых экономических факторов:

- темпы роста валового национального продукта (ВВП) в постоянных и текущих ценах;
- уровень и объем накоплений, осуществляемых компаниями, в том числе пенсионными фондами, и отдельными людьми²;
- спрос на накопленные средства, создаваемый потребностями потребителей, бизнеса и правительств;
- темп инфляции и ожидаемое инфляционное давление;
- прибыли корпораций.

Перспективы развития отраслей и компаний зависят от будущей динамики экономических факторов, определяющих спрос на их продукцию, а также цены труда, капитала, сырья и материалов. Чтобы составляемые аналитиком для компаний и отраслей прогнозы сбыта, расходов и доходов были точными и логичными, ему следует более тщательно увязывать анализ ценных бумаг и общэкономические прогнозы. Для этого необходимо опираться на внутренне согласованные экономические прогнозы.

Большие организации, на которые работают собственные экономисты, разрабатывают собственные прогнозы. В ходе прогнозирования они изучают прогнозы других организаций (таких, как брокерские дома и

² В течение ряда лет некоторые правительства штатов и муниципалитеты имели бюджетный избыток, который также является источником валовых общественных накоплений. Дополнительным источником средств является приток иностранного капитала.

банки) и, как правило, они являются подписчиками известных прогностических служб — Data Resources, Inc., Chase Econometrics и Wharton Econometric Model. Компьютерный доступ к моделям этих организаций позволяет проверять альтернативные предпосылки и получать варианты стандартных прогнозов, создаваемых этими прогностическими службами.

Небольшие компании и индивидуальные инвесторы обычно используют прогнозы, разрабатываемые брокерскими домами и прогностическими службами. Небольшие организации редко имеют непосредственный компьютерный доступ к эконометрическим моделям; им приходится полагаться на регулярно публикуемые (ежеквартально или чаще) обзоры и меморандумы.

Прогнозирование коротких и длинных циклов

Принимая инвестиционные решения, следует учитывать как краткосрочные, так и долгосрочные прогнозы. Стратегические инвестиционные решения все чаще учитывают долговременные прогнозы³.

С одной стороны, теория инвестиций утверждает, что цена обыкновенных акций равна текущей стоимости всех ее будущих доходов или дивидендов. Но чем отдаленнее будущее, тем менее надежны прогнозы, а текущая стоимость отдаленных доходов или дивидендов очень невелика. Это делает долгосрочное прогнозирование делом сравнительно непрактичным.

С другой стороны, невозможно адекватно оценить способность предприятия приносить прибыль или выплачивать дивиденды, а значит, и центральную тенденцию его цены на основании годовых или двухлетних прогнозов. Адекватная оценка важных для типичной компании факторов и показателей, таких, как естественный для настоящего времени уровень цен, перспективы долговременного роста, стабильность прибыли и коэффициент дивидендных выплат компании (дивиденд на акцию к прибыли на акцию), невозможна, если горизонт анализа ограничен ближайшим годом. Точно также можно считать чистой случайностью ситуации, когда темпы роста отраслей, рынка акций или экономики в целом совпадают с оценками краткосрочных прогнозов. Преувеличенное внимание к ближайшему будущему может иметь результатом неверные решения о вложениях капитала.

Концептуальные различия между прогнозированием коротких и длинных циклов не менее велики, чем различия горизонтов прогнозирования. Эти различия следует понимать, поскольку из них следуют существенно разные оценки будущего.

³ К сожалению, инвесторы слишком часто требуют быстрой (от квартала к кварталу) отдачи от вложений. Это создает преувеличенное внимание к краткосрочным прогнозам и может оказаться неблагоприятным в более длительной перспективе.

Краткосрочные прогнозы

Краткосрочные прогнозы охватывают, как правило, период от четырех до восьми кварталов. Эти прогнозы содержат конкретные оценки того, что случится в прогнозируемом периоде. Они предсказывают поквартальную динамику уровня и характера экономической активности и, таким образом, намечают течение цикла, которому будет следовать хозяйственная жизнь.

Квартальные прогнозы спроса. Фокусом краткосрочных прогнозов являются прежде всего колебания спроса⁴. В ближайшей перспективе уровень деловой активности в большей степени определяется изменениями доходов и расходов, чем изменениями производственных мощностей. Соответственно в таких прогнозах большее внимание нужно уделять соотношению спроса и существующих производственных мощностей (имеется ли ситуация сильной недостаточности спроса), поскольку быстрое и существенное увеличение производственных мощностей маловероятно⁵.

Оставляя в стороне такие катастрофические события, как войны, засухи и нефтяные эмбарго, краткосрочное влияние на ход экономической жизни оказывают почти исключительно изменение уровня личных доходов и расходов, прибылей и расходов компаний, а также мероприятия денежной и фискальной политики, предпринимаемые для изменения уровня доходов и расходов. Краткосрочные прогнозы соответственно отражают действие экономических сил, порождаемых самой экономикой. Именно по этой причине экономические модели важны прежде всего для краткосрочного прогнозирования.

Экономические модели. Для построения этих моделей проводят обширнейший систематический анализ ключевых статистических и экономических показателей и с помощью математических формул описывают экономические взаимосвязи поведения и состояния домашних хозяйств, компаний, правительств и иностранцев, то есть основных групп агентов экономической деятельности. Независимо от того, является ли целью составление серии эконометрических прогнозов с подробным описанием будущего отраслей и секторов, или нужны только упрощенные оценочные прогнозы, построение моделей осуществляется на системной основе и в рамках заданных концептуальных предпосылок.

Практическая польза моделей заключается в ответе на примерно такие вопросы: как повлияет сокращение подоходных налогов на уро-

⁴ См. Moore G. H. Business Cycles, Inflation and Forecasting // National Bureau of Economic Research. Studies on Business Cycles, 1980, № 24.

⁵ Впрочем, следует признать, что в результате экономического подъема, сокращения налогов и ускорения амортизации в 1983—1984 гг. имело место существенное умножение производственных мощностей.

вень и структуру личных потребительских расходов? Как увеличение инвестиционного налогового кредита скажется на вложениях компаний в новое оборудование и создание новых производств? Как скажется на величине совокупного спроса существенный рост федеральных расходов? Как отзовется рост налогов на бензин на потреблении горючего?

Публикуется громадное число книг и статей, посвященных методам и технике краткосрочного экономического прогнозирования⁶. Для анализа отраслей и компаний, так же как для принятия эффективных инвестиционных решений, важное значение имеет общее понимание того, как работает экономический механизм.

Долгосрочные прогнозы

В связи с долгосрочными прогнозами часто говорят о предвидении⁷. Не существует согласия по вопросу о возможной длительности прогнозов, поскольку при горизонте прогнозирования более двух лет результаты заведомо менее точны, чем при краткосрочных прогнозах. Для проведения глубокого анализа оптимальным считается прогноз на 5—10 лет. Если горизонт прогнозирования короче пяти лет, то на его результаты оказывают чрезмерное влияние циклические факторы, а при большей длительности прогноза речь может идти исключительно о структурных изменениях и действии вековых тенденций. При сроке прогнозирования существенно большем, чем 10 лет, растет неопределенность относительно возможных социальных, политических и технологических перемен.

В большинстве случаев рекомендуется пятилетний прогноз. С учетом динамичности американской и мировой экономики практичнее ограничивать анализ пятилетним периодом. К тому же в послевоенный период средняя продолжительность делового цикла (измеряемая от одной низшей точки спада до другой) составляла 4—5 лет⁸. Таким образом,

⁶ См., напр.: Klein L. and Young R. M. An Introduction to Econometric Forecasting and Forecasting Models. Lexington, Mass.: Lexington Books, 1980. Представляет интерес и сборник из 32 статей, освещающих многие аспекты прогнозирования: Methods and Techniques of Business Forecasting / Ed. by W. F. Butler, R. A. Kavesh and R. B. Platt. Englewood Cliffs. New Jersey: Prentice-Hall, 1974. Итоговый обзор «Economic Forecasting» подготовлен двумя издателями: R. A. Kavesh and R. B. Platt и опубликован в книге: Levine S. N. / Ed. Financial Analyst's Handbook I. Homewood, Ill.: Dow-Jones-Irvin, 1975, p.928—943. Те же вопросы раскрываются в статьях, опубликованных в: Part V. Handbook: Economic Analysis and Timing. Представляет интерес и двухтомник: Hickman B. G. / Ed. Econometric Models of Cyclical Behavior // Studies in Income & Wealth. № 36. National Bureau of Economic Research. New York: Columbia University Press, 1972.

⁷ Термины *прогноз* и *предвидение* взаимозаменяемы. Из контекста бывает ясно, идет ли речь о долгосрочном или краткосрочном прогнозе.

⁸ В период с 1945 по 1981 г. средняя продолжительность цикла составляет 60 месяцев. Если убрать два крайних случая (34 и 117 месяцев), средняя составит 53 месяца (по оценкам Национального бюро экономических исследований, перепечатано из Business Conditions Digest, 1982, July, p.105).

пятилетний прогноз покрывает средний деловой цикл и одновременно вполне пригоден для оценки адекватности аналитика ценных бумаг и портфельного менеджера.

Мы предлагаем ограничить длительность прогнозирования пятью годами, но это не значит, что организациям не следует заглядывать в более отдаленное будущее. Важно иметь хотя бы приблизительные представления о социальных, политических и экономических обстоятельствах в отдаленном будущем, может быть, в форме набора скелетных прогнозов таких ключевых переменных, как темпы роста реального ВВП, уровень инфляции, уровень ВВП в текущих ценах* и уровень прибыли компании. Цель прогнозов на срок больше пяти лет состоит в том, чтобы оценить возможность существенного изменения инвестиционного климата, обеспечить совместимость подготавливаемых аналитиками ценных бумаг прогнозов для отрасли и компании и получить данные для конечной стадии дисконтной модели дивидендов. Это скорее попытка оценить направление, а не получить количественные значения параметров. Для инвесторов с конца 1960-х и до начала 1980-х годов инфляция была самой разрушительной силой. Она искажала ход экономической жизни, снижала прибыли корпораций, вздувала ставки процентов, понижала курс ценных бумаг и вела к искажению относительной доходности инструментов рынка капитала. На протяжении 1970-х годов несколько лет подряд доходность казначейских векселей была выше, чем доходность корпоративных акций и облигаций. Так что вкладывая деньги в такие долговременные активы, как акции и облигации, стоит оценить вероятный инвестиционный климат за пределами ближайшего пятилетия.

Долгосрочные прогнозы средних значений экономических показателей. Базовым периодом долгосрочных прогнозов обычно является не квартал, а год, и сами прогнозы имеют трендовый, а не циклический характер. Когда прогноз выходит за пределы пятилетия, не стоит прогнозировать ни уровень деловой активности для каждого года, ни его изменения год от года. Долгосрочные прогнозы пренебрегают циклическими колебаниями и оценивают базовые тенденции и изменения уровня экономической деятельности, вокруг которых и совершаются циклические движения хозяйственной жизни, такие, как колебания спроса и т.п.

Результатом долгосрочного прогноза обычно являются оценки для какого-то определенного года в будущем, который рассматривается как характерный средний год или год середины цикла. Средними считаются значения уровня занятости и показатели экономической деятельности в начальном году прогноза. Прогнозные показатели конечного года оказываются, таким образом, суммой среднегодовых изменений за весь

* С учетом инфляции. — *Примеч. переводчика.*

прогнозируемый период. Использование этой концепции усреднения, когда плохие и хорошие годы взаимно нейтрализуются, делает трендовые прогнозы ненадежными при уменьшении длительности прогноза. Это еще одна причина того, почему долговременные прогнозы должны покрывать период более пяти лет.

Прогнозы факторов предложения. Долгосрочные прогнозы реального ВВП (объем производства в натуральных показателях и с учетом инфляции) являются прежде всего прогнозом факторов предложения. Особое внимание соответственно уделяется при этом прогнозу демографических показателей — роста численности населения, возрастной структуры и роста численности трудоспособного населения. Важны также процессы накопления капитала, обновление производства и ассортимента продукции, рост производительности труда. Таким образом, долгосрочные прогнозы исходят из оценок роста национального производственного комплекса, то есть из среднегодового роста производства товаров и услуг (в постоянных ценах), которые будут произведены в США при заданном уровне занятости.

Затем эти исходные оценки модифицируют с учетом ожидаемых изменений объема и характера спроса на протяжении прогнозируемого периода. Опыт показывает, что наиболее полезными такие модифицированные прогнозы бывают в тех случаях, когда они учитывают не только показатели долговременного роста и структурных экономических изменений, но и следующие факторы:

- зависимость между национальным производственным потенциалом и текущим и ожидаемым в ближайшем будущем уровнями экономической активности;
- прогноз экономической политики правительства, в том числе фискальной и денежной;
- международное политическое и экономическое развитие;
- характер и размах деловых циклов в прогнозируемом периоде; тяжесть спадов;
- вероятность безудержной инфляции.

Учесть эти неопределенные факторы при подготовке прогнозов экономики и рынков ценных бумаг крайне сложно, но одновременно очень важно.

Внешняя обусловленность. Долгосрочные прогнозы в большей степени зависят от внешних факторов, чем краткосрочные. На них существенно сильнее влияют внеэкономические факторы. Социальные, политические, технологические и международные силы способны за дли-

тельные периоды времени решающим образом повлиять как на спрос на товары и услуги, так и на способность их производить. Соответственно, успех долгосрочных экономических прогнозов в поразительной степени зависит от сотрудничества специалистов разных профессий.

Значение долгосрочных прогнозов. Значение и роль долгосрочных прогнозов не сводятся к получению тех или иных численных оценок. Важны прежде всего результаты исследований и анализа, на которых и основываются количественные оценки, устанавливаемые точки отсчета и выявляемые взаимосвязи. Только по чистой случайности прогноз может воплотиться в будущем; и тем не менее прогнозы необходимы для дисциплинирования мышления, логики и развития приемов анализа, которые нужны для получения определенных выводов⁹.

Попытки оценить отдаленное будущее помогают понять происходящие в экономике изменения факторов роста и структурные перемены, которые не удастся ухватить в ходе краткосрочного прогнозирования. Долгосрочные прогнозы создают перспективу для оценки ближайшего будущего. Маловероятно, что начальный год прогноза и в самом деле окажется средним годом или годом равновесия. Благодаря этому долгосрочные прогнозы задают исходную точку, позволяющую оценить, насколько текущая ситуация отклонилась от долгосрочных тенденций развития¹⁰.

Аналитик ценных бумаг черпает в долгосрочных прогнозах информацию для оценки темпов роста отраслей и компаний. Долгосрочный рост прибыли является главной составляющей мультипликатора для обыкновенных акций инвестиционного класса. Поэтому можно лишь пожалеть, что так много сил тратится на прогнозирование на ближайшие четыре—восемь кварталов и так мало внимания уделяется более отдаленным прогнозам (хотя происходят положительные изменения).

Связь между экономическим анализом и анализом ценных бумаг

Связь с краткосрочными прогнозами

Существует хорошо разработанная методология краткосрочного прогнозирования экономики и анализа прошлого опыта компаний и предсказания их будущего. Но остается труднейшей задача использования

⁹ О профессионализме и базовых предпосылках долгосрочного прогнозирования см.: *Gray III W. S. Developing a Long-Term Outlook for the U. S. Economy and Stock Market // Financial Analysts Journal, 1979, July—August, p.29—39.*

¹⁰ Поэтому текущая доходность активов инвестиционного класса чаще всего не совпадает с предсказанной равновесной доходностью.

экономических прогнозов в анализе ценных бумаг и пока в этом направлении мало что сделано.

Выявление стабильных взаимосвязей. Задача состоит в том, чтобы найти приемлемо устойчивые зависимости между определенными макроэкономическими переменными и такими факторами, как объем сбыта в отраслях и компаниях, уровень издержек и прибыли. Хотя эта задача и нелегка, аналитики ценных бумаг в силах сделать свои решения более весомыми, а инвестиционную политику более эффективной, если будут постоянно держать в поле своего зрения набор макроэкономических переменных.

Организации должны ежеквартально пересматривать и обсуждать экономические прогнозы таких макроэкономических переменных, как реальный ВВП, инфляция, номинальный ВВП и отдельные компоненты расходов. Время от времени значимость тех или иных переменных меняется, и соответственно следует изменять отношение к величине и динамике этих переменных.

Оценка ошибочности прогноза. Риск, сопутствующий любым прогнозам (вероятность ошибочного предсказания), должен быть оценен. Такой оценке подлежат все уровни в иерархии прогнозов, начиная с общеэкономических и рынков ценных бумаг, секторов, отраслей и кончая отдельными выпусками ценных бумаг. Соответственно, следует оценить вероятность реализации наиболее вероятных прогнозов.

При субъективной оценке таких вероятностей можно использовать два подхода. Во-первых, можно разработать альтернативный сценарий, который возьмет в вилку используемые аргументы и определит более широкий коридор вероятностей, чем наиболее вероятный прогноз.

При другом подходе либо используют в качестве базы всемирно принятый внешний прогноз, либо разрабатывают собственный прогноз с помощью достаточно мощной модели прогнозирования (такой, как модель компании Data Resources). Затем этот базовый набор прогнозов может быть модифицирован в соответствии с разбросом мнений внутри организации. Полученные таким образом оценки вероятностей можно различать не только по степени убежденности тех, кто участвовал в модификации контрольной модели, но и сравнив их с предсказаниями других прогнозистов, таких, как некоторые экономисты с Уолл-стрита.

Ниже приводятся перечень ключевых макроэкономических переменных, используемых в краткосрочных прогнозах, а также примеры, иллюстрирующие связь между показателями сбыта в двух отраслях и главными экономическими переменными.

Выявление ключевых макроэкономических переменных. Множество данных, имеющих отношение к экономике США, можно разделить на две принципиальные категории — доходы и расходы. Из общего уровня

экономической активности выделены главные компоненты расходов, что видно из таблицы 5.1.

Группа ключевых макроэкономических переменных дает минимальное количество информации, необходимое для понимания тенденций изменения расходов. Насколько далеко заходить в дезагрегации показателей, зависит от потребностей организации. Например, из показателя «личные потребительские расходы» могут быть выделены расходы на одежду и обувь, на сольерку и уголь, на бензин и автомобильные масла и другие расходы.

Из таблицы 5.1 видно, что в 1985 г. рост расходов был очень неравномерным. В рубрике «личные потребительские расходы», например, расходы на оплату услуг выросли намного больше, чем расходы на потребительские товары. Точно также расходы компаний на инвестиции в здания и сооружения выросли существенно больше, чем на любые

Таблица 5.1. Итоговые показатели ВВП и главные компоненты расходов

	в млрд дол.		Изменение (в %)
	1984 г.	1985 г.	
ВВП (в ценах 1982 г.)	3 489,9	3 585,2	2,7
Дефлятор ВВП (1982 г. = 100)	107,9	111,5	3,3
ВВП (в текущих ценах)	3 765,0	3 998,1	6,2
Личные потребительские расходы	2 428,2	2 600,5	7,1
Товары длительного пользования	331,2	359,3	8,5
Товары кратковременного пользования	870,1	905,1	4,0
Услуги	1 227,0	1 336,1	8,9
Валовые внутренние частные капиталовложения	662,1	661,1	(0,2)
Вложения в основной капитал	598,0	650,0	8,7
Вложения в производственные здания, сооружения и оборудование	416,5	458,2	10,0
Вложения в производственные здания и сооружения	139,3	154,8	11,1
Вложения в производственное оборудование длительного пользования	277,3	303,4	9,4
Вложения в жилищное строительство	181,4	191,8	5,7
Изменение товарно-материальных запасов	64,1	11,1	(82,6)
Нетто-экспорт товаров и услуг	-58,7	-78,9	
Экспорт	382,7	369,8	(3,4)
Импорт	441,4	448,6	1,6
Расходы правительства на оплату товаров и услуг	733,4	815,4	11,2
Расходы федерального правительства:	311,3	354,1	13,7
на национальную оборону	235,0	259,4	10,4
необоронные	76,2	94,7	24,3
Расходы правительств штатов и муниципалитетов	422,2	461,3	9,3

Источник: U. S. Department of Commerce // Survey of Current Business, 1986, December, tables 1.1, 1.2, 7.4, pp. 3, 13.

другие компоненты капиталовложений. Эти и другие очевидные различия в структуре расходов основательно повлияли на структуру роста сбыта и прибыли отраслей и компаний в 1985 г.

Объем розничной торговли и расходы населения на товары кратковременного пользования. Следующим шагом является установление зависимостей между отдельными отраслями и компонентами расходов. Таблица 5.2 демонстрирует наличие тесной связи между объемом розничной торговли и расходами населения на товары кратковременного пользования. В анализируемом 10-летнем периоде случались небольшие циклические колебания, но ни в один год этого периода значение средней не отклоняется значительно от средней для периода в целом — 14,6%. Таким образом, надежное предсказание значения этого показателя было бы очень полезным для аналитика, исследующего сектор розничной торговли.

Расходы населения на предметы личной гигиены и косметику. Еще более тесная связь (абсолютная и относительная) существует между сбытом гигиенических и косметических товаров и расходами населения на товары кратковременного пользования. За десятилетний период циклические отклонения от среднего значения (1,4%) не превышали 0,1%. В таблице 5.3 приведены данные о доле расходов на эти товары в личных потребительских расходах на товары кратковременного пользования.

Таблица 5.2. Соотношение объема розничных продаж и расходов населения на товары кратковременного пользования, 1976—1985 гг.

Год	Личные потребительские расходы (в млрд дол.)	Объем розничных продаж (в млрд дол.)	Доля розничной торговли в личных расходах (в %)
1976	452,0	63,6	14,1
1977	490,4	68,7	14,0
1978	541,8	75,8	14,0
1979	613,2	82,0	13,4
1980	681,4	95,5	14,0
1981	740,6	105,9	14,3
1982	771,0	108,3	14,0
1983	817,0	125,2	15,3
1984	872,4	139,8	16,0
1985	912,5	153,4	16,8

Источник: Council of Economic Advisors. Economic Report of the President, 1986, p.252. Отраслевые данные взяты из: The Value Line Investment Survey. Retail Stores Industry Studies.

Таблица 5.3. Доля расходов на покупку гигиенических и косметических товаров в личных потребительских расходах на товары кратковременного пользования

Год	Доля расходов (в %)	Год	Доля расходов (в %)
1976	1,3	1981	1,5
1977	1,3	1982	1,5
1978	1,4	1983	1,4
1979	1,5	1984	1,4
1980	1,5	1985	1,4

Источник: Council of Economic Advisors. Economic Report of the President, 1986, p.252.
Отраслевые данные взяты из: The Value Line Investment Survey. Toiletries/Cosmetics Industry Studies.

Связь с долгосрочными прогнозами

Есть несколько подходов к построению долгосрочных прогнозов. Ниже мы излагаем один из них, который создает условия для последующего анализа. В этом обзоре мы исходим из ряда предпосылок, иллюстрирующих использование ключевых макропеременных в долгосрочных прогнозах развития экономики США. Из обзора не следует делать вывод, что мы предпочитаем именно этот метод прогнозирования всем другим.

Первостепенные факторы. Внутренние и международные социальные и политические силы являются первостепенными факторами экономического развития. От сложного взаимодействия этих факторов зависят одновременно внутренний деловой климат и положение США на главных международных рынках. Анализ этих первостепенных факторов создает основу для специфических оценок экономики.

Подход к экономике как к чисто национальному хозяйству невозможен в ситуации роста интернационализации производства и расширения мирового рынка. Аналитики должны учитывать мировую политическую ситуацию, взаимозависимость народов и растущую роль обычных, не являющихся сверхдержавами государств.

Аналитики должны также уметь выявить социальные силы, которые будут господствовать в США в прогнозируемом периоде, и оценить главные изменения, которые будут вызваны действием этих сил. Речь идет в том числе об изменении ценностных ориентаций разных возрастных, образовательных и профессиональных групп. Также необходимо учитывать растущую власть разных групп интересов и роль коллективных действий, степень вовлечения в анализируемые процессы федерального правительства и влияние изменений структуры занятости на структуру доходов и расходов.

Долгосрочные прогнозы являются трендовыми оценками среднегодового (нормального) темпа роста для периода, отсчитываемого от сконструированного среднего (показательного) года и заканчивающегося в другом показательном году пять лет спустя. Как начальный, так и конечный год прогноза должны быть средними как по показателям структуры ВВП, так и по уровню цен.

Прогнозирование ключевых тенденций. Поскольку прогнозы тенденций базируются на росте производственных возможностей экономики, ключевое значение приобретает оценка следующих переменных:

- средний темп роста рабочей силы. Этот коэффициент измеряет скорость роста предложения труда. Он является функцией возрастного и полового состава населения, а также зависит от коэффициента участия работоспособного населения в производительном труде;
- средний темп роста производительности труда (объем производства за рабочий час). Этот коэффициент определяется такими ключевыми факторами, как объем вложений в основной капитал (капиталовооруженность труда); технологический прогресс; изменение профессиональной структуры занятости; возрастная, образовательная и квалификационная структуры рабочей силы;
- средний уровень безработицы для прогнозируемого периода. При данном уровне производственных возможностей экономики именно этот показатель определяет реальный объем ВВП (объем производства);
- темп роста реального ВВП. Этот показатель измеряет рост производственных возможностей национального хозяйства и зависит от увеличения числа занятых и роста производительности труда;
- среднегодовой темп инфляции в прогнозируемом периоде. Оценка этого показателя делает возможным представить оценку реального ВВП (в натуральных показателях) в виде номинального ВВП (объем производства в рыночных ценах).

В качестве примера рассмотрим два прогноза. Пример 1 относится к периоду 1984—1989 гг. и был разработан финансовой организацией. Пример 2 представляет собой прогноз на 1973—1978 гг. и был подготовлен в 1974 г. компанией FRS Associates. Используемые в этих примерах предпосылки характерны для периода разработки прогнозов. Пример 2 демонстрирует, в какой степени действительные результаты развития могут отклоняться от ожиданий, а сопоставление двух прогнозов показывает, сколь сильно могут измениться ожидания за какие-то 10 лет.

Пример 1. Эта характерная совокупность прогнозных оценок ключевых показателей была подготовлена финансовой организацией для периода 1984—1989 гг. (в %):

Темп роста рабочей силы	1,3
Темп роста производительности труда	1,5
Темп роста реального ВВП (1,013×1,015)	2,8
Темп инфляции (дефлятор ВВП)	5,0
Темп роста номинального ВВП (1,028 × 1,05)	7,9

Вышеприведенная оценка реального ВВП исходит из предположения, что в течение пяти лет уровень безработицы будет равен 7%. Следует оценить величину объема производства (реального ВВП), который мы имели бы в последнем году, по которому у нас есть фактические данные, при условии, что уровень безработицы был бы равен 7%. В дополнение к этой оценке обычно строят производственную функцию, которая позволяет учесть численность занятых в производстве, объем основных производственных фондов, производительность труда и т.д.

Имея оценку величины реального ВВП для начального, или базового, года, можно с помощью полученных оценок темпа роста рассчитать значения ВВП для каждого года в прогнозируемом периоде. Значение реального ВВП за 1984 г. было оценено величиной 3395 млрд дол. (по чистой случайности эта величина приблизительно равна реальному ВВП за этот год — 3490 млрд дол.). При темпе роста 2,8% значение реального ВВП в 1989 г. составит 3898 млрд дол. ($1,028^5 \times 3395$ млрд дол.).

Используя величину дефлятора ВВП за 1984 г. и увеличивая ее на темп роста инфляции, на основании значения реального ВВП за 1989 г. можно легко вычислить величину номинального ВВП. В нашем случае речь идет о формуле сложных процентов при годовом росте на 5%. Приняв 1982 г. за 100, в 1984 г. дефлятор был равен 107,9. Применяя формулу сложных процентов ($1,05^5 \times 107,9 = 137,7$), получим, что величина номинального ВВП в 1989 г. равна 5368 млрд дол. ($1,377 \times 3898$).

Пример 2. В таблице 5.4 представлены подготовленные компанией FRS экономические прогнозы для 1973—1978 гг., изложена логика вычислений и оценок, распространенная в тот период, и приводятся действительные значения показателей.

Следует подчеркнуть два момента. Во-первых, хотя большинство прогнозов верно показали направление изменений, значения отдельных переменных, используемых для вычисления номинального ВВП, были оценены с существенными ошибками. Оценка номинального ВВП оказалась близкой к действительной величине показателя только потому, что ошибки взаимно перекрывались. Во-вторых, как видно из таблицы 5.5, где представлены значения темпов роста отдельных экономи-

ческих показателей для обоих прогнозов, за 10 лет существенно изменились господствующие ожидания относительно долгосрочного развития экономики.

Следует ли, учитывая величину ошибок, отказаться от долгосрочных прогнозов? Вовсе нет. Они очень важны для процессов анализа и принятия решений, а потому ими следует заниматься. Наличие ошибок требует только разработки концепций уровня неопределенности для разных видов прогноза.

Опережения и отставания

В большинстве случаев изменение уровня ВВП или других макроэкономических переменных не сопровождается пропорциональным изменением объема продаж и прибыли на уровне отраслей или компаний. Неизбежны ситуации опережения и отставания. Хорошим примером является цикл изменения запасов готовой продукции.

Существенное замедление роста потребительских расходов ведет к росту запасов готовой продукции, что сказывается на уменьшении объемов сбыта и прибыли, а это, в свою очередь, отзывается на производстве потребительских товаров и, наконец, с большим запозданием — на производителях сырья и материалов.

Впрочем, построение внутренне последовательных макроэкономических прогнозов, которые помогали бы аналитику ценных бумаг ориентироваться в будущих перспективах, — дело вполне реальное. Такие прогнозы делают возможным такой уровень сопоставимости прогнозов для отдельных компаний, который в ином случае был бы просто недостижимым.

Исключения

Когда мы говорим о том, как важно установить соотношения изменений роста и прибыльности отраслей и компаний и динамики макроэкономических факторов, мы не имеем в виду, что в большинстве случаев такие явные и логичные взаимосвязи показателей динамики существуют и остается только их открыть и измерить. В большинстве случаев результат зависит от слишком многих переменных, и тесной корреляции между ними во многих случаях не существует. Не менее важно выявить те отрасли и компании, изменение которых не оказывает никакого или почти никакого влияния на изменение макроэкономических переменных. Когда удастся выявить отсутствие взаимозависимости, аналитик должен найти другие основы для предсказания будущего. Ниже для иллюстрации этой идеи приводятся несколько примеров, в которых господствующими оказывались неэкономические факторы роста.

**Таблица 5.4. Прогнозы тенденций для периода 1973—1978 гг.
и действительные значения экономических показателей**

Средние по прогнозу	Действительные значения средних
Темп роста рабочей силы:	
Численность рабочей силы будет расти по-прежнему быстро. Среднегодовой рост за прогнозируемый период составит 1,7%, что больше среднего за 1947—1973 гг. (1,5%), но меньше среднего за 1968—1973 гг. (2,0%)	2,7% (ожидали, что замедлится темп вовлечения женщин в ряды занятых, но этого не случилось)
Средний уровень безработицы:	
Продолжающееся вовлечение на рынок труда женщин и молодежи (в силу высокой текучести кадров) приведет к росту уровня безработицы в прогнозируемом периоде до 4,5%, что выше привычных 4%	7,0% (существенно выше, чем по прогнозу)
Скорость роста производительности труда (объем производства за 1 ч рабочего времени):	
2,2% в год для экономики в целом. Предполагалось, что более медленное высвобождение рабочих рук в сельском хозяйстве, дефицит энергоресурсов и рост цен на нефть, а также рост расходов на защиту среды замедлят рост совокупной производительности труда	1,2% (из-за медленного роста экономики)
Рост реального ВВП:	
3,9% в год. Этот период будет отличаться более быстрым ростом числа занятых и более медленным ростом производительности труда. Поскольку в 1973 г. действительный объем производства был ниже уровня, соответствующего полной занятости населения, при достижении к 1978 г. уровня полной занятости темп роста производства составит 4,2% в год	2,8% (существенно ниже, чем по прогнозу)
Среднегодовой темп инфляции:	
Среднегодовой темп инфляции составит 6,1%, что существенно выше, чем в 1968—1973 гг. (4,7%). На величину дефлятора будет влиять инерция существующей инфляции, и рост издержек будет постепенно сказываться на величине цен и заработной платы	7,3% (даже выше, чем по прогнозу)

Таблица 5.4. (окончание)

Средние по прогнозу	Действительные значения средних
Среднее значение ВВП в текущих ценах (объем национального производства товаров и услуг в текущих рыночных ценах): Средний темп роста ВВП составит 10,2% в год	10,3% (уровень экономической активности оказался меньшим, чем ожидалось, но из-за ускорения инфляции прогноз оказался довольно точным)

Таблица 5.5. Сопоставление оценок 1974 и 1984 гг.

	Пятилетний темп роста (в %)	
	Прогноз 1974 г.	Прогноз 1984 г.
Рабочая сила	1,7	1,3
Производительность труда	2,2	1,5
Реальный ВВП	3,9	2,8
Инфляция	6,1	5,0
Номинальный ВВП	10,2	7,9
Уровень безработицы	4,5	7,0

Технологические факторы

В начале 1980-х произошел взрыв спроса на компьютерные программы, но факторы подъема компаний в этой области были иными. Решающее значение имела способность компании предложить рынку экономически эффективные пакеты программ, которые предоставляли бы пользователям конкурентное равенство или преимущество. В случае персональных компьютеров критическими факторами были: способность оказаться первым и застолбить новый отраслевой стандарт; создание программ, которыми легко могут овладеть новички; проведение героической рекламной кампании. При этом сама программа могла быть далека от совершенства.

Спрос на электронику со стороны оборонного комплекса определяется большей частью появлением новых технологий и устройств, объемом и направлением расходов на оборону. Этот спрос сравнительно мало зависит от состояния экономики.

Спрос на лекарственные препараты и на целые курсы лечения зависит не от экономических факторов, а от результатов клинических испытаний и от решений Федеральной комиссии по лекарственным веществам о возможности допустить препарат к использованию.

Роль регулирования

Хотя сотовая радиотелефонная связь обладает существенным потенциалом развития, определяющим фактором роста компании в этой области является получение лицензии, что ставит развитие отрасли в зависимость от государственного регулирования. Другим примером являются компании по производству электроэнергии, которым пришлось отказаться от проектов строительства крупных атомных электростанций. Доходность этих компаний определяется не столько спросом на электроэнергию, сколько получением права на корректировку тарифов, что необходимо для покрытия значительных издержек. Еще одним примером являются финансовые организации, перспективы роста которых существенным образом зависят от разрешения на дальнейшее расширение круга предоставляемых услуг. Наконец, дерегулирование авиаперевозок привело к росту конкуренции, появлению множества новых компаний и одновременно к консолидации отрасли.

Политические и международные факторы

Порой цена меди в большей степени зависит от состояния платежного баланса Чили, чем от темпа роста мировой экономики, поэтому при оценке рынка меди следует учитывать политические и международные факторы. Когда мировые цены на нефть в большей степени зависели от решений картеля стран ОПЕК, чем от сил свободного рынка, состояние мировой экономики не было первостепенным фактором установления цен. (Впоследствии, правда, требования мирового хозяйства существенно изменили поведение картеля и скорректировали цены на нефть.)

Другим примером является здравоохранение: политика федерального правительства, пытающегося сдерживать рост цен на медицинское обслуживание, может оказаться для отрасли более существенным фактором, чем растущий спрос на медицинские услуги.

Результатом характерных для большинства стран мира политического вмешательства в экономику, наличия правительственных субсидий и протекционизма стал избыток мощностей во многих важных отраслях, таких, как автомобилестроение, производство стали, компьютеров, полупроводников, тяжелого транспортного оборудования, текстиля и химических продуктов. Эта ситуация может сделать сравнительно менее полезными экономические коэффициенты, вычисленные с использованием только американской экономической статистики.

Глава 6

Анализ рынка капитала

Взаимосвязь акций и облигаций

Оценивая привлекательность отдельных выпусков, аналитик ценных бумаг должен учитывать как перспективы движения рынка капитала, так и возможную в будущем экономическую ситуацию. Рынок капитала включает несколько рынков ценных бумаг или финансовых рынков, но нас прежде всего будут интересовать рынок для новых выпусков облигаций и вторичный рынок корпоративных акций¹.

На свете мало организаций или частных инвесторов, которые были бы не в состоянии — до известной степени — сопоставить выгодность акций и облигаций, хотя в некоторых организациях ограничена доля портфеля ценных бумаг, которая может быть занята вложениями в акции или в бумаги с постоянной доходностью. Поскольку многие могут свободно выбирать между этими двумя рынками, они оказываются взаимосвязанными. Эта связь достаточно сложна, и в прошлом бывали периоды, когда она бывала едва уловима. Если судить по величине

¹ Широкий обзор облигаций и инструментов рынка денег см.: *Darst D. M. The Handbook of the Bond and Money Markets. New York: McGraw-Hill, 1981; Stigum M. The Money Market. Homewood, Ill.: Rev. ed. Dow Jones-Irwin, 1983.*

коэффициента «цена/прибыль» (P/E), который бывал характерен для пиковых подъемов рынка акций, временами инвесторы просто забывали о доходности облигаций².

В главе 6 развивается эффективный подход к анализу рынков акций и облигаций, при этом выделены факторы, которые следует учитывать при оценке относительной привлекательности рынков акций и облигаций. В качестве примеров используются прогнозы, сделанные другими авторами.

Рынок облигаций

Невозможно дать адекватную оценку рынка акций, пока аналитик не пришел к определенным выводам о рынке облигаций. Оценки инвестиционных возможностей имеют больше смысла, когда они основываются на сравнительном анализе доходности этих двух видов ценных бумаг.

Процентные ставки

Есть две причины, чтобы начать с рассмотрения рынка облигаций. Во-первых, если считать, что мы удостоверились в кредитоспособности эмитента, главным и единственным фактором анализа рынка облигаций останется будущая динамика процента. (Другими важными факторами являются срок погашения, величина купонных платежей, разброс качества и отраслевая специфика, в соответствии с которой выделяют облигации промышленных корпораций, облигации корпораций коммунального хозяйства и государственные облигации.) Прогнозирование процента является трудной и рискованной задачей.

Во-вторых, при инвестировании в акции также имеет значение прогноз процентных ставок, а значит, и ожидаемой доходности облигаций. Величина ожидаемой доходности облигаций за период владения существенно важна для определения желаемой общей доходности (дивиденды плюс курсовой доход) обыкновенных акций, а значит, и для выбора уместной цены покупки этих акций, иными словами, для выбора значе-

² Например, в IV квартале 1972 г. S&P 400 продавались при высоком значении коэффициента P/E 19,3×, а доходность дивидендов (дивиденд на акцию к цене акции) составляла только 2,4%. В то же время доходность индекса облигаций S&P AAA составляла 7,1%. Чтобы общая доходность акций оказалась больше, чем доходность высококачественных облигаций, необходимо было, чтобы от этой весьма высокой цены рост цен продолжился со скоростью не менее 5% в год. Если бы сохранилось высокое значение P/E и имел место достаточный рост прибыли, вложения оказались бы оправданными. Некоторый рост прибыли имел место. Но в 1974 г. значение коэффициента P/E обрушилось до уровня 7,1×, и больше уже никогда не доходило до рекордных высот 1972 г. Индекс цен для S&P 400 упал больше, чем на 45%, и вернулся к уровню 1972 г. только в 1980 г.

ния мультипликатора доходности или ставки дисконтирования для дивидендных доходов.

Параметры рынка облигаций

Нужно ознакомиться с данными о суммах публично размещенных облигаций, чтобы составить представление о параметрах рынка. В таблице 6.1 приведены данные о суммах публично размещенных облигаций разного рода на 31 декабря 1985 г.

Таблица 6.1. Объем размещенных облигаций на 31 декабря 1985 г.

Тип облигаций (в млрд дол.)	Сумма размещения
Корпоративные облигации (публичное размещение, прямые выпуски)	464,7
Облигации и векселя правительства США (купонные, публичное размещение)	1023,6
Федеральные агентства (купонные)	632,8*
Муниципальные облигации и векселя	<u>674,4</u>
Всего	2795,5

* Входят облигации, обеспеченные пулом закладных.

Источники: Prospects for Financial Markets in 1987. New York: Salomon Brothers, 1986, December 16, p.54, 57—59; Board of Governors of the Federal Reserve System; Gross Public Debt of U. S. Treasury // Federal Reserve Bulletin, 1986, December; Credit Market Debt Owed by Financial Sectors, and Tax Exempt Securities and Loans // Flow of Funds Accounts, Financial Assets and Liabilities Year-End, 1962—1985, 1986, September.

Показатели уровня процентных ставок

Выпуски высококачественных облигаций

Можно представить себе общий *уровень* долгосрочного процента как доходность облигаций высшего класса — по классификации Moody или Standard & Poor. Эти индексы скомпонованы из проверенных практикой облигаций высшего класса, выпущенных компаниями промышленными, железнодорожными и коммунального хозяйства. (Другим широким показателем рынка облигаций в целом является индекс государственных и корпоративных облигаций Shearson-Lehman.)

Доходность облигаций можно использовать как меру доходности при анализе прошлой и будущей доходности обыкновенных акций. Инвес-

тор, вкладывающий деньги в обыкновенные акции, оценивает их привлекательность по сравнению с доходностью альтернативных вложений, учитывая при этом соотношение рисков.

Рыночная ставка процента: пример

Рыночная ставка процента — это номинальный процент по облигациям с постоянными купонными выплатами и фиксированным сроком погашения. Цена и доходность до погашения устанавливаются с учетом премии или скидки, которые подлежат начислению или амортизации в период до погашения. Например, про не имеющую обеспечения облигацию компании General Mills $8 \frac{7}{8}$ со сроком погашения в 1995 г., которая была продана в 1984 г. по низкой цене 71, говорят, что ее доходность до погашения составляет 13,5%. Эта оценка предполагает, что все полугодовые купоны будут реинвестированы по ставке 13,5%. На деле по этой ставке гарантировано только приращение дисконта. Будучи предложенной в 1970 г. по номиналу, эта облигация имела продолжительность 11 лет, если игнорировать эффект резервного фонда³. При низкой цене 1984 г. продолжительность облигации сократилась до 6,6 года. Поскольку продолжительность представляет собой приблизительную оценку изменения цены на каждый 1% изменения ставки процента, мы можем пронаблюдать, как существенно течение времени и значительный рост процентных ставок изменили чувствительность этих облигаций к колебаниям рыночного процента. В таблице 6.2 приведены действительные цены на эту облигацию за последние 12 лет.

Колебания цен на облигации и другие долговые инструменты, приписываемые изменениям процентной ставки, явились сильным стимулом для обширных исследований истории (*что* случилось)⁴ и теории (*почему* случилось) процентных ставок.

Теория процентных ставок

Теория задает понятийную базу анализа. Одним из первых и ведущих теоретиков был Ирвинг Фишер. Он первым разделил рыночную (номинальную) ставку процента на два компонента: 1) реальную ставку процента (постоянную покупательную способность), определяемую исключительно предложением денег и спросом на них; 2) премию, которая соответствует ожидаемой инфляции⁵. С позиций предоставления и по-

³ Выраженная в годах *продолжительность* представляет собой взвешенную текущую стоимость будущих денежных выплат, обещаемых облигационным договором.

⁴ Один из выдающихся знатоков, покойный Сидней Хомер, написал «A History of Interest Rates» (2nd ed. New Brunswick, New Jersey: Rutgers University Press, 1977).

⁵ См. Fisher I. The Theory of Interest. New York: Macmillan, 1930.

Таблица 6.2. Облигации компании General Mills $8\frac{7}{8}$ со сроком погашения в 1995 г.

Год	Высшая цена	Низшая цена
1975	103 $\frac{1}{2}$	92 $\frac{1}{4}$
1976	103 $\frac{1}{2}$	98
1977	102 $\frac{1}{2}$	97
1978	102 $\frac{3}{4}$	97
1979	94 $\frac{3}{4}$	83
1980	86 $\frac{1}{2}$	65
1981	71 $\frac{1}{8}$	61
1982	82	62 $\frac{5}{8}$
1983	87 $\frac{1}{2}$	78 $\frac{3}{8}$
1984	83 $\frac{1}{2}$	71
1985	95 $\frac{7}{8}$	81
1986	107	92 $\frac{1}{8}$

лучения кредита такая конструкция предполагает существование безрисковых ценных бумаг. При увеличении кредитного риска премия должна расти.

Сегодня представления Фишера общеприняты, и каждому понятно, что уровень процентных ставок определяется:

- предложением сбережений на рынке;
- спросом на деньги;
- инфляционными ожиданиями⁶.

Но когда мы переходим от этого фундаментального объяснения природы процентных ставок к выявлению факторов, непосредственно влияющих на каждый из компонентов процента, и к описанию взаимосвязи этих факторов, возникают споры и проблемы.

Учитываются не только уровень инфляции, но и такие факторы, как рост ВВП, прибыльность и финансовые требования корпораций, объем потребительского кредита, политика Федерального резерва, дефицит федерального бюджета, внешнеторговый дефицит и приток капитала из-за рубежа.

⁶ Проиллюстрируем воздействие инфляции. В 1965 г., когда инфляционный маховик только начал раскручиваться, портфельные менеджеры покупали высококачественные корпоративные облигации с доходностью 4,5% или еще меньше. В середине 1970-х годов, когда годовой темп инфляции составлял 5,5%, реальная доходность этих облигаций была меньше нуля. В США мы дошли со временем до двухзначных показателей инфляции, что оказало ошеломляющее воздействие на процентные ставки и цены облигаций (см. выше пример с облигациями General Mills).

Реальная ставка процента

Если принять основную идею Фишера, что рыночный процент расщепляется на два компонента, возникает задача, как применить этот простой подход в прогнозировании. Если бы оказалось возможным измерить с приемлемой точностью величину инфляционных ожиданий, то определить реальную ставку процента было бы несложно. И если бы при этом реальный процент изменялся медленно, как чаще всего и бывало до конца 1970-х, тогда величину рыночного процента можно было бы прогнозировать исходя просто из ожидаемого уровня инфляции.

Но в конце 1970-х и в начале 1980-х годов величина реального процента отличалась значительной изменчивостью. В 1985 г. реальный процент составлял примерно 7%, что вдвое превышало величину долгосрочной средней ставки. Рост процента связывают с возросшей изменчивостью ценных бумаг с постоянным доходом, которую, в свою очередь, объясняют изменчивостью номинальной ставки процента, последствиями дерегулирования финансовых рынков, большим дефицитом федерального бюджета, изменениями относительной цены доллара США на международных рынках валют, а также возросшей изменчивостью роста денежной массы⁷. Концепция реальной ставки процента полезна тем, что подчеркивает необходимость в ходе прогнозирования рыночного процента тщательно анализировать предложение кредитных средств и спрос на них, а также учитывать роль инфляционных ожиданий.

Прогнозирование процента

Перед тем, кому приходится анализировать и давать прогноз процента (то есть перед аналитиком рынка капитала), стоят три основные задачи:

- проанализировать прошлое и нынешнее движение личных и корпоративных сбережений и дать прогноз их изменений в течение прогнозируемого периода;
- проанализировать прошлый и нынешний спрос на кредиты со стороны корпораций, семей и правительств и дать прогноз спроса на будущее;
- предсказать уровень инфляции и его воздействие на величину номинального процента.

⁷ См. *Bodin Z., Kane A. and McDonald R. Why Haven't Nominal Rates Declined? // Financial Analysts Journal, 1984, March—April, p.16—27; Holland P. S. Real Interest Rates: What Account for Their Recent Rise? // Review, Federal Reserve Bank of St. Louis, 1984, December, p.18—29.*

В ходе этого анализа аналитик должен оценить возможные последствия ожидаемой правительственной денежной и фискальной политики для предложения кредитов и спроса на них. Следует также учесть международные экономические факторы и движение международных кредитных средств, поскольку их воздействие бывает очень значительным. Например, в исследовании, проведенном корпорацией Salomon Brothers (1985, *Prospects for Financial Markets*), авторы предсказали «массивный» приток иностранного капитала: «В США возник необычный, невиданный прежде разрыв между уровнями производства и потребления. С одной стороны, результатом его стал неожиданный торговый дефицит, а с другой, поразительный приток капитала. В 1985 г. и то и другое будут расти»⁸.

Существуют разные и порой конфликтующие представления о том, как соотносятся между собой экономические и иные факторы, с одной стороны, и предложение кредитных средств — с другой. В частности, нет согласия по вопросу, что именно стимулирует высокая ставка процента — рост сбережений или их сокращение. Более того, хотя публикуется множество теоретических рассуждений на тему о склонности потребителей к потреблению и сбережению, толковые исследователи пока не смогли найти количественное объяснение того уровня личных сбережений (отношение сбережений к доходу), которое было характерно для населения США некоторое время назад. Например, в США в 1965—1984 гг. доля личных сбережений составляла 6,8% дохода. При этом значения этого коэффициента в указанное время колебались между 5,0 и 8,6%⁹.

Существует к тому же множество исследований чистой производительности капитала и других факторов, влияющих на спрос на кредитные средства. Способность компаний оплачивать такие факторы производства, как труд и земля, определяется их производительностью. Точно также плата в виде процентов за кредиты в форме жилищных закладных или автомобильных займов определяется ценностью услуг, предоставляемых этими активами.

Совершенно очевидно, что прогнозирование процента — это трудная и рискованная задача. Аналитик рынка капитала нуждается в последовательном методе устранения неопределенностей и разрешения сопутствующих проблем. Ниже рассматриваются специфические факторы, которые должен проанализировать и оценить аналитик рынка капитала, составляющий прогноз предложения кредитных ресурсов и спроса на них.

⁸ Kaufman H., McKeon J. and Kimelman N. 1985 *Prospects for Financial Markets*, 1984, December 11, p.5.

⁹ U. S. Department of Commerce. *Survey of Current Business*, 1986, February, p.25.

Движение уровня сбережений. Ожидаемый уровень личных сбережений зависит прежде всего от уровня дохода, который, в свою очередь, зависит от: 1) постоянно растущей доли семей, имеющих не один источник дохода; 2) числа добытчиков в возрасте от 25 до 34 лет, которые получают все большую долю дохода; 3) роста подушного дохода, имеющего причиной вовлечение все большей части населения в состав занятых.

Важны и другие факторы. Быстро растут общественные и частные пенсионные фонды, которые стали еще одним заметным источником сбережений. Сбережения корпораций являются, в сущности, нераспределенным доходом. Соответственно, нужно учесть влияние амортизации и налога на доходы будущих периодов, а также на прибыль и перечисление дивидендов акционерам.

Если вспомнить о доходах и расходах бюджета, исторический опыт заставляет усомниться в возможности сбережений на уровне федерального правительства. Битвы идут только за то, чтобы как-то сократить и профинансировать дефицит бюджета. Но при этом сбережения все-таки существуют — в форме роста государственных страховых и пенсионных фондов, включая пенсионные фонды государственных и железнодорожных служащих, а также пенсионные фонды служащих администрации штатов и муниципалитетов. К тому же иногда бывает и так, что доходы некоторых правительств штатов и муниципалитетов превосходят их расходы.

Уровень спроса на кредитные средства. Причинно-следственные связи между расходами семей, корпораций и правительств и финансовыми требованиями этих секторов намного прозрачнее и понятнее, чем зависимость уровня личных сбережений от иных экономических факторов. Например, обращение корпораций к внешнему финансированию зависит от величины их вложений в строительство и производственное оборудование. Соответственно, взяв из результатов экономического анализа прогноз расходов, аналитик рынка капитала в состоянии довольно точно оценить спрос на кредиты со стороны семей и корпораций, но оценка совокупного предложения кредитных ресурсов — задача более трудная. В силу зависимости от политических причин очень трудно предсказать величину дефицита федерального бюджета, а значит, и спрос правительства на кредитные ресурсы.

Процентные ставки и инфляция. Стоит еще раз подчеркнуть наличие тесной связи между величиной процентных ставок и уровнем инфляции. Инфляция решающим образом влияет на предложение кредитов и спрос на них. Когда падает покупательная способность денег (а эта тенденция, как можно предположить, сохранится еще долго), кредиторы требуют инфляционную надбавку к проценту за кредит. Одновременно и заемщики, рассчитывающие на будущее обесценение денег, готовы платить за займы более высокий процент.

Оценка рынка акций

Получив (или построив) прогноз уровня процента, аналитик рынка капитала получает возможность приступить к оценке рынка акций. Для эффективного решения этой задачи нужно с самого начала определить, какие ключевые факторы подлежат прогнозированию и как эти факторы использовать для определения внутренней стоимости избранного индекса рынка акций, будь это составной индекс 500 акций (S&P 500) или 400 промышленных акций (S&P 400). В ходе этого анализа можно сосредоточить внимание на важнейших аспектах оценки рынка акций.

Для оценки рынка можно использовать те же модели, что и для оценки отдельных выпусков акций. Инвестиционная стоимость зависит прежде всего от ее текущего нормального уровня, роста, стабильности прибыли и нормальной доли дивидендов в прибыли компании (отношение дивиденда на акцию к прибыли на акцию)¹⁰. При оценке рынка акций существуют три принципиальных этапа: 1) прогнозирование прибыли; 2) оценка доли дивидендов в прибыли; 3) выбор коэффициента капитализации.

Прибыль рыночного индекса

Есть несколько методов прогнозирования прибыли индексов рынка акций. (В главе 29 рассматривается место рыночного индекса в общем процессе прогнозирования — от получения макроэкономических прогнозов до оценки будущей прибыли конкретной компании.) Ниже описаны три метода прогнозирования рыночного индекса.

Связь между показателями совокупной прибыли и посленалоговой прибыли корпораций. Один подход заключается в установлении связи между величиной совокупной прибыли, скажем, для 400 промышленных корпораций, охватываемых индексом S&P 400, и суммарной посленалоговой прибылью корпораций, вычисляемой Министерством торговли в процессе расчета показателей ВВП¹¹. Величину прибыли для S&P 400 можно получить из этих агрегированных оценок. Можно двигаться иным путем. Прибыль для индекса можно оценить непосредственно, вычислив процент прибыли по индексу на миллиард долларов совокупной прибы-

¹⁰ Термин *стабильность* относится ко всем факторам изменчивости, которые затрудняют предсказание нормального уровня, тенденций долговременного роста и циклическую изменчивость доходов компании.

¹¹ В качестве альтернативы можно использовать показатель посленалоговой прибыли нефинансовых корпораций. Но этот показатель не включает прибыль от зарубежных операций, и его связь с показателем совокупной прибыли 400 корпораций чуть менее стабильна.

Таблица 6.3. Суммарная прибыль корпораций и прибыль 400 промышленных компаний (индекс S&P 400) в % к общей посленалоговой прибыли корпораций, 1976—1985 гг.

Год	Посленалоговая прибыль всех корпораций (в млрд дол.)	Суммарная прибыль S&P 400		Прибыль индекса	Прибыль индекса на 1 млрд дол. посленалоговой прибыли всех корпораций
		Сумма* (в млрд дол.)	В% к посленалоговой прибыли всех корпораций		
1976	102,5	49,4	48,2	10,68	10,4
1977	122,0	54,3	44,5	11,57	9,5
1978	145,9	62,0	42,5	13,12	9,0
1979	165,1	78,7	47,7	16,21	9,8
1980	149,8	79,5	53,1	16,13	10,8
1981	140,0	85,0	60,7	16,70	11,9
1982	106,5	68,8	64,6	13,21	12,4
1983	130,4	80,3	61,6	14,73	11,3
1984	140,3	92,7	66,1	17,98	12,8
1985	131,4	78,4	59,7	15,28	11,6

* Прибыль до распределения по особым статьям и разовым операциям.

Источники: Survey of Current Business, table 1.14. «National Income by type of Income»; Standard & Poor's Statistical Service — Security Price Index Record; Standard & Poor's Compustat Services, Inc. Financial Dynamics.

ли всех корпораций¹². Результаты расчетов по этим двум методам приведены в таблице 6.3. Еще один метод расчетов заключается в использовании регрессионного анализа для выявления соотношения прибыли для S&P 400 и совокупной прибыли корпораций.

Норма прибыли от реализации. Второй метод прогнозирования доходности рынка акций мы называем методом вычисления «нормы прибыли от реализации». Для этого сначала необходимо найти отношение совокупного объема реализации 400 промышленных компаний (S&P 400) к ВВП за ряд лет. Затем показатель посленалоговой прибыли нужно отнести к показателю объема реализации и получить коэффициент, измеряющий норму прибыли от реализации для S&P 400. В таблице 6.4 содер-

¹² Но эти данные относятся не к чистой располагаемой прибыли на использованный капитал, чего хотелось бы, а к чистой прибыли после вычета платы за кредит и за аренду.

Таблица 6.4. Отношение показателя совокупного объема продаж компаний S&P 400 к ВВП и чистой прибыли к совокупному объему продаж, 1976—1985 гг.

Год	ВВП (в млрд дол.)	Объем продаж S&P 400 (в млрд дол.)	Объем продаж/ ВВП (в %)	Чистая прибыль S&P 400 (в млрд дол.)	Чистая прибыль/ объем продаж (в %)
1976	1782,8	901,5	50,6	49,6	5,5
1977	1990,5	1021,5	51,3	54,4	5,3
1978	2249,7	1160,4	51,6	62,3	5,4
1979	2508,2	1376,6	54,9	78,8	5,7
1980	2732,0	1583,8	58,0	80,4	5,1
1981	3052,6	1729,5	56,7	86,3	5,0
1982	3166,0	1716,5	54,2	68,4	4,0
1983	3401,6	1777,4	52,3	74,2	4,2
1984	3774,7	1904,1	50,4	92,2	4,8
1985	3992,5	1972,2	49,4	76,0	3,9

Источники: Economic Report of the President, 1986. February. National Income of Expenditure, table B-1, p.232; Standard & Poor's Compustat Services, Inc. Financial Dynamics, Industry Composite, 1986, October.

жаты данные о величине ВВП, объеме продаж, чистой прибыли и их соотношении за 10 лет, с 1976 по 1985 г. Анализ прошлых и текущих значений отношения объема продаж к объему ВВП и посленалоговой прибыли к объему продаж дает возможность в рамках прогноза экономического развития США оценить совокупную прибыль 400 компаний. На основании этой оценки прибыли аналитик в состоянии получить прогноз доходности.

Рентабельность собственного капитала. Третий метод прогнозирования дохода основан на анализе рентабельности акционерного капитала, оцененной по ее балансовой стоимости (ROE)¹³. Благодаря накоплению нераспределенной прибыли и обычной практике размещения новых акций по цене, превышающей их балансовую оценку, балансовая стоимость со временем растет. В силу того, что из списка компаний S&P 400 одни компании выбывают, а другие появляются, в результате изменения практики учета, размещения новых акций и выкупа собственных

¹³ Рассмотренные выше методы анализа совокупной прибыли и доходности продаж могут быть использованы и для совокупности компаний S&P 500. Однако для компаний S&P 500 не вычисляются показатели балансовой стоимости, поэтому к ним сложнее применить метод анализа доходности.

Таблица 6.5. Рентабельность собственного капитала для S&P 400, 1976—1985 гг.

Год	Средняя балансовая стоимость (в млрд дол.)*	Прибыль (в млрд дол.)	Рентабельность собственного капитала (в %)
1976	73,55	10,68	14,5
1977	79,25	11,57	14,6
1978	85,97	13,12	15,3
1979	94,22	16,21	17,2
1980	103,51	16,13	15,6
1981	112,20	16,70	14,9
1982	117,35	13,21	11,3
1983	120,46	14,73	12,2
1984	122,80	17,98	14,6
1985	124,74	15,28	12,2
1976—1980			15,4
1981—1985			13,0

* Среднее из значений на начало и на конец года.

Источник: Standard & Poor's Statistical Service, 1986 Security Price Index Record and Current Statistics, 1986, November.

акций на рынке, а также в силу иных факторов действительное увеличение балансовой стоимости компаний S&P 400 может в любой год не совпадать с объемом нераспределенной прибыли этого года, что ведет к увеличению ошибок в прогнозировании роста балансовой стоимости. Ситуацию усложняет и то, что балансовая стоимость компаний формируется годами, а доход выражен в текущих ценах. Более того, результатом изменений структуры капитала может быть рост или уменьшение кредитной нагрузки на акционерный капитал, а это ведет к изменению показателя рентабельности акционерного капитала (ROE).

В силу этого результаты, получаемые по методу оценки рентабельности акционерного капитала, приближительны. Как показывает таблица 6.5, несмотря на неравномерное воздействие инфляции на экономические показатели, есть смысл использовать коэффициент рентабельности акционерного капитала (ROE). Он расширяет возможности прогнозирования прибыли¹⁴.

¹⁴ Показатель ROE можно анализировать более детально, если вычислить отношение объема продаж и прибыли к балансовой стоимости за десятилетие или еще более продолжительный период. Рентабельность акционерного капитала можно выразить в связи с: 1) объемом сбыта на 1 дол. балансовой стоимости (оборачиваемость) и 2) прибылью на 1 дол. сбыта. Анализ и прогнозирование показателя рентабельности акционерного капитала можно вести с позиций его оборачиваемости или прибыльности продаж.

Анализ этих коэффициентов и прогноз роста продаж и рентабельности дают возможность оценить нормальный уровень рентабельности собственного капитала по балансовой оценке и его изменение в ближайшей перспективе. Затем можно использовать полученный прогноз нормальной рентабельности собственного капитала и прогноз средней (нормальной) ставки накопления прибыли (1 минус доля дивидендов в прибыли) для вычисления довольно точной оценки темпа роста прибыли. Использование средних величин предполагает, что прибыль для индекса растет с постоянной скоростью, а на балансовую оценку стоимости не влияют изменения практики бухгалтерского учета, а также операции по размещению или скупке собственных акций по цене, отличающейся от балансовой. Предполагается также, что уровень долга в структуре капитала остается сравнительно постоянным на протяжении всего прогнозируемого периода. Для 80-х годов последнее предположение является довольно сомнительным.

Оценка будущего темпа роста прибыли, полученная на основе показателя рентабельности собственного капитала, исчисленного по балансовой оценке, умноженной на коэффициент накопления прибыли, может быть сопоставлена с оценками того же показателя, полученного двумя другими методами. Возможность такого сопоставления очень полезна. Тщательный анализ различий между величиной трех оценок скорости роста прибыли позволяет сделать разумный выбор пригодной оценки (или коридора значений) темпа роста.

Доля дивидендов в прибыли

Принимая решение о том, какая доля корпоративной прибыли будет выплачена в виде денег по дивидендам, менеджеры учитывают следующие обстоятельства:

- будущие финансовые потребности корпорации, создаваемые ростом сбыта, расширением активов и другими факторами;
- ожидаемый рост прибыли, в том числе денежных поступлений;
- возможность доступа к рынку капитала и плату за использование внешних источников финансирования;
- возможное влияние изменений дивидендной политики на рыночную цену акций, для чего нужно оценить вероятное изменение типа инвесторов, которых привлекают ваши акции.

Рост и прибыльность крупных американских корпораций, их финансовые потребности, а также их дивидендная политика существенным образом зависят от перспектив развития экономики США, что и объясняет значимость экономических прогнозов.

Таблица 6.6. Прибыль, дивиденды и доля дивидендов в прибыли для компаний S&P 400

Год	Прибыль (в млрд дол.)	Дивиденды (в млрд дол.)	Дивиденды, в % к	
			прибыли	прибыли плюс амортизационные фонды
1966	5,89	2,98	51	30
1967	5,66	3,01	53	30
1968	6,15	3,10	52	29
1969	6,17	3,27	53	29
1970	5,43	3,24	60	30
1971	6,02	3,18	53	28
1972	6,83	3,22	47	26
1973	8,86	3,48	39	23
1974	9,69	3,72	38	23
1975	8,55	3,78	44	24
1976	10,68	4,25	40	23
1977	11,57	4,96	43	24
1978	13,12	5,35	41	24
1979	16,21	5,98	37	22
1980	16,13	6,55	41	23
1981	16,70	7,00	42	23
1982	13,21	7,18	54	26
1983	14,73	7,37	50	25
1984	17,98	7,43	41	22
1985	15,28	7,74	51	24

Источник: Standard & Poor's Statistical Service, 1986 Security Price Index Record, p.120—121; Standard & Poor's Compustat Service. Financial Dynamics. Industrial Composite, 1986, October.

В таблице 6.6 приведены данные о прибылях и дивидендах компаний S&P 400 за 20-летний период — с 1966 по 1985 г.¹⁵ Заметьте, что в конце 1960-х годов доля прибыли, выплачиваемая в виде дивидендов, была чуть больше 50%, а на протяжении большей части 1970-х годов эта доля была чуть больше 40%. Это был период значительной инфляции, а значит, и высокой потребности в капиталах, так что корпорации старались оставить у себя большую долю прибыли. Связь между величи-

¹⁵ В следующие периоды средняя доля дивидендов в прибыли для компаний S&P 400 и S&P 500 была почти одинаковой (в %):

Период	S&P 400	S&P 500
1966—1970 гг.	53,6	55,1
1971—1980 гг.	42,3	42,5
1981—1985 гг.	47,7	49,4

Источник: Standard & Poor's Statistical Service. Security Price Index Record.

Таблица 6.7. Доходность основных видов ценных бумаг, 1926—1985 гг.

Вид ценных бумаг	Среднегодовая доходность (в %)
Казначейские векселя правительства США	3,4
Долгосрочные облигации правительства США	4,1
Долгосрочные корпоративные облигации	4,8
Обыкновенные акции	9,8

Источник: Ibbotson Associates, Inc. *Stocks, Bonds, Bills' and Inflation: 1986 Yearbook*. Chicago, Ill., 1986, February, p.91, 95, 97, 99.

ной дивидендов и денежными доходами компаний показывает такого же рода зависимость от этих факторов.

При оценке S&P 400 или любого другого представительного рыночного индекса следует учитывать воздействие возможной в будущем доли дивидендных выплат в прибыли на такие ключевые факторы, как рост прибыли и изменение структуры капитала.

Ставка капитализации

Прежде чем выбрать ставку капитализации, нужно определить величину приемлемого для рынка уровня общей доходности. Для выбора ставки капитализации можно использовать несколько разных методов.

Внутренняя стоимость зависит от ожидаемого уровня прибыли, ее стабильности, скорости роста и доли дивидендов в прибыли. Но ставка капитализации прибыли (через мультипликатор) или дивидендов (через ставку дисконтирования) зависит не только от этих факторов.

На рынке капиталов доход определяется изменяющимся соотношением риска и доходности. Поэтому при выборе ставки капитализации для получения ожидаемой ставки доходности обыкновенных акций следует к ожидаемой ставке процента прибавить дифференциал риска.

При выборе дифференциала риска по обыкновенным акциям есть смысл обратиться к историческому опыту. В таблице 6.7 приведены данные о действительной доходности основных видов ценных бумаг за 60 лет (с 1926 по 1985 г.)¹⁶.

Отклонения действительных значений годовых показателей доходности от многолетней средней бывают значительными и продолжительными. Как видно из таблицы 6.8, обыкновенные акции, купленные в начале любого года первой половины 1970-х годов и сохранные до

¹⁶ Показатель общей доходности с ежемесячным реинвестированием процентов или дивидендов вычислен компанией Ibbotson Associates, Inc. (*Stocks, Bonds, Bills' and Inflation: 1986 Yearbook*. Chicago, Ill., 1986, February, p.90, 94, 96, 98). Это ежегодное издание является признанным источником информации о рынке капитала.

Таблица 6.8. Сопоставление совокупной доходности обыкновенных акций, казначейских векселей и долгосрочных облигаций для разных подпериодов 1970-х годов (в %)

Период владения	Обыкновенные акции	Казначейские векселя	Федеральные облигации	Корпоративные облигации
1970—1979 гг.	5,9	6,3	5,5	6,2
1971—1979 гг.	6,1	6,3	4,8	5,0
1972—1979 гг.	5,1	6,5	3,8	4,2
1973—1979 гг.	3,2	6,9	3,5	3,8
1974—1979 гг.	6,6	6,9	4,3	

Источник: Ibbotson Associates, Inc. Stocks, Bonds, Bills' and Inflation: 1986 Yearbook. Chicago, Ill., 1986, February, p.91, 95, 97, 99.

Таблица 6.9. Доходность основных видов ценных бумаг, 1980—1984 гг.

Вид ценных бумаг	Среднегодовая доходность (в %)
Обыкновенные акции	14,8
Долгосрочные корпоративные облигации	11,1
Казначейские векселя правительства США	11,0
Долгосрочные облигации правительства США	9,8

Источник: Ibbotson Associates, Inc. Stocks, Bonds, Bills' and Inflation: 1986 Yearbook. Chicago, Ill., 1986, February, p.91, 95, 97, 99.

1979 г., приносили меньший доход, чем вложения в казначейские векселя. В период между 1973 и 1979 гг. доходность акций была самой низкой, а доходность казначейских векселей — самой высокой.

В последующие пять лет (с 1980 по 1984 г.) акции опять стали самым доходным видом ценных бумаг. Заметьте, однако, что в период 1980—1984 гг. доходность казначейских векселей была выше, чем доходность долгосрочных облигаций федерального правительства (см. табл. 6.9).

Пример: оценка S&P 400

Ниже показано, как профессиональный инвестор составил десятилетний прогноз на период до 1988 г. для показателей дохода, доли дивидендов в прибыли и ставки капитализации для S&P 400. Данный пример делает понятным, каким образом этот прогноз опирается на прогнозы величины ВВП, темпа инфляции и прибыльности корпора-

ций¹⁷. Через пять лет тот же автор оценил точность сделанных прогнозов¹⁸. Используемая для прогноза модель оценки акций базируется на следующих показателях:

- текущий дивидендный доход (дивиденд на акцию/цена акции);
- ожидаемая скорость роста дивидендов;
- ожидаемая величина совокупной доходности акций, которая обеспечивает адекватную премию за риск относительно доходности до погашения по долгосрочным облигациям.

В таблице 6.10 приведены результаты расчетов по этой модели.

Ниже мы описываем ход построения прогнозов, результаты которых приведены в таблице 6.10, действительное развитие с 1978 по 1983 г. и обозначаем ситуации, когда потребовалась корректировка прогноза.

Темпы роста, 1978—1988 гг.

- *ВВП в текущих ценах.* Оценка наиболее вероятного показателя темпов роста — 9% в год была получена суммированием оценки роста реального ВВП (в постоянных ценах) — 3% и темпа инфляции — 6%. С 1978 по 1983 г. темп роста реального ВВП составил только 1,3%. Но поскольку среднегодовой темп инфляции составил в этот период 7,4%, номинальный ВВП увеличивался в среднем на 8,8% в год, что близко к самой вероятной оценке для периода 1978—1988 гг. — 9%. Имея эти данные за прошедшие пять лет прогнозируемого периода, автор счел возможным сохранить оценку роста реального ВВП в 3%.
- *Прибыль компаний S&P 400.* Поскольку руководство корпораций сумело приспособиться к условиям инфляции, было решено, что прибыль корпораций, выраженная в процентах к ВВП, возрастет. Поэтому было сделано предсказание, что прибыль компаний S&P 400 будет ежегодно возрастать на 10%. Действительная скорость роста прибыли в 1978—1983 гг. составила 2,4%. Автор не предугадал суровость спада 1981—1982 гг.
- *Дивиденды компаний S&P 400.* Прогноз скорости роста дивидендов на 11% в год, то есть выше, чем для прибыли, основывался на ожидании, что возрастет доля дивидендов в прибыли. На самом деле в

¹⁷ Прогнозы были построены в 1978 г. У. С. Греем и опубликованы в: *Developing a Long-Term Outlook for the U. S. Economy and Stock Market // Financial Analysts Journal*, 1979, July—August, p.29—39.

¹⁸ См.: *Gray W. S. The Stock Market and the Economy in 1988 // The Journal of Portfolio Management*, 1984, Summer, p.73—80.

Таблица 6.10. Прогноз цены обыкновенных акций, входящих в индекс S&P 400 на 1988 г.

Текущие условия (октябрь 1978 г.)		Дивиденды: 5,45 дол.*	
Индекс цен: 113			
Прогноз на период по октябрь 1988 г.			
	Неблагоприятный сценарий (в %)	Самый вероятный сценарий (в %)	Благоприятный сценарий (в %)
Темп роста, 1978—1988 гг.			
ВВП (в текущих ценах)	10	9	8
Прибыль индекса S&P 400	11	10	9
Дивиденды по индексу S&P 400	12	11	10
Прогноз на 1988 г.			
Уровень инфляции	8,0	6,0	4,0
Долгосрочный процент	11,0	9,0	7,0
Темп роста дивидендов	9,5	9,0	8,5
Доля дивидендов в прибыли	44,0	44,0	44,0
Индекс цен			
Премия за риск, 1988 г.			
5,5%	241	280	352
4,5%	281	343	469
3,5%	337	441	704

* Позднее по результатам расчета за 12 месяцев, оканчивающихся 30 сентября 1978 г., было принято значение 5,31 дол.

1978—1983 гг. величина дивидендов увеличивалась ежегодно на 6,6%. Еще раз отметим, что не было предугадано, что спад 1981—1982 гг. окажется столь сильным и продолжительным. Прогноз на 1983—1988 гг. был пересмотрен в сторону сокращения — с 11 до 9%.

Прогноз экономических показателей на 1988 г.

- *Инфляция.* Предполагалось, что скорость инфляции снизится и составит 6—7%. Это предположение исходило из ощущения, что инфляция стала совершенно неотложной проблемой и что политический климат уже созрел для нужных решений. Хотя в 1978—1983 гг. действительный средний показатель инфляции составил 7,4%, предполагалось, что в период 1983—1988 гг. инфляция будет колебаться в интервале от 5 до 7%.
- *Ставка долгосрочного процента.* Предположив, что реальный рост экономики составит 3% в год, было принято с учетом прогноза

темпа инфляции, что процент по долгосрочным облигациям будет от 7 до 11, а наиболее вероятным значением будет 9. По состоянию на 15 октября 1983 г. доходность промышленных облигаций с рейтингом Аа на вторичном рынке составляла 12,1%. Ожидалось, что ставка процента вернется к более нормальным значениям, поэтому наиболее вероятная ставка процента была увеличена только на 1% (с 9 до 10).

- *Темп роста дивидендов.* Предполагалось, что в 1988 г. величина этого показателя будет 8,5—9,5%, а наиболее вероятным значением являлось 9%. По результатам пересмотра в 1983 г. эти оценки остались неизменными.
- *Доля дивидендов в прибыли.* Было выбрано единственное значение показателя — 44%. Это значение было получено после повышения существовавшего на момент прогноза более низкого значения. В 1978—1983 гг. действительное значение доли дивидендов в прибыли составило 45%. В 1983 г. соответственно прогнозное значение этого показателя на 1988 г. было увеличено на 1% — до 46%.
- *Премия за риск.* Ожидалось, что премия за риск составит накидку в 3,5—5,5% (наиболее вероятное значение — 4,5%) к доходности облигаций S&P. Прогноз величины премии за риск на 1988 г. учитывал оценки следующих пяти факторов: 1) конечный спрос в экономике станет более стабильным; 2) в результате большего использования долга в структуре капитала корпораций и роста процента по долгу возрастет степень использования кредитов (увеличится финансовый рычаг); 3) вырастет доля обыкновенных акций, принадлежащих институциональным инвесторам, что повысит диверсификацию и приведет к снижению рисков; 4) налоги на прирост капитала и на обычный доход от инвестиций станут менее благоприятными; 5) изменится структура ожидаемых доходов по акциям — снизится доход в форме дивидендов и вырастет доход от роста курса. Исходя из этих соображений, было решено, что величина премии составит от 4 до 4,5%. В 1983 г. был сделан вывод, что прогноз премии за риск от 1978 г. был верно направлен (меньше, чем для периода 1926—1976 гг.), но для периода 1983—1988 гг. более пригодна оценка от 3 до 3,5%. Главной причиной такого решения было ожидание ускорения инфляции, что всегда ведет к повышению рискованности вложений в облигации и в силу этого к уменьшению разницы в доходах (премии за риск) по акциям и облигациям¹⁹.

¹⁹ По этому же вопросу см. также: *Copeland B. Inflation, Interest Rates, and Equity Risk Premia // Financial Analysts Journal, 1982, May—June, p.32—43.* Исчерпывающий анализ дан в монографии: *Vandell R. F. and Kester G. W. A History of Risk Premia Estimates for Equities: 1944 to 1978.* Charlottesville, Va.: Financial Analysts Research Foundation, 1983.

Таблица 6.11. Сопоставление первоначального и пересмотренного прогнозов на 1988 г. для компаний S&P 400

	Прогноз	
	1978 г.	1983 г.
Дивиденды в 1988 г. (в дол.)	15,47	13,45
Ставка процента в 1988 г. (в %)	9,0	10,0
Премия за риск (в %)	4,5	3,5
Ставка дисконтирования (в %)	13,5	13,5
Рост дивидендов после 1988 г. (в %)	9,0	9,0
Дивиденд на акцию к цене акции в 1988 г. (в %)	4,5	4,5
Цена индекса S&P 400 в 1988 г.	343	299

В таблице 6.11 сопоставлены наиболее вероятные прогнозируемые значения для компаний S&P 400 по прогнозам 1978 и 1983 гг.

Это пример профессионального подхода к анализу и оценке рынка. Он также иллюстрирует трудность и ненадежность прогнозов рынка ценных бумаг. Совершенно очевидны преимущества использования интервальных оценок.

Глава 7

Секторный анализ рынка акций

Определение секторного анализа

В главе 1 мы уже говорили, что секторный анализ не представляет собой самостоятельный вид анализа, но выполняет роль мостика между анализом рынка капитала и анализом конкретных ценных бумаг. Ему свойственны некоторые характеристики обоих видов анализа. Межотраслевой характер этого подхода делает его ценным инструментом анализа рынка акций и важным фактором выработки политических решений.

Управление инвестиционными портфелями во все большей степени предполагает работу с акциями компаний, которые не входят в хорошо известный список лучших компаний страны — S&P 500. Это делается для того, чтобы повысить возможность диверсификации и найти сектора рынка, которые оценены менее эффективно, чем акции с большей капитализацией. К тому же аналитику приходится осознать, что рынок акций состоит из множества крупных секторов, или сегментов, которые сильно различаются по своим групповым характеристикам — по показателям движения цен и доходности.

Есть несколько подходов, исходящих из признания того, что рынок не монолитен. Инвесторов интересуют разные методы сегментирования

рынка. При разбиении рынка на сектора можно ориентироваться на следующие четыре группы характеристик:

- финансовые характеристики отдельных выпусков акций, такие, как значения коэффициентов P/E , значения коэффициентов дивидендных выплат и размер, то есть величина рыночной капитализации;
- принадлежность к экономическим секторам, таким, как производство потребительских товаров кратковременного пользования, производство потребительских товаров длительного пользования, транспорт, финансы и технологии;
- динамика совокупной доходности акций, что позволяет сформировать группы, гомогенные по этому параметру;
- возможность формировать группы по таким фундаментальным характеристикам акций, как рост, цикличность или стабильность прибыли.

Дальнейший анализ эффективности разных секторов рынка позволяет понять важные особенности поведения рынка акций. Наконец, разбиение рынка на сектора способствует рациональной специализации аналитиков.

Гомогенные группы: метод корпорации SEI

Довольно популярен метод выделения секторов рынка, при котором подбирают в группы акции, в прошлом имевших одинаковую совокупную доходность¹.

Используя этот метод, корпорация SEI делит акции на четыре группы (гомогенные группы акций) по сходству прежних показателей совокупной доходности. Точнее говоря, SEI с помощью регрессионного анализа устраняет влияние рынка на акции и группирует их по сходству остаточной доходности. Группы формируются таким образом, что средний коэффициент корреляции между показателями остаточной доходности для любых двух акций из одной группы оказывается большим, а корреляция между двумя любыми акциями из двух разных групп мала.

Первой обратилась к формированию групп компания A. G. Becker, Inc., которая провела статистический анализ месячных показателей

¹ Одним из первых исследований групп акций была работа: *King B. F. Market and Industry Factors in Stock Price Behavior // Journal of Business. Vol. 39. Special supp., 1966, January. University of Chicago Press.* Из последующих работ хорошо известны следующие: *Elton E. J. and Gruber N. J. Improved Forecasting through the Design of Homogenous Groups // Journal of Business, 1971, October, p.432—450; Farrell, Jr. J. L. Analyzing Covariation of Returns to Determine Homogenous Stock Groupings // Journal of Business, 1974, April, p.186—207.*

совокупной доходности отдельных акций за период 114 месяцев — с 31 декабря 1961 г. по 30 июня 1972 г.² Прежде чем вычислять коэффициенты корреляции между акциями, из месячного показателя доходности каждого выпуска был вычтен эффект рынка (S&P 500). Для формирования групп использовался кластерный анализ³. Сформированные группы по характеристикам совокупной доходности получили названия: группы роста, стабильные и циклические.

Чтобы гарантировать сохранение общих характеристик доходности, кластерный анализ повторяется каждые шесть месяцев и состав групп периодически обновляется. Результатом повторного анализа стало существенное изменение системы в целом.

В июне 1981 г. была выделена и добавлена еще одна, четвертая группа — «энергия». После этого был проведен анализ начиная с данных за 1972 г., чтобы сформировать группу и выявить характеристики доходности.

По данным с 31 декабря 1972 г., для каждой из четырех однородных групп были рассчитаны кумулятивные индексы совокупной доходности следующим образом: для каждой из четырех групп значение индекса в исходный момент было принято равным 100, а затем каждый месяц значение индекса за предыдущий месяц умножалось на 1 плюс процентное изменение совокупной доходности за текущий месяц, измеряемое показателем взвешенной рыночной капитализации.

На рисунке 7.1 графики взвешенных по цене компаний индексов показывают, что с 31 декабря 1972 г. по 31 декабря 1986 г. кумулятивная совокупная доходность группы «энергия» была самой большой, за ней, в порядке очередности, следуют группы стабильная, циклическая и высокого роста. Меньшая эффективность группы высокого роста отчасти объясняется выбором начальной даты расчетов. Значительное повышение стоимости группы роста в 1970—1972 гг. не было зафиксировано. Индекс начинается с циклического пика 1972 г.

Рисунок 7.1 показывает, что, если судить по индексам кумулятивного роста, группы «энергия» и стабильная за 14 лет выросли в цене более чем в 5 раз (составив 555 и 528% соответственно). Это существенно больше, чем рост индекса для циклической группы (390%) и группы роста (244%). Последняя сильно отстала от всех групп и достигла уровня начального 1973 г. только в конце 1982 г. За весь период рассчитанная

² Компания A. G. Becker довела расчеты до ноября 1983 г., когда она была куплена компанией SEI, которая и продолжает работу.

³ Кластерный анализ — это статистический метод, позволяющий объединить акции в группы по какому-либо параметру. Выделив два выпуска акций с самым большим коэффициентом корреляции и найдя средний для них показатель месячной доходности, мы устраним одну позицию из нашей совокупности акций. Найденный показатель средней доходности двух выпусков акций затем сравнивается со всеми другими акциями. И так продолжается до тех пор, пока в нашей совокупности не остается акций, которые в достаточной степени коррелировали бы с акциями составляемой нами группы.

Рисунок 7.1. Кумулятивные индексы корпорации SEI: с 31 декабря 1972 г. по 31 декабря 1986 г.
(31 декабря 1972 г. = 100)

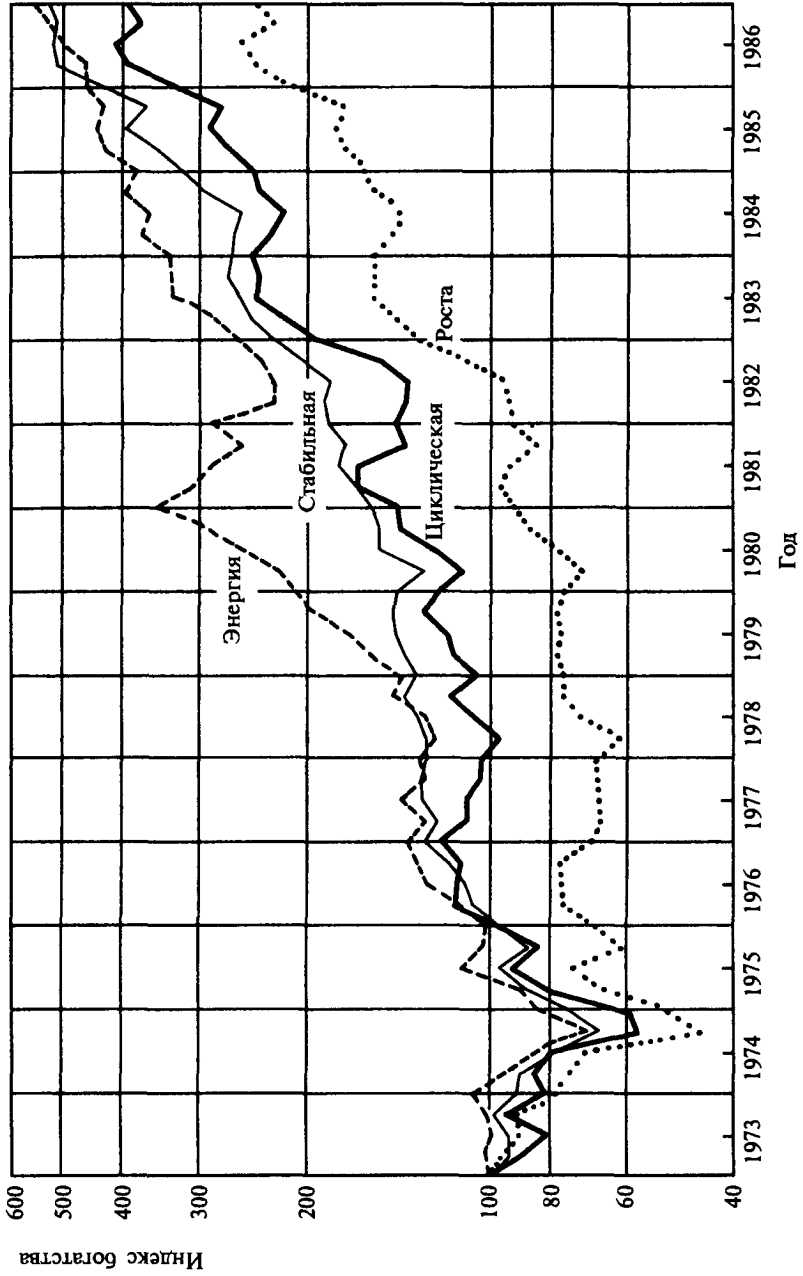


Таблица 7.1. Сопоставление показателей совокупной доходности по циклическим периодам для S&P 500 и четырех гомогенных групп корпорации SEI (в %)

	S&P 500	Группы			«Энергия»
		Роста	Ста- бильная	Цикли- ческая	
Дек. 1972 г. — сент. 1974 г.	-42,7	-53,5	-33,1	-42,9	-29,7
Сент. 1974 г. — дек. 1976 г.	+86,3	+60,0	+90,0	+109,3	+93,2
Дек. 1976 г. — фев. 1978 г.	-14,2	-16,5	-3,2	-21,2	-11,6
Фев. 1978 г. — нояб. 1980 г.	+86,6	+45,2	+22,9	+54,3	+220,6
Нояб. 1980 г. — июль 1982 г.	-17,2	+6,4	+19,1	-7,2	-45,8
Июль 1982 г. — нояб. 1983 г.	+65,9	+61,4	+52,6	+85,3	+55,6
Нояб. 1983 г. — июль 1984 г.	-6,8	-7,5	-5,6	-13,2	+2,8
Июль 1984 г. — дек. 1986 г. *	+77,4	+70,3	+103,7	+79,8	+66,1

* Нерыночный пик.

Примечание. Пиковые и самые низшие значения для S&P 500 определены по значению кумулятивной совокупной доходности на конец месяца.

по формуле сложных процентов годовая доходность для четырех групп была следующей (в %):

«Энергия»	13,0
Стабильная	12,6
Циклическая	10,2
Роста	6,6

Поскольку разрыв между значениями индексов обусловлен случайным выбором начальной (и конечной) даты, его не следует истолковывать как показатель относительной ценности групп акций в определенные моменты времени.

В таблице 7.1 сопоставлены значения показателей совокупной доходности по четырем гомогенным группам и для компаний S&P 500⁴. Таблица полезна тем, что показатели доходности измеряются в промежутках между пиковыми и самыми низкими значениями.

⁴ В ряде случаев даты поворотных точек цикла и процентные изменения для компаний S&P 500 не совпадают с показанными в таблице 2.6 (глава 2). В таблице 7.1 приведены изменения показателей совокупной доходности (изменения цены плюс дивиденды), а не только цены. Более того, для вычисления показателей совокупной доходности использованы цены конца месяца, а не ежедневные цены закрытия. Это сделано для того, чтобы данные для S&P 500 и для гомогенных групп корпорации SEI были сопоставимы.

Это сопоставление позволяет сделать два важных вывода. Во-первых, между гомогенными группами очень велики различия в уровне совокупной доходности. Во-вторых, сопоставляя поведение групп в рамках 8 циклов спада и подъема, не удастся выделить группу, которая явно превосходила бы другие.

Промышленные группы: метод корпорации FRS

Чтобы продемонстрировать возможности секторного анализа, проанализируем циклическое движение цен на другой совокупности секторов. В этом случае сектора образованы по показателю прибыли корпораций.

Для формирования секторов можно использовать ряд фундаментальных характеристик компаний и акций. Почти во всех подходах используется показатель прибыли на акцию (EPS). Корпорации FRS использовали для формирования секторов характеристики роста и цикличности показателя прибыли на акцию. В конце 1972 г. были сформированы четыре группы акций крупных промышленных корпораций.

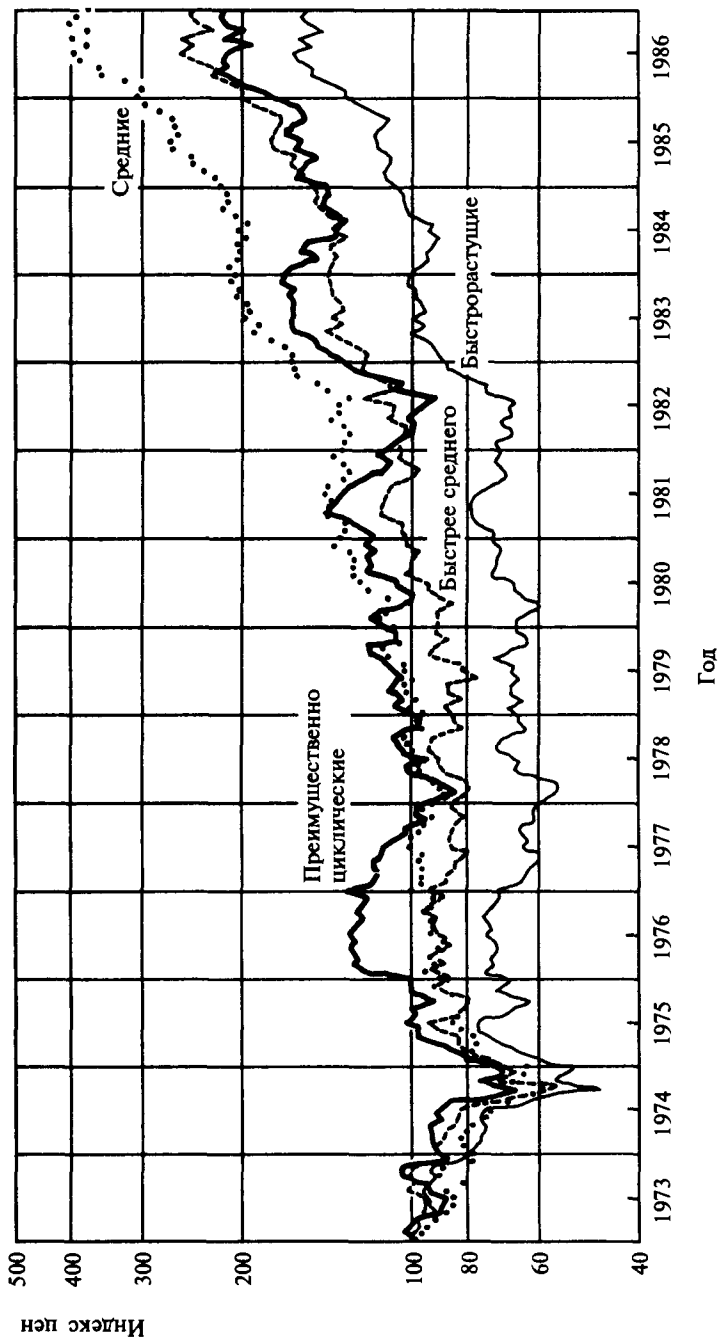
Группы равновзвешенны и пересматриваются ежемесячно⁵. На основании анализа темпов роста показателя прибыли на акцию и других характеристик компаний за 10-летний период были сформированы группы по 15 акций, которые получили следующие названия: быстрорастущие, растущие быстрее среднего, среднерастущие и преимущественно циклические. Состав групп не менялся, если не считать случаев слияния компаний. Поэтому показатели доходности после 1972 г. не искажены последующими корректировками состава групп. Группы диверсифицированы по отраслевому признаку, если не считать среднерастущую группу, в которой 40% компаний принадлежат к пищевой промышленности.

В группу быстрорастущих попали акции, которые в предыдущие 10 лет показывали темп годового роста прибыли на акцию не ниже 11%. Для акций, растущих быстрее среднего, этот показатель составлял от 9 до 11%. Для среднерастущих акций — от 4 до 9%. В четвертый сектор попали акции, у которых динамика показателя прибыли на акцию отличалась выраженной циклическостью.

Если группы сформированы в соответствии с особенностями динамики цен, значит, внутри групп соответствующие характеристики ак-

⁵ Группы FRS отличаются от групп ESI. Последние представляют собой статистически выделенные гомогенные группы, в качестве весов использована рыночная цена компаний. Состав групп пересматривается каждые шесть месяцев (FRS Associates. Los Altos. California).

Рисунок 7.2. Индексы цен для групп промышленных акций, выделенных по методу FRS: от 31 декабря 1972 г. до 31 декабря 1986 г. (31 декабря 1972 г. = 100)



ций должны изменяться согласованно (коррелировать), а группы должны отличаться друг от друга. В 1974—1979 гг. были проведены статистические проверки, чтобы убедиться в обоснованности состава групп. Результаты исследований подтвердили, что группы и в самом деле статистически различимы и могут считаться представителями разных секторов рынка акций.

На рисунке 7.2 видно, что за период 1972—1986 гг. среднерастущая группа показала наибольший рост. Высокораствующая группа, напротив, вернулась к уровню декабря 1972 г. только в конце 1984 г. Приняв уровень декабря 1972 г. равным 100, получим следующие значения индекса относительных цен на конец декабря 1986 г.:

Среднерастущие акции	372,54
Акции, растущие быстрее среднего	244,36
Циклические акции	216,01
Быстрораствующие акции	154,12

В таблице 7.2 приведены показатели циклического движения цен (по ценам на конец каждого месяца) за период с 1972 по 1986 г. для компаний S&P 500 и для четырех групп промышленных акций, выделенных по методу FRS. Циклы выделены по изменениям акций из группы S&P 500.

Таблица 7.2. Сопоставление циклического движения цен для акций S&P 500 и групп промышленных акций, выделенных по методу FRS (в %)

	S&P 500	Быстро- растущие	Растущие быстрее среднего	Средне- растущие	Цикли- ческие
Дек. 1972 г. — сент. 1974 г.	-46,2	-53,7	-43,5	-41,0	-33,8
Сент. 1974 г. — дек. 1976 г.	+69,1	+54,0	+65,0	+69,9	+95,7
Дек. 1976 г. — фев. 1978 г.	-19,0	-22,2	-15,7	-10,1	-34,1
Фев. 1978 г. — нояб. 1980 г.	+61,4	+27,8	+29,7	+52,2	+42,3
Нояб. 1980 г. — июль 1982 г.	-23,8	-5,6	+18,7	-4,3	-25,0
Июль 1982 г. — нояб. 1983 г.	+55,4	+54,7	+16,2	+61,5	+86,0
Нояб. 1983 г. — июль 1984 г.	-9,5	-10,2	-4,1	-7,1	-22,1
Июль 1984 г. — дек. 1986 г. *	+60,7	+65,9	+81,0	+89,1	+63,7

* Нерыночный пик.

Примечание. Пиковые и самые низшие значения для S&P 500 определены по ценам на конец месяца.

Заключение

Проведенный анализ гомогенных (метод SEI) и промышленных групп (метод FRS) показал, что при обоих критериях формирования групп — по совокупной доходности или по динамике цен — акции могут быть сведены в группы, которые значительно отличаются друг от друга. Мы также увидели, что эффективность групп не стабильна и изменяется от цикла к циклу.

Ясно, что секторный анализ может стать источником повышенного дохода. Сектора подобно отдельным выпускам акций и отраслям могут быть подвергнуты анализу. В случае промышленных групп, например, из прогнозов по 15 акциям, составляющим каждую группу, можно получить прогноз доходности по группе. Затем можно вычислить текущую стоимость ожидаемых доходов и сравнить по этому показателю все группы. Можно использовать и другие приемы анализа. Анализ секторов можно использовать для выделения привлекательных областей, которые заслуживают повышенной интенсивности исследований. Таким образом, этот анализ может быть сильным инструментом управления.

Глава 8

Источники и природа аналитической информации

Главные источники информации

Большинство данных, используемых аналитиком ценных бумаг при анализе корпораций, черпается из четырех источников. Два могут считаться параллельными: информация, рассылаемая компаниями своим акционерам и в прессу, и материалы, подготовленные для регулирующих органов, прежде всего Комиссии по ценным бумагам и биржам (SEC).

Третьим источником являются такие службы финансовой информации, как Moody и Standard & Poor, которые воспроизводят в прямом или обобщенном виде почти всю появляющуюся информацию. При решении многих аналитических задач можно использовать материалы, публикуемые в различных справочниках, приложениях и других изданиях этих организаций¹. Независимым источником регулярных публикаций

¹ Среди регулярных публикаций агентства Moody отметим следующие: Industrial' Public Utility, Bank & Finance, Transportation, Bond Record. Очень полезны следующие публикации агентства Standard & Poor: Security Price Index Record, а также ежемесячные Current Statistics, Basic Statistics. Чтобы быть в курсе изменения требований к составлению финансовых отчетов, аналитик следит за публикациями Совета по стандартам финансового учета (FASB): Original Pronouncements и Current Text, а также за публикациями Американского института дипломированных общественных бухгалтеров (AICPA) Accounting trends & Techniques и GAAP Guide (Миллера). Дополнительным источником информации являются многочисленные публикуемые исследования, проводимые крупными брокерскими компаниями.

является The Value Line Investment Survey, где публикуются систематические обзоры 1700 компаний из 92 отраслей. Но когда аналитик осуществляет собственный фундаментальный анализ, ему следует обращаться к первичным источникам, чтобы наверняка не упустить ничего важного.

Четвертым источником информации являются недавно появившиеся и быстро расширяющиеся компьютерные базы данных, сопровождаемые собственными пакетами программ, которые помогают упорядочивать и анализировать информацию. В этой области уже сейчас много источников, и число их продолжает быстро расти. В некоторых случаях в базах собраны данные за 10—20 лет по сотням и даже тысячам компаний. Поскольку компании сливаются и разъединяются, процедуры бухгалтерского учета изменяются и т.п., аналитику приходится следить за сопоставимостью и последовательностью данных, охватывающих длительные периоды времени. Поскольку на экране компьютера эти данные появляются уже в упорядоченном виде и все коэффициенты и соотношения подсчитаны, возникает соблазн использовать уже «готовые и обработанные» данные без надлежащего анализа.

Помимо этих четырех важнейших источников существует еще очень разношерстный массив информации — от публикаций в отраслевых журналах до правительственных публикаций. Здесь можно найти важную информацию об отдельных отраслях и секторах экономики, а также об экономике США и других стран. Многие компании регулярно поставляют аналитикам и всем, кто в этом нуждается, дополнительную статистическую и иную информацию. Сюда же относится важная информация, которую ответственные функционеры корпораций докладывают на собраниях Общества аналитиков ценных бумаг. Дополнительную информацию аналитик может получить в ходе личного общения с менеджерами при посещении штаб-квартир корпораций. Лучшему пониманию реальности способствует общение с поставщиками, потребителями, конкурентами, оптовыми торговцами и деятелями профсоюзов. Ценным источником информации служат публикуемые прогнозы доходности, которые готовят аналитики ценных бумаг. Поставщиками такого рода информации являются Lynch, Jones, IBES, Zacks и S&P Earnings Forecaster. В целом эти источники поставляют прогнозы по более чем 8 тыс. акций.

Объем сведений, которые можно получить из всех источников, бывает очень разным. На одном полюсе находятся небольшие частные корпорации, не состоящие под надзором каких-либо регулирующих органов, которые регулярно рассылают своим акционерам заверенные аудитором финансовые отчеты. До тех пор пока такие компании 1) не эмитируют ценные бумаги, продаваемые на публичных торгах, на межштатных биржах или по почте, 2) не регистрируют свои ценные бумаги на национальных биржах ценных бумаг, и 3) их активы не превысили величины 3 млн дол., а количество акционеров не стало больше 500,

они не обязаны подавать финансовые отчеты и другую информацию в Комиссию по ценным бумагам и биржам.

На другом полюсе находятся корпорации, ценные бумаги которых размещены публично, которые обязаны выполнять все требования Комиссии по ценным бумагам и биржам к финансовым отчетам и должны следовать общепринятым правилам учета (GAAP), которые устанавливаются Советом по стандартам финансового учета (FASB), а проверенные аудитором отчеты обязаны рассылать акционерам и публиковать для сведения публики в целом².

Другие виды отчетности

Компании из отраслей, подлежащих регулированию со стороны государственных агентств, должны подавать им финансовые отчеты, которые предоставляются по запросам. По большей части такие отчеты более подробны, чем публикуемые.

Компании коммунального хозяйства

В каждом штате компании коммунального хозяйства довольно подробно регулируются комиссиями штатов по общественным услугам. В общем случае эти комиссии регулируют тарифы предоставления услуг, эмиссию ценных бумаг, приобретение собственности, правила предоставления услуг, методы учета по вопросам, представляющим интерес для комиссий, и т.п. Эти компании обязаны заполнять объемистые и подробные отчеты, с которыми всякий может ознакомиться в офисе Комиссии. Как уже отмечалось, эти отчеты обычно содержат гораздо более детальную финансовую и производственную статистику, чем годовые отчеты, рассылаемые акционерам. В некоторых случаях компании

² Общепринятые правила учета (GAAP) представляют собой набор правил, регулирующих подготовку финансовых отчетов. Эти правила были подготовлены и внедрены в жизнь в последние 60 лет тремя организациями. Первым был Комитет по процедурам бухгалтерского учета (Committee on Accounting Procedure, CAP), 1939—1959, который выпускал Accounting Research Bulletins. Его сменил Совет по принципам бухгалтерского учета (Accounting Principles Board, APB), который с 1959 по 1973 г. выпускал Opinions. В 1973 г. этот Совет был, в свою очередь, заменен Советом по стандартам финансового учета (Financial Accounting Standards Board, FASB), который публикует Statements of Financial Accounting Standards. Решения Совета, как и всех его предшественников, не являются обязательными. Источником их авторитета является то, что их принимают сообщество бухгалтеров, лицензионные комитеты штатов, регулирующие деятельность дипломированных публичных бухгалтеров-ревизоров, руководство корпораций и сообщество аналитиков ценных бумаг, а также Комиссия по ценным бумагам и биржам. Постановление Комиссии S-X, правило 4—01, требует, чтобы финансовые отчеты готовились в соответствии с правилами GAAP.

должны подавать ежемесячные отчеты о производственной деятельности, и они также доступны для пользователей.

Помимо отчетов для комиссий штатов, все производители электричества и природного газа подают детальные отчеты в Федеральную энергетическую комиссию. С этими отчетами можно ознакомиться в штаб-квартире Комиссии в Вашингтоне, округ Колумбия, а в некоторых случаях — и в региональных отделениях Комиссии.

Хотя практически все материалы, включаемые в эти отчеты, очень интересны и важны, способ их изложения таков, что без обработки и истолкования их нельзя использовать для целей инвестиционного анализа. Некоторые финансовые службы собирают эти данные и снабжают их соответствующими коэффициентами и показателями за разные годы.

Страховые компании

Страховые компании ежегодно подают стандартизированные отчеты в комиссии по страхованию тех штатов, в которых они работают. Кроме того, каждые три года штат, в котором компания зарегистрирована, проводит аудиторскую проверку (с участием комиссий других штатов, в которых работает компания). Результаты аудиторских проверок открыты для ознакомления и являются источником сведений (публикуются в Best reports) для инвестиционных банков, размещающих ценные бумаги, хотя из них и нельзя получить представления о качестве инвестиционных портфелей.

Железные дороги

Железные дороги ежеквартально подают подробные отчеты в Комиссию по торговле между штатами (Interstate Commerce Commission), а в конце года — еще более подробные отчеты. Значительная часть этих данных публикуется в ежегоднике Transportation Statistics of Railways in the Unites States («голубая книга» Комиссии по торговле между штатами). Предписанная Комиссией единообразная система учета и отчетности обычно не слишком удобна и полезна для аналитиков ценных бумаг, но зато содержит информацию о капитальном ремонте и т.п. Принятая на железных дорогах практика учета успешно скрывает информацию о финансовом благополучии и прибыльности перевозчиков.

Компании, регулируемые Комиссией по ценным бумагам и биржам

Аналитик большей частью имеет дело с компаниями, ценные бумаги которых котируются на зарегистрированных рынках ценных бумаг либо которые публично размещают ценные бумаги с 1933 г., или имеют

место оба признака. В таких случаях в распоряжении аналитика оказываются четыре вида материалов:

- основная регистрационная форма;
- годовые отчеты, включая форму 10-K;
- промежуточные отчеты (форма 10-Q);
- отчеты по случаю по форме 8-K.

Основная регистрационная форма (или проспект)

Основная регистрационная форма содержит детальное описание свойств и бизнеса компании и часто служит исходной точкой углубленного анализа³. Это первичный документ, заполняемый в соответствии с правилом 10(b)-5 Комиссии по ценным бумагам и биржам. В случае давно существующих компаний большая часть финансовых данных, входящих в этот документ, может быть получена из справочников по ценным бумагам, публикуемых агентствами Moody и Standard & Poor.

Заявление о голосовании по доверенности

Заявления о голосовании по доверенности, рассылаемые акционерам, чтобы заручиться их голосами на ежегодных и внеочередных собраниях, также являются источником информации для аналитика ценных бумаг. Здесь можно узнать об условиях найма главных администраторов компании, о системах стимулирования и пенсионного обеспечения, об участии директоров в акционерном капитале компании и обо всех предложениях по росту эффективности.

Реакция должностных лиц и директоров корпорации на рекомендации акционеров в связи с социальной и государственной ответственностью может многое рассказать о корпоративной культуре. Схемы вознаграждения служащих и менеджеров и участие их в собственности на корпорацию помогают понять, в какой степени совпадают интересы руководства и акционеров. В заявлениях о голосовании раскрывается также информация о «золотых парашютах» и договорах найма. Если заявление о голосовании рассылается в связи со слиянием или присоединением, оно содержит ту же информацию, что и основная регистрационная форма.

Годовые данные

Правила GAAP дают компаниям возможность широко варьировать состав данных, включаемых в рассылаемый акционерам ежегодный от-

³ Форма S-1, 17 CFR (Кодекс федерального регулирования). 239.11.

чет. Но сейчас годовые отчеты содержат намного больше данных, чем прежде, и они стали более полезными для аналитика. Фактически информация, включаемая в годовой отчет, стала ближе к той, что содержится в форме 10-K.

Предоставление данных, требуемых Комиссией по ценным бумагам и биржам, обязательно. Каждая корпорация, ценные бумаги которой зарегистрированы на бирже, должна ежегодно подавать в Комиссию отчет по форме 10-K, которая включает достаточно детальные финансовые показатели и ряд дополнительных данных, нужных для анализа эффективности.

Форма 10-K состоит из четырех частей. Часть I содержит описание деловой активности компании, включая отраслевую информацию. Часть II содержит финансовую информацию, в том числе информацию о рынке для ее обыкновенных акций, анализ финансового положения и результатов производственной деятельности, а также финансовый отчет. Часть III имеет отношение к директорам и руководящим менеджерам (их вознаграждение, опционы на акции, сделки лиц этой группы с акциями и т.п.). Часть IV включает дополнительные финансовые показатели, а также описи, раскрывающие содержание финансового отчета (собственность, основные производственные средства и оборудование, накопленные амортизационные отчисления).

Форма 10-K содержит следующие финансовые показатели:

- 1) виды деятельности за последние три года с указанием объемов сбыта и дохода до вычета расходов по особым статьям и уплаты подоходного налога; включаются данные о тех направлениях деятельности, сбыт и доход от которых составляет не менее 10% общего объема сбыта и дохода до вычета расходов по особым статьям и уплаты подоходного налога;
- 2) балансовый отчет за последние два года;
- 3) отчет о прибылях и убытках за последние три года;
- 4) отчет об изменении финансового положения.

Два последних отчета должны предоставляться в форме таблиц, содержащих сопоставимые данные за три последних финансовых года. Кроме того, отчет должен быть проверен аудитором и подготовлен в соответствии с общепринятыми правилами бухгалтерского учета⁴.

Компании, которые обязаны отчитываться по форме 10-K, включают копии этой формы в годовой отчет, рассылаемый своим акционерам. Все компании по письменному запросу предоставляют копию отчета по форме 10-K.

⁴ См. правила 17 CFR 210.3—01, 210.3—02, 210.4—01 (a) (1).

Кроме того, каждая компания публикует ежегодно финансовый отчет для информирования акционеров и публики в целом. Эти отчеты довольно сильно стандартизированы и обязательно включают ряд показателей из формы 10-K, а также и некоторые другие данные. В среднем они не так информативны, как форма 10-K, но зачастую включают финансовые показатели за последние 5—10 лет, что очень важно для понимания динамики развития. Главное, что отличает форму 10-K от ежегодных отчетов акционерам, — это наличие детальных примечаний и обширной информации о совете директоров. Комиссия по ценным бумагам и биржам разрешает компаниям для предотвращения дублирования переносить данные из ежегодных отчетов в форму 10-K.

Промежуточные отчеты

Все публичные компании готовят промежуточные финансовые отчеты. Обычно они ежеквартально готовят информацию для акционеров и заинтересованной публики, но в обязательном порядке предоставляют в Комиссию по ценным бумагам и биржам ежеквартальные отчеты по форме 10-Q. Аналитик должен тщательно анализировать инвестиционную информацию, содержащуюся в квартальных отчетах, поскольку некоторые оценки не воспроизводятся в годовых отчетах, а корректировки информации по данным на конец года могут быть очень значительными.

Квартальные отчеты обычно не проходят аудиторской проверки. Некоторые данные из квартальных отчетов по форме 10-Q должны включаться в годовые отчеты компаний⁵.

Появление квартальных отчетов по форме 10-Q расширило доступную инвесторам информацию. Начиная с первого фискального квартала 1970 г. Комиссия по ценным бумагам и биржам сделала эти отчеты обязательными для тех компаний, которые до этого были обязаны сдавать полугодовой отчет по форме 9-K. Вместо полугодового отчета по форме 9-K эти компании теперь подают квартальные отчеты за три первых фискальных квартала⁶. Они не обязаны предоставлять эту информацию своим акционерам.

⁵ Как указано в Ведомостях бухгалтерского учета, 177 от 10 сентября 1975 г., «Замечания о применении дополнений к форме 10-Q и регулированию S-X в части, касающейся промежуточных финансовых отчетов», SEC Docket, годовой отчет компании перед акционерами «чтобы защитить интересы инвесторов крупных компаний, акции которых продаются на организованных рынках, должен включать... информацию о величине сбыта, о валовом доходе, о величине прибыли до осуществления расходов по особым статьям и о кумулятивном воздействии изменений в практике бухгалтерского учета, о величине так подсчитанного дохода на одну акцию, о чистой прибыли за каждый квартал за два последних фискальных года и за каждый последующий фискальный период, за который был предоставлен отчет о прибылях и убытках».

⁶ Securities Exchange Act of 1934. Release № 9004, 1970. October 28. SEC Docket (Adoption of Form 10-Q, Rescission of Form 9-K and Amendments of Rules 13a—13 and 15d—13).

После 1970 г. Комиссия по ценным бумагам и биржам выпустила несколько методических указаний, уточняющих требования к промежуточным отчетам, в том числе объемное постановление Accounting Series Release № 177 (1975. September). В соответствии с этим постановлением форма 10-Q стала включать:

- 1) сокращенный отчет о прибылях и убытках за истекший квартал и с начала года за отчетный и предшествующий годы;
- 2) сокращенный отчет об источниках и расходовании средств за истекший квартал и с начала года за отчетный и предшествующий годы;
- 3) сокращенный балансовый отчет за истекший квартал данного года⁷;
- 4) регламентированную информацию о приобретении других компаний.

Указывалось также, что информацию, подлежащую включению в эту форму, следует готовить в соответствии с общепринятыми правилами учета для промежуточных финансовых отчетов, что по мере изменения правил бухгалтерского учета следует расширять предоставляемую в рамках этой формы информацию⁸.

Эти изменения способствовали вовлечению независимых бухгалтеров в процесс подготовки промежуточных финансовых отчетов.

Текущий отчет по форме 8-K

Отчет по форме 8-K должен быть представлен в Комиссию по ценным бумагам и биржам в течение 15 дней после наступления определенных событий. К числу наиболее важных событий, подлежащих отражению в отчете по форме 8-K, относятся:

- 1) изменения в составе и структуре управления компанией;
- 2) приобретение или ликвидация активов;

⁷ Согласно правилам SEC — 10—01 (c) (1), CFR 210.10—01 (c) (1), сокращенный балансовый отчет за соответствующий квартал предыдущего года следует предоставлять только для разъяснения того, как сезонные колебания отражаются на финансовом положении компании.

⁸ Accounting Series Release № 177, 1975. September 10 // SEC Docket, 1975. September (Notice of Adoption of Amendments to Form 10-Q and Regulations S-X Regarding Interim Accounting Reporting). Самый противоречивый момент этого постановления связан с «предпочтениями» относительно изменений правил бухгалтерского учета. Постановление 177 гласит: «В связи с изменениями правил бухгалтерского учета работающий с компанией независимый публичный бухгалтер должен прислать письмо со своим мнением о наличии альтернативного подхода, который он считает предпочтительным в данной ситуации». Компания Arthur Anderson & Co. поставила под сомнение законность требований SEC к публичным бухгалтерам делать заявления о «предпочтительности» в случае изменения правил бухгалтерского учета. Однако суды сочли законным требование, изложенное в ASR 177 (и в ASR 155), и отвергли требование судебного запрета на применение этого постановления Комиссии по ценным бумагам и биржам (см. Arthur Anderson is Set Back in Bid to Bar SEC Ruling // The Wall Street Journal, 1976, September 7, p.18).

- 3) наступление банкротства или переход к управлению по доверенности;
- 4) смена главного бухгалтера;
- 5) отставка директора или директоров;
- 6) другие события, имеющие важные материальные последствия;
- 7) финансовые отчеты и документы приобретенных предприятий или достаточно крупной недвижимости.

Своевременное сообщение о такого рода событиях в отчетах по форме 8-К помогает инвесторам следить за важными изменениями, оказывающими влияние на финансовое положение компаний.

Компании, не зарегистрированные на фондовой бирже

Изначально источником требований о том, чтобы компании ежегодно отчитывались перед акционерами и публиковали промежуточные финансовые отчеты, была прежде всего Нью-Йоркская фондовая биржа, и соответственно эти требования относились главным образом к компаниям, зарегистрированным на бирже. Это давление заложило основу для регулирующей деятельности Комиссии по ценным бумагам и биржам. Но компании, не зарегистрированные на бирже, у которых стоимость активов превышает 3 млн дол., а число акционеров больше 500, должны предоставлять в Комиссию по ценным бумагам и биржам точно такие же отчеты, как и зарегистрированные на бирже. Более того, их годовые отчеты перед акционерами также должны следовать общепринятым правилам бухгалтерского учета.

Отчет о видах деятельности и другая раскрываемая информация

Совершенствование отчетности корпораций имело далеко идущие последствия. Увеличился объем доступной информации относительно структуры сбыта по видам продукции или производства, по отраслям-потребителям, относительно расходов на исследования и разработки, об условиях долгосрочной аренды, о заработной плате и жалованье, об операциях за рубежом, капиталовложениях, оценке запасов и амортизации⁹.

⁹ Были предложения о том, чтобы компании раскрывали информацию о постоянных и переменных расходах, что дало бы аналитику возможность более точно оценивать прибыль при разных уровнях активности. Такая информация, конечно же, была бы очень полезна квалифицированному аналитику, особенно такому, который занимается прогнозированием прибыли на следующий квартал или год. Убедить руководителей корпораций в том, что они должны раскрывать эту информацию, будет нелегко, но это не должно отвращать нас от усилий в этом направлении.

Самым ценным оказалось расширение информации о сбыте по видам продукции или производства¹⁰.

Производство, собственность и данные о планировании капитальных вложений

Стоимостные данные, из которых состоят балансовые отчеты и отчеты о прибылях и убытках, следует дополнять качественной информацией. Аналитик нуждается в следующих данных:

- 1) список принятых заказов и список невыполненных заказов (когда эти данные считаются важными для понимания постановки дела в компании, они должны сообщаться в отчете по форме 10-К);
- 2) производственные мощности;
- 3) объем производства в натуральном выражении;
- 4) описание собственности компании, а также объемы запасов полезных ископаемых;
- 5) планы капиталовложений и расходов на программу исследований и разработок;
- 6) время окончания срока действия патентов и арендных прав.

Большая часть этих данных содержится в заявках на регистрацию эмиссии ценных бумаг, в документах о доверенности на голосование в случае слияния компаний и т.п. или в отчетах по форме 10-К. Не так уж часто, но их можно найти и в ежегодных отчетах.

Компьютерные базы данных и их программное обеспечение

Главной целью анализа ценных бумаг является извлечение нужной информации. Для этого нужно собрать данные, удобно их расположить и последовательно и систематически их проанализировать. Распространение персональных компьютеров серьезно изменило деятельность аналитиков ценных бумаг.

¹⁰ Другим достижением была корректировка статистических данных с учетом инфляции. Недавно инфляция в США несколько ослабла, но результатом заметной инфляции 1970-х и начала 1980-х годов было то, что сначала Комиссия по ценным бумагам и биржам, а затем и Совет по стандартам финансового учета потребовали от примерно 1200 крупных компаний, чтобы они подавали сведения о том, как изменение цен влияет на их финансовое положение и результаты производственной деятельности. В 1987 г. подача этих сведений стала необязательной.

Базы данных

Данные можно получить в базах (или банках) данных, которые доступны на магнитных носителях или в режиме дистанционного доступа. Разновидностей баз данных очень много, но нас интересуют только те, которые содержат финансовую информацию, нужную для анализа.

Отчетные и скорректированные данные. Базы данных различаются между собой по составу компаний, информация о которых содержится в базе, и по исторической глубине собранной статистики. Они также различны по соотношению *отчетной* информации, которая взята непосредственно из финансовых отчетов, и *скорректированной* усилиями аналитиков ценных бумаг. Практически во всех банках данных осуществляется корректировка после расщепления акций и выплаты особенно значительных дивидендов. Но в тех случаях, когда имели место слияния или поглощения компаний или когда происходили существенные изменения правил бухгалтерского учета, по прошествии ряда лет разница между отчетными и скорректированными данными может оказаться значительной и очень важной. Значит, приступая к работе с компьютерной базой данных, аналитик ценных бумаг должен выяснить, в какой степени данные скорректированы, а в какой — они сырые.

Для аналитика представляют интерес и отчетные и скорректированные данные. Отчетные данные полезны при анализе прошлой динамики цен, а скорректированные — для выведения согласованной картины роста и прибыльности компании за ряд лет. Скорректированные данные необходимы и для того, чтобы иметь возможность сопоставлять разные компании.

Компьютерные базы данных представляют собой вторичный источник информации. Базы данных, содержащие только отчетные данные, можно в известном смысле уподобить справочникам агентств Moody или Standard & Poog. В обоих случаях действует та же оговорка: приступая к исследованиям, нужно наводить справки в первоисточнике. Если банк содержит только отчетные данные, аналитик должен их скорректировать, чтобы учесть влияние слияний и поглощений, изменения правил бухгалтерского учета и прекращения деятельности. Если банк содержит уже скорректированные данные, аналитик должен детально понять характер осуществленных корректировок и их достаточность (совместимость) с точки зрения методических требований, существующих в его организации.

Различие между отчетными и скорректированными данными дает основу для классификации банков данных. Ниже мы даем кратчайшее описание нескольких постоянно обновляемых банков данных.

Базы отчетных данных:

- *Value Line Data Base II.* Получает финансовые данные из годовых отчетов и формы 10-K примерно для 1700 промышленных, транс-

портных, финансовых и коммунальных компаний. Годовые данные ведутся с 1955 г., а поквартальные — с 1963 г. Вычисляются разные коэффициенты и отношения. Данные прошлых лет не корректируются после случаев слияний и поглощений. Если сама компания заново формулирует направления своей деятельности, эта информация поступает в базу. Файлы данных о доходах и прогнозах содержат годовые и квартальные прогнозы динамики доходов, рассчитанные исследовательским отделом компании Value Line. Там же содержатся ранговые оценки акций.

- *Disclosure II Data Base*. Содержит деловую и финансовую информацию о более чем 10 тыс. компаний. Информацию берут в отчетах, сдаваемых компаниями в Комиссию по ценным бумагам и биржам. Пользователи могут получить данные отчетов о прибылях и убытках за три года и балансовых отчетов — за два года. Никакие коэффициенты не рассчитываются.
- *Media General Financial Services*. Предоставляет финансовые данные по 5 тыс. компаний за 10 лет. Данные берутся из годовых отчетов (форма 10-K), промежуточных отчетов (форма 10-Q) и из электронной информации. Содержит данные о доходах, балансе, объеме сбыта, прибыли (поквартально), а также отраслевую информацию. Предоставляется анализ коэффициентов, а также информация о ценах и объемах реализации.

Базы скорректированных данных. Главным поставщиком скорректированных данных является Compustat Services (Compustat) Data Base, созданная и поддерживаемая агентством Standard & Poor. База содержит годовую информацию за 20 лет и поквартальную за 10 лет для более чем 6 тыс. промышленных компаний, а также для более чем 500 банков, телефонных компаний и компаний коммунального хозяйства. Данные берут из отчетов, рассылаемых акционерам и подаваемых в Комиссию по ценным бумагам и биржам. Чтобы обеспечить сопоставимость компаний, используются стандартизированные процедуры сбора информации.

Возможность создания системы сбора и ведения баз электронных данных о публичных компаниях продемонстрировала Комиссия по ценным бумагам и биржам, экспериментирующая с программой EDGAR. Другим примером является Национальная автоматизированная система обработки бухгалтерской информации (National Automated Accounting Research System — NAARS), создание которой оплачивает Американский институт дипломированных общественных бухгалтеров (AICPA) и в которой хранятся годовые отчеты (полный текст), примечания и дополнительные списки из формы 10-K за 5 лет по 4200 компаниям. Включена также информация, скорректированная с учетом инфляции, и данные о доходах на акцию. Сокращения, обозначающие учетные понятия, помогают пользователям быстро находить нужную информацию.

Рост такого рода банков данных будет зависеть от технологического развития и возможностей снизить расходы на получение и преобразование данных. Хотя сохраняется высокий спрос на информацию о прогнозе прибыли и дивидендов, существует тенденция создавать отраслевые базы данных (например, для здравоохранения и энергетики)¹¹. Также наблюдается тенденция объединять в единой базе данных макроэкономическую и отраслевую информацию с данными по отдельным компаниям. Некоторые компании стремятся к тому, чтобы их базы данных не отстали от процесса международной диверсификации портфелей ценных бумаг, хотя при этом им приходится решать проблемы несопоставимости учетных данных¹².

Компьютерные программы

Чтобы сделать финансовые данные пригодными для анализа, мало выдернуть информацию из отчетов акционерам, Комиссии по ценным бумагам и биржам и другим регулирующим органам. Нужно также рассчитать всевозможные коэффициенты, относительные показатели и темпы роста, которые нужны для анализа. Кроме того, аналитику нужно обеспечить сопоставимость данных, без чего нельзя проводить сравнительный анализ компаний.

Соответствующие компьютерные программы поставляют довольно много продавцов. Программы эти очень отличаются по объему и возможностям. В них сказываются представления разработчиков об анализе и оценках, и каждая стремится так или иначе совладать с современным информационным взрывом. Это очень быстрый и остроконкурентный рынок, и программы стремятся отвечать очень разным требованиям и запросам аналитиков.

Покупателям программ приходится исследовать множество предлагаемых продуктов, чтобы определить, какие пакеты окажутся более эффективными инструментами анализа и при этом совместимыми с уже используемыми программами. Покупаемые программы должны наилучшим образом дополнять существующие в организациях процессы анализа и оценки.

¹¹ По сообщению сотрудников компании Lynch, Jones & Ryan (New York) Д. Бермана (вице-президента) и С. Чемберлена (партнера).

¹² Одним из лидеров процесса обеспечения сопоставимости международных финансовых показателей является версия системы Morgan Stanley Capital International Perspective, приспособленная для пользователей персональных компьютеров. Здесь пользователь получает примерно 400 показателей, характеризующих 2000 крупнейших компаний из 19 стран. Существует также система IBES International, содержащая информацию о 3800 выпусках акций из 22 стран. Международную базу данных по примерно 3000 промышленных компаний из 24 стран содержит Worldscope Industrial Company Profiles, работающая в режиме разделенного времени служба, созданная компанией Wright Investors' Service of Bridgeport (Connecticut).

Поставщики программных продуктов составляют очень разнородную группу, куда входят брокерские дома, чисто программистские компании, инвестиционные менеджеры (банки, например) и фирмы, продающие инвестиционные консультации. Некоторые при этом создают собственные базы данных; другие — покупают уже имеющиеся и дополняют их программным обеспечением, нацеленным на удовлетворение запросов потребителей.

Хотя различия между пакетами программ велики, все они обычно осуществляют сортировку и предоставление данных, вычисляют коэффициенты и отношения и генерируют отчеты. Они обеспечивают загрузку в электронную память данных, выбранных программой или аналитиком. Приведем примеры пакетов программ.

- *Salomon Brothers' Stockfacts*. Система обеспечивает отдаленный доступ подписчиков к системам Compustat, Value Line, IBES и Zacks. Доступны годовые и квартальные данные, получаемые из балансовых отчетов, отчетов о прибылях и убытках, об источниках и использовании средств. Центром пакета программ являются факторная модель и модель дисконтирования дивидендов, которые позволяют рассчитывать темпы роста продаж и прибыли за пятилетний период, определяют чувствительность экономических факторов и прогнозируют прибыль для более чем 4500 компаний. Для прогнозирования роста используются сценарный подход и модель «ресурсы — продукция». Программа интерактивна и позволяет аналитику изменять экономический сценарий и вставлять полученные прогнозные значения в модель дисконтирования дивидендов. Возможен доступ к отраслевым прогнозам, разрабатываемым аналитиками компании Salomon¹³.
- *FactSet Data Systems*. В настоящее время пакет программ FactSet использует базы данных Compustat, Value Line, IBES и Zacks. Программа выводит на экран и позволяет анализировать финансовые отчеты компаний, коэффициенты прибыльности, темпы роста и оценки акций. Результаты последних 12 месяцев накладываются на данные за последние 10 лет. Кроме того, система содержит итеративную и интерактивную модели прогнозирования, которые способны учитывать сложную взаимосвязь решений корпораций о вложениях в активы, способов финансирования этих вложений, управления ими и роста прибыли. Модель дает аналитику возможность проверить целый ряд предположений и значений чувствительности факторов и генерирует стандартные финансовые отчеты¹⁴.

¹³ Подробное изложение развития факторной модели см.: The Evolution of a New Approach to Investment Risk'. New York: Salomon Brothers, 1984. May. Ожидается дальнейшее изменение и совершенствование пакета программ Stockfacts.

¹⁴ По сведениям, полученным от Говарда Уайли, президента Factset Data Systems (New York).

- *Drexel Burnham Lambert's Decision Analysis Investment Systems (DAIS)*. Система DAIS охватывает более 8000 компаний. База данных включает информацию финансовых отчетов, заимствованную в системах Compustat и Value Line, а также данные примерно по 600 компаниям, подготовленные аналитиками Drexel Burnham Lambert (DBL). База прогнозных данных включает прогнозы, рассчитанные системами Zacks и IBES, а также оценки будущей прибыли, цены акций и дивидендов, рассчитанные аналитиками DBL. Оценки получают с помощью разработанной компанией модели дисконтирования дивидендов и «исторической модели», которая для анализа акций использует коэффициенты «цена/прибыль» и «рыночная цена/балансовая оценка компании». Система интерактивна и позволяет пользователю исследовать разные сценарии. Модель дисконтирования дивидендов позволяет проводить анализ чувствительности, чтобы определить, как изменение исходных предпосылок влияет на доходность компании.
- *Shearson Lehman Brothers' Finstat*. В режиме отдаленного доступа эта система использует базу данных о ценах и другой информации, созданную корпорацией Interactive Data, данные о прогнозе прибыли, подготовленные компаниями Zacks и IBES, а также базу данных Compustat. Система дает доступ к годовым и квартальным отчетам компаний, к отраслевым показателям и дает возможность анализировать компании по видам деятельности и отдельным направлениям производства. Система имеет собственную базу данных, включающую годовые данные за 11 лет по 2600 крупным корпорациям и поквартальные данные за более чем 5 лет по двум с лишним тысячам компаний. В этой базе отчетные данные компаний скорректированы для учета особых и неповторяющихся событий. Она рассчитывает коэффициент прибыльности и другие показатели, структуру капитала и классифицирует активы.
- *Interactive Data Corporation*. Этот пакет программ компании PC Screen дает доступ к базам данных Compustat, IBES и др., содержащим информацию по более чем 6500 компаниям, и позволяет проводить разные виды финансового анализа. Программа Datasheet дает аналитику возможность загружать в свой компьютер данные, полученные в базах Compustat, IBES, Value Line и Extel (международные данные).
- *Lotus Development, Lotus One Source*. Этот пакет программ дает доступ к системам Compustat, Value Line, Media General, IBES, Ford Investor Services, Disclosure II и к ежедневным ценам акций. Система дает возможность преобразовывать и объединять базы данных для всестороннего анализа отраслей и компаний. Возможен анализ коэффициентов и эффективности.
- *Shaw Data Services Inc., Research Services*. Система использует четыре базы данных: Shaw's Security Evaluation Service, Merrill Lynch Data Service, IBES и BARRA Beta Coefficients. Есть доступ к детальной

финансовой информации и возможность проводить сопоставительный анализ отраслей и компаний.

Персональный компьютер, на котором установлены база данных и нужное программное обеспечение, стал могущественным инструментом анализа. С его помощью аналитики освободились от значительной части труда по сбору, упорядочиванию и обработке данных, благодаря чему у них освободилось время для анализа, прогнозирования и оценки компаний. Использование компьютера крайне облегчает получение агрегированных данных по отраслям и компаниям и их анализ. Применение компьютера облегчает составление и проверку альтернативных прогнозов¹⁵.

При этом аналитику следует сохранять скептицизм и здоровую подозрительность к достоверности всех финансовых отчетов, в том числе и потому, что их так много и они так хорошо подготовлены для дальнейшего анализа. *О необходимости корректировки информации можно судить только после беспристрастной и компетентной оценки исходных данных.*

Другие информационные источники

Дополнительная экономическая информация

Аналитики ценных бумаг используют множество данных, не относящихся к деятельности компаний, — об экономике в целом, о секторах и отраслях хозяйства. Значительную часть информации можно найти в публикациях Министерства торговли, просто незаменимы ежемесячные обзоры Survey of Current Business и Business Conditions Digest. Также полезны U.S. Industrial Outlook, обзоры урожайности, выпускаемые Министерством сельского хозяйства, и данные о добыче полезных ископаемых, публикуемые Управлением горной промышленности (Bureau of Mines). Важными источниками информации являются также Economic Report of the President, Federal Reserves Bulletin(s) и Flow of Funds Accounts, которые готовит Совет управляющих Федеральной резервной системы. Но это только малая часть публикаций правительственных агентств, с которыми нужно работать.

Отраслевые журналы

Много важных данных публикуют различные отраслевые издания. Эти публикации дают детальную картину текущего и ожидаемого в

¹⁵ Впрочем, использование компьютера создает свои проблемы. См.: Kolman J. Is the Microcomputer Becoming a Menace for Analysts? // Institutional Investor, 1985, August, p.245—246.

будущем состоянии отраслей. Они помогают аналитику быстро составить достаточно подробное и достоверное представление об истории и проблемах отрасли, с которой он в данный момент работает. Иногда аналитику удается получить неофициальные данные об интересующей его компании. Например, различные отраслевые публикации дают еженедельные оценки производства в различных автомобильных компаниях, в основных компаниях, производящих сталь и медь, или оценки урожая у главных производителей сахара¹⁶.

Официальные документы

В прошлом, когда многие корпорации тщательно скрывали все свои дела, проницательному аналитику нередко удавалось добывать мало известные подробности из официальных документов. (Примерами служат отчеты Федеральной комиссии по торговле и Комитета США по углю.) Сегодня новую информацию можно обнаружить в материалах подробных слушаний и дебатов, организуемых такими правительственными организациями, как Комиссия по ценным бумагам и биржам и Комиссия по торговле между штатами.

Прямые запросы на получение информации у компании

Публикуемую информацию иногда удается дополнить сведениями из частных источников, в том числе из общения с менеджерами компании. Нет никаких причин для того, чтобы акционеры не запрашивали конкретные сведения, и во многих случаях компании отвечают на такие запросы. Не стоит забывать, что акционер является владельцем компании, который нанимает менеджеров. Инвестор имеет право не только на вопрос, но и на ответ, разве что обнаруживаются убедительные причины, чтобы отказать в предоставлении информации.

Компании все чаще и охотнее удовлетворяют интерес акционеров. Так, можно получить разъяснение по поводу темных или необычных позиций в финансовых отчетах. Более 50 обществ аналитиков, входящих в Федерацию финансовых аналитиков, помогли аналитикам создать отличные рабочие отношения с руководителями корпораций. Деловые обеды этих организаций ежегодно посещают руководители многих компаний, которые помогают понять проблемы и перспективы своих корпораций. Дополнительные возможности узнать ситуацию и атмосферу, царящие в компаниях, открывают презентации, в которых участвуют все менеджеры корпорации.

¹⁶ Большая часть данных такого типа воспроизводится в *Wall Street Journal*. Полный перечень отраслевых журналов и отличный список источников инвестиционной информации можно найти в: *Cohen J. B., Zinbarg E. D. and Ziekel A. Investment Analysis and Portfolio Management*. 4th ed. Homewood, Ill.: Richard D. Irwin, 1982.

Прямые контакты с корпорациями дают более открытую и менее профильтрованную информацию, чем отчеты брокерских контор. Аналитики получают возможность внести ясность в вопросы, важные с точки зрения инвестиционных критериев их организаций. При этом аналитикам не следует забывать, что они не репортеры. Нужно опираться на собственные представления о силе компании, ее положении на рынке и перспективах роста. Аналитик должен использовать любую возможность потолковать с представителями разных ветвей корпоративного управления, чтобы получить необходимое для его работы глубинное понимание данной корпорации.

Глава 9

Качественные и количественные факторы в анализе ценных бумаг и концепция запаса прочности

Узнав, какая информация ему нужна и где ее можно найти, аналитик должен научиться ее использовать. Анализ ценных бумаг предполагает анализ самого бизнеса. Этим делом можно заниматься бесконечно долго, делая его все более и более детальным, а значит, нужно знать, где остановиться. Глубина анализа, естественно, определяется обстоятельствами. Покупатель 10 тыс. облигаций не станет анализировать ситуацию с той же подробностью, что большая страховая компания, решающая вопрос о покупке акций на 5 млн дол. Но и страховая компания не будет проводить столь же глубокие исследования, как инвестиционный банк, собирающийся принять на себя обязательства по размещению нового выпуска бумаг. С другой стороны, когда вы подбираете высококачественные облигации с доходностью, скажем, 9%, вам не нужен столь же серьезный анализ, как в случае, когда вам нужен надежный выпуск с доходностью 10,5% или когда вы готовите бесспорную сделку с обыкновенными акциями.

Масштабы анализа и ценность данных

Аналитик должен воспитывать в себе чувство пропорций, которое подсказывало бы ему, как глубоко копать. Выбирая и обрабатывая материалы, нужно учитывать не только их значение и надежность, но и доступность и выгодность. Доступность массы данных (как, например, в отчетах железнодорожных компаний перед Комиссией по торговле между штатами) не должна провоцировать аналитика на подробную разработку малосущественной информации.

Но нередко бывает и так, что приходится удовлетворяться недостаточной информацией, поскольку на получение дополнительной информации придется тратить чрезмерные, не оправданные проблемой усилия. Так бывает с некоторыми аспектами полного анализа компании, когда речь идет о краткосрочных и неустойчивых факторах (например, в какой степени компания зависит от патентной защиты или от преимуществ географического положения или от благоприятных условий труда).

Аналитик прежде всего должен понимать, что ценность любых данных сильно зависит от типа изучаемой компании. Когда речь идет о стабильной компании, такой, как корпорация коммунального хозяйства, большая цепь розничных магазинов или пищевая компания, финансовые отчеты за пять лет представляют собой вполне надежную основу для оценки безопасности старшего долга или привлекательности обыкновенных акций. Но данные за тот же срок о доходах небольшой промышленной компании из высококонкурентной или высокотехнологичной отрасли (например, электроника) могут оказаться крайне ненадежным основанием для оценки будущей прибыли, а значит, эта информация, можно считать, просто ничего не стоит. То же самое верно и для любых спекулятивных предприятий. (Тем не менее временами для публичного размещения предлагаются бумаги множества небольших предприятий, которые могут похвастать только тремя—пятью годами удовлетворительного сбыта и несколькими кварталами приемлемой прибыльности.)

Количественные и качественные аспекты анализа

Для удобства разделим элементы анализа на количественные и качественные. Количественный анализ опирается на статистику, то есть на все полезные данные, которые содержатся в отчетах о прибылях и убытках, балансовых отчетах и отчетах об использовании и источниках средств, а также всевозможные данные о производстве, ценах на продукцию, издержках, мощностях, невыполненных заказах и пенсионных обязательствах. Разнообразные показатели можно объединить в следующие группы: 1) капитализация; 2) прибыль и дивиденды; 3) активы и пассивы; и 4) производственная статистика.

В состав качественных факторов входят природа бизнеса; относительное положение компании в отрасли и острота рыночной конкуренции (этот аспект смыкается с количественными факторами, поскольку характеризуется множеством данных, подлежащих именно количественному анализу); физические, географические и производственные характеристики компании; особенности управления и, наконец, прогноз перспектив для компании и отрасли в целом. В настоящее время годовые отчеты компании содержат гораздо больше сведений на эти темы, чем в прошлом. Но чтобы полнее представлять себе ситуацию, аналитик должен обращаться к очень разным, в том числе малонадежным, источникам информации, к таким, например, как мнения.

Вообще говоря, при оценке конкретной компании количественные факторы располагают к более точному учету, чем качественные. Нужные данные о прошлом легче получить и они более пригодны для вывода определенных заключений. Более того, финансовые результаты представляют собой сжатое отражение таких качественных характеристик, как деловые способности давно и хорошо окопавшегося руководства. Эта точка зрения не преуменьшает значения качественных характеристик для оценки компании, но всего лишь указывает на то, что их детальное изучение бывает оправдано только потребностью в дополнительном понимании обстоятельств, важных для оценки компании. Такое изучение должно помочь аналитику удержаться от того, чтобы спутать надежды с фактами.

Качественные факторы

Тщательнее всего исследуют следующие качественные характеристики: природа бизнеса, особенности управления и перспективы получения прибыли. Эти характеристики очень важны и их труднее всего оценить.

Природа и перспективы бизнеса: отраслевой анализ

Концепция природы бизнеса включает общую идею о перспективах на будущее. Если аналитик (или инвестор) может осуществить подробный анализ отрасли, он обнаружит, что существует изрядное количество доступной и полезной количественной информации. Но есть две причины, по которым этот анализ считается качественным. Во-первых, представления инвестора о «хорошем» бизнесе зачастую базируются на догадках и предрассудках, а не только на хорошем знании отрасли. Во-вторых, когда исходя из знания отраслевой ситуации делают прогноз для отдельной компании, неизбежен субъективизм суждений.

Роль изучения отрасли. Вопрос о роли отраслевых исследований в принятии инвестиционных решений очень спорен. Одно из крайних мнений заключается в том, что верный выбор отрасли решает все, а выбор компании есть дело почти третьестепенное. Ему противостоит утверждение, что не только выбор компании есть самое главное, но отраслевые соображения и вообще-то мало что значат, поскольку все большее число крупных корпораций работают сразу в нескольких отраслях¹. Тем не менее подход к инвестированию в обыкновенные акции заключается в том, что сначала выбирают самую перспективную отрасль или отрасли, а затем в этих отраслях отбирают недооцененные или скромно оцененные компании.

Но даже если перспективы отрасли выглядят достаточно привлекательными, это еще не довод, что следует непременно покупать такие-то акции. Хорошо известны примеры компаний, которые годами двигались в направлении, обратном общеотраслевому движению. Поэтому не стоит переоценивать роль отраслевых тенденций при выборе конкретных акций. Даже если у отрасли в целом замечательные перспективы на будущее, не всем отраслевым компаниям гарантировано процветание. Точно также в застойных отраслях не все фирмы обречены на упадок.

Например, в последние десять лет доходность акций предприятий аэрокосмической промышленности росла, а у компании Boeing — падала. И так продолжалось до самого последнего времени, когда произошел перелом. И наоборот, доходность акций машиностроительных компаний падает уже довольно давно, но акции Ex-Cell-O (диверсифицированный производитель станков, упаковочных линий, автомобильных узлов и т.п.) продолжали расти вплоть до момента, когда эту компанию в 1986 г. поглотила корпорация Textron.

При всем различии мнений о роли отраслевых оценок при инвестировании в обыкновенные акции совершенно ясно, что эффективность компании не может быть полностью или надолго изолирована от экономического климата в отрасли(ях), составляющей(их) основу ее деятельности. Поэтому при оценке конкретных компаний очень важно учитывать общеотраслевую информацию.

¹ Растущая диверсификация производства, а в последние годы еще и волна слияний и поглощений превращают все большее число корпораций в многоотраслевые предприятия. В результате становится все менее понятной отраслевая принадлежность сложных корпоративных образований. Примерами являются предприятия, возникшие после того, как Philip Morris приобрела General Food, Nestle — Carnation, а R.J.Reynolds — Nabisco Brands. (См.: The Brand-name Mergers // Business Week, 1985, October 21, p.108—116). О размахе этой тенденции говорит то, что в обзорах Value Line Investment Survey появился раздел «многоотраслевые компании», в который включены 42 диверсифицированные корпорации. Тем не менее в большинстве важных отраслей сохраняется ядро компаний, которые вполне сопоставимы с точки зрения инвестора. Так что если использовать отраслевые данные не как точный, а как широкий показатель доходности и финансовой структуры, они окажутся вполне полезным инструментом анализа.

Глубина отраслевого анализа. Если отраслевые данные важны, можно ли заключить, что равно важны и отраслевые исследования? Очень сомнительна фундаментальная полезность громадного большинства отраслевых исследований, которые представляют собой главным образом «переваривание» легкодоступной и обычно знакомой информации. В той мере, в какой эти исследования охватывают прошлое, изучаемые факторы уже успели повлиять на результаты, достигнутые отраслевыми компаниями, и на среднюю рыночную цену их акций и облигаций. Переоценка роли благоприятного или неблагоприятного положения отрасли в получении компанией высоких или низких доходов чревата риском того, что причина и результат будут учтены как два фактора оценки, а не один, как оно и есть на самом деле. В той степени, в какой эти исследования нацелены на будущее, они исходят из того, что прошлые особенности и тенденции сохранятся и впредь. Эта проекция прошлого на будущее бывает причиной ошибок не реже, чем она бывает полезна.

Отраслевой анализ может быть полезен при выборе акций для инвестирования только при условии, что он будет достаточно глубок, чтобы породить новую информацию и углубить наше знание об устройстве и анатомии отрасли. Более того, центральным моментом анализа отраслей и компаний является сравнительный анализ. А это значит, что отраслевую эффективность нужно оценивать по сравнению с другими отраслями. Такого типа отраслевые исследования позволяют лучше понять силы, действующие в отрасли, и лучше оценить ее эффективность, что дает возможность точнее предвидеть будущее.

Такие исследования особенно ценны, если они приводят к обоснованным и непопулярным выводам. Обычно такие выводы *предсказывают* перелом условий или тенденций, которые устоялись настолько давно и основательно, что Уолл-стрит начал их воспринимать как нечто неизблемое. Переломы такого рода происходят поразительно часто, что видно из таблицы 9.1, в которой сведены данные о средней доходности совокупных активов по 17 отраслям за период с 1976 по 1980 г. и с 1981 по 1985 г. Заметьте, что за этот короткий период произошло резкое падение прибыльности в машиностроении и лесопереработке. Зато относительная прибыльность электромашиностроительной и аэрокосмической промышленности существенно возросла. Более того, из 17 отраслей только две сохранили во второй половине десятилетнего периода тот же ранг, что имели в первой.

Финансовые данные о крупных компаниях (объем продаж, активы, прибыли и пр.) можно получать в брокерских домах, в компаниях, оказывающих инвестиционные услуги, и в других источниках. Накапливая данные и разнородный описательный материал, аналитик получает возможность разобраться в природе бизнеса отдельных компаний. Анализ отдельных выпусков ценных бумаг должен учитывать общеотраслевые условия, которые оказывают влияние на эффективность работы

Таблица 9.1. Средняя доходность совокупных активов за 1976—1980 гг. и 1981—1985 гг.

1976—1980 гг.			1981—1985 гг.		
Ранг	Отрасль	Доходность (в %)	Ранг	Отрасль	Доходность (в %)
1	Косметическая	11,35	1	Фармацевтическая	11,28
2	Фармацевтическая	11,23	2	Компьютеры и деловое оборудование	9,08
3	Компьютеры и деловое оборудование	10,58	3	Электроника	8,28
4	Бурильное оборудование и обслуживание	10,04	4	Косметическая	8,22
5	Электроника	9,23	5	Электромашиностроение	8,21
6	Пищевая	8,01	6	Пищевая	8,00
7	Машиностроение	7,92	7	Бурильное оборудование и обслуживание	6,34
8	Нефтедобыча (отечественная)	7,84	8	Аэрокосмическая	6,23
9	Бумажная	7,54	9	Нефтедобыча (отечественная)	6,11
10	Лесоперерабатывающая	7,43	10	Нефтедобыча (за рубежом)	5,85
11	Нефтедобыча (за рубежом)	7,37	11	Бумажная	5,48
12	Электромашино- строение	7,41	12	Химическая	4,43
13	Стройматериалы	6,72	13	Розничная торговля	4,12
14	Химическая	6,70	14	Лесоперерабатывающая	2,78
15	Аэрокосмическая	6,08	15	Стройматериалы	2,74
16	Розничная торговля	5,60	16	Машиностроение	0,43
17	Сталелитейная	2,66	17	Сталелитейная	-1,92

компании. (Более подробно об отраслевом анализе мы поговорим в главе 22.)

Нефинансовые факторы

Есть существенные источники влияния на бизнес, о которых нельзя узнать из финансовых отчетов или отраслевого анализа. Производители сигарет, равно как и производители крепких спиртных напитков, столкнулись с тем, что общество приветствует повышение акцизных налогов на их продукцию. Спрос сокращается как из-за роста розничных цен, так и из-за ограничений на рекламу. Акции компаний из этих

отраслей постоянно производят впечатление недооцененных рынком. Менеджеры компаний R.J.Reynolds (сейчас RJR Nabisco), Philip Morris и American Tobacco пошли на диверсификацию бизнеса. Компании Liggett Group и P. Lorillard стали частью многоотраслевых компаний, а Seagram Company стала владельцем 22,5% акций компании DuPont.

Политика регулирования. Изменения политики и практики регулирования могут решительно изменять конкурентную ситуацию и величину издержек. Примером этому служит опыт таких разных отраслей, как банки, теле- и радиовещание, фармацевтическая промышленность и здравоохранение, страхование, сфера коммунальных услуг и телекоммуникаций, ссудосберегательные организации и транспортные компании. Надежная оценка текущей и будущей способности получать прибыль невозможна без обоснованных качественных оценок будущего положения в области регулирования.

Развитие государственного регулирования определяется действием не только экономических, но и политических факторов. Защита рынков и отраслей, поощрение ядерной энергетики, сферы финансовых услуг и защита сельскохозяйственных цен — все эти направления политики очень спорны в рамках чисто экономической логики, но оказываются реализованными в силу трудно прогнозируемого регионального и политического давления. Аналитику ценных бумаг приходится учитывать влияние такого рода факторов.

Социальные вопросы. Равные возможности занятости, противоречивая концепция сопоставимого богатства, трудовые отношения, стандарты безопасности работников, качество продукции и приемы маркетинга — обсуждение всех этих вопросов стало результатом активности тех, кто защищает стандарты социальной ответственности. Поскольку при оценке роли такого рода вопросов приходится полагаться на субъективные суждения, аналитики ценных бумаг явно предпочитают переложить бремя их оценки и принятия решения на самих инвесторов².

² Центр исследования ответственности инвесторов (The Investor Responsibility Research Center, IRC) является неприбыльным исследовательским центром, который расположен в Вашингтоне, округ Колумбия, и был создан образовательными фондами и организациями для получения и распространения объективной информации о социальной ответственности акционеров. Подписчиками изданий Центра стали, естественно, банки, страховые компании, пенсионные фонды и менеджеры других инвестиционных организаций. В настоящее время предметом исследований Центра являются, помимо чисто социальных вопросов, проблемы Южной Африки и управления корпорациями. В деятельности Центра активно участвуют расположенные в Нью-Йорке организации, занимающиеся социальными и этическими проблемами, такие, как Совет по экономическим приоритетам и Межконфессиональный центр по ответственности корпораций. Перспективы движения за большую социальную ответственность инвесторов обсуждаются в работе: McGill D. M. ed. *Social Investing*. Homewood, Ill.: Richard D. Irwin for the Pension Research Council, 1984.

Но бывают ситуации, когда эти абстрактные рассуждения об ответственности и поведении корпораций обретают действенность. Когда вопрос о том, что изделия из асбеста вредны для здоровья, стал предметом широкого обсуждения, компании Manville Corporation и A.H. Robins подали петиции о банкротстве по статье 11. Вопрос о безопасности работников оказался в центре общественного внимания после катастрофы на расположенном в Индии (штат Бхопал) заводе компании Union Carbide. В течение ряда лет акционерам приходилось заниматься вопросами маркетинга и полного информирования потребителей детских лекарств в странах третьего мира. Бойкот товаров корпорации Nestle отечественными потребителями продолжался до тех пор, пока компания не приняла стандарты Всемирной организации здравоохранения в области товаров для детей. Некоторые инвесторы отказываются от владения ценными бумагами компаний, производящих космическое и другое оружие. Очень сомнительно, чтобы такой бойкот со стороны инвесторов мог повлиять на цены этих компаний. Невысокая доходность акций крупных оружейных подрядчиков может быть просто результатом риска, связанного с тем, что у этих компаний есть только один заказчик — Министерство обороны.

Южно-Африканская Республика. Роль американских компаний, занимавшихся бизнесом в ЮАР, была для инвесторов еще одной социальной или этической проблемой. Сторонники ухода из этой страны утверждали, что само присутствие в ней крупных корпораций было знаком того, что мир поддерживает и одобряет позорную расовую политику белого меньшинства. Их противники возражали, что те, кто подписал принципы Салливана, способствовали конструктивным изменениям, подрывавшим социальную и экономическую несправедливость по отношению к небелому населению ЮАР. Позднейшие варианты принципов Салливана даже подтолкнули корпорации США к тому, чтобы активно содействовать реализации таких гражданских прав, как право на свободу передвижения, на владение собственным домом и на образование. Некоторые компании продолжали действовать в этом направлении вплоть до момента, когда их просто изгнали из страны.

У большинства крупных компаний объем продаж и прибыль от операций в ЮАР не превышали 1%. Поэтому ликвидация соответствующей деятельности редко ставила аналитика перед необходимостью корректировать показатели и оценки компаний. Но совсем другой вопрос — угроза отказа от покупки товаров и услуг со стороны правительственных органов. Точно также участие банка в кредитных операциях в ЮАР могло стать причиной для закрытия правительственных счетов в этом банке.

Острота споров относительно инвестиций в ЮАР неизбежно возбуждала внимание к таким проблемам, как деловые связи с коммунисти-

чекскими странами, трудовые отношения в Северной Ирландии и права человека в Чили.

Экология. Защитники окружающей среды давно нападают на технологии, используемые в производстве цемента, бумаги, стали и химической продукции, которые считаются главными источниками загрязнения воды и воздуха. Проблемы избавления от токсичных отходов возникли во многих районах, а опасность кислотных дождей стала предметом переговоров между штатами и даже между странами (с Канадой) о том, как делить расходы на их сокращение.

Старые заводы по производству бумаги, которые невозможно перестроить, чтобы снизить ущерб для окружающей среды, приходится закрывать, а это значит, что аналитик должен быть в курсе этих аспектов производства. Расходы на устранение ущерба, причиненного природе из-за небрежности в обращении с отходами производства, скорее всего, не станут источником роста эффективности и производительности. В ходе модернизации сталелитейной промышленности, например, немало дополнительных средств было потрачено на оборудование, позволяющее контролировать выбросы вредных веществ.

Последствия. Такого рода нефинансовые факторы легко могут отвлечь аналитика от изучения измеримых показателей, таких, как объем продаж и разные компоненты способности получать прибыль. До некоторой степени, конечно, так и должно быть. Но намного важнее любой проблемы то, как руководство компании подходит к ее решению. Вряд ли аналитику когда-нибудь станут известны подробности того, как в четырех стенах совещательной комнаты принимаются важные политические решения, но он может многое понять, просто внимательно наблюдая за тем, как компания выстраивает отношения со своими работниками, клиентами, общественными и государственными организациями, со средствами информации, аналитиками и акционерами. Отсутствие отзывчивости, гибкости и пренебрежение окружением, в котором работает компания, служат почти безошибочными признаками ложности мотивов, которыми руководствуются ведущие менеджеры, и сулят в будущем проблемы и осложнения.

Если аналитик принимает поговорку «Дело бизнеса есть бизнес», для него вопросы социальной и местной ответственности пустые слова или, еще хуже, отвлечение ценных ресурсов на то, что не приносит прибыли. Этот близорукий взгляд игнорирует тот факт, что в США бизнес, как и все другие важные институты общества, должны ежедневно подтверждать свое право на существование, демонстрируя подотчетность и ответственность собственного поведения. Лозунг корпораций «Мы должны быть богатыми, чтобы творить добро» совершенно верен, но публика всегда будет настаивать на том, чтобы корпорации не забывали о второй части лозунга.

Управление

Многие считают, что важнее найти хорошо управляемую компанию, чем компанию из растущей отрасли. Достоверная информация об управлении достаточно скудна. Существует очень мало объективных тестов менеджерских способностей, и они преимущественно ненаучны. В большинстве случаев инвестору приходится полагаться на репутацию, которая может оказаться вполне незаслуженной. Самым убедительным свидетельством достоинств руководства является устойчивость более высоких, чем у других, результатов, но это возвращает нас к количественным оценкам.

Фондовый рынок склонен дважды учитывать фактор хорошего руководства компаний. Цена акций отражает высокие и растущие доходы, которые являются результатом квалифицированного управления. Аналитик отдельно набавляет оценки за «хорошее управление». Нередко такой двойной счет ведет к завышению оценок.

Если полагаться только на количественные оценки, придется признать, что большинство фармацевтических и газетных компаний управляются хорошо, а производители сельскохозяйственных машин и стали — плохо. Но настоящая причина различий кроется почти наверняка в сложившейся структуре и динамике цен и в конкуренции со стороны зарубежных производителей. Более того, сегодняшние показатели эффективности и прибыльности являются, как правило, результатом решений, принятых пять или десять лет назад совершенно другой командой управленцев.

Когда уже произошли или только ожидаются существенные изменения в составе руководства, этот фактор обретает самостоятельное значение. В таких ситуациях можно предполагать, что будущие результаты будут отличаться от прошлых. Обычно, хотя и не всегда, изменения в руководстве ведут к лучшему. Ведь чаще всего причиной резких изменений бывает неудовлетворительность результатов, что требует резких перемен. Здесь аналитику могут очень пригодиться хорошие личные отношения с новыми руководителями компании. Тогда он может оказаться в состоянии предвидеть такие будущие результаты, которые еще не нашли отражения в ценах акций и облигаций.

Будущая прибыль

Ключевым фактором анализа и оценки обыкновенных акций является динамика прибыли. Рост прибыли говорит о хороших перспективах, и его надлежит должным образом учитывать в оценке³. Если отраженные

³ Опрос 2000 членов Федерации аналитиков ценных бумаг показал, что подавляющее большинство гораздо выше ставят рост доходности в следующие пять лет, чем краткосрочные изменения этого показателя. (Chugh L. C. and Meador J. V. The Stock Valuation Process: The Analysts' View // Financial Analysts Journal, 1984, November—December, p.41—48).

на графике показатели продаж, прибыли или другие финансовые показатели компании или отрасли показывают достаточно устойчивый рост, разумным и желательным делом будет измерение этого роста — на глаз или с помощью математических расчетов.

Нельзя не одобрить использование трендовых расчетов. Одновременно следует подчеркнуть, что применение трендовых кривых для оценки прошлой эффективности и для прогнозирования будущего совсем не одно и то же. Только в специфических случаях можно использовать прошлые результаты для оценки будущей прибыли и цены обыкновенных акций, но и в этих случаях нужно проявлять особую осторожность. Аналитик должен отдавать себе полный отчет в сомнительности техники экстраполяции.

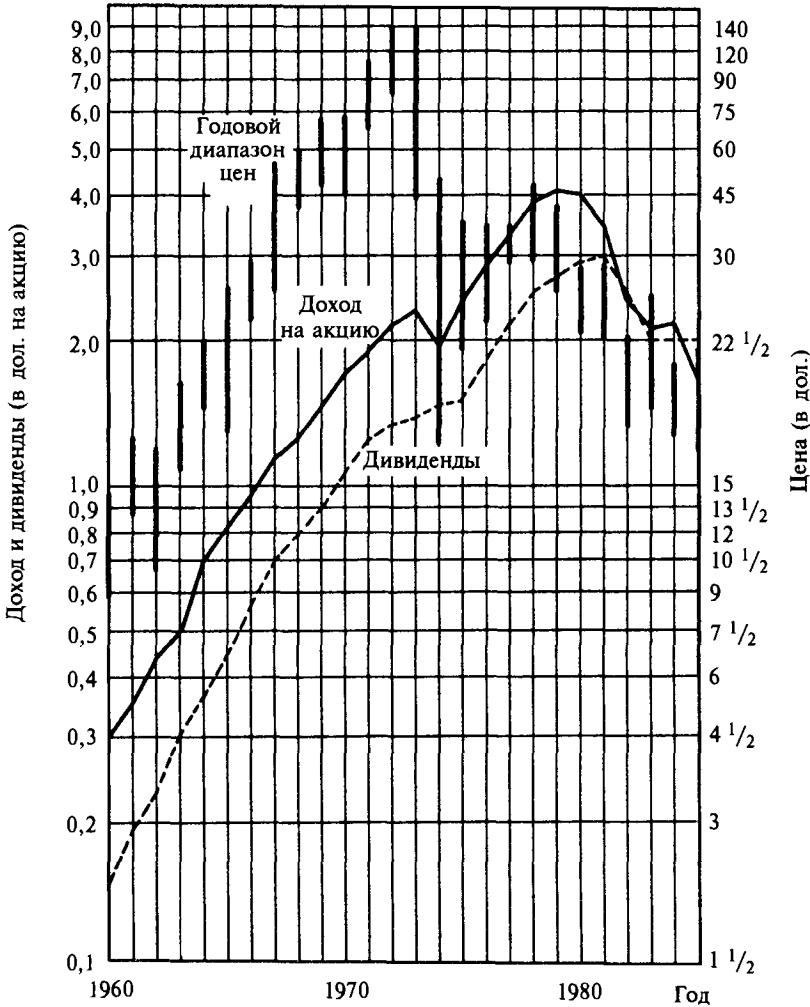
Математически обработанная статистика доходов — это факт, но проецирование найденной закономерности на будущее — всего лишь догадка. Реально действующие экономические факторы, препятствующие длительному сохранению условий необычного процветания или упадка национального хозяйства в целом, в равной степени противодействуют бесконечному сохранению такой же ситуации для отдельных отраслей и компаний⁴. Когда возникает уверенность, что тенденции вполне устоялись, тогда созрели условия для перемен.

Например, за 1960—1973 гг. прибыль на акцию компании Avon Products увеличивалась ежегодно на 17,4%. Из графика на рисунке 9.1 видно, что этот рост отличался монотонностью и непрерывностью. Это сделало акции компании одними из самых уважаемых в эту эпоху роста. Рост ненадолго прервался в 1974 г., но потом опять возобновился, и до 1979 г. прибыль на акцию продолжала увеличиваться на 17% в год. Однако после 1979 г. началось столь же устойчивое и целенаправленное падение прибыли на акцию, и в 1984 г. величина этого показателя составляла только 52% от уровня 1979 г. Соответственно цена акций в 1984 г. составила только 14% от ее максимального значения, достигнутого в 1972 г.

Трендовая линия, как и всякий другой статистический показатель, отражает закономерности динамики данных в этом временном интервале, в том числе все разнонаправленные силы, действовавшие в этот период. Например, трендовая линия, отражающая совокупную чистую прибыль

⁴ В известном исследовании этого вопроса (см.: *Craig J. B. and Malkiel B. G. The Consensus and Accuracy of Some Predictions of the Growth of Corporate Earnings // The Journal of Finance, 1968, March, p.67—84*) авторы заключают: «Накопленные факты позволяют сделать вывод, что рост прибыли в прошлом не является надежной основой для предсказаний на будущее». Ставшая классической статья Яна Д. Литгла носит название «Шурум-бурумный рост» (*Little I. D. Higgledy-Piggledy Growth, 1962*) и показывает, что в Великобритании показатели прибыли корпораций за прошлые периоды не помогают предсказать их величину в будущем, то есть в этих рядах отсутствует внутренняя корреляция. Джон Линтнер и Роберт Глаубер, так же как и другие исследователи, подтвердили этот результат для американских компаний.

Рисунок 9.1. Компания Avon Products, Inc.: годовой доход, дивиденды и диапазон цен на акции, 1960—1985 гг.
(В 1985 г. компания прекратила деятельность)



группы из пяти международных нефтяных компаний, между 1970 и 1980 гг. росла со среднегодовой скоростью 16,6%. Но в 1981 г. аналитик остановился бы, прежде чем экстраполировать этот рост дальше. В росте доходов существенную роль сыграли формирование ОПЕК и ценовая политика этого международного нефтяного картеля, а также рост спроса на нефть, характерный для этого периода. В результате совместного действия этих сил совокупная чистая прибыль пяти нефтяных компаний выросла на

122% между 1972 и 1974 гг. и на 128% между 1978 и 1980 гг.⁵ Чистая прибыль компаний возрастала преимущественно скачками, а не в ходе поступательного движения вдоль трендовой линии. К тому же в 1981 г. аналитика насторожило бы прекращение роста цен на нефть, сокращение спроса на нефть в результате общемирового экономического спада, усилий по экономии энергии, роста добычи и нарастания противоречий внутри ОПЕК. Задачей аналитика является предвидение изменений в тот момент, когда все остальные занимаются экстраполяциями.

Трендовые расчеты — это полезный инструмент, и аналитик должен им владеть. Но это лишь *один из* инструментов, который следует использовать наравне с *отдельными значениями* показателей и их *средними значениями*. Не стоит уж слишком радоваться тому, что у нас есть математические формулы для расчета трендов. Мало того, что использование формул предполагает ряд произвольных решений аналитика (выбор периода, выбор формулы и пр.), но существуют ситуации, когда ценность трендового анализа просто сомнительна.

Метод экстраполяции производит впечатление чего-то основательного и определенного, и это способно ввести в заблуждение. Экстраполяцию можно использовать только как грубую оценку того, что может случиться в будущем. Более того, нельзя допускать, чтобы экстраполяция трендовых линий, которую можно продлить до бесконечности, заслоняла понимание неблагоприятности финансовых условий в прошлом и настоящем. Поясним эту важную мысль примером из отдаленного прошлого.

В 1929 г. почти все холдинговые структуры, владевшие предприятиями коммунального хозяйства, демонстрировали непрерывный рост доходов, но из-за пирамидальной структуры капитала их постоянные издержки были настолько велики, что поглощали почти все поступления. Инвесторы покупали облигации этих структур из простодушной веры в теорию, что незначительность запаса прочности не является пороком, поскольку доход определенно будет расти и дальше. В этом и заключалось их предвидение будущего, и от точности этого предвидения зависела оправданность вложений. Если бы предвидение оказалось неверным (что и произошло в 1931—1932 гг.), они были бы обречены на значительные потери.

Можно вспомнить еще облигации железных дорог и стальных компаний того же периода, которые в силу прежней устойчиво высокой доходности имели прекрасную репутацию. А в результате консервативные инвесторы, следовавшие традициям здравого смысла, так же как залезшие в долги спекулянты, оказались разоренными в ходе биржевых крахов 1929—1932 гг. и сопутствовавшей им депрессии.

⁵ Данные для этого примера взяты из обзоров, посвященных отдельным нефтяным компаниям: Exxon Corporation, The Royal Dutch/Shell Transport Group, Chevron Corporation, Mobil Corporation и Texaco Incorporated.

Недавний опыт инвесторов с трастовыми компаниями инвестирования в недвижимость показывает, однако, что привлекательность идеи добиться постоянного высокого роста за счет больших долгов не исчезла даже после Великой депрессии. Трастовые компании инвестирования в недвижимость были запущены Конгрессом в 1960 г., чтобы мелкие инвесторы смогли участвовать в кредитовании операций с недвижимостью. Возникшая структура была просто идеально приспособлена к тому, чтобы на пути к пропасти попасть в катастрофу. Налоговая служба требовала, чтобы эти трастовые компании не создавали резервных фондов. Стимулы для наращивания долга и давление в пользу немедленного инвестирования средств стали причиной такого финансового положения, когда катастрофу мог бы предотвратить только сильный и непрерывный рост цен на недвижимость.

К концу 1969 г. трастовые компании инвестирования в недвижимость имели активы на 2,5 млрд дол. и собственный капитал на 1,6 млрд дол. Пик был достигнут в 1974 г., когда активы выросли почти до 21 млрд дол., но собственный капитал составил только 6,6 млрд дол. Когда выяснилось, что дерево не дорастет до небес, дивиденды упали на 79% (к середине 1979 г. по сравнению с 1974 г.), а цена акций — на 75% (по сравнению с 1972 г.). Выжили только те немногие трастовые компании, которые меньше полагались на заемные средства и более разумно вкладывали собственный капитал⁶.

Качественные факторы ускользают от оценок

Экстраполяция представляет собой суждение о перспективах. В анализе ценных бумаг, повторим еще раз, это не количественный, а качественный фактор. Здесь все так же, как при оценке природы компании и способности команды менеджеров, которые важны при оценке перспектив. Общий характер этих качественных оценок очень близок. Во всех этих случаях аналитику очень нелегко решить, насколько верно эти факторы отражены в цене данного выпуска акций или облигаций. Опасна существующая тенденция преувеличивать их роль, и эта тенденция сильно сказывается в деятельности рынка. Постоянные колебания вверх и вниз вызваны тем, что когда цены определяются преимущественно из оценки перспектив, суждения не могут проверены никакими вычислениями и почти неизбежно тяготеют к крайностям.

Важная роль количественных факторов для анализа

Отметьте, что основная идея этой книги заключается в том, что анализ ценных бумаг представляет собой прежде всего процесс *измере-*

⁶ См.: Polakoff M. E. and Durkin T. A. Financial Institutions and Markets. 2d ed. Boston: Houghton Mifflin, p.194—195.

ния запаса надежности в случае облигаций или цены в случае обыкновенных акций. Результатом такого подхода, как было отмечено в главе 3, является выбор методов оценки, а не предвидения. Но здесь мы должны предостеречь. При анализе и оценке компаний не следует придавать *недолжный* вес не поддающимся измерению качественным факторам. Именно это безрассудное преувеличение роли качественных факторов породило популярную в 1960-х и в начале 1970-х годов поговорку: «Ты удостоверься в качестве, а цена сама о себе побеспокоится». В ходе рыночного кризиса 1973—1974 гг. эта концепция стала причиной катастрофических потерь у держателей акций, входящих в группу роста (так называемые одноразовые акции). Масштабы потерь иллюстрируют следующие данные:

Компания	Высшее значение в 1972—1973 гг.	Низшее значение в 1974 г.	Падение (в %)
Control Data	39 $\frac{5}{8}$	4 $\frac{3}{4}$	88
Honeywell	85 $\frac{3}{8}$	8 $\frac{3}{4}$	90
IBM	91 $\frac{1}{4}$	37 $\frac{5}{8}$	59
RCA	45	9 $\frac{1}{4}$	79

Качественные факторы, конечно же, важны для анализа и оценки акций и облигаций. Мы уже упоминали опрос 2000 членов Федерации финансовых аналитиков, который показал, что в основе предвидения лежит учет прежде всего качественных факторов⁷. Сегодняшняя ситуация отличается от того, что было в начале 1960-х, тем, что в нашем распоряжении куда больше количественных данных, пригодных для проверки и оценки этих факторов. Для оценки результат должен заключаться в более полном и достоверном учете качественных факторов.

Анализ ценных бумаг и будущее

Оценки будущих значений финансовых показателей базируются, естественно, на ожиданиях и расчетах. Ожидания надежны, когда прошлые достижения компании представляют собой достаточно надежное указание на будущее. В этом отношении подход аналитика диаметрально противоположен подходу спекулянта, который готов встретиться с любой неопределенностью и для которого прошлое никак не связано с будущим. Для аналитиков будущее — это риск, который нужно учитывать и по возможности нейтрализовать.

Защита от опасностей будущего. У аналитика есть несколько способов защиты от опасностей будущего. Аналитик может положиться на уровень надежности ценных бумаг, достаточный, чтобы выстоять при лю-

⁷ Chugh L. C. and Meador J. V. The Stock Valuation Process: The Analysts View, p.41—48.

бых неблагоприятных событиях. В таких случаях аналитик заранее готов к тому, что в ходе рецессии выбранный и рекомендованный им для покупки выпуск акций не будет доходным, но он будет рассчитывать на то, что *финансовая сила* компании позволит ей пройти через тяжелый период и что *средняя доходность* окажется достаточной, чтобы оправдать вложения в эти акции.

В других случаях аналитик может ориентироваться на *внутреннюю стабильность*. Здесь природа отрасли или компании должна быть такой, чтобы сделать ее неуязвимой для повторяющихся неблагоприятных условий, которые губительны для других компаний.

Наконец, аналитик может сделать ставку на собственно *перспективы* и отбирать компании, для которых перспективы лучше, чем в среднем для рынка. Выбирая обыкновенные акции, аналитик будет оценивать такие предприятия более снисходительно, чем другие. Но следует опасаться того, что снисходительность перерастет в энтузиазм, и тогда трезвая умеренность, которая отличает аналитика от спекулянта, будет утеряна. Аналитик ценных бумаг пребывает в наибольшей безопасности, когда радужные перспективы истолковываются как дополнительное основание для покупки, которая была бы вполне разумна и оправдана даже в том случае, если бы мы основывались только на прошлых данных и текущей ситуации.

Внутренняя стабильность. Фактор внутренней стабильности особенно привлекателен для аналитика, поскольку он делает минимальным риск того, что новые условия сделают недействительными все построенные на прошлом расчеты. Стабильность может иметь количественное выражение. Можно, например, сказать, что за 15 лет — с 1970 по 1984 г. — доходность капитала Winn-Dixie, Inc. никогда не падала ниже 16,6% и не поднималась выше 20,1%. Более того, ее средняя доходность за два последних пятилетия была почти одинаковой (17,7 и 17,2% соответственно). Или так: доходность акций United States Tobacco Company последние 20 лет росла с почти неизменной скоростью 15,1% в год, а доходность акций Capital Cities Communications последние 20 лет росла с большой стабильностью — на 18,6% в год. Но стабильность — это чисто качественная характеристика, потому что она отражает природу бизнеса, а не особенности статистики. Стабильность статистики подразумевает, что предприятие может отличаться внутренней стабильностью, но это предположение может и не подтвердиться.

Например, за десять лет — с 1970 по 1980 г. — компания Texas Instruments имела ежегодный (если не считать 1975 г.) рост доходов. Прибыль на одну акцию выросла с 1,36 до 9,22 дол., а среднегодовой темп роста составил почти 24%. Цена акции выросла с 31 дол. в 1970 г. до 151 дол. в 1980 г. Но после 1980 г. прибыль перестала быть стабильной. В 1981 г. прибыль на акцию сократилась на 50%, в 1982 г. — несколько

увеличилась, а в 1983 г. стала отрицательной. В 1984 г. компания слегка приподнялась, но в 1985 г. опять оказалась убыточной, и акции уходили по 86, то есть на 43% дешевле, чем в 1980 г. По компании ударил ее уход с рынка домашних компьютеров, а также низкий спрос, избыток мощностей и свирепая конкуренция на рынке полупроводников.

Количественные факторы

Запас прочности как главный количественный фактор

Наличие запаса прочности — это главная отличительная характеристика разумного вложения денег. А это значит, что у нас есть основания оценить концепцию запаса прочности как самую фундаментальную количественную концепцию анализа ценных бумаг. В случае облигаций запас прочности определяется превышением способности получать прибыль над суммой процентных обязательств и цены предприятия над суммой старших долгов. Облигационный выпуск можно считать надежным помещением денег, если он имеет достаточный запас прочности. Аналитик выражает этот показатель количественно и сопоставляет его с определенными количественными критериями.

В случае обыкновенных акций запас прочности определяется тем, насколько вычисленная внутренняя стоимость компании больше, чем ее текущая рыночная цена. Правда, когда вкладываешь деньги в первосортные или ведущие обыкновенные акции, такого разрыва между ценой и стоимостью обычно не бывает. В этих случаях запас прочности обеспечивают такие качественные факторы, как господствующее положение фирмы в своей отрасли и на своих рынках, а также ожидаемый рост прибыли. Поэтому при оценке обыкновенных акций аналитику приходится тщательно учитывать как количественные, так и качественные факторы. Свой вклад в запас прочности вносят и следующие факторы: активы в виде земли и другой недвижимости, приносящие доход существенно меньший, чем он был бы при их текущей рыночной стоимости (например, лесные делянки или месторождения полезных ископаемых), а также наличие доходов, обеспечивающих известную финансовую гибкость, а значит, дающих возможность пережить недобрые времена, расширить или изменить производственные линии и предпринять другие действия, способные повысить конкурентоспособность компании. В то же время первосортные акции стоит рекомендовать как объект инвестирования, только если их цена ниже или не выше внутренней стоимости.

Когда имеешь дело со второсортными акциями, всегда возникают неопределенности и непредсказуемость относительно эффективности компании. А это значит, что аналитик должен прежде всего учитывать запас прочности, создаваемый разрывом между ценой и стоимостью.

Резюме

Рассмотрение количественных и качественных факторов можно подытожить следующим образом: выводы аналитика всегда должны опираться на статистику и на общепринятые критерии и стандарты. Но одних числовых оценок недостаточно: противоречащие им качественные соображения могут сделать их совершенно недействительными. Статистические характеристики ценной бумаги могут быть вполне удовлетворительными, но сомнения относительно будущего или недоверие к руководству могут побудить к отказу от вложения в нее. Повторим еще раз, что аналитик будет прав, ориентируясь на качественную характеристику внутренней стабильности, поскольку наличие такого качества означает, что будущее с высокой вероятностью будет подобно прошлому. Аналитик получает дополнительную уверенность в верности своего выбора, если приемлемые количественные показатели подкрепляются весьма благоприятными качественными характеристиками.

Но если решение об инвестировании в значительной степени определяется этими качественными характеристиками, иными словами, когда цена существенно выше, чем можно было бы оправдать количественными показателями, аналитик должен рекомендовать воздержаться от инвестирования. Таким образом, благоприятные статистические показатели являются необходимым, но недостаточным условием для решения об инвестировании.

Часть 2

Анализ

финансовых отчетов

Глава 10

Общие принципы анализа финансовых отчетов

Главным занятием аналитика ценных бумаг является анализ финансовых отчетов. Анализ происходит в два этапа. Сначала аналитик корректирует отчет в соответствии со своей точкой зрения: он изменяет значения показателей, вычеркивает одни активы и пассивы, добавляет другие, изменяет распределение расходов во времени, то есть фактически создает новый отчет. Затем аналитик обрабатывает новую информацию — вычисляет средние, коэффициенты, коэффициенты трендовых линий, решает уравнения, в общем, обрабатывает статистику.

Ситуация в сфере бухгалтерского учета

Революция в бухгалтерском учете

Поразительное изменение общепринятых правил бухгалтерского учета (GAAP) в США за последние четверть века получило название «революция в учете»¹. Собрание правил разбухло от нескольких тощих

¹ *Beaver W. H. Financial Reporting: An Accounting Revolution. Englewood Cliffs. New Jersey: Prentice-Hall, 1981.*

брошюрок до объемистого тома в 2000 страниц, заполненного правилами, инструкциями, толкованиями и т. п. Появились новые авторитетные публикации вроде многоотраслевого Аудиторского руководства (Audit Guides), издаваемого Комитетом по правилам аудита, и Отчета о положении (Statement of Position), посвященного вопросам отраслевого учета, издаваемого Советом по стандартам финансового учета Американского института дипломированных общественных бухгалтеров (AICPA). AICPA, занимающийся установлением правил учета, был когда-то объединением добровольцев, большая часть которых отдавала этому делу только часть своего времени. Сейчас он превратился в независимый и профессионально организованный Совет по стандартам финансового учета (FASB), который поддерживают и финансируют AICPA, Институт финансовых руководителей, Федерация финансовых аналитиков, Национальная ассоциация бухгалтеров, Американская ассоциация бухгалтеров и Ассоциация эмитентов ценных бумаг.

Авторитет Совета по стандартам финансового учета

Авторитет Совету дает не независимость, а то, что его признают другие организации. Сам по себе Совет не обладает никакой властью. Но этические нормы AICPA², признание со стороны Комиссии по ценным бумагам и биржам³, которой Конгресс США поручил установление правил бухгалтерского учета, и признание со стороны лицензионных комитетов штатов, которые предоставляют дипломированным общественным бухгалтерам право заниматься практикой, дают Совету по стандартам финансового учета власть, нужную для принятия действующих правил учета. Источником влияния Совета является и то, что созданные им правила учета принимают разработчики, пользователи, бухгалтеры, регулирующие органы, правительства, суды и органы по разработке правил бухгалтерского учета в других странах.

Правила — лучше, согласия — меньше

Результатом решений, принятых Советом по стандартам финансового учета, стали: устранение множественности методов учета в экономи-

² Американский институт дипломированных общественных бухгалтеров, Профессиональные стандарты. Правило 203. Нью-Йорк. Эти этические нормы запрещают отступление от правил бухгалтерского учета, установленных Советом по стандартам финансового учета или его предшественником — Советом по принципам бухгалтерского учета, разве что аудитор сможет ясно показать, что следование правилам GAAP приведет к появлению вводящего в заблуждение финансового отчета. Отступления следует ясно и явно обозначить, и аудитор должен быть готов защитить свою позицию.

³ Комиссия по ценным бумагам и биржам // Accounting Series Release 150, 1973. December 20. Washington, D. C. В этом выпуске Комиссия заявляет, что правила, устанавливаемые Советом по стандартам финансового учета, будут рассматриваться как имеющие силу и авторитет, а противоречащие им — как не имеющие силы.

чески схожих операциях, что повысило сопоставимость отчетных показателей на уровне компаний и отраслей; закрепление преемственности правил учета во времени, так что стали возможными выявление тенденции и изменчивости экономической динамики; закрепление и кодификация определений и концепций, на которых строится учет в США.

С другой стороны, инфляция, развернувшаяся в США в начале 1970-х годов, существенно повредила структуру капитала корпораций. В условиях инфляции для производства прежнего объема товаров и услуг требуется большая сумма капитала. Нераспределенной прибыли оказывается недостаточно для возмещения убыли капитала, а продажа акций по заниженным ценам оказывается еще менее разумным делом, чем привлечение кредитов по вздутым процентным ставкам. Логика заключалась в том, что высокие процентные расходы можно было вычитать из налогооблагаемого дохода* (ставка за кредит в 18% после вычета 34% налоговой скидки сокращалась до 11,88%), а когда процент снижался, можно было переоформить кредит на новых условиях. Результатом такого понимания стал рост отношения долга к собственному капиталу, что повысило риск для корпораций. Финансовый рычаг увеличивался из-за того, что новый долг эмитировался под более высокий процент, в результате процентные платежи поглощали все большую часть дохода компаний.

Инфляция понизила действительную величину чистой прибыли, то есть прибыли после вычета прибыли от инфляционного удорожания товарных запасов и от инфляционного обесценения расходов на амортизацию. Таким образом, дефицит денежных поступлений сделал балансовый риск еще более явным, что подтолкнуло многих инвесторов к еще более активному убеганию от риска. Инвесторы искали компании с меньшим, а не с большим уровнем риска, а это заставило менеджеров, не способных действительно сократить риск, сделать его хотя бы менее заметным в балансовых отчетах. Управляющие компаний требовали от портфельных менеджеров обеспечить краткосрочную прибыльность пенсионных фондов, тогда менеджеры сосредоточились на квартальных показателях. Стремление к немедленному получению дохода от вложения средств пенсионных фондов заставило искать компании с высокими показателями краткосрочной доходности, и все вместе жаловались на то, что при таком нереалистическом временном горизонте работать невозможно⁴. Сейчас ситуация изменяется, в том числе потому, что управляющие финансами корпораций приобрели опыт в измерении прибыльности портфельных вложений и смирились с тем, что для разумного суждения о прибыльности ценных бумаг нужно больше времени. Может быть, это ослабит требования, чтобы компании быстро

* Как часть себестоимости. — *Примеч. переводчика.*

⁴ The Folly of Inflating Quarterly Profits // New York Times, 1986, March 2, p.2, 8.

получали прибыль. По мнению многих, эти требования стали причиной роста числа операций, нацеленных на получение отчетных результатов, не оправданных экономическим смыслом операций. «Раздувание» прибыли, вывод долга за баланс, манипулирование активами — все это превратилось в проблему, которая искажала постепенно совершенствовавшуюся систему бухгалтерского учета.

В 1984 г. Совет по стандартам финансового учета создал проблемную рабочую группу, перед которой поставили задачу выявлять сомнительные транзакции и вырабатывать адекватные методы их отражения в учете. Причиной такого шага были большей частью сомнения Комиссии по ценным бумагам и биржам в том, что сообщество бухгалтеров достаточно быстро реагирует на опасные формы операций, чтобы предотвратить их распространение.

Корректировки, осуществляемые аналитиком

Явные и неявные корректировки

Аналитик ценных бумаг может использовать два подхода к корректировке отчетной информации. Явный подход заключается в изменении величины показателей, приведенных в балансовом отчете и отчете о прибылях и убытках. Альтернативный подход заключается в неоговариваемом изменении величины мультипликатора доходов или ставки дисконтирования, используемых при оценке акций и облигаций. Поскольку явные корректировки могут быть сделаны с большей точностью, а неявные — это просто «среднепотолочные» оценки, аналитик должен при всякой возможности осуществлять явные корректировки. Дело обстоит так же, как при разработке бедных руд: отчет включает не слишком точные оценки и проводки, но аналитик в состоянии повысить информационную ценность отчетов. Последовательное осуществление ряда мелких корректировок может сделать информацию более точной и полной. Смысл нужно извлекать так же, как из тонны руды добывают десять граммов золота.

Обязательные, ситуационные и произвольные корректировки

Возможные корректировки можно разбить на три группы.

1. *Обязательные корректировки.* Стандартные правила, которые следует применять всегда. Например, при расщеплении акций следует откорректировать предыдущие значения цен на акции.
2. *Ситуационные корректировки.* Их осуществляют только при наличии определенных условий: нематериальные активы, которые могут быть проданы или приносят доход, остаются в балансовом отчете, а все остальные — удаляются.

3. *Произвольные корректировки.* Аналитик прибегает к ним исходя из опыта, здравого смысла и наблюдения за действиями других аналитиков, у которых есть репутация опытных и знающих специалистов.

Зачем вообще нужны корректировки?

Ни бухгалтерский учет, ничто другое не способны дать верное отражение экономической действительности. Экономика не является точной наукой. Это общественная наука, в которой важна роль ценностных суждений. Было бы чудесно, если бы бухгалтерский учет являлся точной наукой, которая способна отслеживать и измерять с нужной точностью значения всех переменных, выдавая в итоге число, которое все согласно считали отражением экономической действительности. Многие проявления экономической деятельности таковы, что не допускают точного наблюдения и измерения. Учет не может непосредственно отразить последствия того, что конкурент обанкротился или что была расширена программа переподготовки персонала. Хорошее управление является активом, а плохое — пассивом, но невозможно оценить величину этих показателей, чтобы отразить их в балансовом отчете. К таким проблемам бухучет подходит с позиций здравого смысла — он измеряет то, что *поддается* измерению. Обычно это всего лишь обменные операции, в которых участвует компания.

Аналитик в состоянии получить более точную картину реальности, если использует для корректировки информации методы, не разрешаемые правилами учета. Корректировать информацию приходится по разным причинам. Важнейшая из них, по-видимому, — это корректировка величины показателей, чтобы отразить представления аналитика о величине дохода и капитала в тех случаях, когда его представления расходятся с теми, которые используют в практике бухучета.

При описании некоторых операций бухгалтерский учет использует заимствованные у экономической теории упрощающие гипотезы, с которыми большинство аналитиков не согласны: например, гипотеза о совершенных, взаимозаменяемых, не знающих трения и издержек рынках, счастливые участники которых обмениваются товарами по честным (а не дающим преимущество) ценам; гипотеза о том, что рынки всегда рациональны или что изменения в величине дифференциала процентных ставок полностью объясняют изменения относительных курсов валют. Аналитик должен быть в состоянии уравнивать разные представления о такого рода вопросах.

Анализ ценных бумаг не ограничен правилами бухучета, а значит, может с большей гибкостью подходить к отчетным показателям и к фактам, полученным из других источников. Когда правила бухучета допускают альтернативные приемы отражения операций, а суждения менеджеров допускают разные толкования тех же фактов, аналитик в состоянии сбалансировать различие подходов и добиться большей сопо-

ставимости, точности и полноты информации. Аналитик имеет право пренебречь влиянием операций, которые попадают в рамки, предусмотренные правилами учета, но при этом не вписываются в рамки экономического разума или здравого смысла. Анализ требует способности различать, отделять обычное от необычного и выявлять изменения. Для этого нужно разукрупнить отчетную информацию, добавить новую и заново создать отчет, пригодный для дальнейшей обработки.

Представления о доходе и сохранении капитала

Представления о доходах

Точка зрения экономиста. Нельзя определить доход, или прибыль, вне связи с требованием сохранения первоначального капитала. Эту идею прекрасно выразил Д.Р. Хикс в ходе обсуждения концепций дохода и сохранения капитала⁵.

Э1. Сохранение уровня. Первое определение дохода, данное Хиксом, заключалось в том, что это — величина, которую можно потребить, и при этом в конце периода быть не беднее, чем в начале.

Э2. Способность потреблять. Хикс также выразил доход с точки зрения ожиданий: это количество, которое можно потребить, и при этом рассчитывать, что в будущем можно будет потреблять не меньше.

Э3. Действительное потребление. Третья идея дохода подчеркивает оценку потребляемых товаров и услуг в реальном, а не в номинальном выражении.

Э4. Увеличение полезности общественного богатства. Хикс удвоил данное им количество определений, когда он выдвинул идею, что величины должны быть скорректированы на полезность товаров и услуг, оплачиваемых из дохода. При этом он указал, что полезность не может быть квантифицирована. Хикс пришел к выводу, что все эти идеи полезны, но очень хрупки, и что, говоря откровенно, он советовал бы экономистам без крайней нужды не пускаться в рассуждения о доходах.

Точка зрения бухгалтера. Вопрос о сохранении капитала много лет был предметом споров между бухгалтерами.

Б1. Финансовый капитал. Финансовый капитал должен быть сохранен для того, чтобы сохранить сумму чистого собственного капитала в балансе. Это подход с позиций чистых активов, который ориентирован

⁵ Hicks J. R. Value and Capital. 2nd ed. Oxford: Clarendon Press, 1950, p.171—188.

на поддержание суммы активов за вычетом пассивов, с учетом текущих и прошлых расходов. Поскольку балансовый отчет не включает не поддающиеся измерению активы и пассивы, эта идея сохранения капитала не полна.

Б2. Физический капитал. Были рассмотрены также различные концепции сохранения капитала в вещественной форме. Как правило, речь идет либо о восстановительной стоимости средств производства, либо о сохранении производственных мощностей, то есть о способности произвести определенную величину товаров или услуг.

Б3. Распределяемый доход. От идеи сохранения капитала в вещественной форме возможен переход к идее распределяемого дохода, которая близка к первому определению Хикса: то, что можно потратить, и не стать беднее в конце периода.

Б4. Покупательная способность. Были также предложены методы интерпретации разных концепций сохранения капитала в реальном, а не в номинальном выражении, то есть с проведением корректировок на изменение общего уровня цен (но, конечно же, не на изменения полезности).

Точка зрения аналитика ценных бумаг. У аналитика ценных бумаг также есть свои представления о сохранении капитала и соответственно о доходе.

А1. Богатство инвестора. Некоторые полагают, что компания в действительности не приносит дохода, если она не может поддержать рыночную цену своих акций. Этот подход отказывается от измерения эффективности производственной деятельности компаний. Он измеряет богатство инвесторов, которое никак нельзя включить в отчеты компаний.

А2. Способность получать прибыль. Вторая точка зрения гласит, что прибылью компании является только превышение дохода над тем, что нужно для поддержания ее прежней способности получать прибыль.

А3. Ожидаемые дивиденды. Третья точка зрения такова, что прибылью компании является то, что остается после выплаты ожидаемых дивидендов.

А4. Распределяемый доход. Некоторым аналитикам нравится идея распределяемого дохода, которая была развита в Великобритании. Это та сумма, которую компания может распределить после того, как сделаны все расходы на поддержание основного и оборотного капитала и привлечены все возможные кредитные ресурсы.

А5. Ликвидационная стоимость. Еще одна концепция исходит из стоимости активов: нужно обеспечить сохранение ликвидационной стоимости компании, и только потом можно говорить о росте доходов. Это бухгалтерский подход, исходящий из идеи чистых активов, а не из инвестиционных оценок.

Какую концепцию дохода следует использовать аналитику?

Все отмеченные выше концепции полезны тем, что помогают размышлять об эффективности корпорации. Для *действующего* предприятия лучше всего подходят концепции аналитика ценных бумаг А2 и А3 — сохранение способности получать прибыль и выплачивать ожидаемые дивиденды, поскольку они наиболее непосредственным образом связаны с оценкой акций и облигаций. Идея ликвидационной стоимости дохода бывает очень полезна в случае анализа возможных слияний, выкупа в кредит с переводом в частный сектор, банкротств и других операций, ориентированных на сумму чистых активов.

Стоимость активов и инвестиционная стоимость

Сопоставление представлений о доходе аналитика (А2 и А3) с идеями бухгалтера выявляет важное различие. Большинство бухгалтерских концепций дохода используют понятие *стоимость активов* (хотя некоторые стоимостные оценки могут быть устаревшими). Стоимость активов за вычетом стоимости пассивов просто по определению дает оценку чистого собственного капитала, которая и представляет собой стоимость фирмы. Обычно это число близко к той сумме, которую можно выручить при продаже активов и погашении обязательств по пассивам.

Аналитика интересует другая величина — инвестиционная стоимость. Здесь речь не о том, что можно выручить от продажи активов, а как их можно использовать — какую прибыль в будущем можно получить с их помощью, чтобы потом выплатить ее в виде дивидендов или вложить в рост компании. Для вычисления инвестиционной стоимости аналитики используют один из двух подходов: 1) оценка капитализированной способности приносить прибыль; 2) оценка капитализированной суммы будущих дивидендов.

Точка зрения фундаменталистов

Фундаменталистски ориентированный аналитик убежден, что цены фондового рынка колеблются вокруг величины инвестиционной стоимости и что две эти величины совпадают только время от времени. Из этого представления следует, что рыночные оценки акций, как правило, неверны, и вообще сомнительно утверждение, что большую часть времени поведение рынков рационально. Поскольку цены акций изменяются случайным образом, выказывая только слабое притяжение к величине инвестиционной стоимости, значения цены и стоимости сближаются крайне редко, как комета Хейли с Землей. Это означает, что длительность «периода конвергенции» велика — от трех до пяти лет. Аналитик, который возьмется использовать технику, рекомендуемую этой книгой, должен запастись терпением и смотреть достаточно далеко

вперед. Таков подход фундаменталиста, или аналитика, ориентированного на внутреннюю стоимость. Такие аналитики являются не торговцами, а долгосрочными инвесторами, которые смотрят на вложения скорее как на брачный союз, чем как на простой флирт. Инвестиционная стоимость предполагает прогноз будущих доходов и дивидендов, которые начнут реализовываться перед тем, как рынок их заметит и оценит. Поэтому важно понимать, что ценность, на которую нацелена данная книга, — это не стоимость активов, и уж, конечно, не рыночная цена.

Представим себе следующую возможную ситуацию: менеджер компании сообщает аналитику, что компания получила прибыли по 8 дол. на акцию и 2 дол. из нее выплатила в виде дивидендов. Аналитик интересуется, почему дивидендные выплаты составили только 25%, тогда как большинство компаний в этой отрасли отдают на дивиденды более половины дохода. Менеджер отвечает: «6 дол. нам нужны, чтобы купить более совершенные машины и снизить расходы и цены до уровня наших конкурентов. Наша старая техника слишком устарела». Какова же прибыль этой компании, с точки зрения аналитика? Нераспределенные 6 дол. не являются прибылью. Они составлены из недостаточной величины амортизационных отчислений, а может быть, даже из распродажи устаревшего оборудования. Нераспределенную прибыль нельзя было выплатить по дивидендам и она ничего не добавила к росту способности получать прибыль. В каком смысле эти суммы вообще являются прибылью? Из этого примера можно вывести следующий принцип: *с точки зрения аналитика, нераспределенная прибыль не является истинной прибылью, если она не может быть вложена в наращивание способности получать прибыль.*

Природа и ограничения бухгалтерского учета

Бухгалтерский учет развился из потребности знать, помнить и принимать решения. Промышленная революция создала возможность получать экономию от увеличения масштабов производства, для чего требовалось собирать капитал из всевозможных источников и предоставлять распоряжение им в одни руки. Разделение собственности и управления потребовало учета движения и использования капитала. Не все аналитики отдают себе отчет, что финансовые отчеты готовят не аудиторы, а руководство компаний. Идеология финансовых отчетов заключается в том, что управляющие сообщают, как именно они распорядились активами, принадлежащими акционерам. В сущности, отчеты представляли собой ежегодный матрикул, в котором управляющие проставляли себе отметки за трудовые успехи. В результате годовые отчеты в большей степени, чем хотелось бы аналитику, сосредоточены на эффективности производства и сбыта, порой за счет четкости картины

прибыльности. В последние годы отчетность постепенно разворачивается так, как удобнее пользователям.

Система информирования руководства

Фундаментом, или информационной базой, бухгалтерского учета является система управления и принятия решений. Эта система разработана для снабжения менеджеров информацией, необходимой для принятия решений относительно конкретных активов и пассивов. У менеджера есть доступ к этим активам и пассивам, а у внешнего инвестора или кредитора — нет. Руководителям предприятия система бухгалтерского учета нужна и для того, чтобы отчитываться перед налоговыми и регулирующими органами, выполнять требования Комиссии по ценным бумагам и биржам и т.п. В некоторых отношениях у инвесторов совсем иные потребности, поскольку они принимают другие решения.

Упорядоченность бухгалтерского учета

В определенном смысле бухгалтерский учет является уникальной информационной системой, упорядоченность которой открывает возможность для его систематической оценки.

Многоаспектность. Отчеты содержат данные как о статичном положении компании, так и об ее динамике, иными словами, как об ее состоянии, так и об изменениях этого состояния.

Общая единица измерений. Показатели учитываются с использованием общей единицы измерения. В случае США это доллар.

Надежность. Данные бухгалтерского учета довольно надежны, потому что они подвергаются аудиторским проверкам и речь всегда идет об уже совершенных операциях и событиях, а роль субъективных оценок будущего сведена к минимуму. К сожалению, некоторых оценок, таких, как длительность эксплуатации долгосрочных активов, просто не избежать.

Добросовестность. Бухгалтерский учет добросовестен — он есть то самое, чего от него ждут. Бухучет не претендует на то, чтобы предъявлять реальные активы, — стол, здание или компьютер. Но от него ждут, что он предоставит некоторую информацию, такую, как не возмещенные расходы, верная цена и т.п., и это могут быть достаточно ценные сведения о столе, здании или компьютере.

Уместность. Учетная информация уместна прежде всего потому, что привязана к организационной единице, иными словами, упор делается на его завершённые обменные операции этой единицы.

Последовательность и сопоставимость. Бухгалтерский учет обеспечивает значительную последовательность во времени и сопоставимость данных для компаний, отраслей и секторов. Конечно, последовательность и сопоставимость учета далеко не совершенны, потому что совершенная последовательность невозможна из-за наличия альтернативных подходов к учету, а к тому же и правила учета часто изменяются, что лишает статистические ряды последовательности и сопоставимости во времени.

Накопительный учет

В сегодняшней модели накопительного учета причины и следствия связаны так, чтобы установить соответствие между расходами и доходами одного периода. Простой перечень денежных операций дает гораздо меньше информации о доходе за период, а потому между ними должна быть установлена определенная связь. Накопительный учет позволяет намного лучше предвидеть будущее движение денежных средств, чем простая регистрация этого движения за период⁶. Например, покупка нового дорогого оборудования может опустошить кассу и создать впечатление, что в этом периоде имели место убытки, хотя это оборудование будет приносить доход еще многие годы. Его цену нужно распределить на все время его эксплуатации, а не на тот период, когда оно было куплено.

Оборот денежных средств

Накопительный учет скрупулезно описывает циклы движения «деньги — деньги». Предприятия начинаются с денег, инвестируют их в сырье, комплектующие, труд, услуги и получают новую продукцию или услугу, которую предлагают публике. За эти товары или услуги компании получают деньги или дебиторские обязательства, которые со временем опять-таки превращаются в деньги, что и завершает круговое движение от денежных расходов к денежным доходам. Было бы просто замечательно, если бы все компании в конце каждого года обращали все свои позиции в деньги и погашали бы собственные обязательства, — могли бы исчезнуть споры об объеме прибыли. К сожалению, в конце каждого года многие циклы оборота денежных средств еще совершаются. Некоторые из них достаточно коротки, а другие растягиваются на многие годы. Таким образом, накопительный учет имеет целью как можно тщательнее фиксировать эффективность компании, для чего используются разные условные (договорные) правила, позволяющие относить на отчетный период часть незавершенных циклов оборота денежных средств.

⁶ Financial Accounting Standards Board // Reporting, 1978, November, paras. 44—48; Concept № 1 // Objectives of Financial Reporting, 1978, November, paras. 44—48.

Точная фиксация, конечно, дело обременительное и порой досадное. Иногда так хочется сгладить картину, чтобы она «выглядела хорошо», вместо того, чтобы «выглядеть правдиво». Следить за тем, чтобы отчеты управляющих были правдивы и соответствовали правилам и соглашениям бухучета, — долг аудитора. А дело аналитика — пройти оставшуюся часть пути и «рассказать, как *все было* на самом деле».

Консерватизм бухгалтерского учета

В общем и целом, бухучет в достаточной степени консервативен. Бухгалтерский учет не склонен без достаточных оснований признать наличие поступлений и прибыли либо быстро отразить наличие убытков. Это полезный противовес для природного оптимизма управленцев. Консерватизм очень важен для аналитиков, поскольку он способствует росту запаса прочности при покупке и продаже ценных бумаг.

Принцип реализации

Бухгалтерский учет следует принципу, в соответствии с которым поступления не считаются реализованными и не признаются, пока: 1) компания не выполнила все действия, необходимые, чтобы «заработать» эти поступления, и 2) компания не «реализовала», то есть не получила деньги на руки или не получила гарантии получения этих денег в будущем. Последнему критерию удовлетворяет ситуация, когда имеется высококачественный счет к получению.

Приход денег

Итак, общий взгляд на бухучет свидетельствует, что эта дисциплина хорошо структурирована и ее данные пригодны для аналитической проработки. Деньги к инвестору приходят от компании. Поступление денег к инвестору полностью зависит от наличия денег у компании и от ее способности обеспечить приход денег. Припомните: почти все, что инвестор может получить от компании, — это дивидендные чеки и финансовые отчеты. Поскольку рыночный спрос на прочитанные финансовые отчеты довольно мал, заинтересовать инвестора может только поток дивидендов. У инвестора есть выбор: получать дивиденды и дальше или продать акции на рынке. У них, в отличие от управляющих компаниями, нет прямого доступа к ее активам и пассивам. График поступления денег к инвестору несколько отличен от картины движения денег в компании.

Мнение аудитора

Традиционный совет аналитикам ценных бумаг таков: «Сначала прочти мнение аудитора и примечания, и только *потом* финансовый отчет.

Так ты не забудешь про главное». Существует неверное представление, что аудитор участвует в подготовке финансовых отчетов. Обычно аудитор в этом не участвует. *Финансовые отчеты представляют позицию руководства компании, которое их и готовит.* Работа аудитора заключается в том, чтобы осуществить определенные проверки, исследовать установленную руководством систему контроля и удостовериться, что отчет подготовлен в соответствии с общепринятыми правилами учета. Приводимые аудиторами уточнения и оговорки часто важны для определения того, можно ли считать компанию дееспособной или она обречена на банкротство либо ликвидацию. Аудиторы могут прибегать к уточнениям своего мнения, когда они не уверены в том, что на данные отчета можно положиться, но у них есть возможность впоследствии отозвать свои уточнения.

Пример. Аудиторская компания Cooper & Lybrand к отчету за 1982 г. компании General Refractories присовокупила следующее уточнение: «Хотя некоторые цели, записанные в плане компании на 1982 г., были достигнуты, план компании на 1983 г. по-прежнему отражает необходимость снизить производственные убытки, продать отечественный производственный филиал, увеличить оборотный капитал, заключить более выгодное соглашение о поставках сырья и выполнить свои обязательства по последнему договору о долге». Когда подошел срок отчета за 1983 г., многие из этих задач и проблем были решены или смягчены, и компания Cooper & Lybrand аннулировала свое уточнение, заявив: «И наконец, сегодня наше мнение о консолидированных финансовых отчетах за 1982 и 1981 гг. иное, чем было выражено в наших предыдущих отчетах».

Ограничения бухгалтерского учета

Бухучету, естественно, свойствен ряд несовершенств, о которых аналитик должен знать и уметь от них защититься. Уже отмечалось, что бухучет не способен измерять и даже фиксировать многие события и обстоятельства. Учет не выступает чистой моделью в том смысле, что его единственной базой не являются ни прежние расходы, ни окупаемые вложения, ни текущая стоимость, и никакой другой единственный показатель, который мог бы понравиться пуристу. Подчиняясь прагматическим критериям затрат и выгод, а также вразумительности, бухучет при измерении активов и пассивов использует смесь показателей. При этом конечный результат может быть использован теми, кто понимает и кто научен обходиться с этими ограничениями.

В бухгалтерском учете полно оценочных суждений, что делает его крайне субъективным. Кто-то должен выбрать подходящую схему амортизации; расходы нужно распределить, скажем, между периодом, когда они были сделаны, и капитализируемыми товарными запасами, и трудно сказать — верны или ошибочны принимаемые в таких ситуациях

решения. На принятие такого рода решений влияет моральная нестойкость человека, и нет ничего удивительного, что алчность, гордость, природный оптимизм и другие свойства управляющих склоняют их иногда к тому, чтобы сообщить о больших доходах сегодня за счет уменьшения отчетных доходов назавтра. По этой причине значительная часть корректировок, осуществляемых аналитиком, заключается в том, что он уменьшает показатель текущих доходов и за счет этого увеличивает будущие доходы.

Отчетная и «истинная» прибыль

Деятельность аналитиков несколько шизофренична, потому что они хотят одновременно знать величину отчетной прибыли и экономической прибыли. Последняя отражает представление аналитика об истинном доходе, то есть о таком, который можно 1) распределить, не уменьшая при этом капитала, или 2) реинвестировать для увеличения дохода в будущем. При этом аналитик хотел бы точно оценить, *какую прибыль покажет* компания в следующем отчете. Это важно, потому что отчетная прибыль оказывает по меньшей мере краткосрочное воздействие на рыночную цену акций. Существует несколько подходов к инвестированию, которые опираются только на показатели отчетной прибыли и не прибегают к их корректировке. Компания Value Line Investing Service неоднократно бывала предметом изучения, потому ее система ранжирования акций дает при инвестировании неизменно благоприятные результаты⁷. Две самые важные составляющие методологии Value Line — это инерция прибыли и инерция цен. Используются показатели *отчетной* прибыли. Многие работы были посвящены изучению того, с какой скоростью рынок усваивает информацию об отчетной прибыли. Были опубликованы результаты проверок эффекта «цена/прибыль» (отношение цены акции к прибыли на акцию), то есть гипотезы, что акции с низким значением «цена/прибыль» дают большую совокупную доходность, чем акции с высоким значением «цена/прибыль». В этих работах использовался показатель отчетной прибыли. Кайсор исследовал влияние относительных изменений прибыли на цены акций и нашел, что для разных периодов времени относительные изменения отчетной прибыли коррелируют с относительной совокупной доходностью⁸.

В то же время аналитик знает, что дивиденды выплачивают только из истинной экономической прибыли, а не из того, что было показано в отчете как прибыль. Поэтому аналитику приходится оценивать величину

⁷ Black F. Yes, Virginia, There Is Hope: Tests of the Value Line Ranking System (представлена на семинаре, организованном Центром изучения цен на ценные бумаги Высшей школы бизнеса Чикагского университета в мае 1971 г.).

⁸ Kisor M. C. and Messner V. A. The Filter Approach to Earnings Forecasts // The Financial Analysts Journal, 1969, January–February, p.109–115.

экономической прибыли, чтобы рассчитать ожидаемый в будущем поток дивидендов. Экономическая прибыль важна и для оценки способности получать прибыль. Способность получать прибыль в большей степени отражает способность выплачивать дивиденды и наращивать базу для увеличения прибыли, чем накопительная система бухгалтерского учета. Если нераспределенная экономическая прибыль верно вложена, то она всегда ведет к росту способности получать прибыль.

Некоторые аналитики не видят разницы между этими двумя видами прибыли, может быть, потому, что они неверно представляют себе точность отчетов о прибылях и убытках. Отчетная годовая прибыль может отличаться от скорректированной прибыли, рассчитанной аналитиком, больше, чем на 10—20%. Квартальные отчеты о прибылях и убытках готовят с помощью так называемого интегрального метода, то есть на основе того, как руководство оценивает ожидаемую годовую прибыль. Просто поразительно, что рынок так яростно реагирует на то, что промежуточные отчеты показывают прибыль, которая на несколько процентных пунктов больше или меньше ожидаемой, и это при том, что квартальная прибыль так сильно зависит от субъективных оценок того, что принесет следующий квартал. Эта чувствительность рынка к отклонениям отчетной прибыли от ожидаемых значений особенно сильно выражена в случае знаменитых акций роста, где цена куда в большей степени основывается на мечтах и надеждах, чем на величине активов и явно обнаруживаемой способности получать прибыль.

Свидетельства того, что рынок реагирует на величину отчетной прибыли, вполне основательны, но многое говорит и о том, что рынок «видит сквозь» отчеты и верным образом корректирует оценки. Например, рынок скорректирует цену акций компании, которая учитывает запасы по методу ЛИФО (последним пришел, первым ушел), так, чтобы она гармонировала с ценами акций других компаний, которые учитывают готовую продукцию по методу ФИФО (первым пришел, первым ушел). Точно так же рынок уравнивает цены на акции компаний, использующих разные методы начисления амортизации⁹. Мы убеждены, что если рынок понимает разницу методов учета и располагает информацией, нужной для корректировок, он верно скорректирует цены. Влияние рыночных корректировок обычно бывает довольно длительным, а действие публикаций отчетов о прибылях и убытках ограничивается несколькими днями или, в лучшем случае, месяцами. Аналитик

⁹ *Beaver W. H. and Dukes R. E. Tax Allocation and Depreciation Methods // The Accounting Review, 1973, July, p.549—555; Dukes R. E. An Investigation of the Effects of Expensing Research and Development Costs on Security Prices // Schiff M. and Sorter G. Proceedings of the Conference on Topical Research in Accounting. New York: New York University. 1976, p.147—193; Foster G. Valuation Parameters of Property-Liability Companies // Journal of Finance, 1947, June, p.823—836; Ball R. J. Changes in Accounting Techniques and Stock Prices. University of Chicago, 1971.*

корректирует значение прибыли и старается как можно ближе подойти к истинной ее величине, чтобы иметь надежную исходную точку для прогнозирования.

Наконец, в некоторых специализированных областях результатом учета являются приблизительные и субъективные значения показателей. Выдающиеся примеры — учет по методу «процент выполнения» в строительстве и учет в кинопроизводстве и кабельном телевидении. В каждой из этих сфер учет добывается своевременности отчетов за счет их точности. Альтернативой является просто отсутствие финансовой информации. Дело не в моральной ущербности бухгалтерского учета, а во внутренней неопределенности деловых ситуаций.

Использование скорректированных показателей

Аналитики корректируют финансовые отчеты, чтобы приблизиться к собственным представлениям о доходе и сохранении капитала. Эти представления отчасти привязаны к типу принимаемых решений. В некоторых случаях задача заключается в том, чтобы сопоставить компании или отрасли. Тогда все расчеты должны делаться на общей основе, насколько имеющаяся информация это позволяет. Корректировки готовят отчеты к дальнейшей обработке и анализу, который часто заключается в вычислении коэффициентов с целью определить, какие соотношения стабильны, а какие переменчивы. Корректировка может производиться для того, чтобы найти истинное значение уровня чего-либо в определенный момент или период либо чтобы определить, каково нормальное значение в течение всего делового цикла. Прежде чем вычислять коэффициенты, трендовые линии или средние значения за ряд лет, нужно так изменить отчетные показатели, чтобы они стали более точными, сопоставимыми и последовательными. По мере совершенствования методов анализа аналитики все в большей степени используют математические модели и приемы статистического анализа. Чаще всего используется финансовая модель компании — это полный набор прошлых отчетов, коэффициентов, уравнений и соотношений. Они составляют базу для прогнозирования на несколько лет вперед. А будущее — это то место, где деньги делают или теряют их.

Глава 11

Анализ отчета о прибылях и убытках

Весь анализ ценных бумаг базируется на анализе финансовых отчетов. При этом роль финансовых показателей может быть очень разной в зависимости от типа анализируемых ценных бумаг и намерений инвестора. Котировки облигаций инвестиционного класса и привилегированных акций четко привязаны к финансовым показателям. Эти акции и облигации должны отвечать определенным критериям надежности, а именно:

- отношение прошлой прибыли к величине выплат по фиксированным обязательствам (и дивидендам на привилегированные акции);
- статистика выплат по дивидендам;
- отношение консолидированного долга к собственному капиталу;
- состояние текущих активов;
- объем операций.

Хотя при анализе акций и облигаций важны и качественные факторы, без учета количественных оценок нельзя определить величину риска.

Связь между прошлыми показателями и будущим

Привлекательность и цена обыкновенных акций определяются ожиданиями и расчетами на будущее. С теоретической точки зрения ожидания могут так сильно отличаться от прошлой эффективности, что последнюю можно было бы считать вовсе бесполезной для анализа, но такая отчужденность между прошлым и будущим все-таки редкость. Ход деловой жизни отличается в целом значительной последовательностью и преемственностью, и эта тенденция является логической основой для всех прогнозов.

Большинству компаний и отраслей свойственны определенные финансовые характеристики, которые сохраняют стабильность или меняются медленно, и только лишенный осторожности спекулянт, который ставит на колебания курса, станет игнорировать финансовые характеристики обыкновенных акций. Инвестиционный подход ко всем видам ценных бумаг представляет собой подход аналитический и требует должного анализа финансовых отчетов.

В главе 2 мы указали, что описательная функция анализа ценных бумаг предполагает сортировку сведений, относящихся к выпуску, и представление их в связном и легко воспринимаемом виде. Анализ финансовых отчетов играет центральную роль для этой функции описания. В части 2 мы детально рассматриваем этот анализ, вплоть до момента, когда выявленные результаты подлежат использованию для оценки и выбора ценных бумаг.

Типичная схема аналитического исследования

Достаточно полный анализ выпуска корпоративных ценных бумаг состоит из трех частей:

- 1) описание направлений деятельности компании и ее собственности (могут быть приложены данные о прошлой деятельности и об особенностях управления);
- 2) финансовые данные: капитализация, статистика прибыли и дивидендов за достаточно представительный период, анализ движения средств и один или несколько последних балансовых отчетов;
- 3) перспективы предприятия, то есть прогноз будущих финансовых показателей и описание достоинств эмитируемых им ценных бумаг.

Письменные отчеты

Нельзя переоценить значение письменных отчетов для воспитания аналитика. Написание отчетов дисциплинирует мышление и развивает способность быть более внимательным к деталям и фактам, чем к

предположениям. Повышается способность излагать свои мысли и текст становится менее двусмысленным. Приходится делать выводы и упорядочивать материалы для будущих обзоров. Хорошая инвестиционная организация регулярно делает обзоры прошлых достижений и неудач, участь на этом опыте. Самостоятельно работающий аналитик или советник должен поступать так же.

Использование отчета о прибылях и убытках

Реальность, создаваемую показателями отчета о прибылях и убытках, можно анализировать и обсуждать с разных углов зрения. Можно посмотреть на средние результаты за отчетный период, или найти минимальный уровень за любое число лет, или рассчитать трендовые линии и показатели изменчивости. При анализе обыкновенных акций зачастую слишком большое внимание уделяется величине текущих показателей, что может стать источником заблуждений. Хорошо подготовленный аналитик использует прошлые отчеты о прибылях и убытках прежде всего как основу для оценки будущей прибыли или способности получать прибыль, что и станет основой для суждения о достоинствах данного выпуска обыкновенных акций. Прошлый уровень прибыльности — просто вероятная перспектива, но никак не предсказание новых рекордных результатов.

Три аспекта анализа отчета о прибылях и убытках

Роль отчета о прибылях и убытках для анализа ценных бумаг делает вдвойне ценным проникновенное изучение опубликованных данных. Сделать действительно хороший анализ отчета о прибылях и убытках совсем не просто. При этом приходится распутывать множество хитросплетений, множество различий между компаниями подлежат устранению. Широкий анализ отчета о прибылях и убытках корпорации можно представить состоящим из трех частей, озаглавленных следующим образом:

1. *Бухгалтерский учет.* Главный вопрос: «Каковы были на самом деле прибыли в изучаемых периодах?».
2. *Бизнес.* Главный вопрос: «Что говорят данные о прибыли о способности компании получать прибыль в будущем?».
3. *Оценка акций.* Главный вопрос: «Какие аспекты статистики прибыли следует учесть аналитику и каким критериям ему следовать, чтобы прийти к разумной оценке акций?».

Главы 11—19 посвящены учетному аспекту анализа отчета о прибылях и убытках, истолкованию этого отчета, выявлению его взаимосвязи с отчетом об использовании и источниках средств и с балансовым

отчетом. Обсуждению бизнес-аспектов посвящены главы 29 и 30, а оценка рассматривается в главах 31—34.

Основные приемы выявления истинной величины прибыли

Мошеннические операции

Аналитик, естественно, должен исходить из того, что изучаемые им показатели не являются плодом жульничества, что отраженные в балансе активы и пассивы показаны честно, без пропусков и фиктивных проводок. Аналитик должен также предполагать, что при субъективной оценке отдельных активов и пассивов менеджеры исходили из добросовестного и честного знания.

Публикуемые годовые отчеты компаний, зарегистрированных в Комиссии по ценным бумагам и биржам, проходят аудиторскую проверку со стороны независимых общественных бухгалтеров и заверяются ими. Таково теперь требование закона. Процедура аудиторских проверок существенно ужесточилась после 1933 г., отчасти по требованию самих бухгалтеров, отчасти под давлением Комиссии по ценным бумагам и биржам. Это не только снизило вероятность отъявленного мошенничества, но — и это намного важнее — теперь аналитики получают достаточно детальные и снабженные комментариями данные, что существенно облегчает их разумное истолкование.

До 1933 г., когда начала действовать Комиссия по ценным бумагам и биржам, недобросовестное искажение корпоративной отчетности было не такой уж редкостью. Целью искажений почти неизменно было одно — сделать отчетные данные более привлекательными, и обычно это «творчество» было связано с разными схемами манипуляций рынком ценных бумаг, в которых участвовали управляющие корпорациями. Хотя сейчас такого рода практика встречается существенно реже, аналитик должен быть внимательным к возможным попыткам жульнического искажения отчетных показателей.

Хороший анализ может помочь избежать инвестирования в жульнические компании

У аналитиков ценных бумаг мало возможностей вскрыть факты мошенничества, но они располагают инструментами, позволяющими обнаружить необычные закономерности, плохо поддающиеся объяснению и оправданию. Нельзя рекомендовать акции инвесторам до тех пор, пока аналитик не будет уверен, что знает и понимает компанию. Компании, участвующие в мошеннических или сомнительных операциях, могут быть выявлены внимательным аналитиком, который придет к заключению, что отчетные показатели просто бессмысленны.

Хороший аналитик ценных бумаг не ограничивается поддержанием контактов с компаниями, ценные бумаги которых он изучает. Для него источниками информации и понимания являются также профсоюзы, отраслевые ассоциации, конкуренты, потребители, поставщики и др., то есть все, у кого можно что-либо узнать о доле рынка, техническом развитии, тенденциях, слухах и пр. Именно по этим каналам до аналитика часто доходит информация о необычных операциях или сомнительных обстоятельствах.

Аналитик использует ряд чувствительных коэффициентов, разработанных для возможно раннего выявления изменений в компании, и прежде всего это коэффициенты, характеризующие производственные операции: оборот активов, оборот запасов готовой продукции, оборот дебиторской задолженности и т.п. Обнаружив признаки изменений, аналитик почти всегда обращается к менеджерам компании за разъяснениями. И если полученные ответы неадекватны, могут возникнуть определенные подозрения.

Аналитик располагает несколькими методами определения темпа роста компании. Некоторые приемы направлены на выявление способности компании финансировать рост. Когда отчетные данные показывают более быстрый рост, чем, по мнению аналитика, компания может профинансировать, возникают основания для озабоченности.

Аналитик, знакомый со страховым делом, должен понимать, что быстрый рост требует громадных вложений капитала, поскольку необходимы значительные первоначальные вложения. В случае компании Equity Funding Corporation аналитик не мог выявить факты мошенничества, но анализ потребностей в капитале насторожил некоторых аналитиков просто тем, что они не смогли понять, как же компания финансирует быстрый рост.

Бухгалтеры и аналитики

Если отчеты почти всех компаний составлены честно и аудиторы подтверждают, что они согласуются с общепринятыми правилами бухгалтерского учета, чего ради аналитику стоит влезать в отчетность? Главная причина в том, что общепризнанные правила бухгалтерского учета допускают известную свободу выведения результатов. Эта свобода позволяет компаниям строить отчет о прибылях и убытках на базе, не отражающей истинные результаты деятельности за год (включая доход от участия в дочерних компаниях), то есть не так, как это сделал бы аналитик.

Сопоставимость данных о величине товарных запасов и амортизации

В частности, правила бухучета позволяют некоторую вольность в истолковании объема запасов готовой продукции и амортизации. Корректировки необходимы, чтобы обеспечить сопоставимость этих показа-

телей. Аналитик должен заново пересчитать эти показатели и дать их истолкование, и это не столько для приведения их в соответствие с приемлемой практикой учета, сколько для того, чтобы сделать их более понятными для инвестора.

Сопоставимость во времени. Умножение правил учета улучшило возможности сравнивать компании, занятые сходными видами бизнеса, но сами изменения правил бухгалтерского учета затрудняют сопоставление данных за разные периоды. Большинство вводимых заново правил учета не имеют обратного действия, иными словами, прошлые операции не нужно пересчитывать с учетом новых правил. Для этого есть следующие причины: дороговизна такого пересчета, недостаток нужных исходных данных; компания могла бы отказаться от некоторых операций, если бы в то время действовали новые правила учета; доверие к учету может пошатнуться, если приступить к пересмотру прежних отчетов. С точки зрения аналитика, частые изменения правил учета ведут к тому, что при расчете трендовых закономерностей и средних показателей приходится использовать и старые и новые правила учета некоторых операций. Эта непоследовательность и несопоставимость данных — небольшая плата за существенное повышение качества отчетной информации. Если аналитик знает об изменениях правил, ему несложно нивелировать влияние этих изменений.

Профессиональная доблесть и практическая полезность корректировок. Нужно различать значение финансового анализа просто как демонстрацию профессиональных достоинств аналитика и роль анализа в процессе выбора инвестиционных возможностей, прежде всего акций. Если изучение компании приходится начинать с давнишних отчетов, нужно обеспечить точность и достоверность показателей. Если аналитик не в состоянии осуществить все необходимые для этого корректировки отчетных показателей, он просто плохой профессионал. С этой точки зрения, всестороннее изучение методов и приемов анализа финансовых отчетов является важной частью образования аналитика.

Анализ отчетов полезнее при выборе облигаций, чем акций. Грамотно отобранные показатели обычно являются достаточно надежным обоснованием для успешного выбора облигаций и привилегированных акций. Главный вопрос — в достаточной ли степени прошлая эффективность отвечает должным критериям надежности выпусков. Но в области обыкновенных акций все зависит от оценки того, как будут расти прибыли в будущем. Поэтому удачный выбор обыкновенных акций для приобретения зависит от следующих четырех факторов:

1. Кто точнее оценивает будущее — аналитик или рынок?
2. Будут ли реализованы расчеты и ожидания?

3. Какие оценки будущего роста благоприятнее — сегодняшние или более ранние?
4. Каковы изменения (вверх или вниз) рыночной базы капитализации таких расчетов и ожиданий?

Эти факторы рыночной оценки, влияющие на доходность инвестиций, не имеют тесной связи с прошлой эффективностью. В свете сегодняшней озабоченности будущими темпами значительная часть работы аналитика над преобразованием и истолкованием прошлых данных может показаться практически неуместной и бесполезной, когда речь идет о покупке обыкновенных акций. Было бы неразумным отрицать, что при вложениях в акции значение имеет будущее.

Тем не менее по ряду причин аналитику следует продолжать это исследование и критический анализ прошлого. Во-первых, что бы ни делал аналитик, он должен поддерживать профессиональные стандарты, даже если рынок временами почти не обращает внимания на результаты его работы. Во-вторых, в ряде случаев такой критический анализ позволяет выявить, что некоторые выпуски акций переоценены, а другие (и это имеет еще большее значение) — недооценены. Зачастую бывает так, что анализ прибыли просто подтверждает, что отчетные показатели компании достаточно точны и результаты корректировок можно не принимать во внимание. Очень часто это служит указанием на то, что рынок имеет дело с верными показателями прибыли, а потому вероятность того, что котировка таких акций изменится, крайне мала. Выделить адекватно оцененные выпуски акций не менее важно, чем найти переоцененные или недооцененные. В-третьих, какая бы модель оценки ни использовалась — мультипликатор прибыли, дисконтирование дивидендов или любая другая, — исходным пунктом вычислений и прогнозов является величина текущей прибыли. Чтобы получить верный прогноз, нужна как можно более точная оценка текущей способности получать прибыль. Способность получать прибыль можно было бы назвать «способностью зарабатывать», и для ее оценки недостаточно отчетных показателей. Главные вопросы: обладает ли компания физическими, производственными, финансовыми, сбытовыми, управленческими и прочими возможностями, которые нужны для реализации прогноза? А если компания в данный момент не располагает такими возможностями, то может ли она их приобрести? Если компания «уже делала это прежде», прогноз на будущее становится таким образом отчасти оправданным. Наконец, в будущем рынки акций будут проходить через состояния оптимизма, когда инвесторы охотно платят цену, запрашиваемую за расчеты на будущий успех, и пессимизма, когда даже за гарантированный и реализованный успех платят нищенские цены.

Обзор семи этапов анализа отчета о прибылях и убытках

Чтобы оценить способность получать прибыль в исследуемом периоде, аналитик должен следовать стандартной процедуре, состоящей из семи этапов (два первых подробно рассматриваются в этой главе).

- 1. Правильное обращение с неповторяющимися событиями.* При анализе годовых данных сведения о неповторяющихся событиях следует исключать, учитывая их только при анализе более длительных периодов.
- 2. Исключение из дохода всех неоправданных позиций.* Из показателя суммарного дохода нужно исключить все позиции, которые не являются доходом с точки зрения экономической логики. Например, если компания вознаграждает ведущих служащих и администраторов опционами на акции, у которых есть определенная цена, но которые с позиций правил учета не рассматриваются как оплата труда, аналитику следует записать оценку стоимости этих акций за вычетом налогов в раздел вознаграждения работников и, таким образом, уменьшить сумму прибыли. (Все главы, посвященные анализу финансовых отчетов, то есть главы 10—20, так или иначе затрагивают вопрос о включении тех или иных позиций в состав дохода.)
- 3. Прямые проводки в нераспределенную прибыль.* В ходе корректировки нужно увеличить прибыль на величину не соответствующих правилам прямых проводок в состав нераспределенной прибыли.
- 4. Использование сопоставимых методов оценки товарных запасов и амортизации.* Оценка товарных запасов (глава 13) и амортизационных отчислений (глава 14) нужно осуществлять единообразно, чтобы сделать возможным сопоставительный анализ. (Это не всегда достижимо.)
- 5. Включение данных по дочерним структурам.* Аналитик должен в составе прибыли отразить результаты деятельности филиалов и отделений (глава 16), то есть совместных рискованных (венчурных) предприятий, действующих по доверенности трастовых компаний, инвестиций, осуществляемых на затратной основе (в той степени, в какой они не учтены в прибыли, но при этом доступны). Причислять юридические лица к списку филиалов следует не по их правовой форме, а по экономическому смыслу и содержанию отношений.
- 6. Подоходный налог.* Получив откорректированную величину доналоговой прибыли, нужно скорректировать и величину подоходного налога (см. главу 17).
- 7. Учет влияния отсутствующих активов и пассивов.* Аналитик должен учесть влияние ряда незафиксированных активов и пассивов, таких,

как эксплуатационная аренда (прокат оборудования), некоторые отнесенные на будущее производственные потери и неконсолидированные филиалы (главы 18 и 19).

Неповторяющиеся события

Как видно из названия, причиной неповторяющихся поступлений или убытков являются редко встречающиеся события, которые можно разделить на два основных типа. Первый охватывает следующие события, случившиеся в прошлые годы.

Корректировка и прощение налогов. Неповторяющимися событиями являются частичный возврат выплаченных налогов и процентов на эти суммы (иногда сопровождаемый корректировкой амортизационных фондов), а также прощение налогов.

Пример. Закон о налоговой реформе 1984 г. предусматривал несколько ситуаций прощения налогов. В результате из годового отчета за 1984 г. компании Archer Daniels Midland были исключены 12 млн дол. отложенных налоговых обязательств, начисленных перед этим на не поступившую еще прибыль компании Domestic International Sales Corporation. Новый Закон полностью отменил все налоги на прибыль, не перенесенную до 31 декабря 1984 г.

Пример. Сходным образом отчет о прибылях и убытках за 1984 г. компаний Aetna Life и Casualty Insurance содержал на 65 млн дол. «корректировки резервных фондов для новых начинаний» в качестве отсрочки на уплату подоходного налога в соответствии с требованиями Закона 1984 г. о пересчете финансовых резервов с постоянным прощением налогов, которые могли бы быть начислены по результатам пересчета.

Судебные споры, претензии и пересмотр договоров. Результаты судебных споров или претензий (например, о пересмотре договоров, об исках за причинение вреда, о тарифных ставках корпораций коммунального хозяйства) являются неповторяющимися событиями, относимыми на предыдущие годы. Обследование¹ выявило, что 339 из 600 компаний имели убытки в результате длящихся судебных разбирательств. В подавляющем большинстве случаев, и это типично для судебных разбирательств, сумма претензий не оглашалась. В целом судебные разбирательства являются крупнейшей причиной случайных убытков.

Пример. Компания AM International, Inc. в год, закончившийся 31 июля 1984 г., урегулировала судебную тяжбу с бывшим председателем совета директоров Ричардом Б. Блэком по поводу некоей сделки с

¹ AICPA. Accounting Trends and Techniques. New York, 1985, p.52.

акциями (сумма сделки неизвестна) и аннулировала вексель на 1 668 750 дол., по которому Блэк был в долгу перед компанией.

Изменения методов учета и величины отчетных показателей. Еще одним неповторяющимся событием является кумулятивный эффект, создаваемый изменением методов учета или изменения оценок показателей (в связи с последним см. пример с компанией Bethlehem в главе 14).

Пример. В год, закончившийся 30 сентября 1984 г., компания Ashland Oil, Inc. изменила методы начисления пенсионных обязательств, сделав их «более близкими к методам вычисления пенсионных платежей, рекомендуемым Советом по стандартам финансового учета». Это изменение уменьшило чистые убытки за 1984 г. на 6262 тыс. дол. (по 0,23 дол. на акцию). Из примечаний к отчету следует, что в 1984 г. компания вычисляла кумулятивные обязательства своего пенсионного фонда исходя из величины ставки процента 8,9 (в 1983 г. — 10,1%), что стало причиной убытков пенсионного фонда, которые подлежали отнесению на ряд будущих лет. Величина выгод от изменения процентных ставок не была указана.

Корректировка данных за предыдущие периоды

Пример. Правило 52, определяющее порядок пересчета сумм в иностранных валютах², требует корректировки начального сальдо баланса в соответствии с новыми требованиями, для чего результаты некоторых зарубежных филиалов следует пересчитывать в доллары по текущему обменному курсу. В примечании к отчету по форме 10-K за 1985 г. компании Abbott Laboratories сказано: «Корректировка обменных операций за 1983 г. включает корректировку начального баланса на сумму 49 376 тыс. дол.».

События текущего года

Другой тип неповторяющихся событий относится к текущему году, но их особенности заставляют учитывать их особым образом. Ниже даются примеры такого рода событий.

Продажа активов. Такими неповторяющимися событиями являются прибыль или убыток от продажи постоянных активов или — в случае неинвестиционных компаний — ценных бумаг.

Распродажа производственных активов

При массовой реализации активов возникают суммы, существенно превышающие результаты обычной деятельности компании. Прибыль

² Financial Accounting Standards Board. Statement 52. Foreign Currency Translation. Stanford, Conn., 1981.

или потери от продажи значительной части производственных мощностей могут в несколько раз превышать нормальную способность компании получать в будущем прибыль. Самым частым и важным неповторяющимся событием является продажа или другой способ реализации производственных активов — зданий, сооружений и оборудования. Обычно это происходит в связи с продажей или ликвидацией подразделения, производственной линии или филиала. Если продажа активов является частью обширной программы перестройки компании, при этом возможны и другие издержки в результате увольнения работников, ликвидации запасов сырья и продукции и т.п. Как и в случае других схожих операций, стандартным приемом учета является показ доналоговой суммы в счете доходов прежде, чем обозначается сумма чистой (обычной) прибыли. Аналитики обозначают эту строку как экстраординарный доход.

Разнесение по годам прибыли и убытков

Зачастую бывает трудно принять верное решение об отнесении этих поступлений на те или иные годы. В большинстве случаев решение отнести все на какой-то один год является неверным. В некоторых случаях убыток может иметь причиной определенное событие, например, новые законы о защите окружающей среды, резкое падение курса доллара на валютных рынках, появление новых революционных технологий или что-либо другое, что можно уверенно соотнести с определенным периодом времени. Гораздо чаще бывает так, что решения о перестройке компании, о закрытии производств, о прекращении выпуска тех или иных товаров и т.п. возникают под давлением постепенного, растянутого на долгое время ухудшения условий. Прибыль от продажи активов также бывает нередко результатом длительного — 10- или 20-летнего — повышения цен, но сама прибыль отражается на счетах только в момент реализации. Когда период времени определен, аналитик должен принять решение. Какая схема распределения убытков или потерь во времени лучше соответствует экономическому смыслу ситуации? С точки зрения простоты вычислений лучше всего, конечно, равномерно раскидать по годам, но экономическая логика может потребовать иной схемы распределения. Аналитик должен помнить, что наименее уместно решение, когда все такого рода прибыли и убытки оказываются вмененными тому году, в который они возникли. Такое решение почти заведомо ошибочно.

Аналитик волен исключить из отчета прибыли или убытки, возникающие в результате экстраординарных событий, но тогда нужно убирать и налоговые начисления на исключаемые суммы потерь или приращений. Нужно также позаботиться, чтобы при изменении налога использовать верную ставку (федеральный подоходный налог, налог штата или другого государства).

Пример. Компания Ideal Basic Industries на период перестройки создала особый счет для учета движения средств, возникающих в результате закрытия производств, списания запасов, а также убытков или прибыли от реализации активов. В 1980 г. на этом счете были зафиксированы 15 млн дол. убытков, в 1981 г. — 15 млн, в 1983 г. — 11,768 млн, а в 1984 г. — 0,94 млн дол. прибыли. Аналитику следует исключить эти суммы из результатов каждого отдельного года, но, может быть, он решит включить среднегодовой итог за пятилетний период. В 1983 и 1984 гг. компания получила неожиданно большие поступления от досрочного погашения долга — 4,663 млн и 4,198 млн дол. соответственно. В 1982 и 1984 гг. был эмитирован новый долг, существенно превосходящий тот, который был досрочно погашен. В результате процентные платежи выросли с 32 млн дол. в 1982 г. до 46 млн дол. в 1984 г. При таком подходе видно, что никакого дохода от досрочного погашения не возникло и эти суммы следует исключить из показателей дохода за соответствующие годы. Как относиться к таким доходам в более долгой перспективе — не столь понятно, но в общем случае их следует исключать из состава прибыли.

В середине 1980-х годов многие финансовые организации, пытаясь улучшить структуру капитала, продавали свои офисные здания, которые с годами сильно прибавили в цене, а затем брали их в длительную аренду. Такие продажи являются одноразовыми операциями и мало что помогают понять относительно способности компании получать прибыль. Поступления от таких продаж подлежат исключению из состава обычного дохода. Компании по прокату автомобилей, такие, как Hertz, Avis и National, напротив, добиваются оптимизации структуры автомобильного парка тем, что распродают машины после определенного срока службы или километража. Такая продажа активов является, конечно же, частью обычных операций и их результаты следует учитывать в составе обычного дохода.

Переоценка инвестиций. К неповторяющимся событиям относятся и корректировки балансовых оценок некоторых инвестиций в соответствии с новыми рыночными реалиями, когда речь идет об неинвестиционных компаниях или когда осуществляется уценка не продаваемых на рынке инвестиций. Примером последнего служит списание в 1985 г. компанией American Can привилегированных акций New TC на 40 млн дол. после того, как филиал последней, осуществлявший страхование закладных, понес серьезные убытки.

Корректировка иностранных активов. Уценка или повышение оценки иностранных активов также является неповторяющимся событием. В 1979 г. ITT Corporation зафиксировала потерю 305 млн дол. на своей бумагоделательной фабрике в Квебеке, «не сопровождавшуюся налоговыми преимуществами».

Частыми причинами потерь по зарубежным операциям являются политические и финансовые (в сфере валютного обмена) потрясения. Прежде многие компании с разнообразными интересами за границей создавали резервные фонды на случай возможных в будущем потерь такого рода. Поэтому если и возникали потери, в отчете о прибылях и убытках уже был резерв на такой случай. В марте 1975 г. было издано постановление № 5 «Учет случайных возможностей»³, которым общие резервы такого рода были запрещены. Теперь отчисления в резервы можно делать только когда потери становятся «вероятными» согласно соответствующим определениям, и эти резервы должны быть сначала проведены через отчет о прибылях и убытках, а не начисляться непосредственно в резервный фонд.

Страхование жизни и другие выгоды от страхования. Для большинства компаний сборы по полисам страхования жизни являются нерегулярным источником денежных поступлений, а не частью повседневной деятельности. Есть и другие страховые сборы, не имеющие регулярного характера. Годовой отчет за 1985 г. компании Fluogocarbon показал экстраординарный доход в размере 966 тыс. дол., на которые выплаты по страховке сгоревшего в августе 1984 г. завода в Бирмингеме, шт. Алабама, превысили балансовую оценку предприятия. Пожары на производстве — вещь повторяющаяся, но доход от того, что выплаты по страховке превысили стоимость сгоревших зданий и оборудования, никак нельзя считать частью обычного дохода компании.

Прекращение деятельности. Доход от прекращения деятельности не повторим просто по определению, хотя в результате прекращения этой деятельности какой-то капитал может остаться, и его можно заново вложить в другие прибыльные операции.

Необычные или нечастые события

В общем и целом, сегодняшние правила бухучета требуют включения в отчет о прибылях и убытках всего, что можно, а исключения очень редки (доходы и потери, вызванные колебаниями курса иностранных валют, ценных бумаг и субсидий). Термин *чрезвычайные (экстраординарные)* долгое время применялся по отношению только к *одновременно* редким и необычным событиям. Результаты чрезвычайных событий показываются ниже строки «чистая прибыль» и снабжены оговоркой «не облагаются налогом». В то же время события, которые являются *либо* необычными, *либо* редкими, но не теми и другими одновременно, показываются отдельно в главной части отчета о прибылях и убытках,

³ Financial Accounting Standards Board. Statement 5. Accounting for Contingencies. Stanford, Conn., 1975.

выше строки «чистая прибыль», и должны отражаться без учета воздействия на налоги. Налоговый результат таких событий обычно раскрывается в примечаниях. Аналитик обычно обходится с результатами событий, которые являются либо редкими, либо необычными, как с событиями неповторяющимися.

Двойственный статус неповторяющихся событий в анализе

Большинство неповторяющихся событий играют в анализе ценных бумаг двойственную и противоречивую роль. Их следует исключать из результатов того года, когда они случились, но они должны найти отражение в результатах какого-то периода. Когда, например, компания получает обратно избыточные налоговые платежи, это не имеет ни малейшего отношения к производственной прибыли текущего года, и мы просто неверно используем язык, когда говорим, что это часть «доходов» текущего фискального года. Поскольку аналитика интересуют тенденции роста, результаты событий следует относить на те годы, когда события имели место. Если в 1987 г. компания вернула суммы, переплаченные в качестве налогов в 1984 и 1985 гг., аналитику следует пересчитать налоги за 1984 и 1985 гг. и устранить поступления от возврата налогов в отчете за 1987 г.

При анализе средней доходности за семи- или десятилетний период возврат излишних налогов входит в общую картину в той же степени, что и прибыли или убытки, на которые эти налоги были начислены. При долговременном анализе прошлых финансовых отчетов наилучший подход заключается в том, чтобы учитывать все реальные доходы или потери, если только они не выпадают совсем за круг обычных поступлений от деятельности. Не следует учитывать в составе реальных доходов или потерь добровольные повышения или понижения оценок основных активов, таких, как оборудование или нематериальные активы.

Аналитик часто имеет дело с факторами, которые в краткосрочной перспективе оказывают благоприятное или отрицательное влияние на доход, но которые перестанут действовать в рамках прогнозируемого периода. Примерами могут служить:

- дешевый долг, срок погашения которого наступает через несколько лет;
- благоприятные условия аренды, срок которой вскоре истекает;
- близкое истечение срока действия патентов, лицензий, контрактов на поставку и т.п.

Зная, скажем, что старые 4-процентные облигации будут погашены через два года, а для рефинансирования будут эмитированы новые под 10%, аналитик должен соответствующим образом скорректировать прогноз.

Правила учета неповторяющихся событий

Очевидно, что когда неповторяющееся событие оказывает существенное финансовое воздействие, невозможно составить совершенно удовлетворительный финансовый отчет за соответствующий год, потому что ни включение, ни исключение соответствующих сумм не даст адекватного отражения ситуации. В любом случае сомнительно, что действительно толковое представление о способности получать прибыль или о внутренней стоимости может быть получено по данным за один-единственный год. С большей обстоятельностью этот вопрос рассмотрен в главе 29, где мы расскажем о роли статистических рядов.

При этом аналитику ценных бумаг все-таки приходится решать задачу адекватного истолкования, а порой и пересчета отчетов о прибылях и убытках за сравнительно короткие периоды. Необходим логичный и последовательный подход к обработке разного рода неповторяющихся событий и их финансовых результатов. В этом аналитику могут быть полезны следующие три правила:

1. Незначительные события нужно брать такими, каковы они в отчете. Будем считать *незначительными* такие события, которые изменяют величину чистой прибыли не более чем на 5%. Если имели место несколько таких событий, 5-процентное правило следует применить к их совокупному воздействию.
2. Если результат события исключается из отчета о прибылях и убытках, нужно сократить и созданные этим событием обязательства по подоходному налогу.
3. Большую часть неповторяющихся событий, исключенных из анализа одного года, все-таки нужно учесть в виде средней за ряд лет.

Прирост и потери по корпоративным ценным бумагам

Получение прибыли или убытка от досрочного погашения долга ставит два вопроса. Прибыль может быть результатом недавнего подъема процентных ставок или, другой вариант, следствием падения кредитного рейтинга в течение многих лет. Нужно установить экономическую причину прибыли, чтобы определить год или годы, на которые эту прибыль следует отнести.

Второй вопрос: следует ли вообще включать эту прибыль в отчет о прибылях и убытках? Уместен вопрос: действительно ли компания «стала лучше»? Если компания просто замещает облигации с малой номинальной стоимостью и большим купонным процентом на облигации с малым купонным процентом и большой номинальной стоимостью, цена привлечения капитала для этой компании останется примерно одинаковой. Выигрыш от повышения номинальной цены размещенного долга будет съеден более высокими купонными платежами в последую-

шие годы. (Текущая стоимость старых и новых облигаций одинакова.) Но в случае фирмы, которая стоит на пороге ликвидации, выигрыш будет очень реальным, поскольку его можно будет раздать акционерам.

Но каким бы ни был источник фондов на погашение долга, цена капитала или альтернативные издержки на привлеченный капитал соответствуют тому же рыночному уровню, по которому долг был погашен. Для действующей фирмы прибыли и убытки от всех операций с облигациями лучше всего исключать, по крайней мере, из результатов текущего года.

Особенно тревожной операцией является получение прибыли от погашения долга, когда ее дополняет своп на акции компании. В результате погашения долга с помощью акций возникают довольно необычные налоговые результаты. Налоговая служба рассматривает любое приращение средств как доход, но этот доход можно устранить, если понизить оценку допускающих амортизацию активов (если таковые существуют). Благодаря этому доход будет свободен от немедленного налогообложения, но в последующие годы уменьшение амортизации приведет к росту налогооблагаемого дохода ровно на ту же величину, так что подоходный налог будет выплачен позже. Поэтому в случае прибыли от погашения долга нужно начислить отложенный подоходный налог.

Ключевой вопрос: продает ли компания акции по выгодным или невыгодным ценам? При погашении облигаций прибыль часто бывает результатом роста процента. Когда процентные ставки высоки, цены акций обычно занижены. Аналитик может поставить вопрос: было ли в данной ситуации решение руководства разумным? Компания, конечно, могла бы продать акции, не погашая при этом долг, а значит, сам факт погашения долга не имеет здесь значения. Такие «внутренние» операции не имеют значения при определении способности получать прибыль. Но долгосрочный анализ должен включать налоговые издержки, поскольку очень вероятно, что налоги придется заплатить.

Прирост и убыль капитала финансовых компаний

Финансовые компании — это компании, большая часть активов которых имеет форму денег, ценных бумаг и дебиторской задолженности. Сюда входят:

- банки;
- страховые компании;
- инвестиционные компании и взаимные инвестиционные фонды;
- холдинговые компании, не подающие консолидированных отчетов;
- кредитные или финансовые компании.

Для всех компаний, если не считать последней группы, главной или очень существенной частью бизнеса являются вложения в обращающиеся на рынке ценные бумаги. Прибыли и убытки по инвестиционному портфелю, реализованные или нет, бывают очень значительны относительно того, что принято называть обычным доходом или доходом от основной деятельности.

Следует ли при анализе дохода финансовых компаний рассматривать такие изменения цены портфеля, как повторяющиеся или не повторяющиеся события?

На этот вопрос нельзя дать однозначный ответ. Такого рода прибыли и убытки, конечно же, носят регулярный характер, поскольку они в большей или меньшей степени случаются в каждом году и, несомненно, входят в состав регулярных деловых операций. Но они являются неповторяющимися событиями в том смысле, что при нормальных условиях компания должна извлекать определенную нормальную прибыль из движения цен на акции и облигации. Ежегодные колебания цены акций существенно больше, чем среднегодовой рост курса, и если даже посчитать среднюю величину этих ценовых колебаний за ряд лет, мы не получим представительной оценки. Поэтому, включив результаты таких колебаний в счет доходов, мы исказим прогноз на будущее. Зато доход от ценных бумаг в виде процентов и дивидендов отличается куда большей стабильностью и предсказуемостью.

Существует серьезная разница между реализованными и нереализованными прибылями и убытками. Первые отражаются в отчетных документах и по ним платят налоги. Для большинства инвестиционных фондов наличие реализованной прибыли влечет за собой распределение соответствующих сумм акционерам⁴. Но в зависимости от отрасли изменение рыночной стоимости может остаться непризнанным, будет отмечено только в примечаниях к балансовому отчету или в виде прямой проводки в счет собственного капитала. «Реальность» прибыли или убытка до их реализации — вопрос менее важный, чем кажется. Настоящее значение имеет различие между общими долгосрочными результатами, которые наиболее важны, и более или менее случайными изменениями стоимости ценных бумаг в течение года.

При анализе одного года аналитику нужно сгруппировать реализованные и нереализованные прибыли или потери. (Так предписывает стандартная форма отчета о прибылях и убытках страховых компаний.) Данные за 12 месяцев должны быть представлены в двух видах: 1) обычный доход и 2) портфельная прибыль (убыток). Последний компонент не заслуживает серьезного внимания, поскольку он зависит главным

⁴ В соответствии с Налоговым кодексом регулируемые инвестиционные компании могут снизить сумму подоходного налога или вовсе его избежать, если будут предписанным образом распределять свой доход и реализованную прибыль по ценным бумагам.

образом от состояния рынка ценных бумаг в отчетном году. Зато первый компонент может служить основой для прогноза.

При долгосрочном анализе непременно следует учитывать портфельные результаты. В случае инвестиционных фондов прибыльность портфеля говорит об эффективности работы менеджеров. В прежних изданиях этой книги мы рекомендовали брать для долгосрочного анализа период между примерно равными состояниями фондового рынка (метод равных состояний рынка). При таком выборе периода предметом анализа станут в равной степени прибыли и убытки, как и другие компоненты способности получать прибыль, так что в результате можно оценить способность руководства управлять этой важной частью деятельности финансовых компаний.

Но поскольку рынки поднимаются все выше и выше, такие сопоставления оказываются возможными далеко не всегда — конечный уровень может оказаться намного выше любой полезной начальной точки анализа. Альтернативный подход заключается в оценке значений беты для портфеля и использовании их для корректировки доходности по степени рыночного риска. Сопоставление скорректированных по риску показателей доходности не менее полезно, чем метод равных состояний рынка. В любом случае для анализа нужно брать период не менее 5 лет, а лучше — еще более продолжительный период.

При таком сопоставлении портфелей нужно стремиться к тому, чтобы сравниваемые компании имели примерно одинаковую общую политику, цели и состав портфелей. Очевидно, например, что фонд, включающий только акции, покажет более высокие результаты в период подъема фондового рынка, чем сбалансированный фонд, значительную часть портфеля которого составляют облигации.

Глава 12

Влияние резервов, непредвиденных обстоятельств и счета переоценки стоимости активов на отчет о прибылях и убытках

Ограничение использования резервов

Резервы играли очень заметную, хотя и не всегда полезную роль в корпоративном учете. Неполезная часть резервов включала произвольную часть дохода, выделенную руководством в предвидении неопределенных случайностей общего характера. Такие резервы накапливались в хорошие годы, а расходовались в плохие, что сглаживало колебания прибыли. Термин *резервы* используют и сегодня, но Решением № 5 Совет по стандартам финансового учета¹ запретил наиболее сомнитель-

¹ Financial Accounting Standards Board. Accounting for Contingencies. Stanford, Conn., 1975.

ные виды резервирования. Новые правила требуют, чтобы случайные убытки относились на счет дохода только если существует:

- 1) вероятность, что актив потерпел ущерб или что возникло обязательство до подачи финансового отчета;
- 2) вероятность, что произойдут события, подтверждающие факт убытка;
- 3) возможность разумно оценить величину потерь.

Если сумма потерь не может быть оценена, следует раскрыть данные.

Признание случайных доходов запрещено. Действующие правила учета не разрешают создавать резервы на случай общих или неопределенных видов риска и в предвидении многих отдаленных случайностей, таких, как:

- гарантии задолженности других;
- резервные аккредитивы;
- гарантии на выкуп дебиторской задолженности;
- самострахование.

Из Решения № 5 исключены результаты операций по уценке активов. В отдельном разделе этой главы рассматриваются специфические проблемы, связанные с полным списанием активов в ходе перестройки компании, а также дополнительные выплаты пенсионерам и пересчет валютных курсов.

Три класса резервов

Словом *резерв* обычно обозначают три типа балансовых позиций:

- счета переоценки стоимости активов (valuation accounts);
- обязательства (пассивы);
- резервы предстоящих расходов и платежей.

Счета переоценки стоимости активов. Стандартные резервы на сокращение активов на счетах переоценки стоимости активов таковы:

- на списание безнадежной дебиторской задолженности;
- на амортизацию основных средств;
- на уценку ценных бумаг в соответствии с новой рыночной ценой;
- на переоценку иных инвестиций и зарубежных активов в соответствии с текущей оценкой или в количестве, подлежащем возмещению;

- на списание товарных запасов ниже величины себестоимости;
- на списание сомнительных кредитов и вкладных.

Обязательства. Некоторые вытекающие из прошлого обычные обязательства называют резервами в тех случаях, когда эти обязательства являются *долгосрочными и неопределенными по величине или по срокам погашения*. Сюда входят резервы на уплату налогов, на пересмотр соглашений, на пенсионное обеспечение (особенно когда учет пенсий ведется по балансовым резервам), на удовлетворение судебных претензий и т.п.

В некоторых отраслях особое значение имеют следующие виды резервов:

Отрасль	Резерв
Страхование	По собранным взносам
	Резервы для выплаты страховок
	Резервы для покрытия потерь
Кредит	Резерв на непогашение кредитов
Транспорт	На случай транспортных происшествий и повреждения грузов
Морские перевозки	На возврат избыточных субсидий на превышение стоимости эксплуатации судна (по сравнению с судами других стран)
Коммунальное хозяйство	На случай пересмотра тарифов и необходимости рефинансирования

Все эти позиции можно назвать резервами просто в силу того, что неясно, когда и в какой сумме придется делать платежи, но в действительности все это — обязательства компании.

Резервы предстоящих расходов и платежей. Резервы на случай возможных потерь в результате выхода оборудования из строя и расходы на модернизацию оборудования создаются на случай остановки производства или окончательного закрытия производственной линии.

Отражение резервов в балансе

В отчете о прибылях и убытках позиции резервов называются так: «Резервы на случай закрытия предприятия», «Специальные платежи» или «Резервы на модернизацию». Проводки по каждой позиции отражаются в балансе следующим образом:

- 1) актив сокращается или ликвидируется;
- 2) обязательство возникает или возрастает;
- 3) акционерный капитал сокращается.

Особые правила операций с некоторыми видами резервов

Мелкие статьи баланса. Резервные статьи баланса, которые в сумме охватывают не более 5% чистой прибыли, оставляют без изменений.

Отсроченные налоги. Начисленный, но не выплаченный подоходный налог, если только он не связан явным образом с неповторяющимися событиями и не имеет никаких других особых характеристик, следует считать обычным вычетом из текущего дохода.

Часто используемые резервы

Ниже рассматриваются несколько часто используемых или обладающих некими особыми характеристиками статей резервов. Но резервы, имеющие отношение к учету товарных запасов (глава 13), амортизации (глава 14) и отложенным налоговым платежам (глава 17), настолько важны и сложны, что их мы будем рассматривать отдельно.

Резервы на покрытие безнадежных долгов

Для нефинансовых компаний резервы на покрытие безнадежных долгов почти всегда принимают в том виде, как они существуют в отчете. У некоторых финансовых организаций, таких, как банки, свои правила, из-за чего аналитику приходится прибегать к корректировкам. Форма 10-K обычно содержит информацию о списании, что помогает оценить адекватность резервов на покрытие безнадежных долгов, которые для ряда компаний ведут к уменьшению налогов. Многие банковские аналитики используют данные о действительных списаниях долгов, а не статью «резерв на покрытие невозвращенных долгов» (теперь в банках с активами 500 млн дол. или более не учитывается при исчислении налогов). Аналитики рассматривают эти резервы как механизм сглаживания динамики прибыли. Для компаний, торгующих в рассрочку или предоставляющих кредиты, вопрос о погашении долгов важен и требует особо тщательного рассмотрения.

Резервы на покрытие невозвращенных долгов в банках

Банковские резервы на покрытие невозвращенных долгов могут использоваться одновременно как механизм сглаживания прибыли и как скрытый резерв. Поэтому банковские аналитики часто убирают из отчета о прибылях и убытках изменения в величине резервов на покрытие невозвращенных долгов, а вместо этого используют данные о действительных списаниях и возврате долгов за отдельные годы. Это ведет к большей изменчивости отчета о прибылях и убытках, что, может быть,

в большей степени отражает то, что происходило в тот или иной год. Усреднение данных о действительных списаниях и получении долгов дает лучшую картину способности получать прибыль, чем усреднение величины резервов на покрытие невозвращенных долгов в процентах к сумме выданных кредитов. Порой аналитики банковских акций серьезно корректируют величину резервов на покрытие невозвращенных долгов. Например, в середине 1980-х годов у банков, работавших с нефтяными компаниями, резервы были настолько завышены, что средства резервов вкладывались в кредитование недвижимости и в кредиты на бурение нефтяных скважин. Примерно таким же образом аналитики корректировали ожидаемые потери по кредитам менее развитым странам.

Отрасли с повышенным риском

В некоторых отраслях время от времени или регулярно повышается риск невозврата кредитов. В таких отраслях резервы на покрытие безнадежных долгов требуют особенного внимания аналитика. Например, в казино и игорных домах уровень невозврата кредитов очень разнится год от года. При продаже передвижных домов начальный взнос обычно невелик, и есть немалый риск, что покупатели просто «уедут» от своих долгов. Ссудосберегательным ассоциациям, столкнувшимся с массовым изъятием вкладов, приходится продавать значительную часть своих залладных, чтобы расплатиться с вкладчиками. Если их залладные сомнительного качества, обычные резервы на покрытие убытков могут оказаться недостаточными.

Резервы по операциям с ценными бумагами

Эти счета переоценки стоимости активов не ведут к снижению налога до реализации потерь (исключением являются дилеры на рынках ценных бумаг). Решение № 12 Совета по стандартам финансового учета «Учет продаваемых на рынке ценных бумаг» (FASB Statement No 12, Accounting for Certain Marketable Securities) требует, чтобы в доходе по портфелю продаваемых на рынке акций признавались нереализованные прибыли и убытки только по тем бумагам, которые считаются легко реализуемыми или ликвидными активами. *Реализованные* прибыли и убытки включаются в доход за период независимо от того, относятся ли бумаги к ликвидным или неликвидным. Некоторые, но не все *нереализованные* прибыли и убытки по неликвидным портфелям акций отражаются в разделе «акции» баланса, но они не входят в отчет о прибылях и убытках. В некоторых отраслях существуют особые формы учета продаваемых на рынке ценных бумаг.

Для нефинансовых компаний изменения таких резервов следует рассматривать как неповторяющиеся события, но они редко бывают настолько велики, чтобы оправдать корректировку отчета о прибылях и

убытках. При анализе финансовых компаний не имеет смысла различение между нереализованным обесценением («потери на котировке») ценных бумаг, содержащихся в портфеле, и действительными потерями.

Пример. В 1982 г. компания Resort International, Inc. отчиталась в получении чистой прибыли в размере 16,7 млн дол. от своего портфеля ценных бумаг. Эта сумма включает 42,2 млн дол. от продажи фьючерсных контрактов на облигации Казначейства США и некоторых казначейских облигаций, убыток в 6 млн дол. от продажи акций и получение дивидендов на сумму 2,7 млн дол. Результатом прибыли стало признание выгоды в 4,2 млн дол. от зачета потерь на счет будущей прибыли. В дополнение к этому оборотный капитал был увеличен на 45 млн дол. за счет того, что продаваемые на рынке ценные бумаги были отнесены в разряд ликвидных (текущих) активов. Хотя основным видом деятельности компании являются гостиницы и игорные дома, она примечательна своей активностью в области инвестиций во фьючерсные контракты на процентные ставки и металлы, а также в акции и облигации. Размах этой инвестиционной активности был достаточно велик, чтобы аналитику имело смысл переоценить портфель по рыночным котировкам и рассчитать годовую прибыльность от этих вложений.

Резервы на переоценку других инвестиций

В общем случае резервы на переоценку других инвестиций имеют отношение к дочерним компаниям или отделениям. Дочерние компании или отделения получают отражение на счетах переоценки стоимости активов при ряде обстоятельств. Если руководство решило продать или ликвидировать отделение, основанием для признания убытка является выручка за вычетом издержек. Зарубежное отделение может быть подвергнуто конфискации с неадекватной компенсацией, и сумма компенсации может быть оспариваема в ходе переговоров или судебных разбирательств. В таких условиях оценивают величину потерь, и балансовый показатель суммы вложений уменьшают на величину ожидаемых потерь.

Резервы на пересмотр соглашений и судебные разбирательства

Значительная часть считающихся резервами обязательств имеют причиной ожидаемый пересмотр контрактов и возможный исход судебных разбирательств. Примерами являются:

- конфликтные ситуации по контрактам с Министерством обороны;
- несогласие комиссионера с величиной затребованной страховой премии;
- распоряжение комиссии штата по коммунальному хозяйству о возврате переплаты по тарифам;
- судебная тяжба из-за неисполнения контракта по форс-мажорным обстоятельствам;

- судебная тяжба о величине налогов;
- судебная тяжба о нарушении правил ценового регулирования.

Пример. В годовом отчете за 1985 г. компании Exxon Corporation была статья под названием «Резервы по делу Хоукинса» на сумму 948 млн дол., с примечанием на лицевой стороне отчета о прибылях и убытках, что без учета соответствующих налогов сумма составляет 545 млн дол. Речь шла о споре о цене на нефть, добытой в Восточном Техасе на месторождении Хоукинса. Раскрыть информацию можно было в любой момент многолетнего судебного разбирательства. Обычно аналитик распределяет такого рода убытки по всем годам периода, когда нефть была добыта. Теперь мы знаем, что величина прибыли за эти годы оказалась преувеличенной.

Резервы на страховании собственности и от несчастных случаев

Требования о возмещении ущерба — оспариваемые в суде или удовлетворяемые по взаимному соглашению — являются составной частью деятельности по страхованию от пожаров и несчастных случаев. В любой год прибыль и собственность страховщиков в значительной степени зависят от метода вычисления резервов на случай неурегулированных и непогашенных претензий. Регулирующие органы требуют, чтобы при установлении минимального уровня резервов по страхованию автомобилей и от несчастных случаев на производстве использовалась определенная формула. (Если, по оценкам самой компании, нужен больший уровень резервов, следует использовать ее расчеты, базирующиеся на анализе статистики.) Величину ответственности по другим типам претензий определяет само руководство с участием трех- или четырехсторонней комиссии по урегулированию страховых споров. В этой области возможны как сильная недооценка нужной величины резервов, так и не менее значительная переоценка.

Обязательства по страховым взносам. Аналитики принимают на веру показанные в отчетах данные о некоторых видах обязательств по страховым взносам. Сегодня это относится только к «короткохвостым» полисам, по которым все притязания полностью покрываются почти сразу по истечении полиса. Некоторые аналитики используют для оценки стоимости этих полисов следующую формулу, которая дает примерную величину издержек на ведение этого бизнеса.

$$\text{Корректировка} = \left(\frac{\text{Прирост обязательств по страховым взносам}}{\text{Сумма взносов}} \right) \times (1 - \text{Ставка налога}) \times \left(\frac{\text{Общие издержки} - \text{Расходы на страховые выплаты}}{\text{Сумма взносов}} \right)$$

Для тех видов страхования, данные о которых аналитики готовы принять на веру, аналитикам следует использовать только прирост страховых взносов из стандартного отчета уполномоченного по страхованию. Вычисленную величину корректировки сопоставляют с ценой, приемлемой для перестраховочных компаний за страхование той же ответственности. Эта процедура рекомендуется.

Распространенная в былые времена практика, когда в доход включали 35—40% страховых взносов по долгосрочным полисам, таким, как страхование ответственности за качество выпускаемой продукции, оказалась неудачной по двум причинам: в эпоху инфляции трудно адекватно учесть налоги, а сумма страховых претензий оказывается сильно недооцененной. Сегодня мало кто из аналитиков продолжает использовать этот некогда очень популярный метод. Интересно, что Закон о налогах 1986 г. впервые включает этот отвергаемый метод расчета дохода, сделав предметом налогообложения 20% прироста суммы страховых взносов.

Другие обычные резервы

Резервы на невозврат кредита

Учет платы за кредит, вносимой заемщиком заранее — в виде накладки к сумме заимствования, осуществляется, в принципе, так же, как и учет страховых взносов, выплачиваемых при получении полиса. Резерв должен покрывать ту часть платы за кредит, которая по прошествии времени оказывается непогашенной (незаработанной). Эта сумма должным образом вычитается из дебиторской задолженности на стороне активов баланса, так же поступают с резервами на безнадежные долги.

Нет сомнений, что часть резервов на непогашение кредитов должна учитываться в составе акционерного капитала, поскольку часть этих расходов входит в состав издержек на ведение бизнеса, так же как и резервы на погашение страховых обязательств для страховых компаний. Ни в одном принятом методе расчета прибыли или собственного капитала компаний эту часть собственного капитала не учитывают. Из осторожности эти величины следует учитывать как дополнительный мотив приобретения акций, уже признанных недооцененными, но не использовать их в основном расчете цены акций. Наш консерватизм укрепляет и существующая практика злоупотреблений со стороны некоторых финансовых организаций при учете довольно схожего дохода от комиссионных.

Резервы на непогашенные обязательства перед подписчиками

Обязательства издателей газет и журналов перед подписчиками схожи с обязательствами страховых компаний по собранным взносам. Еще не выпущенные тиражи подписных изданий представляют собой инте-

ресный пример активов, не отражаемых в балансе. Подписка является обязательством прислать издание или вернуть деньги, но цена этого обязательства более чем перекрывается ценностью списка подписчиков. Если журнал закрывается, другие издатели бывают рады купить список подписчиков, а плюс к этому еще и взять на себя обязательства по подписке. Покупатель предлагает подписчикам выбор — возврат денег за невышедшие номера или получение другого периодического издания. Поскольку большинство подписчиков выбирают второй вариант, такого рода покупка оказывается привлекательным и дешевым способом увеличения тиража периодических изданий. В этом случае мы также не против того, чтобы учесть в расчетах любую оценку непокрытых обязательств перед подписчиками, но ведь это дополнительный довод в пользу покупки акций, которые мы уже выделили как приемлемые по цене. Аналитик не в состоянии определить цену списка подписчиков, поскольку для этого нужно знать их демографические характеристики — возраст, местожительство, доход, состоятельность, увлечения.

Резервы на случай пересмотра тарифов

Компании коммунального хозяйства часто бывают предметом официальных разбирательств, нацеленных на сокращение тарифов и платежей. В некоторых случаях решения о снижении тарифов имеют обратную силу. Споры о величине тарифов часто бывают следствием неожиданных всплесков инфляции, закрытия предприятий из-за избыточности мощностей или из-за задержки строительства, что ведет к росту кредитной нагрузки на предприятия. Обычно группы потребителей и другие заинтересованные силы мужественно пытаются противостоять соответствующему росту цен на коммунальные услуги. Порой комиссии по тарифам отказываются учитывать некоторые расходы как неоправданные. Бывают случаи, когда из калькуляции тарифов убирают как доход на капиталовложения, так и простое возмещение инвестиций. В таких случаях компании коммунального хозяйства крайне неохотно шли на полное или частичное списание соответствующих активов, поскольку опасались, что после списания комиссия по тарифам будет менее склонна признать их право на возмещение расходов. Поэтому они предпочитали до окончательного судебного решения сохранять старую балансовую оценку активов. В случае обжалования решений разбирательство идет через несколько последовательных уровней судебной системы, поэтому история может затянуться на годы. Нельзя оправдать такую задержку признания убытков до момента, когда они становятся вероятными. В таких случаях аналитик должен самостоятельно оценить возможную корректировку и обращаться с ней, как с неповторяющимся событием.

Подлежащие переоценке счета портфелей займов и закладных

Издержки по принадлежащим ссудосберегательным ассоциациям и взаимным сберегательным банкам портфелям кредитов и закладных обычно корректируют на величину прироста скидок и уменьшения процента выплат. Существует резерв на покрытие невозвращенных кредитов. Но величина этого резерва представляет собой оценку потерь по ссудам и не имеет никакого отношения к рыночной цене портфеля. Бывают ситуации, когда ссудосберегательным организациям приходится распродавать значительную часть своих портфелей, чтобы получить средства на уплату процентов или на возврат изымаемых депозитов. Поскольку правила бухгалтерского учета не требуют, чтобы учет в этих случаях производился в рыночных ценах, именно на аналитика ложится задача пересчитать портфель по рыночным ценам и оценить, сколько останется от портфеля, если организация попадет в сложную ситуацию. Такие расчеты, разумеется, не нужны, если организация прибыльна, а сроки возврата ссуд примерно соответствуют срокам возврата депозитов.

Резервы на случай потерь от крупных операций по перестройке

Крупные списания

Остановка производственной линии, продажа сегмента бизнеса, реорганизация подразделения и другие операции по перестройке компании являются неповторяющимися событиями, которые требуют принятия мер на случай возможных потерь. Операции по частичному или полному списанию активов отражаются в балансе под разными названиями, которые порой намеренно уменьшают отрицательный характер события и даже могут создать впечатление, что речь идет о чем-то хорошем. Для признания потерь нужно решение управляющих о ликвидации активов и видов деятельности, а суммы списаний отражают оценки руководства, которые обычно бывают утверждены решением совета директоров. Проблема в том, что планы меняются, и программа списаний может оказаться много шире или уже, чем планировалось. В общем, учет, основанный на намерениях руководства, — это дело ненадежное. Анализ такого рода учета равно ненадежен, и аналитику часто приходится ждать, когда незнакомка потеряет и вторую туфельку. Бухгалтерские проводки могут включать как уменьшение балансовой оценки активов, так и возникновение статей пассивов (обязательств). Главным расходом являются выходные пособия увольняемым работникам. Сюда входят выплаты за преждевременный уход на пенсию, помощь в поиске рабочего места, консультирование, оплата переезда на новое место жительства и особые выплаты в случае, если семья начинает жить отдельно. Зачастую расходы на эти выплаты больше, чем

потери товарных запасов и оборудования. Аналитик должен оценить размер потерь, рассматривая их как неповторяющееся событие.

Пример. В таблице 12.1 показаны списания активов, резервы на покрытие потерь, прибыль от продаж и прочих неповторяющихся операций, ставших результатом усилий компании Agmco, Inc. по перестройке почти всех своих операций с 1982 по 1986 г. Некоторые особенности этой перестройки заслуживают комментариев. Во-первых, первоначальные решения о списании или уценке активов и о создании резервов представляют собой приблизительную оценку и выражены целыми числами. Во-вторых, не так уж редко компания обнаруживает, что первое урезание было недостаточно глубоким и нужно еще списывать и уценивать активы и увеличивать резервы на покрытие потерь. Это видно по производству стали, для которого в 1982 г. был создан немалый резерв. В 1983 г. возникли дополнительные убытки, которые, может быть, отражали действительные потери (от продажи активов, выплат сокращаемым работникам и т.п.) и которые выражены некруглым числом 235,9 млн дол. В следующие два года были предусмотрены дополнительные потери (круглые числа), но окончательный выход из ситуации еще впереди. Схожим было развитие в группе деятельности «производство товаров и услуг». Сначала были предусмотрены потери в 10 млн дол. (круглое число), затем последовала более точная сумма действительных потерь — 69,1 млн дол. Показатель дохода от продолжения операций за 1984—1986 гг. подвергался пересмотру, чтобы учесть потери компании Agmco Financial Services Group. Ранее Agmco заявляла о намерении ликвидировать эту группу, но потом решила, что потребуются еще пять лет на продажу соответствующих производств.

Что делает аналитик

Что следует делать аналитику в такой ситуации, в какой оказалась компания Agmco? Представляется, что суммы, показанные в любом счете за любой год, относятся не только к этому отчетному году. Было бы не вполне адекватным решением просто сложить все прибыли и убытки неповторяющегося характера и равномерно распределить их по некоторому произвольному периоду. Верный подход заключается в том, чтобы отнести каждый вид прибылей или потерь на тот год или годы, когда они возникли. А значит, нужно проанализировать каждый случай появления прибыли или убытка, выявить причину и обращаться с этими данными соответственно.

Прибыль в производстве стали достигла максимума в 1979 г., а в 1982—1986 гг. это производство начало приносить одни убытки. Аналитик должен распределить убытки от производства стали между 1982—1986 гг., а может и начать период на год или два раньше.

В случае прибыли и убытков от производства нефтепромыслового оборудования данные следует объединить и отнести на те годы, когда

Таблица 12.1. Компания Агтсо, Инс. (в млн дол.)

Год	Доход от продолжения деятельности-ности	Неповторяющиеся события						Итого
		Особые счета						
		Нефте-добываю-щие обо-рудование	Произ-водство стали	Произ-водство товаров и услуг	Произ-водство водства никеля	Другие	Прибыль от реализации	
1986	(361,6)*	(108,0)	(235,0)	—	—	7,4	—	(335,6)
1985	(143,2)*	25,1	(110,0)	69,9	—	42,0**	167,9***	55,9
1984	(249,3)*	(190,0)	(10,0)	(10,0)	—	(135,0)****	(172,5)*****	(172,5)
1983	(506,2)	—	(235,9)	—	—	(60,8)	—	(296,7)
1982	(359,8)	—	(300,0)	—	(71,9)	(88,4)	—	(460,3)
1981	220,9	—	—	—	—	—	—	—

* По отчету 1986 г.

** Включая 58 млн дол. налоговых выгод от перенесения потерь на будущие периоды.

*** Космические и стратегические материалы — 33,2 млн дол. прибыли от продажи налоговых льгот.

**** Включая 120 млн дол. резервов на покрытие будущих убытков в компании Агтсо Financial Services Group.

***** От операций с углем.

эта отрасль стала неприбыльной. Так, в этой отрасли прибыль достигла пика в 1981 г., в 1983 г. уже пошли убытки, а к 1985 г. убытки и крупные списания стали повсеместными. Учитывая отраслевые условия, аналитик может распределить чистые убытки от производства нефтепромыслового оборудования между 1983—1986 гг., но есть основания включить в этот период и 1982 г.

Продажа за наличные угольных предприятий и производство аэрокосмических и стратегических материалов дали прибыль, показанную в те годы, когда она была получена. Эти суммы следует исключить из оценок нормального годового дохода и включить в долговременные средние. Выручка от такого рода продаж может, конечно, стать источником прибыли и в будущем увеличить способность получать прибыль.

Убытки от производства никеля возникли, скорее всего, в 1982 г., когда и вся отрасль стала неприбыльной.

Понятно, что налоговые выгоды от перенесения потерь на будущие периоды, которые были реализованы в 1985 г., возникли в силу накопления убытков в 1983—1985 гг. Их нужно распределить по всему периоду. Налоговые выгоды можно счесть компонентом обычных доходов за эти годы, чего нельзя сказать о других неповторяющихся событиях в таблице 12.1.

Одним из самых необычных и интересных из неповторяющихся событий является получение прибыли в 33,2 млн дол. от продажи налоговых выгод. По сути дела, чистая прибыль за 1985 г. была прокредитована на сумму, которая обычно была бы сокращением налогов за соответствующие годы. Если иметь в виду нормальный подход к вычислению дохода, то идеальным решением было бы распределить эту величину по годам, следующим за 1985 г., хотя обычно задачей является распределение неповторяющихся доходов за прошлые годы, а не за будущие.

Аналитикам также приходится принимать решения о том, как именно распределять прибыли и убытки по годам периода. Их можно распределить равномерно либо пропорционально величине какого-то фактора (налоговые выгоды от переноса убытков на будущее — пропорционально убыткам соответствующих лет), а можно использовать формулу равномерного ускорения, так что меньшие суммы придутся на ранние годы, а большие — на самые последние годы периода.

Время движения денег может быть иным

Выше разговор шел о том, что нужно отнести прибыли и убытки на соответствующий год (годы), но мы не затрагивали вопрос о движении денег. Интересной характеристикой списаний и резервов на перестройку является то, что движение денег может происходить не в тот год, когда был зарегистрирован убыток. Часто это происходит на следующий год или через несколько лет. Аналитик должен не упускать эту возможность из

виду, поскольку обеспеченность чистыми ликвидными активами может оказаться иллюзорной, а анализ фактов обнаружит, что нехватка ликвидных средств еще впереди, когда действительно начнется отлив денег.

Большой котел

Одинаково трудным аспектом крупных операций по ликвидации активов является учет по методу большого котла. Учет по методу большого котла возникает не тогда, когда продают или ликвидируют неприбыльные виды деятельности, а когда эта деятельность продолжается, в результате чего запасы, здания и оборудование обесцениваются, что ведет к понижению соответствующих издержек.

Включая сливную трубу. Когда принято решение о серьезном обесценении активов, нет никаких препятствий к списанию любых сомнительных активов, что подготавливает путь к учетному процветанию. В последующие годы себестоимость продаваемых товаров и амортизационные отчисления пропорционально понизятся, так что компания сможет продемонстрировать отличные показатели прибыли и доходности капитала. В первый год после обесценения активов источники восстановления прибыли еще ясно видны, поскольку в годовом отчете аналитик находит данные о финансовых результатах за ряд предшествующих лет. Однако через несколько лет котел может стать «невидимым» и аналитик сможет прийти к заключению, что компания высокоприбыльна. Опасность того, что учет по методу большого котла может ввести в заблуждение, понуждает аналитика анализировать финансовые отчеты за предыдущие 5—10 лет прежде, чем выносить суждение о прибыльности компании, качестве управления и эффективности ее деятельности.

Пример. В 1969 и 1970 гг. компания Lockheed Corporation создала резервы на 340 млн дол. для покрытия потерь по выполнению контрактов для Министерства обороны. Расходы на амортизацию упали на 8,5 млн дол. — с 56,3 млн дол. в 1970 г. до 47,8 млн дол. в 1972 г. Понижение расходов на амортизацию и, может быть, понижение себестоимости продаваемой продукции в немалой степени помогли тому, что прибыль в 1972 г. достигла 13,0 млн дол.

Корректирующий пересчет из одной валюты в другую

Самой частой причиной изменений долларовой стоимости активов и пассивов иностранных филиалов, использующих местную валюту, является изменение курса доллара относительно этих местных денег. Когда иностранные деньги дешевлеют относительно доллара, исходная чистая стоимость активов филиала и его прибыли за период также уменьшатся,

но этот урон обойдет статьи отчета о прибылях и убытках и найдет отражение в статье собственного капитала, под общим названием «Пересчет иностранной валюты». *Пересчет* — это прекрасный, но в данном случае вводящий в заблуждение термин для обозначения реальных прибылей и убытков. Большая часть их должна находить отражение в прибыли.

Пересчет из одной валюты в другую и валютные операции

Операции в валюте. Иногда не понимают важной технической разницы между *операциями* (транзакциями) в иностранной валюте и *пересчетом* в другую валюту. Операции ведут к прибылям и убыткам, когда денежные средства предприятия (деньги, дебиторская задолженность и т.п.) или его пассивы деноминированы в одной валюте, а свои результаты это предприятие измеряет в другой, и перед завершением расчетов относительная цена валют изменяется. Если, к примеру, предприятие работает в песо, а имеет французские франки, оно понесет операционные убытки, если франк вырастет относительно песо.

Корректирующий пересчет из валюты в валюту. Задача пересчета возникает при конвертации финансовых отчетов зарубежного филиала в отечественную валюту. Если отчет филиала изначально составлен в отечественных деньгах, никаких корректировок не требуется. Но если валюта отчетов филиала не совпадает с валютой отчетов материнской компании, пересчет необходим. Ведь возможны даже ситуации, когда прибыль филиала может обернуться убытком для материнской компании, и наоборот. Стоит запомнить, что главное здесь такой процесс *изменения единицы измерения и пересчета* отчетных показателей, чтобы они отражали результат деятельности в тех же деньгах, в которых материнская компания выплачивает дивиденды и погашает кредитные обязательства. Изменение единицы измерения — это не просто механическая корректировка. Эта операция позволяет определить величину реальных прибылей и убытков для тех, кто рассчитывает на погашение своих претензий в долларах.

Что дает пересчет в доллары? При измерении чего-либо главное — выбрать верную единицу измерения. Когда измеряют способность американской компании выплачивать дивиденды и погашать долги, единицей измерения, естественно, является доллар. Американские инвесторы и кредиторы принимают решения исходя из того, сколько долларов они рассчитывают получить. Приведенный ниже пример делает понятным, почему нужен пересчет, чтобы получить истинное представление о величине прибыли и убытков.

Пример. Представим себе, что британский филиал владеет векселем на 100 дол. В начале года 1 ф. ст. продается за 2 дол. С точки зрения британского управляющего, компания имеет актив ценой 50 ф. ст.

В конце года курс фунта упал до 1 дол. Британский управляющий подсчитал, что цена векселя выросла до 100 ф. ст., а величина прибыли от операций в иностранной валюте составила 50 ф. ст., о чем и сообщает материнской компании для отражения в консолидированном отчете о прибылях и убытках. Эта сумма будет отражена в отчете материнской компании как получение операционной прибыли в 50 дол.

При пересчете отчетных показателей из стерлингов в доллары выясняется, что в долларовом мире 50-долларовой прибыли от операций в иностранной валюте не существует, и что 100-долларовый вексель остался каким был. Поэтому материнской компании нужно скорректировать результат операций в иностранной валюте на 50 дол. (убыток), чтобы устранить несуществующую прибыль. Проблемой для аналитика является то, что корректирующая проводка результатов пересчета заносит 50 дол. в счет собственного капитала, а экономически несуществующий доход так и остается в составе дохода. Таким образом, если корректировка переводного курса не будет проведена, как она есть, то есть как убыток, отчетный консолидированный доход останется завышенным. Аналитику следует вычесть эти 50 дол. из суммы дохода, чтобы компенсировать фиктивную прибыль.

Стоит ли пересчитывать другие активы, помимо прибыли и убытка?

Не очень понятно, как поступать, если среди активов филиала есть, к примеру, здание? Аналитику следует задаться вопросом: «Понесет ли материнская компания реальные убытки по этому зданию, если курс фунта понизится? Может ли случиться так, что в будущем поток долларов от этого здания уменьшится?»

Решать нужно по ситуации. Если здание представляет собой склад, который сдан в аренду на 20 лет по 10 тыс. ф. ст. в год, то совершенно ясно, что долларовый доход компании и акционеров от этого здания будет колебаться вслед за изменениями курса фунта стерлингов.

Но если в здании находится завод, продукция которого сбывается в США за доллары, колебания курса фунта стерлингов вряд ли смогут сильно повлиять на будущую прибыльность этого завода. Поэтому во втором случае пересчет в доллары не покажет убытка и не найдет отражения в отчете о прибылях и убытках, да и в балансовом отчете. К сожалению, большинство ситуаций не отличаются такой хрестоматийной простотой, как два приведенных примера. Воздействие изменений валютного курса на стоимость (и прибыльность) зданий и технологического оборудования редко бывает предметом достоверного анализа.

Нехватка информации затрудняет работу аналитиков. Для аналитика ценных бумаг пересчет отчетов из одной валюты в другую является одной из самых трудных задач. Нужная информация зачастую просто отсутствует.

Для ответа важны каждый пассив и каждый актив. Колебания валютных курсов порождают прибыли и убытки только потому, что каждый отдельный актив представляет собой собственность, а каждый пассив — долговое обязательство, и возникают разные поступления и расходы. Экономические последствия колебаний валютного курса очень различны для разных видов активов и пассивов. При определенном изменении курса обмена один актив может подняться в цене, а другой — обесцениться.

Предметом риска являются отдельные активы и пассивы, а не собственный капитал филиала. При этом многие компании и даже сама система бухгалтерского учета стоят на той точке зрения, что колебания валютного курса создают риск для собственного капитала иностранного филиала, а не для отдельных активов и пассивов, сумма которых и составляет собственный капитал. А потому многие компании и не берут труд отслеживать источники прибылей и убытков, возникающих при пересчете в другую валюту. Вместо этого они используют простейшую формулу для вычисления общего результата за год². Компании, придерживающиеся такого подхода и использующие упрощенный метод пересчета, могут оказаться не в состоянии ответить на вопросы эксперта о том, какая часть изменений порождена долгосрочным кредитом, а какая — даниями и оборудованием. Совершенно ясно, что операции в иностранной валюте вообще трудно анализировать, а при этом еще зачастую отсутствует детальная и сопоставимая информация.

Компромиссная техника корректировки

Прибыли и убытки, возникающие в результате пересчета в отечественную валюту, следует включать в доход. Покупательная способность сумм на краткосрочных денежных счетах, таких, как деньги, дебиторская и кредиторская задолженность, изменяется вместе с изменением курса валюты, в которой они деноминированы. Текущие активы вскоре будут обращены в деньги, а все прибыли и убытки окажутся реализованными. Поскольку товарные запасы оказываются проданными сравнительно быстро, то, вероятно, до значительного изменения обменного курса возникающие в результате пересчета прибыли и убытки также подлежат включению в доход. В идеальном случае прибыли и убытки, возникаю-

² Оставив в стороне особенности пересчета в другую валюту для операций хеджирования, можно утверждать, что результаты деятельности после пересчета в отечественные деньги равны: 1) величине собственного капитала на начало года, умноженной на разницу между обменным курсом на начало и на конец года, плюс 2) чистая прибыль за период, умноженный на разницу между среднегодовой величиной обменного курса и курсом на конец года. Другие компании просто переводят в доллары показатели чистой прибыли и собственного капитала по балансовому отчету, а потом отмечают разницу между значениями. Эта разница прибавляется к уточненному балансу или вычитается из него, а затем рассматривается как разновидность счета пропусков и ошибок.

шие в результате пересчета в другую валюту статей оборотного капитала, с учетом, разумеется, налоговых последствий этих операций, представляют собой тот *минимум*, который аналитик должен учитывать в составе дохода.

Предпосылки, на которых покоятся рекомендации о пересчете показателей основного капитала. Наши рекомендации о признании прибылей и убытков от пересчета текущих активов и пассивов покоятся на ряде предпосылок, которые нужно тщательно проанализировать. Предположение о быстром обороте товарных запасов имеет значение и не противоречит сегодняшней модели учета. Свидетельств того, что скорость оборота товарных запасов велика, в изобилии. Предположение, что товарные запасы подлежат продаже и продаются, нужно для того, чтобы оправдать существующие значения балансовых показателей. А предположение, что сегодняшний курс обмена является самой точной оценкой завтрашнего, создает базу для признания прибылей и убытков от операций с этими активами и пассивами.

Может помочь отчет об источниках и использовании средств. Существует техника, нередко способная помочь аналитику определить прибыли и убытки, возникающие при пересчете статей оборотного капитала. Нередко информацию можно найти в отчете об источниках и использовании средств. Многие из таких отчетов часто бывают выверены по изменениям оборотного капитала. Пересчет по курсу также способствует изменению статей оборотного капитала, что лишний раз подтверждает, что пересчет в другую валюту может быть причиной прибыли или убытка. Этот метод не всегда пригоден, поскольку при подготовке отчета об источниках и использовании средств многое зависит от решений управляющих. Иногда они показывают как раз то, что нужно, — влияние валютного курса на статьи оборотного капитала. В других случаях они используют возможность размыть в удобных пропорциях нужное аналитику значение показателя между двумя балансовыми отчетами и отчетом об источниках и использовании средств.

Изменение текущих позиций равно изменению всех позиций за вычетом изменения долгосрочных позиций. Если отчеты об источниках и использовании средств оказываются бесполезными, есть другой метод оценки результатов пересчета отчетных показателей в другую валюту. Поскольку мы знаем общий результат пересчета в отечественную валюту (изменение суммы собственного капитала относительно предыдущего года), мы можем оценить ту часть изменений, которая возникла в связи с долгосрочными позициями, и, вычтя ее из целого, получить вклад текущих позиций в изменение. Главными видами долгосрочных позиций являются:

- 1) здания и оборудование;
- 2) долгосрочные кредиты;
- 3) отложенные налоговые платежи.

Влияние колебаний обменного курса валюты на оценку зданий, сооружений и оборудования зачастую можно найти в разделах V и VI формы 10-К либо в других источниках. Доступны достаточно подробные сведения о величине долгосрочных заимствований и об их валюте, так что можно оценить прибыли и убытки от изменения валютных курсов. Отложенные налоги играют меньшую роль за рубежом, чем в США, поскольку в других странах в бухгалтерских проводках обычно не раскрывают налоговую составляющую операций. Если компания не идет навстречу, у аналитика практически нет шансов оценить влияние изменений валютного курса на величину предстоящих налоговых платежей.

Исключение из дохода прибылей и убытков от долгосрочных позиций не является источником особых проблем при анализе компании. Во-первых, даже если изменившийся курс так и не вернется к предыдущему значению, реализация этих прибылей и убытков займет очень много времени — пока не будут изношены здания и оборудование и не будут выплачены проценты и основной долг по займам. Во-вторых, поскольку крайне трудно определить, влияет ли на доход изменение стоимости зданий и оборудования, возникающее в результате изменения валютного курса, появляется сомнение в способности аналитиков разобраться в этих проблемах. Поэтому в большинстве случаев вполне достаточно включать в статьи дохода только те прибыли и убытки, которые возникают при пересчете из валюты в валюту статей оборотного капитала.

Непоследовательность учета результатов пересчета в другую валюту в отчете об источниках и использовании средств

В таблице 12.2 представлены результаты пересчета результатов иностранных операций в доллары в отчетах об источниках и использовании средств для четырех компаний. Между этими компаниями есть некоторое сходство:

- В результате пересчета в доллары каждая получила прибыль.
- Все компании осуществляли приведение счетов к деньгам и эквивалентным позициям.

Но отражение пересчета в доллары в отчетах об источниках и использовании средств было очень разным в каждой из этих четырех компаний.

Идеальным является подход компании American Brand. Описание результата отличается образцовой ясностью и аналитику остается только добавить к показателю чистой прибыли 24,1 млн дол. (вычтя, разумеется, подоходный налог).

Компания Abbott Laboratories свела результаты пересчета в доллары всех текущих и долгосрочных источников в общую статью «Денеж-

Таблица 12.2. Отчеты об источниках и использовании средств за 1985 г.: результат пересчета в доллары

Компания	Счета приводятся к:	Суммарный результат пересчета в доллары иностранных операций (в млн дол.)	Пересчет — отражение в отчете и сумма (в млн дол.)
American Brand	Деньгам	Прибыль — 75,3	«Изменение суммы оборотных средств в результате колебания обменного курса — 24,1»
Abbott Laboratories	Деньгам	Прибыль — 28,2	«Денежные средства в обороте: в пересчете на доллары — 28,2»
IBM	Деньгам	Прибыль — 1482,0	«Источники» ... Использование ... Результат пересчета — 677,0»
United Technologies	Деньгам	Прибыль — 74,4	Нет упоминаний

ные средства в обороте». В составе этой статьи выделена другая — «В пересчете на доллары», которая показывает отрицательную сумму 28,2 млн дол. Нужно сделать вывод, что, поскольку сумма отрицательна, она представляет собой *источник денег* от операций. Возможно, только малая часть прибыли от перевода в доллары имеет связь с источником денег и эквивалентных инструментов, и нельзя понять, каким был вклад текущих, а каким — долговременных активов и пассивов. Такая информация бесполезна и вводит в заблуждение.

Компания IBM представила «Результаты пересчета» в сумме 677 млн дол. по отдельной строке — ниже строк «Источники» и «Использование». Нужно проделать определенные операции, чтобы установить, что речь идет о прибыли. Сопоставительный анализ балансового отчета и отчета об источниках и использовании средств показал, что эта сумма есть результат владения деньгами и эквивалентными инструментами. Информация из формы 10-K и годового отчета позволила оценить прибыль от пересчета в доллары долгосрочных активов и пассивов, но при этом пришлось сделать слишком много всяких допущений. Анали-

тик должен корректировать доход *по крайней мере* на величину достоверной прибыли от пересчета денежных счетов.

Компания United Technologies Corporation в своем отчете об источниках и использовании средств даже не упоминает о результатах, возникающих в связи с колебаниями валютных курсов, хотя таких результатов не могло не быть.

Отчеты об источниках и использовании средств, в которых счета сводятся к сумме оборотных средств в среднем, содержат гораздо больше информации о потерях и прибыли по статьям, входящим в состав оборотных средств, чем отчеты, в которых счета сводятся к деньгам. Впрочем, в обоих случаях можно сделать отчет противоречивым и труднопонимаемым.

Пенсии и другие выплаты пенсионерам

Пенсионную схему с фиксированными взносами анализировать легко

У аналитика не возникает затруднений с анализом пенсионных схем с определенным участием. Если компания внесла должные платежи, за ней нет никаких обязательств на будущее. Если платежи не сделаны, их сумма отражается в балансе как текущее обязательство (пассив). В любом случае пенсионные расходы должны найти должное отражение в показателе дохода.

Пенсионная схема со множеством нанимателей и обязательства, создаваемые выходом из нее

Пенсионные схемы с участием множества нанимателей становятся сложными только в том случае, если компания склонна прекратить свое участие в этой схеме, и тогда в соответствии с Законом о страховании пенсионных выплат от 1974 г. (Employee Retirement Income Security Act, ERISA) у нее возникают соответствующие обязательства. Если величина этих обязательств известна или может быть оценена, аналитику остается проследить, чтобы всякое увеличение этого обязательства (за вычетом налогового эффекта) находило отражение в отчете о прибылях и убытках как убыток, но при этом учитывалось бы как неповторяющееся событие. Корректировке подлежит и балансовый отчет.

Пенсионные схемы с фиксированными выплатами

Неопределенность пенсионных обязательств. Обязательства по пенсионным выплатам попадают в широкую категорию резервов по долгосрочным пассивам, для которых характерны неопределенная сумма обязательств и время их погашения. Оценка величины пенсионных обяза-

тельств и их текущей стоимости представляет собой нелегкую задачу. 20-летний мужчина, работающий на компанию, имеет некую вероятность все еще получать пенсию через 60 лет. Сумма пенсионных платежей может зависеть от его жалования через 45 лет. Актуарию приходится дисконтировать эти предполагаемые суммы, используя в качестве ставки дисконтирования оценки величины процента за примерно 80-летний период. Выбирая разную динамику заработков и возможных процентных ставок, можно получить вполне законные оценки пенсионных обязательств с пятикратным разрывом между крайними вариантами.

Решение № 8 было чрезмерно гибким. Расходы и обязательства по пенсионным схемам с фиксированными выплатами были несопоставимыми в рамках Решения № 8 Совета по принципам бухгалтерского учета (Accounting Principle Board, APB), согласно которому можно было использовать почти любой метод для расчета расходов на финансирование пенсионного обеспечения. К тому же актуарии получили чрезмерную свободу в выборе и в изменении параметров. Пенсионные расходы компаний бывали сопоставимыми только по чистой случайности. Самым популярным среди актуариев методом расчета финансирования пенсионных схем был метод «нормального начального возраста», поскольку он давал компаниям большую свободу в планировании налогов. Это один из самых консервативных методов финансирования пенсионных схем, хотя его использование зачастую сопровождалось в высшей степени неконсервативным обращением со страховыми прибылями и убытками. При использовании этого метода сначала вычисляют ожидаемую величину пенсионных выплат, а затем находят постоянный процент от ожидаемого фонда заработной платы, который обеспечил бы выплату пенсий к тому времени, когда их придется платить. Такой подход ведет к стабилизации и сокращению изменчивости прибыли.

Раскрытие информации оказалось паллиативным решением. После 1980 г. стала доступна информация примечаний, раскрывающая текущую величину пенсионных накоплений, как переведенных, так и не переведенных на пенсионные счета, активов пенсионных фондов по рыночным ценам и актуарные предположения о процентных ставках. Первая из позиций позволяла дать приблизительную оценку обязательств, возникающих в рамках ERISA в случае выхода из схемы. При этом не было информации о предполагаемой величине фонда заработной платы, хотя эти прогнозы необходимы для расчета обязательств действующей фирмы по пенсионным выплатам.

Аналитик в состоянии консолидировать пенсионный фонд

Компоненты пенсионных расходов. Раскрытию подлежит значительная информация, включающая следующие компоненты пенсионных расходов:

1. Стоимость трудовых услуг.
2. Процентные расходы.
3. Действительная доходность активов.
4. Нетто-результат других компонентов:
 - 4.5. Чистая прибыль или потери по активам за период отсрочки до признания результатов.
 - 4.6. Амортизация прибылей или потерь, возникших в предыдущие периоды.
 - 4.7. Амортизация издержек по оказанным в прошлом трудовым услугам.
 - 4.8. Амортизация любых переходных активов или пассивов, существовавших на момент сдачи отчета.

Консолидация отчета о прибылях и убытках

Первый метод. Располагая этой информацией, а также данными баланса пенсионного фонда, аналитик может выбирать, по крайней мере, между двумя методами консолидации результатов пенсионного фонда в отчет о прибылях и убытках. По одному методу регулярные нетто-издержки пенсионного фонда за период следует вычесть из пенсионных расходов, а компоненты компенсации за трудовые услуги и различные амортизационные расходы следует прибавить к издержкам пенсионного фонда:

- процентные издержки следует прибавить к другим процентным расходам компании;
- доход по активам пенсионного фонда следует прибавить к статье отчета компании «Прочие доходы»;
- расходы на подоходные налоги следует скорректировать.

Смысл этого подхода в том, что отчисления в пенсионный фонд рассматриваются как: 1) вложение средств, приносящих доход; 2) заимствование у работников компании средств, по которым следует платить проценты; 3) компонент расходов на оплату труда, включающий амортизацию различных прибылей и убытков, а также издержки по вознаграждению прошлых трудовых услуг.

Второй метод. Второй подход к консолидации заключается в том, что из расходов на оплату труда вычитают регулярные пенсионные расходы за период и заменяют их компонентом компенсации трудовых услуг. С процентными расходами и доходами от активов пенсионного фонда поступают так же, как при первом методе, но действительные расходы и потери за год отражают в отчете о прибылях и убытках как «прибыли или убытки пенсионного фонда» или в какой-либо схожей статье. Налоговые расходы следует скорректировать. В соответствии со вторым методом все прибыли и убытки подлежат учету в составе дохода, в том числе результаты от управления портфелем инвестиций пенсионного фонда. Отложенного признания и сглаживания результатов не осуществляют.

Балансовый отчет пенсионного фонда. Вся информация, необходимая для составления баланса пенсионного фонда, должна быть показана в примечаниях, включая добросовестную оценку активов фонда, обязательств по пенсионным платежам, а также детальную информацию о вновь выявленных расходах по оказанным в прошлом трудовых услугах, его прибылях и убытках и т.п.

Консолидация балансового отчета. Для составления баланса пенсионного фонда достаточно знать его активы и обязательства, поскольку разница между активами и обязательствами дает величину собственных средств, или дефицита средств пенсионного фонда. При необходимости аналитик может объединить баланс пенсионного фонда с балансом компании — спонсора этого фонда. Для этого прежде всего из балансового отчета спонсора следует удалить все пенсионные активы и пассивы, а в счет собственного капитала нужно внести соответствующие поправки. После этого следует прибавить активы и обязательства пенсионного фонда к активам и обязательствам компании-спонсора, а разницу (собственные средства или дефицит средств пенсионного фонда) нужно прибавить или вычесть из суммы собственных средств компании-спонсора, учтя при этом изменение налоговых обязательств.

Такого рода консолидация бывает нужна для анализа ценных бумаг с фиксированным доходом или для анализа возможности изъятия из пенсионного фонда избыточных активов. Но результаты усилий по консолидации балансов могут ввести в заблуждение, поскольку данные об активах пенсионного фонда не могут быть получены без задержки, точность оценки обязательств фонда всегда сомнительна, а стоимость принадлежащих фонду ценных бумаг непостоянна. Аналитик избегает консолидации баланса пенсионного фонда, когда его целью является выявление нормальной способности получать прибыль. Колебания рыночной цены активов пенсионного фонда или изменение одного из актуарных предположений могут удвоить прибыль компании за отдельный год или свести ее к нулю. Результаты такого рода колебаний

способны отвлечь аналитика от более значимых вопросов, таких, к примеру, как основная производственная деятельность компании.

Как истолковывать издержки по оказанным в прошлом трудовым услугам?

Аналитик должен решить, являются ли выплаты в счет прошлого труда в рамках пенсионного фонда: а) погашением возникших в прошлом обязательств; б) разовым расходом из прибыли или в) обычным компонентом производственных расходов. Каковы практические следствия каждого из этих решений?

Создание обязательств по вознаграждению прошлого труда. Обязательства по прежним расходам на оплату трудовых услуг возникают при создании или расширении пенсионного фонда (схемы, плана), когда фиксируются обязательства за предоставленные в прошлом трудовые услуги. (В этой книге термины *издержки по оказанным прежде трудовым услугам* и *издержки по оказанным в прошлом трудовым услугам* используются как взаимозаменяемые, как и в постановлении № 87.) В сущности, обязательства компании возникают ежедневно, и работник может на следующий день уйти из компании, не оказывая больше никаких трудовых услуг, но при этом в рамках пенсионной схемы он будет иметь право на расширенное вознаграждение. В рамках Закона о страховании пенсионных выплат (ERISA — Employee Retirement Income Security Act) учет обязательств по вознаграждению прошлых трудовых услуг, возникающих в результате расширения пенсионной схемы, растягивают на пять лет, чтобы можно было вычислить окончательные обязательства по закону ERISA.

На какие годы отнести расходы на вознаграждение прошлых трудовых услуг? Независимо от того, возникают или нет немедленные правовые обязательства по пенсионным выплатам, в бухгалтерском учете всегда рассматривали расходы на вознаграждение прошлых трудовых услуг как расходы, которые следует относить на соответствующие годы. Если отнести сумму пенсионных обязательств на доход одного года, мы получим искаженный уровень прибыли.

Расходы на вознаграждение прошлых трудовых услуг как обычный компонент производственных расходов. Исходя как из практических соображений, так и из логики ситуации, ежегодные отчисления в пенсионный фонд в счет прошлых трудовых услуг следует осуществлять как обычные платежи из дохода компании. Такие ежегодные платежи вычитаются из налогооблагаемого дохода и не подлежат капитализации в составе запасов в отличие от иных пенсионных расходов. Расходы на вознаграждение прошлых трудовых услуг являются не столько результатом прошлых событий, сколько следствием добровольного или истребованного профсоюзом решения выплатить определенные суммы в будущем. Для компа-

нии это действительное и регулярное расходование денег в течение ряда лет не будет скомпенсировано дополнительными активами. В силу этого такие расходы будут намного ближе к обычным текущим производственным расходам, чем к погашению прошлых долговых обязательств, как это бывает в случае погашения выпуска серийных облигаций.

Разовый расход из прибыли — противоречивое решение. Если подойти к годовой выплате как к разовому расходу из прибыли, то возникает противоречие: их не включают в состав истинной прибыли за один год, но вычитают из прибыли на протяжении длительного периода. Очевидно, что любой *регулярный* платеж, фигурирующий в долгосрочном анализе, должен быть вычтен и при анализе результатов за отдельный год. В противном случае мы получим просто бесполезную разницу между последовательными кратко- и долгосрочными результатами. (Только одноразовость больших нерегулярных платежей оправдывает их исключение из результатов за отдельный год.)

Актуарные прибыли и убытки

Природа прибылей и убытков. Еще одной аналитической проблемой является амортизация актуарных прибылей и убытков, которые представляют собой не совсем то же самое, что обычные прибыли и убытки. Их величину измеряют не относительно нуля, но относительно актуарных предположений. Если есть предположение, что годовая прибыль по портфелю составит 6%, а действительная прибыль была равна только 4%, то величину актуарного убытка, равную 2%, следует умножить на сумму пенсионных активов на начало периода. Понятно, что пенсионный фонд не понес действительных убытков: он имел 4% прибыли. Может оказаться, что в следующие 100 лет средняя доходность портфеля будет равна именно 4%, что означает, что актуарию и компании следовало бы с самого начала принять предположение, что плановая доходность пенсионных активов должна быть равна именно 4%. В таком случае проблема заключается не в недостаточной доходности пенсионных активов, а в завышенном предположении об их доходности. Сходные ситуации могут возникнуть и с другими актуарными оценками — о росте средней заработной платы, текучести рабочей силы, коэффициенте смертности и пр.

Изменение предположений мы называем прибылями и убытками. Изменение актуарных предположений ведет к изменению обязательств, и здесь также говорят об актуарных прибылях или убытках. Именно своеобразная природа актуарных прибылей и убытков служит оправданием того, что их распределяют по определенным периодам, таким, как трудовая жизнь работников, вместо того чтобы отнести их на какой-то один год. К тому же результатом немедленного признания актуарных прибылей и убытков было бы то, что в отчете о прибылях и убытках

нашли бы полное отражение колебания рынков акций и облигаций. Эти колебания важны, но их следует изучать отдельно от производственной прибыли.

Погашение пенсионных обязательств, сокращение пенсионного фонда и выплаты при его закрытии

В последние годы компании не так уж редко закрывали свои пенсионные фонды, приобретали пожизненную ренту, покрывающую все пенсионные обязательства компании, и переводили на себя все или часть избыточных активов пенсионного фонда. Прежние правила бухгалтерского учета позволяли признание прибыли от «возврата пенсионных активов» только в том случае, если компания не планировала организацию иначе организованного пенсионного фонда. Постановление № 88 Employers Accounting for Settlements and Curtailments of Defined Benefit Plans and for Termination Benefits требует признания выгод только по активам, которые спонсор забирает из пенсионного фонда. Спонсор может вернуть в компанию только часть активов и ограничить признание выгод только по этой части. Например, в 1984 г. в пенсионном фонде компании AMAX Corporation было избыточных активов на 150 млн дол., но компания вернула себе активов только на 100 млн дол. В фонде сохранились резервы на 50 млн дол., которые представляли собой, в сущности, предоплату пенсионных расходов, не отраженную в балансе. Аналитик может признать доход, равный сумме всех избыточных активов, возникших в результате закрытия пенсионной схемы, и в таком случае они будут отражены в балансе как разовое событие. Можно не отражать избыточные активы в текущем периоде, но вместо этого в будущие годы показать сокращение пенсионных расходов в результате избыточности пенсионных активов. В этом вопросе мнения авторов расходятся.

Другие расходы на пенсионеров

Закон требует раскрытия информации о прочих расходах на пенсионеров. Эти расходы представляют собой преимущественно расходы на страхование жизни и на медицинское обслуживание работников, достигших пенсионного возраста. Эти расходы нередко покрывают и супругов. Потенциально эти суммы очень велики. В 1985 г. средние расходы на медицинское обслуживание лиц, достигших 65-летнего возраста, составили примерно 4800 дол. в год. Примерно 60% этой суммы погашала федеральная программа медицинского обслуживания пожилых Medicare, а остальное должны были доплачивать сами пенсионеры или их бывшие наниматели. Величина и природа активов, покрывающих эти обязательства, а также другие характеристики пенсионного фонда бывают разными в разных компаниях, но нет оснований сомневаться, что будущие обязательства по оплате медицинских услуг очень велики. В со-

ответствии с принципами накопительного учета следовало бы распределить стоимость соответствующих обязательств и отчислений на их погашение на весь период трудовой жизни работников, а не оплачивать их как сегодня, когда просто оплачиваются поступающие счета. Рекомендуемая процедура учета заключается в том, чтобы умножить величину годовых расходов на коэффициент 10 или 15 (причем чем больше средний возраст работников, тем больше коэффициент). Средние изменения в величине обязательств следует прибавлять к отчетной сумме расходов и производить соответствующую корректировку величин налоговых обязательств.

Пример. Приведенные ниже данные взяты из отчетов компании, имеющей много подразделений, большинство которых оплачивают своим пенсионерам страхование жизни и медицинское обслуживание. Схемы оплаты в целом похожи, но не одинаковы. В таблице 12.3 дана характеристика типичной схемы расходов на пенсионеров.

Таблица 12.3. Другие расходы на пенсионеров

Оплата медицинского обслуживания пенсионеров		
Кто имеет право	Пенсионеры и зависимые члены семьи	
Госпитализация	100% обоснованных и обычных расходов	
Хирургия	500 дол.	
Максимальные расходы	25 000 дол. за три года	
Интегрированность в систему Medicare	Отсутствует	
Возврат согласно разделу Б инструкции	12,26 дол.	
Участие работника в расходах	Отсутствует	
Стоматология	В 1985 г. услуги зубных врачей не оплачивались	
Пособие на похороны (не только для пенсионеров)		
	Расходы компании	Расходы работников
Выплаты при выходе на пенсию	От 1000 до 5000 дол.	Не участвуют
Предельные расходы	Столько же	Не участвуют
Участие работников	—	Не участвуют

В 1985 г. расходы компании на оплату поступающих счетов составили 5740 тыс. дол. Если бы компании пришлось отразить величину заработанных дополнительных выплат и амортизировать накопленные дополнительные выплаты за десятилетний период, расходы выросли бы до 23 104 тыс. дол. с учетом 9-процентного годового роста стоимости медицинских услуг и 9-процентного дохода на активы пенсионного фонда.

Глава 13

Оценка товарных запасов и себестоимость продукции

С точки зрения анализа ценных бумаг проблемы учета произведенной продукции и начисления амортизации имеют много общего. Обе процедуры оказывают важное влияние на отчетный показатель прибыли, они устанавливаются в соответствии с теоретическими идеями и правилами, а не как простой результат суммы годовых операций. В начале главы 13 кратко раскрывается учет товарных запасов и амортизационных начислений, а затем подробно рассматривается оценка товарных запасов.

Методы оценки запасов и начисления амортизации

Стандартный подход заключается в том, что учет и оценку товарных запасов ведут по себестоимости или по ценам рынка — что дешевле. Стандартный метод вычисления амортизационных отчислений заключается в том, что на все, что может подлежать амортизации, в течение нормативного срока жизни этого имущества начисляется и списывается пропорциональная часть восстановительной стоимости. До недавнего времени в этих областях главной задачей аналитика ценных бумаг была проверка, соблюдаются ли в отчетах корпораций принятые правила

учета. Отклонения от правил в целом заключались в завышении дохода, то есть объем товарных запасов не уценили вовремя в соответствии с рыночными ценами, и в занижении амортизационных отчислений (вплоть до полного пренебрежения ими). Реже встречалась недооценка дохода и активов, создаваемая чрезмерной консервативностью оценки товарных запасов и методов начисления амортизационных платежей.

С конца Второй мировой войны ситуация в области оценки товарных запасов и политики амортизации основных средств изменилась и стала сложнее. Многие менеджеры полагали, что стандартная практика учета и калькуляций не подходит для длительного периода роста цен. С одной стороны, прибыли росли в силу уникального и, может быть, иллюзорного повышения стоимости товарных запасов, причиной чего был рост себестоимости продукции. С другой стороны, в условиях непрерывного увеличения уровня цен не облагаемые налогом амортизационные отчисления оказывались все менее достаточными для замены изношенного оборудования. Когда изменение налоговых правил разрешило ускоренную амортизацию, многие компании изменили свои методы учета таким образом, чтобы свести к минимуму воздействие инфляции на доход. Вопрос не сводился к точности информирования акционеров о доходах компании. Речь шла о праве повышать норму амортизационных отчислений в период инфляции, и те же проблемы нашли отражение в столкновениях компаний с профсоюзами по вопросу о «реальных» прибылях и о «способности капитала платить».

Прибыль от удорожания товарных запасов и инфляция

Недавняя история

Годы после Второй мировой войны могут быть разделены (с известной условностью) на пять периодов инфляции. В 1947—1957 гг. инфляция оставалась скованной системой контроля цен и заработной платы, установленной в период мировой войны, а также влиянием войны в Корее. В 1958—1965 гг. господствовали мир и умеренный рост экономики, сопровождаемый сравнительно умеренной инфляцией и практически полным отсутствием прибыли от товарных запасов. В 1966—1972 гг. дефицит бюджета, созданный войной во Вьетнаме и ростом социальных расходов, а также неупорядоченность международных рынков денег привели к ускорению инфляции и появлению прибыли от товарных запасов. Четвертый период инфляции оборвался в 1983 г., потому что чудовищное инфляционное давление, оказывавшееся международным нефтяным картелем ОПЕК и вызванное коллапсом Бреттон-Вудских соглашений (о фиксированных курсах валютного обмена), исчерпали свою энергию и начали угасать. Период 1984—1986 гг. выиграл от паде-

Таблица 13.1. Инфляция и прибыль от запасов готовой продукции, 1947—1986 гг.

Период	Среднегодовой темп инфляции (в %)*	Доналоговая прибыль корпораций (в млрд дол.)	Удорожание запасов готовой продукции (в млрд дол.)	Удорожание товарных запасов в % к прибыли корпораций
1947—1957 гг.	2,6	40,3	1,7	4,2
1958—1965 гг.	1,4	56,5	0,2	0,3
1966—1972 гг.	4,2	85,5	4,4	5,1
1973—1983 гг.	7,8	187,4	23,3	12,4
1984—1986 гг.	3,0	196,1**	-1,1**	0,0**

* Годовое изменение индекса потребительских цен для рабочих и служащих, по данным Министерства труда.

** Данные за IV квартал 1986 г. предварительные.

Источник: Department of Commerce. Business Statistics, 1984, p.201; Business Conditions Digest, 1984, April, p.95, 99; Survey of Current Business, 1987, February, p.5—6.

ния цен на нефть и другие сырьевые товары и от усиления доллара. Таблица 13.1 демонстрирует, что жизнь логична: чем выше инфляция, тем больше прибыль от запасов готовой продукции, и наоборот.

Из таблицы 13.1 ясно, что прибыль от удорожания запасов готовой продукции изменяется вслед за ускорениями и замедлениями общего уровня цен. Экономическая история США в XX в. демонстрирует, что были длительные периоды понижения общего уровня цен. В такие периоды влияние товарных запасов на прибыль было прямо противоположным: чем больше запасы готовой продукции, тем больше убытки.

Аналитический подход к запасам готовой продукции и амортизационным отчислениям

Нормализуй издержки. Для аналитика ценных бумаг эти вопросы важны с двух практических точек зрения. Во-первых, аналитик должен решить, какой подход к оценке запасов и величины амортизационных отчислений помогает лучше оценить нормальную способность получать прибыль и, что менее важно, действительную стоимость активов.

Стремись к сопоставимости. Во-вторых, аналитик должен принять все меры к тому, чтобы отраслевые компании, над которыми он работает, были сопоставимы по методам оценки запасов и начисления амортизации.

Учет инфляции

С 1976 по 1986 г. все крупные компании были обязаны — сначала по требованию Комиссии по ценным бумагам и биржам, а затем и Совета по стандартам финансового учета — отчитываться о влиянии инфляции на запасы и заводские счета. В 1987 г. эти отчеты перестали быть обязательными, но вполне возможно, что некоторые компании продолжают их отсылать. Совет по стандартам финансового учета требовал представлять информацию в постоянных ценах, скажем, в долларах с постоянной покупательной способностью, что усложняло подготовку отчетов¹. Аналитик в состоянии найти значения отчетных показателей в постоянных ценах без помощи компании, но это никому не нужно. Потенциально полезны показатели текущей и восстановительной стоимости. Они позволяют пересчитывать товарные запасы компаний, использующих метод ФИФО, по методу ЛИФО, который мы считаем более адекватным измерителем способности получать прибыль². Информация о текущей и восстановительной стоимости производственного оборудования может быть полезна для оценки стоимости нового оборудования, но обычно эти данные не очень точны.

Апатия аналитиков не оправдана

Хотя потребители финансовых отчетов проявляют мало интереса к инфляционной составляющей отчетной информации³, мы советуем аналитикам по крайней мере рассмотреть полезность этих данных для:

- конвертации отчетов о прибылях и убытках, рассчитанных по методу ФИФО, в отчеты, рассчитанные по методу ЛИФО;
- оценки будущего уровня капиталовложений;
- оценки потребности в оборотных средствах;

¹ Долгие годы бухгалтеров тревожила проблема нестабильности покупательной способности доллара (да и любых других денег). Многие считали, что хорошая единица измерения должна быть свободна от воздействия инфляции. Если бы аналитикам пришлось использовать такие доллары с постоянной покупательной способностью для изготовления прогнозов, им пришлось бы предсказывать величину будущих прибылей и дивидендов в постоянных долларах, а для этого нужен точный прогноз инфляции. Что еще хуже, для получения текущей стоимости будущих дивидендов последние пришлось бы дисконтировать по ставке *реального* процента, которая представляет собой теоретическую конструкцию, никогда и никем не наблюдавшуюся в реальности. Аналитик обходит эту проблему. Он работает с номинальными долларами и номинальными ставками процента, в которые уже встроена инфляционная надбавка.

² Методы ФИФО и ЛИФО более подробно рассматриваются в следующем разделе этой главы.

³ *Norby W. C. Application of Inflation-Adjusted Accounting Data // The Financial Analysts Journal, 1983, March—April, p.33—39; Berliner R. H. Do Analysts Use Inflation-Adjusted Information? Results of a Survey // The Financial Analysts Journal, 1983, March—April, p.65—72.*

- оценки ликвидационной стоимости;
- оценки вероятности превращения в объект для принудительного поглощения.

Оценка товарных запасов

Методы ФИФО и ЛИФО

Два самых важных метода учета товарных запасов известны как «первым пришел — первым ушел» (ФИФО) и «последним пришел — первым ушел» (ЛИФО). Оба метода используют для оценки запасов «меньшую оценку — рыночную или по себестоимости». Метод ФИФО исходит из обычно верного *представления о потоке*: компания сначала продает старейшие запасы, «пока их не попортили моль и пыль». При методе ЛИФО оценка стоимости запасов ведется из предположения, что сначала со склада вывозят то, что поступило последним (как огурцы из бочки).

Для иллюстрации различия между методами обычно используют образ кучи угля. Если покупаемый уголь засыпают наверх, а для расхода берут снизу кучи, мы получаем типичную картину («первым пришел — первым ушел»). Сначала используют старый уголь и оставшийся запас оценивают, естественно, по цене последних закупок. Но если уголь расходуется сверху кучи, мы получим другой типичный случай — «последним пришел — первым ушел». В запасах из года в год будет сохраняться некоторое количество первоначально купленного угля, что отразится и в оценке запасов.

В периоды резкого роста цен учет по методу ФИФО ведет к постепенному обновлению цены запасов в направлении текущей рыночной цены. В силу этого и доход возрастает, поскольку более старые и более дешевые запасы идут в продажу по новым ценам. При тех же обстоятельствах метод ЛИФО, когда в продажу уходят самые свежие поступления, делает для фирмы недоступным получение дополнительной прибыли от удорожания запасов.

Популярность метода ЛИФО растет

В регулярном издании *Accounting Trends and Techniques* ежегодно сопоставляется практика ведения бухгалтерского учета в 600 компаниях. Число компаний, использующих при учете большей части своих товарно-материальных запасов метод ЛИФО, выросло от 194 (32%) в 1960 г. до 400 (67%) в 1984 г.⁴ Метод ФИФО широко использовался до после-

⁴ American Institute of Certified Public Accountants. *Accounting Trends and Techniques*, 1961, 1985.

дней большой инфляции, поскольку он в большей степени отвечал потребностям бизнеса.

Использование многих методов

В большинстве иностранных государств использование метода ЛИФО в отчетности и для вычисления налогов запрещено, и по этой причине многие транснациональные корпорации ведут в своих зарубежных филиалах учет по методу ФИФО. Диверсифицированные компании часто используют на своих предприятиях методы учета, распространенные в соответствующих отраслях. Таким образом, конгломерат, в который входят предприятия розничной торговли, будет среди прочих методов учета использовать и те, которые применяются в розничной торговле. Отделения, занятые переработкой драгоценных металлов или сельскохозяйственной продукции, будут учитывать запасы по рыночным ценам, а не по себестоимости. В некоторых компаниях использование разных методов учета связано с тем, что они приобрели другие компании и либо еще не успели изменить в них систему учета, либо просто не считают это нужным. В примечаниях, посвященных политике учета, компании приводят список главных используемых методов, но редко дается информация о том, какая часть деятельности охвачена тем или иным методом.

Экономическая логика метода ЛИФО

В торговле и в массовом производстве первым стараются сбыть то, что было произведено давно, чтобы на складе оставалось все самое свежее и новое. Таким образом, сама идея метода ЛИФО («последним пришел — первым ушел») довольно искусственна и оправдывается главным образом тем, что способствует стабилизации отчетных показателей. Но за ней стоит и некая экономическая логика. Например, при расчете национального дохода Министерство торговли исключает прибыли и убытки от переоценки товарных запасов, поскольку эти результаты никак не связаны с производством и сбытом. (Сходным образом министерство в случае недостаточности амортизационных отчислений уменьшает прибыль на величину износа основных производственных фондов.) Наконец, использование метода ЛИФО разрешено, хотя Налоговый кодекс устанавливает определенные ограничения на его использование.

Пример. Различие между методами учета стоимости проданной продукции и складских запасов ФИФО (прежде стандартным) и ЛИФО можно проиллюстрировать с помощью упрощенного гипотетического примера (см. табл. 13.2). Компания начинает с 10 млн фунтов меди, в течение трех лет покупает еще по 10 млн фунтов и столько же каждый год продает, накидывая к цене издержек по 2 цента. Начальная величи-

Таблица 13.2. Методы ФИФО и ЛИФО (в дол.)

	Первый год	Второй год	Третий год
Метод ФИФО			
Поступления от реализации	1 700 000	2 200 000	1 200 000
Величина издержек для продаваемой продукции:			
На начало года	1 000 000	1 500 000	2 000 000
Куплено	<u>1 500 000</u>	<u>2 000 000</u>	<u>1 000 000</u>
Всего	2 500 000	3 500 000	3 000 000
Минус цена на конец года (меньшая из рыночной и издержек)	<u>1 500 000</u>	<u>1 000 000</u>	<u>2 000 000</u>
Валовая прибыль	700 000	700 000	(800 000)
Метод ЛИФО			
Поступления от реализации	1 700 000	2 200 000	1 200 000
Цена издержек для продаваемой продукции (той, что была куплена за год)	<u>1 500 000</u>	<u>2 000 000</u>	<u>1 000 000</u>
Валовая прибыль	200 000	200 000	200 000
Запас на конец года	1 000 000	1 000 000	1 000 000

на издержек 10 центов; в первый год средняя величина издержек — 15 центов, во второй год — 20, в третий — 10 центов. Предполагается, что у компании нет производственных расходов.

Понятно, что компания в конце периода имеет те же запасы, что в начале, и что она получала прибыль по 2 цента на фунт меди. Здравый смысл утверждает, что компания ежегодно зарабатывала по 200 тыс. дол. Но стандартный метод учета (ФИФО) покажет в первый год прибыль в 700 тыс. дол., во второй год — столько же, а в третий — 800 тыс. дол. убытка. Закон разрешает отнести убытки от основной деятельности для сокращения налогов назад на три года или вперед на 15 лет. Таким образом, 800 тыс. дол. убытка будут покрыты за счет прибыли двух предыдущих лет, что означает возврат уплаченных налогов.

А вот при использовании метода ЛИФО («последним пришел — первым ушел») ежегодная прибыль составит 200 тыс. дол., и с этой суммы ежегодно будут выплачиваться налоги.

Проблемы, возникающие при использовании метода ЛИФО

В нашем примере метод ЛИФО выглядит исключительно и не вполне по заслугам хорошим, поскольку здесь не были учтены два осложняющих дело фактора: 1) получение прибыли за счет перемешивания слоев и 2) использование сомнительных версий метода ЛИФО.

Ликвидация ценовых слоев

Большинство компаний либо растут, либо выходят из дела. У растущих объем операций расширяется, что требует наращивания запасов. Так что у компании в конце первого года может быть 100 единиц запаса, а в конце второго года — 175. Если цены растут, купленные в первый год 100 единиц будут дешевле, чем купленные во второй год. Эти годовые приращения и называют слоями. Со временем компания накапливает много слоев по каждому виду продукции, и у каждого слоя своя стоимость. Если в какой-то год физический объем запасов начинает сокращаться, то сначала будут выбираться запасы из следующего ближайшего слоя, а если сокращение велико, то произойдет вторжение в более глубокие ценовые слои. А это означает, что все более дешевые запасы будут покидать балансовую ведомость и включаться в цену продаваемой продукции. Поскольку в инфляционные времена чем старше слой, тем ниже цены, уровень прибыльности будет расти.

Подчинение требованиям Налогового управления

Изначальное требование к пользователям метода ЛИФО было таким: компании должны сообщать своим акционерам и Налоговому управлению Internal Revenue Service (IRS) одинаковые сведения о стоимости продаваемой продукции. К тому же Налоговое управление стремилось ограничить объемы запасов по каждому виду продукции, учитываемой по методу ЛИФО. Естественно, что компании стремились сделать эти границы как можно более широкими, а налоговики — как можно более узкими, чтобы обеспечить эффект перемешивания слоев и повышение налоговых платежей.

Озера и лужи

Требования Налогового управления были ослаблены таким образом, что компании теперь могут сообщать в налоговые органы сведения о больших озерах запасов по видам продукции, а акционерам — о маленьких лужицах. Когда запасы велики, перемешивание слоев случается реже; если запасы малы, у руководства есть возможность почти произвольно сообщать о росте прибыли — достаточно снизить физический

запас некоторых видов продукции на конец года или установить выгодную структуру запасов. Из примечаний к начислению подоходного налога можно понять, что компания сообщает разные сведения о структуре и величине товарных запасов налоговым органам и акционерам. Примечания к статьям о товарных запасах содержат сведения об объеме запасов, учитываемых по методу ЛИФО, и о росте дохода в результате перемешивания слоев. Впрочем, перемешивание слоев не всегда ведет к росту прибыли — цена заготовки некоторых старых слоев *бывает выше*, чем в последующие годы.

Нередко бывает так, что перемешивание слоев происходит случайно либо потому, что компания останавливает какие-то производственные линии, либо потому, что она сокращает производство в ходе перестройки.

Пример. Компания Firestone Tire & Rubber сообщила о сокращении объема запасов в 1983 г. в силу частичной ликвидации издержек, исчисленных по методу ЛИФО. Результатом этой частичной ликвидации было снижение в 1983 г. себестоимости проданной продукции на 55 млн дол. Чистая прибыль за 1983 г. составила 111 млн дол.

Пример. В годовом отчете за 1985 г. компании The Deere & Company сообщалось: «За последние три года товарные запасы компании снизились прежде всего из-за снижения уровня производства и политики сокращения запасов. Благодаря тому что в прежние годы себестоимость продукции была ниже, чистая прибыль компании выросла». Из 158,7 млн дол. суммарного дохода за три года 151,2 млн дол. были получены благодаря эффекту перемешивания слоев. Несмотря на это, к концу 1985 фискального года товарные запасы компании, учитываемые по методу ЛИФО, все еще составляли 971 млн дол.

Разновидности калькуляций по методу ЛИФО

ЛИФО — это скорее семейство методов расчета, которые дают достаточно разные результаты. Некоторые подходы способны дать настолько искажающие реальность результаты, что их использование запрещено решением Комиссии по ценным бумагам и биржам. Аналитик должен отдавать себе отчет, что руководство обладает немалой свободой при определении того, какие расходы отнести на счет товарных запасов или списать как расходы за отчетный период. Правила бухгалтерского учета требуют, чтобы по крайней мере часть заводских накладных расходов включалась в стоимость произведенной продукции (и соответственно ее запасов). Правило может звучать так: «Если это происходит в городском офисе — это общие, сбытовые и административные расходы, а если на заводе — это нужно отнести на готовую продукцию». Так что если отдел кадров расположен в городском офисе, его расходы лягут на всю компанию, а если на заводе — по крайней мере часть этих

расходов войдет непосредственно в себестоимость продукции. Консервативные менеджеры склонны относить на счет продукции все прямые расходы и как можно меньше дополнительных издержек. Более либеральные менеджеры склонны списывать на себестоимость продукции все, что только удастся, и такой подход поощряет Закон об изменении налогов 1986 г. Если процедура не является явно надуманной, то нет возможности доказать, что одно решение о себестоимости готовой продукции верно, а другое — ошибочно.

Не следует думать, что компании, использующие метод ЛИФО, более консервативны в подходе к учету, чем те, которые используют метод ФИФО. В некоторых отраслях, где цена производимой продукции быстро падает, как это имеет место в производстве полупроводников и компьютеров, оценка товарных запасов по последним поступлениям ведет к снижению себестоимости, а не наоборот. Интересно, что в 1984 г. только 38% промышленных групп, занятых производством полупроводников и компьютеров, использовали метод ЛИФО, тогда как средняя для всех отраслей составляла 67%. Для компаний, у которых себестоимость продукции снижается, калькуляции по методу ФИФО обеспечивают более низкую прибыль и более низкие налоги, то есть дают все традиционные преимущества учета по методу ЛИФО.

Резервы ЛИФО

Большинство компаний из соображений удобства ведут внутренний учет запасов по методу ФИФО и производят пересчет по методу ЛИФО только ради подготовки финансовых отчетов. В большинстве случаев компании используют долларовую оценку запасов, а не натуральные показатели и с помощью внутренних индексов цен осуществляют пересчет.

Разницу в долларах между показателями стоимости товарных запасов, исчисленных по методам ЛИФО и ФИФО, называют «резерв ЛИФО», «избыток текущей величины себестоимости над балансовой оценкой запасов» и т.п. Редкие компании показывают величину этого резерва в балансовых отчетах, но большинство компаний, использующих метод ЛИФО, раскрывают в примечаниях либо величину этого резерва, либо оценку запасов по методу ФИФО.

Пример. Компания Norton сообщила в примечаниях к информации о товарных запасах за 1984 г. следующее: «Если бы для оценки всех товарных запасов компании был использован средний или стандартный («первым пришел — первым ушел») метод, суммарная стоимость запасов составила бы 62 115 000 дол., то есть выше, чем в отчете на 1 декабря 1984 г. (61 327 000 дол. на 31 декабря 1983 г.)». Отметьте, что в результате использования в 1984 г. метода ЛИФО резерв ЛИФО вырос только на 788 000 дол., и при этом чистая прибыль за 1984 г. составила

60 425 000 дол. Использование разных методов учета изменяет результат только на 1%, при этом резерв ЛИФО составил почти 10% собственного капитала компании.

Учет резервов методом ЛИФО при вычислении ряда коэффициентов

Пример с компанией Norton обращает наше внимание на вопрос о вычислении таких коэффициентов, как рентабельность собственного капитала и инвестированного капитала (подробнее см. в главе 20). Исчисленные по методу ЛИФО запасы иногда выражаются абсурдно низкими показателями баланса, названные выше коэффициенты как раз и представляют собой попытку соотнести полученный доход и величину капитала, который был использован для получения этого дохода. В состав этого капитала нужно включить оценку запасов по методу ЛИФО за вычетом налоговых отчислений. Эту оценку нужно просто прибавить к величине капитала в знаменателе, а показатель дохода, являющийся числителем, основан на расчетах по методу ЛИФО или ФИФО. Эта процедура делает показатели рентабельности собственного капитала компаний, использующих методы ЛИФО или ФИФО, намного более сопоставимыми, так как знаменатель у них становится одинаковым, а числители в обычных случаях не сильно различаются.

Другие методы учета товарных запасов

Метод базового, или нормативного, объема запасов

Базовый метод оценки запасов представляет собой разновидность метода ЛИФО. Его используют для учета нормативного минимума запасов сырьевых материалов — металлов, зерна и т.п., а остальную часть запасов учитывают с использованием других методов. Поскольку прошлая практика заключалась в учете только нормативного уровня обеспеченности запасами, у некоторых компаний возникали изрядные скрытые активы. Метод основан на рассуждении, что компания должна иметь некоторый постоянный объем сырьевых запасов, и менять объем этих запасов в зависимости от рыночных изменений так же разумно, как изменять заводскую территорию в соответствии с ростом или падением объема производства и цены самого завода.

Когда часть запасов продана и их объем падает ниже нормативного уровня, нужно истратить часть прибыли на восстановление запасов. В сущности, это сводит на нет прибыль от продажи. Оценки по норма-

тивному методу отличаются от оценок по методу ЛИФО отсутствием прибыли от перемешивания слоев.

В целом, нормативный метод ведения и учета запасов дает в длительной перспективе более консервативные и более стабильные оценки прибыли, чем метод ЛИФО.

Средний и стандартный методы

По крайней мере часть своих запасов примерно 39% компаний учитывают по методу средних издержек. Поскольку средняя величина включает издержки по старым и по новым слоям запасов, величина показателя оказывается где-то посередине между оценками по методам ЛИФО и ФИФО, но при этом она ближе к действительным издержкам на создание и поддержание запасов.

Метод стандартных издержек обычно используют для учета незавершенного производства и готовой продукции с применением нормативных оценок себестоимости и производительности. При этом нестандартные издержки исключаются из учета себестоимости. Во всем остальном результаты калькуляций по методу стандартных издержек близки к результатам, получаемым по методу средних издержек.

Розничный метод

При принятом в розничной торговле, в том числе в универмагах и в цепных магазинах, методе оценки запасов из текущей розничной цены каждого вида товаров вычитается соответствующая розничная наценка. Получаемая величина представляет собой стоимость возобновления запасов, то есть равна выручке от реализации за вычетом торговых издержек и прибыли. Считается, что эта величина более адекватно отражает истинную стоимость каждого вида товаров для магазина, чем действительные расходы на закупку или текущие оптовые цены.

Метод ЛИФО для розничной торговли

Использующие метод ЛИФО розничные магазины применяют особую технику, основывающуюся на официальном индексе розничных цен. Сначала запасы каждого отдела универмага оценивают по розничному методу, а затем издержки уменьшают в обратной пропорции к росту цены по официальному индексу цен. Здесь Налоговое управление разрешает отступление от обычного правила, в соответствии с которым при использовании метода ЛИФО индексы должна рассчитывать сама компания по внутренним данным.

Аналитик ценных бумаг и методы оценки запасов

ЛИФО или ФИФО?

Если в период инфляции две примерно похожие компании показывают в отчете данные, рассчитанные в одном случае по методу ЛИФО, а в другом — по методу ФИФО, вторая, скорее всего, покажет более высокую прибыль, чем первая. Должен ли аналитик принимать оба отчета как истинные? А если нет, то какие корректировки должны быть использованы?

Сопоставимость

Компании нельзя сравнивать, если в обеих не используют достаточно схожие методы оценки запасов. При наличии данных можно с равным успехом использовать метод ЛИФО или ФИФО. Поскольку сегодня большинство компаний, по крайней мере для части запасов, используют метод ЛИФО, может показаться разумным скорректировать показатели дохода и объема запасов для тех компаний, которые используют сравнительно более редкий метод — ФИФО. Но это возможно только в том случае, если эти компании указывают в отчетах данные о текущей стоимости запасов и проданной продукции в соответствии с Правилом 33, либо готовы предоставить нужную информацию аналитику. Эта информация слишком часто оказывается недоступной, а потому аналитику приходится поступать наоборот — корректировать отчетные показатели компаний, использующих метод ЛИФО. Комиссия по ценным бумагам и биржам требует, чтобы в форме 10-K содержались сведения о резерве ЛИФО и/или о величине запасов по методу ФИФО, и эти же показатели почти всегда можно найти в годовых отчетах. Зачастую приводятся даже данные на одну акцию. Благодаря этому почти всегда есть сопоставимые данные, полученные по методу ФИФО.

Формулы корректировки. Перейти от показателей, рассчитанных по любому из методов, к показателям по другому методу можно с использованием следующих формул:

1. Запас на начало периода + Объем поступлений — Запас на конец периода = Стоимость проданных товаров;
2. Объем запасов по методу ЛИФО + Резерв ЛИФО = Запасы по методу ФИФО.

Заметьте, что когда происходит перемешивание ЛИФО-слоев, не нужно проводить никаких специальных корректировок.

Таблица 13.3. Некоторые данные из годового отчета за 1985 г. компании Maytag (в млн дол.)

	1985 г.	1984 г.
1. Резерв ЛИФО	37,3	39,1
2. Объем запасов (ЛИФО)	<u>78,5</u>	<u>77,7</u>
3. Объем запасов по методу ФИФО, всего	115,8*	116,8*
4. Стоимость проданных товаров	432,9	421,5
5. Акционерный капитал (ЛИФО)	256,6	228,9
6. Акционерный капитал (ФИФО)	276,7**	250,0**
7. Чистая прибыль (ЛИФО)	71,8	63,1
8. Чистая прибыль (ФИФО)	70,8***	

* По формуле 2.

** Акционерный капитал по ФИФО = [(1 - Ставка налога) × (Резерв ЛИФО)] + Акционерный капитал по ЛИФО. Ставка налога в тот период была 46%.

*** Чистая прибыль по ФИФО = [(Резерв ЛИФО за 1985 г. - Резерв ЛИФО за 1984 г.) × (1 - (Ставка налога))] + Чистая прибыль за 1985 г. по ЛИФО.

Примечание. Год заканчивается 31 декабря.

Пример. Полезно рассмотреть в качестве примера годовой отчет компании Maytag за 1985 г. (см. табл. 13.3). Таблица включает ряд показателей, рассчитанных по методу ФИФО, а в сносках к таблице указано, как они были вычислены. Поскольку у нас есть данные о величине запасов на начало и конец периода, а также о стоимости проданной продукции, с помощью формулы 1 легко вычислить, что прирост запасов за этот год составил 433,7 млн дол. ($432,9 + 78,5 - 77,7 = 433,7$). Показатель прироста запасов за период не зависит от используемого метода учета запасов.

Третья строчка таблицы получена с помощью формулы 2. Зная объем запасов по методу ФИФО на начало и конец периода, а также объем прироста запасов, можно с помощью формулы 1 вычислить, что стоимость проданных товаров составила 434,7 млн дол. ($116,8 + 433,7 - 115,8 = 434,7$). Это на 1,8 млн дол. больше, чем стоимость проданных товаров по методу ЛИФО, и в то же время равно сокращению резервов ЛИФО. Посленалоговая прибыль по методу ФИФО равна:

$$1,8 \text{ млн дол.} \times (1 - \text{Ставка налога}),$$

или на 1 млн дол. меньше, чем посленалоговая прибыль по методу ЛИФО. Заметьте, что в этом примере ставка налога равна 46%, а не 34%. При корректировке показателей, полученных по методу ЛИФО, следует использовать ставки подоходного налога США, так как метод ЛИФО

используется преимущественно в США. В некоторых случаях аналитик должен оценить влияние на право списывать убытки на налоги будущих периодов, на процентное ограничение инвестиционного налогового кредита и другие аспекты вечно изменяющегося Налогового кодекса.

Какой метод предпочесть?

Используй в балансовом отчете метод ФИФО. При анализе балансовых отчетов наибольший интерес для аналитика представляют данные о показателях текущей стоимости запасов или стоимости возобновления запасов. Наиболее адекватное представление о величине чистых текущих активов и оборотном капитале дает оценка объема запасов по методу ФИФО или с включением резервов ЛИФО и с должным учетом налоговых вычетов. Это дает возможность сопоставлять компании, работающие в одной отрасли. Если аналитик считает, что существующий уровень цен нестабилен, можно сделать скидку на любое вероятное снижение цен.

Используй в отчете о прибылях и убытках метод ЛИФО. Однако есть преимущества и в том, чтобы при анализе отчета о прибылях и убытках использовать показатель стоимости проданных товаров по методу ЛИФО. Чем новее информация о ценах, тем она полезнее для прогнозирования цен будущего года. Учет по методу ЛИФО не страдает от проблем, свойственных системе полного учета текущих цен. Динамика действующего предприятия находит отражение в завершенных циклах деньги — деньги. Здоровый консерватизм требует обращать внимание на реализацию и избегать спекуляции запасами. Если исходить из того, что базой для отчета должен служить завершенный цикл получения прибыли, возможность преувеличить производственную прибыль уменьшается.

Проблемы, сопутствующие одновременному использованию обоих методов

При одновременном использовании метода ЛИФО для анализа отчетов о прибылях и убытках и метода ФИФО для анализа баланса возникают проблемы. Во-первых, исчезает соответствие между отчетом о прибылях и убытках и балансовым отчетом. Это означает, что изменения собственного капитала больше нельзя объяснить с помощью данных из отчета о прибылях и убытках. Во-вторых, объем запасов вырастает на величину резерва ЛИФО минус налоги, но рано или поздно в результате перемешивания слоев нереализованные доходы будут реализованы и через статьи о доходах попадут в статьи собственного капитала. Поскольку эти доходы уже были включены в собственный капитал, нужно позаботиться, чтобы не учесть их дважды. Бухгалтера обозначают эту возможность как проблему «повторного использования» или «перегруппировки собственного капитала». Если аналитик вычислит темп роста

балансовой стоимости на акцию, используя оценку запасов по методу ФИФО, полученное значение будет включать прибыли по методу ФИФО, а не ЛИФО. Дело еще сильнее усложняется необходимостью учитывать будущие налоги на повышение суммы оценки запасов.

Ограничивай использование смешанных измерений

Есть, конечно, свои преимущества в том, чтобы по-разному обращаться с запасами в балансе и в отчете о прибылях и убытках. В то же время использование разных методов учета требует постоянной осторожности. Корректировку показателей товарных запасов по методу ФИФО следовало бы ограничить: 1) вычислением коэффициентов по данным балансового отчета и 2) анализом балансового отчета, ориентированным на оценку стоимости активов или ликвидационной стоимости, но не на оценку способности получать прибыль. Нужно постоянно помнить о различии между бухгалтерским пониманием стоимости активов и подходом аналитика к инвестиционной стоимости. Использование в отчете о прибылях и убытках показателя стоимости проданной продукции по методу ЛИФО дает полезную информацию для оценки способности получать прибыль, что является краеугольным камнем инвестиционной стоимости.

Глава 14

Влияние амортизации и амортизационных отчислений на налоги и доход

Расходы, которые должны быть распределены во времени

Износ оборудования, истощение месторождений природных ресурсов и амортизация капитальных вложений имеют нечто общее: есть расходы или издержки, которые следует распределить по годам периода, вместо того чтобы отнести их на какой-то один год.

В ходе критического анализа отчета о прибылях и убытках следует обращать особое внимание на амортизационные и другие аналогичные отчисления, не влекущие расхода денег. Такого рода расходы следующим образом отличаются от обычных производственных расходов:

- они обычно не служат причиной немедленного и соответствующего по объему перемещения денег;
- они представляют собой денежную оценку сокращения стоимости основного или постоянного капитала, вызываемого физическим или моральным износом, истощением или иными причинами;

- они обеспечивают возмещение средств, инвестированных в создание основного капитала, за счет поступающих доходов;
- они создают временное различие между суммами, освобожденными от налогообложения, и издержками, по которым возникают отложенные налоговые обязательства.

Износ основного капитала и амортизация

Главные вопросы относительно износа и амортизации

Теория бухгалтерского учета в части, относящейся к амортизационным отчислениям, достаточно проста. Если срок жизни элемента основных активов ограничен, нужно предусмотреть списание стоимости (невосстанавливаемой) этого актива на протяжении его полезной службы за счет доходов, создаваемых этим активом. С этой простой идеей, однако, связаны пять затруднений:

- правила бухгалтерского учета позволяют в качестве базы для установления амортизационных начислений брать не стоимость, а другие оценки;
- компании обладают достаточно большой свободой как при выборе величины амортизационных отчислений, так и при установлении нормативного срока эксплуатации активов;
- некоторые компании могут не следовать принятой практике указания величины амортизационных отчислений в отчетах о прибылях и убытках;
- в большинстве случаев компании используют одну законную базу амортизации в налоговой декларации и другую — в публикуемых отчетах;
- иногда величина амортизационных отчислений бывает вполне приемлемой с позиций бухгалтерского учета, но неприемлемой с позиций инвесторов.

Наряду с этими техническими осложнениями есть и другое: некоторые склонны рассматривать амортизационные отчисления как своего рода «ненастоящие» расходы и обращают главное внимание на доход до отчисления средств в фонд амортизации, или на так называемый поток средств.

Основные принципы аналитического подхода к амортизационным отчислениям

Мы полагаем, что в этой достаточно сложной области аналитик должен руководствоваться следующими главными принципами:

- 1) он должен удостовериться, что величина амортизационных отчислений достаточна по самым строгим (консервативным) критериям;
- 2) он должен по мере сил обеспечивать единые ставки амортизации, а при проведении сопоставительных анализов осуществлять нужные корректировки;
- 3) ему следует руководствоваться здравым смыслом и не заниматься тем, что не оказывает заметного влияния на получаемые выводы.

Амортизационные отчисления в отчетности корпораций

Внимание аналитика к амортизации должно определяться ее значимостью. Если неудачный выбор метода амортизации или длительности срока эксплуатации активов оказывает только незначительное воздействие на величину чистой прибыли, не стоит много этим заниматься. Но там, где обычные соотношения требуют, скажем, для получения 1 дол. доходов вкладывать 1 дол. в оборудование, аналитик должен изучить ситуацию с амортизационными фондами со всей тщательностью. Если основные производственные средства корпорации сравнительно невелики, ее амортизационные отчисления мало отражаются на величине прибыли. Такова обычная ситуация на предприятиях в сфере обслуживания, торговле и финансах. В промышленности инвестиции в оборудование и соответствующая амортизация сравнительно невелики на сборочных заводах, но очень значительны на предприятиях базовых отраслей. В горнодобывающей промышленности, в химической, в добыче нефти и газа, на железных дорогах и в энергетике вложения в основные средства весьма значительны, и соответственно амортизационные отчисления там очень важны.

Амортизационные отчисления в отраслях

В таблице 14.1 приведены данные о соотношении амортизационных отчислений, налогов и других важных финансовых показателей для разных отраслевых групп. Данные за 1983 г. взяты из публикации Налогового управления. Заметьте, что для промышленных предприятий уровень амортизационных отчислений превышает 9,5% от стоимости подлежащих амортизации активов, составляя 3,9% объема продаж и 47% облагаемого налогом дохода. В правой колонке показано, насколько велики отраслевые различия в соотношении амортизационных отчисле-

ний и прибыли. Понятно, что если расходы на амортизацию очень велики, то даже незначительная ошибка в оценке нормативного срока эксплуатации оборудования может привести к значительным ошибкам в показателе дохода. (Показанный в таблице 14.1 налогооблагаемый доход дан до уплаты налогов — местных, иностранных, налогов штатов и федерального подоходного налога, которые в 1983 г. составили для всех корпораций США примерно 25 млрд дол.) Прибыль корпораций до вычета амортизационных отчислений довольно равномерно распределилась между амортизационными фондами, подоходными налогами и чистой прибылью.

Приведенные в таблице 14.1 данные показывают, что для большинства отраслей амортизационные отчисления достаточно велики по отношению к чистой прибыли. Аналитику следует определить, каковы нормальные или достаточные амортизационные отчисления для компаний определенного рода или для отраслей, чтобы иметь возможность анализировать и оценивать отступления от этого нормального уровня.

Стандартные методы начисления амортизации

Методов амортизации много

В современной практике бухгалтерского учета используют четыре подхода к списанию активов в течение их полезной жизни. К тому же разные компании в отчетах акционерам по-разному определяют срок эксплуатации производственных активов, и результаты этих различий оказываются порой очень значительными. Например, одна химическая компания перешла от консервативной оценки срока эксплуатации оборудования к нормативам, используемым ее главными конкурентами. В результате этого изменения прибыль компании удвоилась.

Равномерное списание

В течение многих десятилетий обычным подходом было *равномерное списание производственных активов*, при котором ежегодно списывается равный процент от стоимости активов. При этом сумма амортизационных отчислений равна разнице между балансовой стоимостью активов и возможным доходом от реализации выбывших активов, деленной на предполагаемый срок их службы.

Методы ускоренной амортизации

Более консервативный подход исходит из того, что экономическая полезность активов быстрее снашивается в первые годы эксплуатации, а потому и величина амортизационных отчислений тем меньше, чем

старее активы. Существуют следующие методы ускоренной амортизации: *двойного убывающего остатка, суммы лет и полуторного убывающего остатка*. На активы, введенные в эксплуатацию после 1986 г., можно начислять износ с учетом нормативного срока эксплуатации и других факторов, по методу равномерного списания, полуторного или двойного убывающего баланса. Используемая в настоящее время система определения нормативного срока эксплуатации оборудования дает возможность списывать активы до истечения срока их службы, но она в этом отношении не столь щедра, как нормативные системы, использовавшиеся в 1970—1981 гг. Тогда задачей было помочь предприятиям в условиях инфляции, и поэтому устанавливались очень короткие нормативные сроки эксплуатации активов. Нормативные сроки эксплуатации, установленные Законом об изменении налогов 1986 г., все еще предполагают очень значительные амортизационные отчисления в первые годы эксплуатации активов, так что в последние годы службы амортизационные отчисления не производятся вовсе.

Вычисление суммы лет. Самый ускоренный метод амортизации имеет самую простую формулу. Оборудование с нормативным сроком эксплуатации 4 года имеет сумму лет: $1 + 2 + 3 + 4 = 10$. Поэтому в 1-й год амортизационные отчисления составят $\frac{4}{10}$ стоимости оборудования, во 2-й год — $\frac{3}{10}$ и т.д.

Метод убывающего остатка. По методу двойного убывающего остатка сначала вычисляют процент амортизационных отчислений в соответствии с методом равномерного списания, а затем удваивают найденную величину для 1-го года. На 2-й год сумма амортизации определяется умножением того же удвоенного процента на еще не списанную стоимость актива. В какой-то год сумма амортизационных отчислений станет меньше, чем по методу равномерного списания, и для оставшегося срока эксплуатации тогда используют метод равномерного списания. Другие разновидности метода убывающего остатка рассчитываются таким же образом.

Метод единицы эксплуатации. Третий распространенный метод амортизации исходит из того соображения, что износ актива является функцией не только времени, но и интенсивности его использования. Компании, использующие этот метод, меняют ставки амортизационных отчислений пропорционально интенсивности эксплуатации активов в отчетном периоде. Такой подход способствует сглаживанию показателя прибыли.

Пример. В 1983 г. компания Bethlehem Steel Corporation изменила свою амортизационную политику. Новый метод основан на методе равномерной амортизации, но с учетом объема производства, так что ставка амортизации не может отклоняться более чем на 25% от своего

Таблица 14.1. Амортизационные отчисления корпораций, 1983 г. * (в млн дол.)

	Всего поступлений	Подходные налоги США с учетом налогового кредита	Налогооблагаемый доход**	Амортизируемые активы	Амортизационные отчисления к активам (в %)	Амортизационные отчисления к налогооблагаемому доходу (в %)
Все корпорации	7 135 494	51 862	218 686	2 730 372	241 492	8,8
По секторам:						
Добывающая отрасль	132 420	722	4 623	85 787	7 786	9,1
Строительство	290 799	1 393	5 505	57 711	6 281	10,7
Обрабатывающая отрасль	2 552 831	24 961	113 610	1 051 144	99 416	9,5
Транспорт и коммунальное хозяйство	657 421	5 430	25 612	901 874	56 162	6,2
Оптовая и розничная торговля	2 119 445	10 653	33 503	246 665	27 667	11,2
Финансы, страхование, недвижимость	902 822	5 697	22 470	193 098	19 654	9,9
Услуги	416 462	2 674	11 840	162 395	21 194	13,1
Отдельные отрасли						
Добыча металлических руд	50 701	25	47	6 118	370	6,0
Угледобыча	15 669	115	256	10 995	1 014	9,2
Добыча нефти и газа	103 637	489	4 049	60 221	5 806	9,6

Таблица 14.1. (продолжение)

	Всего поступлений	Подходные налоги США с учетом налогового кредита	Налогооблагаемый доход**	Амортизируемые активы	Амортизационные отчисления к активам (в %)	Амортизационные отчисления к налогооблагаемому доходу (в %)
Пищевая промышленность	305 288	2 581	9 434	78 572	10,8	90
Производство бумаги	69 614	707	1 159	43 441	7,6	284
Издательства и типографии	93 783	1 980	5 509	33 374	12,3	75
Химическая промышленность	236 327	2 631	14 013	122 298	8,6	75
Нефтепереработка	511 125	3 722	30 092	220 043	8,3	61
Машиностроение (кроме электро-машин)	179 634	2 210	11 271	82 237	11,3	82
Электромашиностроение и электроника	202 754	2 077	8 036	78 676	11,8	116
Автомобилестроение	171 176	1 178	5 678	65 054	12,2	139
Транспорт	235 696	1 535	5 954	176 993	8,3	248
Телефонные компании	120 585	525	5 732	235 491	8,5	351
Электро- и газоснабжение	281 028	2 911	12 565	478 062	4,1	157

* Department of Treasury. Internal Revenue Service. Statistics of Income, 1983; Corporate Income Tax Returns, p.16-21.

** Доход до уплаты подоходных налогов — иностранных, местных, штатов и федерального.

базового значения. Компания также начала рассчитывать капитализированную стоимость расходов на повторную футеровку печей и начислять амортизацию на эти суммы по методу единицы эксплуатации. В примечаниях было сказано, что, по мнению руководства, эти меры дадут более точный учет соотношения доходов и расходов компании, а также приведут ее методы учета в большее соответствие методам, распространенным в сталелитейной промышленности. Кроме того, были увеличены нормативные сроки эксплуатации оборудования. Эти изменения преимущественно затронули оборудование, используемое в производстве стали и другого сырья.

Методы ипотеки, или амортизационного фонда

Четвертый подход позволяет делать *меньшие* амортизационные отчисления в первые годы службы оборудования. Эти отчисления выделяются иногда только на бумаге, и на них начисляют сложные проценты вплоть до окончания срока эксплуатации оборудования. В западных штатах США несколько комиссий по коммунальным услугам сочли этот метод вполне пригодным для своих компаний. Предложения распространить этот метод на другие отрасли были отклонены сообществом бухгалтеров.

Амортизация в ходе поэтапного ввода в эксплуатацию новых электростанций

Комиссия по ценным бумагам и биржам в конце 80-х годов рассматривала приемлемость поэтапной амортизации вновь построенных атомных электростанций. Эти планы поэтапной амортизации были нацелены на то, чтобы смягчить шок резкого повышения тарифов, необходимого, чтобы окупить электростанции. Некоторые из этих планов предусматривают, в сущности, *отрицательные* ставки амортизации в первые годы эксплуатации, для чего стоимость станций повышается на величину бóльшую, чем отчетные суммы амортизации. Может быть, такого рода процедуры и оправданы из соображений установления тарифов за энергию, но они абсолютно неприемлемы с точки зрения любых разумных представлений об износе, старении или доходности вложений. (Как это ни странно, в официальной публикации Калифорнийской комиссии по коммунальным услугам такой подход к калькуляции назван «экономической амортизацией»!)

Проблема портфеля

Проблема портфеля возникает, когда компания принимает решение об уровне агрегирования активов для начисления амортизации. Крайний вариант решения заключается в том, что завод со всем оборудованием

рассматривается как единый актив и амортизируется с помощью одного из известных методов. Этот большой портфель активов можно было бы разбить на более мелкие, такие, скажем, как производственные линии. Они, в свою очередь, могли бы быть разбиты на отдельные станки. Либо можно все однотипные станки свести в портфель, допустим, токарных станков. Такое размашистое агрегирование, когда весь завод представляется единым активом, позволяет бухгалтерам списывать некоторые расходы немедленно, как «затраты на техническое обслуживание», вместо того чтобы капитализировать их и затем списывать в течение ряда лет. Но при таком агрегировании можно потерять устаревшее оборудование, которое следовало бы списать и демонтировать. Поэтому при сопоставлении амортизационных расходов аналитик должен учитывать не только метод амортизации и срок эксплуатации оборудования, но и то, как этот метод реализуется. В общем случае об этом нельзя узнать из финансовых отчетов. Нужно расспрашивать менеджеров. О затратах на техническое обслуживание можно, как правило, узнать из формы 10-К и ряда других отчетов, направляемых регулирующим организациям, и порой эта информация может быть полезна для понимания того, как действует организация, как осуществляется амортизация и т.п.

Амортизация и текущая стоимость

Когда стоимость зданий и оборудования растет в цене или обесценивается, пропорционально растут или падают амортизационные расходы. В первой трети нашего столетия завышение цен на действующие активы широко использовалось как метод манипуляции ценой акций, что и породило выражение *разводненные акции*. В начале 30-х годов уценку действующих активов использовали для того, чтобы разгрузить отчеты о прибылях и убытках от бремени отчислений в амортизационные фонды¹.

Капитализация процента и компенсация вложений собственного капитала в строительство

Трудной аналитической проблемой является учет капитализации процента при оценке расходов на приобретение зданий и оборудования. Как только теория учета признала законность капитализации процента, последний быстро стал требованием с позиций сбора подоходного налога. С точки зрения налогового сборщика, капитализированный про-

¹ Многие историки считают, что именно свидетельство Соломона Фабриканта, который в свое время рассказал о практике завышения или занижения стоимости активов и о незадачливых инвесторах, которых обманули эти манипуляции, решающим образом подтолкнуло Конгресс к принятию в 1933 г. закона, на основе которого была создана Комиссия по ценным бумагам и биржам.

цент является активом, подлежащим амортизации в течение 10 лет, а не доходом инвестора от вложения в этот актив.

Проценты по кредитам являются доходом на инвестиции, а компенсация вложений собственного капитала в строительство — нет

Аналитику следует рассматривать цену капитала с учетом различия между *доходом на капитал* и *возвратом* капитала. Процент — это доход на капитал, поскольку это вознаграждение за право использования капитала. Понятно, что ни один владелец облигаций не воспринимает чек с оплатой процентов как возврат вложений в облигации. Тем не менее в отчете о прибылях и убытках капитализированный процент никогда не выглядит самим собой. Отсутствие выплаты процентов немедленно ведет к росту отчетного дохода и к повышению налогооблагаемого дохода. Конечно же, более высокий отчетный доход будет с годами перекрыт более высокими амортизационными отчислениями на искусственно удоженный актив.

Капитализированный процент ежегодно приводится в примечаниях к отчету. В последующие годы читатель отчетов видит только *амортизационные отчисления*, которые по определению являются возвратом капитала. Таким образом, капитализированный процент никогда не возникает в финансовых отчетах как доход на капитал. Если аналитик не скорректирует эту ситуацию, показатели дохода компании на вложенный капитал будут постоянно заниженными. Доход от вложения собственного капитала будет одноразовым, хотя для обыкновенных акций суммарная прибыль за длительный период останется той же.

Компенсация вложений собственного капитала в строительство еще менее оправдана, чем капитализированный процент. Это просто распоряжение комиссии по коммунальным услугам, направленное компании, сделать в журналах проводки — зафиксировать прибыль и воображаемый актив — *вне каких бы то ни было операций!* В сущности, комиссия говорит: «Мы просто не можем поднять тарифы прямо сейчас, но вам для выживания нужно казаться прибыльными. Так что заявите о прибыли, и, может быть, мы сумеем потом поднять тарифы». Если какие-нибудь другие компании, помимо коммунальных, обосновали бы свою прибыль такого рода выдумками, их обвинили бы в мошенничестве.

Распутать хитросплетения учета дело не простое. Для этого нужно знать, какой метод амортизации был использован и каков установленный нормативный срок эксплуатации оборудования, а также сумму процентных платежей и компенсации вложений собственного капитала в строительство, включенные в балансовую оценку основных средств. Тогда можно провести корректировку амортизационных платежей, чтобы исключить суммы, приходящиеся на погашение процента, а капитализированный процент можно показать в должном виде — как доход на

вложенный капитал. При отсутствии такой детальной информации аналитику придется использовать принятую в компании нормативную ставку амортизации, выраженную как процент от стоимости всей суммы производственных активов, чтобы убрать платежи по капитализированному проценту и компенсации вложений собственных средств в строительство.

Учет капитализированного процента

Следующий пример поможет понять действие капитализации процента, а также почему аналитик должен устранять это влияние. Предположим, что компании нужно два года для того, чтобы построить машину. Компании придется истратить на это 100 дол.: средние вложения в приобретение оборудования составляют 50 дол., а ставка процента равна 10. По 10% в год от 50 дол. дадут за два года 10 дол. Таким образом, сумма капитализации процента составит 10 дол., а начальная балансовая цена машины составит 110 дол. Процент за эти два года вложений в строительство будет капитализирован, а не проведен через отчет о прибылях и убытках как издержки. За эти два года явные доходы держателей обыкновенных акций вырастут на 10 дол. до уплаты налогов или на 6,60 дол. после учета подоходного налога в 34%.

Если срок эксплуатации машины пять лет, а ее ликвидационная стоимость равна нулю, годовые амортизационные отчисления составят $\frac{1}{5}$ от 110 дол., или 22 дол. Если бы не капитализация процента, амортизационные отчисления составили бы 20 дол. за год. Эти дополнительные 2 дол. годовых амортизационных платежей уменьшат за пять лет суммарный доналоговый доход по обыкновенным акциям на 10 дол. или на 6,60 дол. после учета налогов. Таким образом, рост доходов в период вложения средств полностью перекрывается их снижением в период амортизации.

Возможность заблуждения возникает из-за того, что процентные расходы просто не находят отражения в отчете о прибылях и убытках. И обычный подход к вычислению дохода на капиталовложения не выявит эти 10 дол. дохода, если аналитик не проведет соответствующие корректировки. Корректировка должна заключаться в том, чтобы вернуть 10 дол. процентных расходов в отчет о прибылях и убытках за те годы, когда этот расход имел место, и сократить уплаченные или подлежащие уплате налоги за эти два года на 3,40 дол. А в последующие пять лет аналитик должен сократить амортизационные отчисления на 2 дол. в год и увеличить налоговые расходы на 0,68 дол. в год (34% от 2 дол.)

На первый взгляд может показаться, что все эти реконструкции платежей пустое занятие, но нужно понимать, что в капиталоемких отраслях, особенно с длительным циклом первоначальных вложений, процентные расходы бывают просто огромными. При строительстве атомной электростанции процентные расходы могут достичь половины

всех издержек. Если компания осуществляет большие капиталовложения, все ее процентные расходы могут проскочить мимо отчета о прибылях и убытках и 66% от этой суммы попадут прямо в чистую прибыль. В те годы, когда осуществляется капитализация процента, это может увеличить чистую прибыль на 25,50 дол., или 100%.

Для этой ситуации в наибольшей степени подходит старая поговорка: «Ты зарабатываешь деньги, когда продаешь, а не когда покупаешь!» Аналитик просто не имеет права экономить свои усилия и принять как факт искаженные показатели прибыли и доходности. Аналитик обязан реконструировать отчетность, чтобы устранить из нее капитализированный процент, расходы на его погашение и соответствующие налоги (см. в главе 17 раздел «Амортизационные отчисления»).

Отложенные налоги и ускоренная амортизация

Формулировка амортизационной политики

Описание амортизационной политики важных компаний можно найти в финансовых справочниках. Соответствующие описания должны присутствовать в проспектах эмиссии ценных бумаг, в заявлениях о намерении осуществить слияние и в годовых отчетах. В последние годы примечания, раскрывающие политику амортизации, во многих годовых отчетах свелись к фразе, что для установленного срока эксплуатации используется такой-то метод амортизации. Многие компании более детально раскрывают информацию о сроках амортизации по классам активов.

Пример. В годовом отчете за 1984 г. компания International Paper дала достаточно подробную информацию о сроках амортизации разных видов активов:

Здания	2,5%
Машины и оборудование	От 5 до 33%
Оборудование на лесосеках	От 10 до 16%
Время на освоение и запуск производства	5 лет
Лесные делянки	До вырубki леса
Ремонт дорог и рекультивация земель	В ходе экономической деятельности

Инвестиционный налоговый кредит

В послевоенный период для стимулирования вложений в новое промышленное строительство и создание производств Конгресс время от времени узаконивал налоговые льготы, составлявшие обычно 10% от

суммы вложений в некоторые виды производственного строительства и оборудования. Для отражения в учете инвестиционного налогового кредита можно использовать два метода. Шире всего применяются метод *сквозного потока*, при котором полная сумма кредита находит отражение в чистой прибыли за соответствующий год. При использовании метода *отсрочки*, применяемого прежде всего корпорациями коммунального хозяйства, признание кредита растягивают на срок эксплуатации актива и амортизируют его поэтапно. Сторонники метода сквозного потока утверждают, что кредит *заработан* актом приобретения актива. Сторонники метода отсрочки считают, что налоговый кредит — это всего лишь субсидия, которая просто уменьшает *стоимость актива* и подлежит постепенной амортизации, как и весь актив. Закон об изменении налогов 1986 г. уничтожил систему инвестиционных налоговых кредитов.

Относительная популярность методов амортизации

Между 1935 и 1954 гг. подавляющее большинство компаний в соответствии с налоговыми требованиями использовали метод равномерного списания стоимости активов (за вычетом ликвидационной стоимости). В 1954 г. началась либерализация режима налоговых скидок на амортизационные отчисления. Был период, когда компании изменяли методы амортизации ради ускоренного списания активов. Потом начался отказ от такой политики, поскольку сокращение прибыли при этом оказывалось очень болезненным. В 1984 г. 567 из 600 компаний использовали метод равномерного списания для всех или какой-то части своих активов; 60 компаний применяли метод единицы эксплуатации, 64 компании — убывающего баланса, 15 компаний — суммы лет, а 76 компаний — не названные методы ускоренной амортизации². Компании, которые использовали более одного метода амортизации, делали это по следующим причинам: недавнее приобретение другой компании; иностранные филиалы подчинялись местным правилам и порядкам; некоторые филиалы следовали традициям, действующим в их отрасли.

Влияние отложенных налогов

Различие показателей прибыли в финансовых и в налоговых отчетах. Использование из налоговых соображений ускоренной амортизации и ускоренной системы возмещения издержек производства является важнейшей причиной расхождения между величиной прибыли, показываемой в налоговой декларации, и той, что показывают в публикуемых финансовых отчетах. Проведенное в 1984 г. исследование 600 компаний показало, что у 488 компаний именно амортизация была причиной

² American Institute of Certified Public Accountants. Accounting Trends and Techniques. New York, 1985, p.268.

Таблица 14.2. Сравнение налоговой декларации и отчета акционерам (в дол.)

Год	Отчет акционерам					
	Поступления	Амортизация	Доналоговый доход	Налог по ставке 34%	После-налоговый доход	Доход до амортизационных платежей
1	100	50	50	17*	33	100
2	100	50	50	17*	33	100
3	100	50	50	17*	33	100
4	100	50	50	17**	33	66
5	100	50	50	17**	33	66
6	100	50	50	17**	33	66

Год	Налоговая декларация				
	Поступления	Амортизация	Доналоговый доход	Налог по ставке 34%	
1	100	100	0	0	
2	100	100	0	0	
3	100	100	0	0	
4	100	0	100	34	
5	100	0	100	34	
6	100	0	100	34	

* Добавить к обязательствам по отложенному налогу.

** Вычесть из обязательств по отложенному налогу.

несовпадения показателей прибыли³. Все другие причины встречались реже и никогда не создавали таких значительных эффектов.

Влияние на доход. Поскольку в последние годы влияние отложенного налога создавало от $\frac{1}{3}$ до $\frac{1}{2}$ разницы между суммой амортизационных отчислений по балансу и по налоговой декларации, отложенный подоходный налог стал очень важным компонентом дохода компаний. Даже при налоговой ставке 34% и при новых сроках амортизации активов этот вклад очень велик.

Нормализация отчетной прибыли

Налоговые платежи откладываются на будущее, когда в налоговой декларации компания сообщает о более быстрой амортизации, чем в

³ American Institute..., p.275.

финансовых отчетов. Простой пример, приведенный в таблице 14.2, помогает понять, каким образом возникновение обязательств по отложенным налоговым платежам повышает отчетные показатели посленалоговой прибыли для инвесторов и благоприятно влияет на сумму денежных средств в распоряжении компании.

Предположим, что у компании только один актив — машина со сроком службы шесть лет. Цена машины 300 дол. Годовые поступления составляют 100 дол., и единственные виды расходов для компании — амортизационные платежи и налоги. Предположим также, что Налоговый кодекс разрешает равномерно списать стоимость этой машины за три года.

В отчете для акционеров в колонке «посленалоговая прибыль» точно показан экономический смысл дела. 300 дол. стоимости машины разумно распределены между шестью годами доходов от ее эксплуатации. Как показано в отчете для акционеров, в первые три года обязательства по отложенному подоходному налогу ежегодно возрастают на 17 дол. В конце третьего года сумма накопленных налоговых обязательств вырастет до 51 дол. На этом налоговые каникулы заканчиваются, и последние три года компания ежегодно выплачивает 17 дол. налога за текущий год плюс 17 дол. отложенных налоговых обязательств, то есть 34 дол.

Поток средств для этой компании равен сумме чистой посленалоговой прибыли плюс величина амортизационных отчислений плюс прирост (или минус уменьшение) обязательств по отложенному налогу.

Сравнение методов и ставок амортизации

В таблице 14.3 приведены данные о методах и ставках амортизации для 29 крупных промышленных корпораций в 1948, 1959 и 1984 гг. Средний процент амортизационных отчислений от стоимости производственных активов возрос от 5,0% в 1948 г. до 5,6% в 1959 г. и до 6,6% в 1984 г. В результате за 25 лет отчетная прибыль компаний сократилась примерно на 10%, что заставляет усомниться в приемлемости новых ставок амортизации.

Используемые методы амортизации сами по себе мало что говорят об адекватности ставки амортизационных отчислений или о влиянии отложенных подоходных налогов. Буквенные обозначения SD, DB и AM обозначают ускоренные методы амортизации, при которых в первые годы жизни актива амортизационные отчисления выше, чем при равномерной амортизации, а в последние — ниже, а потому эти методы считают более консервативными. Переход от любого из этих трех методов к равномерной амортизации можно расценить как отход от консерватизма. Между 1959 и 1984 гг. девять компаний вернулись к методу равномерной амортизации. В пяти из них после этого ставка амортизации как процент к полной стоимости основных производственных фондов понизилась, но в четырех других — *выросла*. Можно предположить,

**Таблица 14.3. Сопоставление амортизационных отчислений
для 29 компаний**

	1984 г.		1959 г.		1948 г.	
	Процент к сумме активов	Метод	Процент к сумме активов	Метод	Процент к сумме активов	Метод
Allied Signal	7,1	SL	5,4	SD	3,7	SL
Alcoa	5,3	SL	4,8	SD	2,3	SL
American Brands	7,8	SL	4,2	SL	4,0	SL
American Can	6,7	SL	4,4	SL	3,6	SL
American Tel. & Tel.	7,2	SL	4,7	SL	3,4	SL
Bethlehem Steel	3,8	UP	4,3	DB	2,7	SL
Chevron Corp.	6,1	UP	4,5	SL	5,5	SL
Chrysler*	9,9	SL**	6,3	SL	9,3	SL
DuPont	6,3	SD	7,5	SL	8,3	SL
Eastman Kodak	7,0	AM	6,0	SD	5,1	SL
Exxon	6,3	UP	5,3	SL	4,9	SL
General Electric	7,5	SD	7,5	SL	7,7	SL
General Foods	6,1	SL	6,3	SD	4,3	SL
General Motors*	11,9	AM	6,7	AM	6,3	SL
Goodyear	5,3	SL	6,3	SD	5,9	SL
INCO Ltd.	3,8	SL	2,5	SL	2,8	SL
International Paper	4,6	UP	6,3	DB	4,7	SL
Manville	5,2	SL	5,5	SD	4,4	SL
Navistar Int'l	7,0	SL	6,0	SL	4,7	SL
Owens Illinois	5,9	SL	5,0	SD	4,8	SL
Procter & Gamble	4,9	SL	3,8	SL	3,3	SL
Sears Roebuck	4,9***	SL	5,5	SD	7,5	SL
Swift Independent	7,7	SL	4,5	SD	4,4	SL
Texaco	7,7	UP	6,7	SL	6,7	SL
Union Carbide	4,6	SL	6,2	SL	4,0	SL
U.S. Steel	5,5	UP	3,2	UP	3,9	UP
United Technologies	7,7	AM	9,9	SD	7,4	SL
Westinghouse Electric	7,8	SL	6,2	SL	4,3	SL
Woolworth	12,1	SL	6,1	SL	5,8	SL
Средняя	6,6		5,6		5,0	

Примечание. В 1959 г. эти компании входили в индекс Доу-Джонса. Компания Anaconda была исключена, поскольку ее поглотила другая компания. SL — равномерная амортизация, SD — по сумме годов, DB — метод убывающего баланса, AM — ускоренная амортизация, UP — метод единицы эксплуатации.

* Включена амортизация специализированного оборудования.

** Метод ускоренной амортизации использовался для активов, приобретенных до 1980 г.

*** Только торговые подразделения.

что в этих случаях переход к менее консервативным методам амортизации был скомпенсирован более консервативной оценкой срока эксплуатации оборудования, хотя с определенностью этого утверждать нельзя и причиной могло быть изменение состава активов. В общем, можно сказать, что рост средней ставки амортизационных отчислений до 6,6% в 1984 г. имел причиной не изменение методов амортизации, а сокращение сроков амортизации. Причиной этого может быть то, что большинство компаний предпочитают использовать в налоговых декларациях и в отчетах для акционеров одни и те же сроки амортизации.

Растет популярность метода единицы эксплуатации

В период 1959—1984 гг. обозначилась любопытная тенденция. Начала расти, и прежде всего в сырьевых отраслях (производство стали, бумаги, добыча нефти), популярность методов амортизации, учитывающих интенсивность производства, — метода единицы эксплуатации.

Верное использование верного срока амортизации

Ставка амортизационных отчислений связана со сроком эксплуатации. Если ставка амортизации совокупности основных средств производства составляет 5%, значит, ожидаемая средняя продолжительность срока эксплуатации постоянных активов равна единице, деленной на 5%, или 20 годам. Если ставка амортизации падает, ожидаемый срок эксплуатации оборудования растет. И напротив, устаревание оборудования в силу действия конкурентных или технологических факторов может существенно укоротить срок полезной жизни активов. Ослабление иностранной конкуренции из-за ослабления доллара может продлить жизнь оборудования, которое было уже на грани демонтажа.

Продолжительность полезной жизни зависит от экономических изменений. В послевоенный период для экономики США был характерен отказ от старых базовых отраслей промышленности и переход к новым видам производства и расширению сферы услуг. Обе сферы зависят от технологических новинок, а потому можно предположить, что моральное и технологическое старение будет еще сильнее влиять на срок эксплуатации активов.

Упадок базовых отраслей: является ли уценка достойной заменой адекватной амортизации? Трудности старых сырьевых и базовых отраслей были обострены ростом соответствующих производств в странах «третьего мира». Их преимуществом была не только низкая заработная плата, но порой и более современное оборудование, чем у американских конкурентов. Не лишено смысла предположение, что в прошлом средняя ставка амортизации в базовых отраслях должна была быть

выше, чтобы предотвратить моральное устаревание оборудования. Но статистика говорит, что в этих отраслях средние нормы амортизации были очень низки. Именно в этих отраслях мы чаще всего наблюдаем закрытие производств, массовую уценку активов, реконструкцию производственных линий и т.п. В 1984 г. средняя ставка амортизации в страдающей от убытков сталелитейной промышленности равнялась только 4%, что предполагает 25-летний срок эксплуатации основных средств. Поэтому главный вопрос таков: являются ли операции по массовой уценке устаревшего оборудования достойной заменой адекватной ставке амортизации?

Аналитик должен сузить разброс внутриотраслевых ставок амортизации. В отличие от интегрированных сталелитейных компаний, средняя ставка амортизации для десятка производителей электроники в 1984 г. составляла 10%, что предполагает 10-летний цикл обновления оборудования. Учитывая скорость технологического прогресса в электронике, такая высокая ставка амортизации выглядит разумной. Тем не менее аналитик не может быть удовлетворен разбросом ставок амортизации для производителей электроники (от 7 до 16,1%) и для производителей стали (от 2,6 до 5,5%).

Адекватны ли ставки амортизации?

Существуют по крайней мере два источника информации, помогающей оценить обоснованность установленных сроков амортизации: данные о восстановительной стоимости и счета национального дохода и производства.

Данные о восстановительной стоимости. Правило 33 требует, чтобы с 1986 г. 1200 компаний приводили в своих годовых отчетах данные об амортизации в текущих ценах. Разница между амортизацией в постоянных и в текущих ценах есть дополнительная сумма, которая нужна, чтобы заместить по текущим ценам производственные возможности, изношенные в течение года. В 1980 г. амортизация в текущих ценах превосходила амортизацию в постоянных ценах на 37%, а в период 1980—1983 гг. — на 31%⁴. Отсюда следует, что величина амортизационных отчислений была недостаточна для замены оборудования.

Счета национального дохода и производства. Счета национального дохода и производства включают таблицу 1.12 «Создаваемый корпорациями валовой внутренний продукт». Это — часть отчета о прибылях и убытках, полученных от операций корпораций США на отечественном рынке; таблица включает поправку к показателю износа основного ка-

⁴ Price Waterhouse & Co. Inflation Accounting. New York, 1981.

питала, которая представляет собой сумму, которая нужна, чтобы заместить изношенную часть основных средств по текущим ценам. В 1985 г. сумма износа основных средств составила 197,4 млрд дол., а поправка на инфляционное удорожание основных средств — 71,8 млрд дол. Это означает, что в 1985 г. отчисления в амортизационные фонды следовало бы увеличить на 38%, чтобы покрыть текущую цену возмещения израсходованного в этом году основного капитала.

Обе группы данных рисуют достаточно мрачную картину, хотя действуют и некоторые компенсирующие факторы. Многие компании устанавливают сроки амортизации в соответствии с классификатором, разработанным налоговой службой, которая предлагает существенно более консервативную оценку сроков эксплуатации оборудования. Кроме того, хотя технологические изменения ускоряют процесс морального устаревания оборудования, в то же время они несут существенный рост производительности и повышение качества продукции, которые не находят отражения в стоимости замещения оборудования. Именно в тех отраслях, где величина амортизационных фондов особенно недостаточна, в последние несколько лет происходили массовые списания и уценка оборудования. Эти же отрасли отличает самая неблагоприятная динамика прибыльности. Их доля в национальном производстве падает, так что для страны не столь уж важно, насколько адекватна их политика амортизации. История когда-нибудь доскажет этот сюжет, но в общем можно сказать, что если инфляция не выйдет за уровень, допустим, в 5%, существующие ставки амортизации вполне адекватны.

Обеспечение сопоставимости

Рекомендуемые процедуры

Чтобы сделать компании сопоставимыми, нужно унифицировать используемые ими методы амортизации и нормативные сроки эксплуатации активов. Проще всего перевести амортизационные платежи на метод равномерного списания с помощью среднеотраслевой ставки амортизации, которая представляет собой процент отчислений в амортизационные фонды от совокупной стоимости основных производственных фондов. Удобство и выгодность такого подхода заключаются в том, что при этом не нужны сведения о действительном возрасте активов. Сумма амортизационных отчислений равна просто сумме активов, деленной на консервативную оценку срока эксплуатации.

Ставки амортизации в авиакомпаниях

В таблице 14.4 показаны ставки амортизации для семи крупных авиакомпаний в 1984 г. (для компании Delta Airlines по состоянию на 30 июня 1984 г.). Чтобы сделать суммы амортизационных отчислений более

Таблица 14.4. Ставки амортизации в семи крупных авиакомпаниях, 1984 г.

	AMR Corp.	Delta	Eastern	NWA Corp.	PanAm Corp.	Trans-Air	UAL Inc.
Основные средства (в млн дол.)	4759	4423	4505	2643	2762	3428	6714
Амортизация (в млн дол.)	307,7	346,5	287,7	167,2	207,7	224,1	445,6
Чистая прибыль (в млн дол.)	233,9	175,6	37,9(d)	56,0	206,8(d)	29,9	282,4
Амортизация относительно основных средств (в %)	6,47	7,83	6,39	6,33	7,52	6,54	6,54
Корректировка относительно средней (6,82%) и налога (46%) (в млн дол.)	+9,0	+24,1	-10,5	-7,0	+10,5	-5,2	-6,5
Скорректированная чистая прибыль (в млн дол.)	224,9	199,7	48,4(d)	49,0	196,3(d)	24,7	275,9

Источники: Moody's Transportation Manual. New York, 1985; Standard & Poor's Corporation Records. New York, 1985.

сопоставимыми, аналитик может вычислить среднюю ставку амортизации относительно основных фондов, которая в этом случае равна 6,82%. Затем можно эту ставку умножить на оценку основных фондов и узнать, насколько действительные отчисления компаний выше или ниже средних. Если, как в случае компании Delta Airlines, амортизационные отчисления завышены, можно высчитать величину поправки:

$$(7,83\% - 6,82\%) \times 4423 \text{ дол.} \times (1 - 46\%) = 24,1 \text{ дол.}$$

Чтобы рассчитать истинную величину чистой прибыли, нужно процент избыточной амортизации умножить на сумму основных фондов и учесть налоговые отчисления (46% в 1984 г.). Точно так же следует поступить с данными по другим авиакомпаниям, чтобы получить сум-

мы переплаты или недоплаты в амортизационные фонды, которые довольно существенно изменяют показатели прибыльности компаний.

Точность этой корректировки можно существенно повысить, если провести более детальный анализ каждой компании. Некоторые компании владеют отелями, системами бронирования билетов, компаниями по прокату автомобилей и т.п. Вдумчивый аналитик постарается получить отдельные финансовые отчеты для такого рода подразделений и филиалов, чтобы более точно высчитать средневзвешенную поправку для суммы амортизационных отчислений.

Амортизационные отчисления в горнодобывающих и нефтяных компаниях

В этих важных для промышленного развития отраслях действуют особые факторы амортизации. Помимо обычных амортизационных отчислений на износ зданий и оборудования, им нужно делать отчисления на истощение запасов руды, нефти и других невозобновляемых ресурсов. Горнодобывающие компании несут также издержки на разведку и освоение месторождений. В случае нефтедобывающих компаний соответствующие расходы называются расходами на разведочное бурение, на истощение скважин, на промысловое бурение и т.п. Эти издержки достаточно сильно влияют на величину прибыли и зачастую они представляют собой трудную проблему для аналитика, поскольку разные компании используют разные методы учета такого рода расходов.

Отчисления на истощение недр — компенсация затрат

Истощение есть результат эксплуатации невозобновляемых основных средств, обычно расположенных под землей, и превращение их в продукцию для сбыта. Это имеет место в компаниях, добывающих нефть и газ, металлы и другие минеральные ресурсы, такие, как сера, глина, известняк и т. п. С истощением ресурсов имеют дело и лесопромышленные компании, хотя их ресурсы находятся на поверхности земли и, в принципе, возобновимы с помощью лесопосадок. По мере истощения такого рода ресурсов их стоимость подлежит постепенному списанию из доходов компании, что обеспечивает возврат первоначальных вложений. На счетах самой компании такое списание выглядит как вычитание процентной доли стоимости извлеченных ресурсов из общей оценки минеральных запасов. Этот метод исчисления единицы эксплуатации можно использовать для амортизации нефтяных и газовых скважин и другого оборудования, срок службы которого определяется такими же факторами. Для налоговых целей, однако, разрешено использовать процент истощения запасов, что является отступлением от стандартного метода оценки истощения месторождений.

Налоговым правилом является процент истощения, а не компенсация затрат

Идея считать процент истощения возникла из-за крайней рискованности поиска под землей минеральных и углеводородных месторождений, в результате чего большая часть усилий в этом направлении пропадает даром. Чтобы сделать вознаграждение сопоставимым с риском, Конгресс ввел особые налоговые льготы, которые вычисляются как процент от объема сбыта. Этот процент различен для разного типа ископаемых ресурсов. Общий смысл этого стимула заключается в том, что результатом успешной геологической разведки оказываются прибыль и компенсация собственных затрат, а также щедрая премия, равная компенсации затрат по безрезультатным поисковым работам, и возможная прибыль этих злополучных поисковиков. В результате этого геологический поиск оказывается в целом экономически привлекательным делом — игрой с положительной суммой. Независимо от достоинств самой идеи процента истощения она стала причиной жарких политических споров. В результате Конгресс в последние десятилетия пошел на сокращение налоговых льгот. В таблице 14.5 для нескольких видов ископаемых приведены данные об освобождаемом от налогов проценте сбыта по налоговым правилам 1954 и 1987 гг.

Вычеты на процент истощения не могут превышать 50% чистой (до амортизации) прибыли по каждому месторождению. Таким образом, суммарная льгота может превышать 50% совокупной чистой прибыли компании, если другие ее операции оказываются убыточными. Для налоговой декларации компания должна выбрать или наибольшую процентную льготу на истощение или обычную схему стоимостного истощения.

Таблица 14.5. Льготный процент добычи

	Льготный процент добычи	
	1954 г.	1987 г.
Нефть и газ	27,5	0*
Сера и уран	23	22
Золото, серебро	15	15
Металлические руды	15	14
Уголь	10	10
Глиноземы и сланцы	5	5—22**
Гравий, торф	5	5

* Для производителей, осуществляющих также очистку и сбыт, и для объемов производства более 1000 баррелей нефти в день или 6000 млн куб. футов газа.

** В зависимости от качества и местоположения.

Источник: Internal Revenue Code of 1986. Vol. 1. Chicago: Commerce Clearing House, 1986, p.5310—5311.

В прошлом нормативный процент истощения почти всегда был больше, чем стоимостная оценка истощения, и со временем накапливались суммы, превышающие расходы на геологоразведочные работы и на обустройство месторождений. В отчетах для акционеров обычно приводятся данные только о стоимостном истощении месторождений и указываемые показатели амортизации нематериальных издержек на бурение также существенно ниже, чем суммы, списанные на налоговый доход.

Заметьте, что любое превышение нормативного процента истощения над балансовыми оценками истощения является *окончательным* и необратимым. Иными словами, эта разница никогда не будет показана в отчетах для акционеров и никогда не случится так, что из-за этой разницы отчетные издержки на истощение станут меньше. Результат такого превышения нормативного процента истощения такой же, как с процентом по не облагаемым налогом облигациям: создается постоянный источник свободного от налогообложения дохода и аналитику не приходится учитывать возможность уплаты отложенных налогов.

Бухгалтерский учет в добыче нефти

В добыче нефти и газа используют два основных метода бухгалтерского учета.

- *Производительные скважины.* Капитализации подлежат расходы только по производительным скважинам.
- *Полные издержки.* Капитализации подлежат все расходы на развитие месторождения или нефте- и газоносной провинции, если хотя бы часть скважин дают такой доход, что его хватает на покрытие этих издержек.

Некоторые компании, использующие метод полных издержек, определяют район разработок очень узко, так что результат оказывается близок к тому, что дает учет только производительных скважин. В других случаях районом разработок может быть объявлена целая страна или такая обширная нефтегазонасная область, как «оффшорная зона США». Почти все малые добывающие компании используют учет по методу полных издержек, а многие крупные компании предпочитают учитывать только добывающие скважины. Аналитику очень трудно добиться сопоставимости компаний, использующих эти методы учета.

Информация о резервах важнее, чем метод бухгалтерского учета. Несопоставимость, конечно, является проблемой, но аналитику не следует упускать из виду гораздо более важный фактор: самыми крупными и ценными активами нефтедобывающих компаний являются подземные запасы нефти и газа, и эти резервы не находят никакого отражения в балансе. Информация о резервах — об их величине, каче-

стве и месторасположении, а также «стандартизированный показатель» будущей чистой прибыли очень важны. Последний показатель представляет собой дисконтированную величину будущих прибылей от выявленных резервов исходя из цен на конец года и 10-процентной ставки дисконтирования. Аналитик, видимо, может добиться большего успеха при анализе информации о существующих резервах и будущих прибылях от их добычи, чем при попытке устранить мешающие сопоставлениям различия в методах учета.

Учет нематериальных издержек на бурение. Нематериальные издержки на бурение представляют собой накладные расходы и расходы на оплату труда, относимые на бурение нефтяных и газовых скважин и отличающиеся от расходов на приобретение труб и других материальных затрат. Налоговый кодекс дает возможность выбора между капитализацией таких расходов с их последующей амортизацией и их немедленным списанием. Обычно компании предпочитают немедленно списывать такого рода расходы, потому что это дает налоговые выгоды. Активные и расширяющие деятельность производители нефти и газа всегда успевают списать растущие нематериальные издержки на бурение раньше, чем до них добирается сборщик налогов, и это является причиной частых споров в Конгрессе.

Арендная плата за разработку нефтяных месторождений. Налоги, собираемые иностранными правительствами, сокращают налоговые сборы правительства США. Платежи добытчиков нефти иностранным правительствам называют по-разному — арендная плата за разработку нефтяных полей, платежи в рамках соглашений о разделе продукции, подоходные налоги. С точки зрения компаний, предпочтительнее уплата иностранных подоходных налогов, поскольку это дает право на налоговый кредит по развитию производства за границей, а не просто сокращение налоговых платежей в США. Чем в большей степени платежи организованы как подоходный налог, тем сильнее иностранные правительства интересуются внутренними ценами, по которым нефть и газ перекачиваются на очистные и перегонные заводы в других странах. Таким образом, политическое развитие — как внутри страны, так и за рубежом, а еще в большей степени риск национализации иностранных месторождений — может перекрыть все накопленные выгоды. Правительства развивающихся стран обращаются к национализации, когда перестают чувствовать нужду в умениях и капиталах компаний.

Истощение горнорудных запасов

Для горнодобывающих компаний истощение сырьевых запасов перестало быть важной статьёй публикуемых балансов. Некоторые списывают расходы на разработку или мгновенно или в слишком короткий

срок, так что у них не остается расходов, подлежащих амортизации. Другие показывают списания, пропорциональные стоимости их минеральных ресурсов, но это почти всегда сравнительно небольшие суммы. В прежние годы некоторые компании удерживали процент нормативного истощения, на что дает право Налоговый кодекс, и аналитику приходилось возвращать эти суммы в состав чистой прибыли и сокращать его на стоимость реально добытой части сырьевых запасов, компенсирующей действительные капиталовложения.

Одно время финансовые службы взялись публиковать доходы горнодобывающих компаний на одну акцию «до отчислений на истощение рудных запасов». От этой неудачной практики сейчас почти совершенно отказались. Неспособность компенсировать вложения в запас сырьевых ресурсов есть неспособность сохранить капитал компании. Без соответствующих отчислений показатели прибыли просто неинформативны.

Инвестиционная и эксплуатационная аренда — влияние на доход

Эксплуатационная аренда

В последние четверть века выросла сумма активов, учитываемых как эксплуатационная аренда. Учитываемые расходы представляют собой арендную плату, то есть неизменный расход, который способствует выравниванию доходов (см. главу 18).

Инвестиционная аренда

При инвестиционной аренде пассив отражается в балансе, а актив показывают отдельно от других видов оборудования и недвижимости. Актив подвергается амортизации, обычно равномерной. Процентный компонент заимствования отражают как закладную. Результат — сокращение дохода в первые годы аренды и повышение его в последующие годы.

Амортизация нематериальных активов

Нематериальные активы распадаются на несколько категорий в зависимости от методов списания их стоимости с налоговой базы и применяемых к ним процедур бухгалтерского учета. Такие статьи активов обычно практически не оказывают влияния на отчетную прибыль, однако существуют и исключения, в частности если речь идет о «дорогостоящей» репутации. Ниже рассматриваются четыре категории нематериальных активов, разбитые по принципу списания на налоги.

Расходы на разведку и обустройство месторождений. Расходы на разведку и обустройство месторождений почти всегда списывают со стоимости налоговой базы, но методы их отражения в учете бывают разными. Расходы на разведывательные работы и на обустройство месторождений регулярно подвергают капитализации, а затем их амортизируют в ходе эксплуатации созданной собственности.

Расходы на исследования и разработки. Расходы на исследования и разработки относят на текущие издержки. Большинство таких расходов не ведет к успеху и не существует устойчивой зависимости между 1) ценностью открытия, технологического процесса или продукции и 2) количеством истраченных на это денег. Понятно, что в случае успеха результатом расходов на исследования и разработки оказывается очень ценный актив. Аналитики, однако, редко располагают информацией о стоимости этого актива или о продолжительности его полезной жизни, то есть о сроке амортизации. Только с помощью самой компании можно определить, какую часть расходов на исследования и разработки следует отнести на стоимость успешных проектов.

Большая часть работ, осуществляемых в рамках программ исследований и разработок, представляет собой обычное конструирование, направленное на удешевление и совершенствование производства и улучшение качества продукции, то есть это работа над известными процессами и материалами ради совершенствования известных функций или изделий. Эти обычные и регулярные расходы следует относить на издержки производства. Проблемой для аналитиков являются пионерные разработки в таких областях, как создание новых лекарств, в электронике и в области биотехнологий. Например, аналитики, работавшие с фармацевтическими компаниями, изобрели такую корректировку: чтобы обеспечить сопоставимость компаний, половину расходов на исследования стали прибавлять к отчетной прибыли. Другой подход заключается в том, что прибыль повышают или понижают на величину, на которую расходы компании на исследования (выраженные как процент к сбыту) отличаются от среднего показателя для отрасли.

Налоговые декларации: статьи, подлежащие амортизации

В состав нематериальных активов, амортизируемых из налогооблагаемого дохода, входят:

- патенты;
- лицензии;
- права на разработку недр;
- кинофильмы и телепрограммы;
- звукозаписи;
- расходы на аренду.

Вложения в арендованную собственность — как правило, строения, возведенные на арендованной земле, — следует засчитывать как разнovidность материальных активов, подлежащих амортизации до истечения прав на аренду. В прошлом большинство компаний «консервативно» списывали расходы на приобретение патентов на *нераспределенную прибыль*, чтобы освободить будущие доходы от обычно небольших по величине амортизационных проводок. Сегодня расходы на приобретение патентов и лицензий погашают частями за счет прибыли. Независимо от того, как такого рода статьи отражаются в налоговой декларации, аналитик должен следовать общему правилу: все нематериальные активы и расходы на их амортизацию подлежат удалению, если только нет достоверной информации, что они имеют рыночную цену или что они непосредственно приносят прибыль. Во многих случаях аналитику ясно, что нематериальные активы обладают немалой ценностью. Например, компания RCA в свое время много сделала для развития теле- и радиовещания, и ее патенты до сих пор приносят немалую прибыль. Фильмотеки кинокомпаний приносят изрядный доход от проката фильмов на телеканалах и от переиздания классических фильмов. (Вспомните, к примеру, 1,5 млрд дол., уплаченных компанией Turner Broadcasting System за компанию MGM Entertainment Company.) Однако обычно нематериальные активы не стоят вовсе ничего или стоят очень мало, но аналитик может узнать об этом, только если задаст вопросам руководителям компании и если они ответят.

Налоговые декларации: отнесение расходов на развитие и разработки на расходные статьи

Расходы на развитие и разработки включают расходы на рекламу, затраты на освоение нового производства, затраты на покрытие начальных убытков и т.п. В некоторых случаях такие расходы капитализируют на особых счетах, что ведет к росту отчетной прибыли. Если аналитик встречается с такой практикой, ему следует устранить эти капитализированные статьи и расходы на их амортизацию. Величина сумм на таких счетах иногда прямо пропорциональна бестолковости тех, кто осуществлял эти расходы.

Расходы на покупку репутации (goodwill) и других сомнительных активов

Четвертая группа нематериальных активов включает такие, которые нельзя списать ни сразу, ни по частям. Главное место в этой группе принадлежит репутации, а особенно «купленной репутации», которая возникает, когда за приобретаемую компанию платят больше, чем стоят ее чистые активы.

Уоррен Баффит, ученик и сотрудник Бена Грэма, как-то заметил: «Аналитик может прожить богатую и насыщенную жизнь, но так и не

узнать, что такое репутация или расходы на ее амортизацию». Он имел при этом в виду, что сама репутация и расходы на ее амортизацию не подлежат истолкованию. Аналитику следует неизменно устранять соответствующие статьи и их амортизацию из отчета о прибылях и убытках. Если актив не работает, его использование не может создавать издержек. Аналитик не должен допускать, чтобы амортизационные отчисления от стоимости репутации влияли на показатели текущей или будущей прибыли. При этом не нужно корректировать данные о налогах, так как амортизация репутации фирмы не дает налоговых льгот.

Плата за репутацию — это надбавка к нормальной цене чистых активов. Эта надбавка представляет собой то, как компания-покупатель оценивает *превышение инвестиционной стоимости над стоимостью активов*. Но такие оценки быстро устаревают, поскольку при новом владельце меняются и прогнозы будущей прибыли. Если у компании возникают финансовые затруднения, вся репутация истаивается как дым. Репутация служит примером крайне нестойкого актива.

Правила бухгалтерского учета требуют, чтобы срок амортизации приобретенной репутации не превышал 40 лет. Немедленное списание этого актива запрещено. Бывают случаи, когда даже при растягивании процесса списания на 40 лет амортизационные отчисления, отражаемые в отчете о прибылях и убытках, оказываются довольно значительными. Например, банк Manufacturers Hanover в 1984 г. купил CIT Financial Corporation, и при этом выложил за репутацию 626 млн дол. Процесс амортизации займет 34 года и амортизационные отчисления составят 18,4 млн дол. в год.

Глава 15

Анализ отчета о движении средств

В главе 14 мы рассмотрели некоторые аспекты амортизации оборудования, сырьевых месторождений и т.п., которые находят отражение в счетах компаний. Теперь мы можем расширить круг рассматриваемых вопросов и обратиться к концепции движения средств, которая заняла прочное место в мышлении деятелей Уолл-стрита. Мы предлагаем два альтернативных подхода к анализу отчетов о движении средств, а также рассматриваем использование и истолкование этих отчетов.

Некоторые определения отчета о движении средств

Сумма денежных средств или оборотных активов

Отчет о движении средств, официально именуемый «отчет об изменении финансового положения», пытается объяснить различные изменения балансовых позиций за отчетный период, порождаемые различными причинами. Для простоты мы будем называть этот документ *отчетом о средствах* или *отчетом о движении средств*. Итоговой строкой этого документа бывает либо *чистый прирост денег и эквивалентных средств*, либо *чистый прирост оборотных активов*, но в него входят

изменения и многих других статей баланса, в том числе отражающих инвестиционные и финансовые операции. (В состав эквивалентов наличности обычно включают векселя федерального Казначейства США, коммерческие векселя, депозитные сертификаты и другие краткосрочные и высоколиквидные инструменты.)

Производственная, финансовая и инвестиционная деятельность

Поскольку составление отчетов о движении средств регламентировано сравнительно мало, подходы к их составлению очень разнообразны. Некоторые подходы довольно универсальны. Например, в отчете выделяют изменения по трем направлениям: в производственной, финансовой и инвестиционной деятельности. Поскольку официального определения соответствующих операций не существует, в зависимости от предпочтений или привычек руководства одни и те же операции могут быть отнесены к разным направлениям деятельности.

Прямой и непрямой методы

Рассмотрение отчета о движении средств затрудняет произвольность терминологии, особенно выражений *прямой метод* и *непрямой метод*. В этой книге непрямым считается любой метод, который не берет исходным пунктом действительное движение денег. По нашему определению, например, можно считать, что типичный отчет о движении средств использует непрямой метод, если в нем «поступление средств от операций» является суммой следующих позиций:

- чистая прибыль;
- амортизационные отчисления;
- другие внутренние проводки (noncash charges);
- прирост (или уменьшение) обязательств по отложенным налогам.

Можно иметь все эти статьи и не показывать никакого притока денег. Эти четыре позиции приблизительно отражают сумму чистого притока денег, поскольку они представляют собой доходные или расходные статьи, по которым предположительно не требуется в настоящее время никакого оттока денег. Здесь неявно предполагается, что денежные поступления существуют и что данные четыре позиции не содержат никаких требований к этим денежным поступлениям.

Прямой метод предполагает прямое отражение источников денег. Источниками непосредственного притока денег являются:

- сбыт за деньги;
- сбор процентов, дивидендов, арендной платы и кредиторской задолженности;

- возврат налоговых платежей;
- другие операции.

Прямой метод предполагает соответственно и прямое внимание не к накопительным бухгалтерским проводкам, а к действительному расходованию денег, их оттоку посредством чеков, наличных, банковских переводов и пр.

Обычно используют непрямой метод

Хотя компании имеют данные для подготовки прямого отчета о движении средств, как правило, они используют непрямой метод. Обычно эти отчеты представляют собой некоторую комбинацию двух подходов:

- изменение балансовых позиций по сравнению с предыдущим годом (таких, как амортизация оборудования);
- отражение действительного движения средств (плата за поставки, к примеру);
- накопительные счета (такие, как гарантийный фонд на ремонт и замену проданной продукции).

Некоторые позиции представляют собой валовые показатели, а другие — уже за вычетом налогов или расходов.

Нет никакого смысла использовать отчет о движении средств, основанный на накопительных проводках, для проверки отчета о прибылях и убытках. Если в одном отчете информация о движении средств вводит в заблуждение, то второй не поможет вам это выявить.

Значение движения средств

Инвесторы и кредиторы могут получить деньги только в том случае, если у компании есть деньги или она их получает больше, чем расходует. По этой причине инвесторы и занимаются изучением взаимосвязи показываемого в отчете о прибылях и убытках накопительного дохода, с одной стороны, и поступления и расходования денег — с другой. В длительной перспективе не важно, какой метод учета использовать — накопительным итогом или как движение средств, поскольку результат будет одинаков. Но в любой отдельный год результат притока и оттока средств может довольно сильно отличаться от накопительных показателей. За период в несколько лет основанный на движении средств отчет о прибылях и убытках начнет показывать значения, более близкие к тем, которые показывает накопительный отчет о прибылях и убытках. Некоторые аналитики убеждены, что если оценка показателей дохода на основании отчета о движении средств в течение пяти лет отклоняется от

показателей отчета о прибылях и убытках не более чем на 15—20%, последние можно считать «подтвержденными».

Руководители кредитных отделов банков точно осознают, что займы нужно выплачивать деньгами. Они также хотели бы знать, может ли компания получать от своих операций достаточно денег, чтобы без напряжения обслуживать долг, вносить арендные платежи и поддерживать производство. Пользователь финансовых отчетов может самостоятельно проделать большую часть работы по подготовке обычного отчета о движении средств на основании отчета о прибылях и убытках, балансового отчета, примечаний и оценок объема капиталовложений. Значение информации о движении средств показывает тот факт, что, как известно, банкиры начали готовить отчеты о прибылях и убытках уже в 1863 г.

Дивиденды и движение средств

Приток денег интересует аналитика ценных бумаг по ряду причин. Одной из них, конечно, является поток дивидендов, которые составляют изрядную часть дохода по ценным бумагам. Связь между дивидендами и движением средств гораздо теснее, чем между дивидендами и доходом, хотя причины этого не кажутся столь уж очевидными. Дело отчасти в том, что величина показателя дохода очень переменчива — намного в большей степени, чем характеристики движения средств, а компании пытаются поддерживать величину дивидендов по возможности стабильной. Если сокращение доходов носит временный характер, то дивиденды стараются не урезать, даже если компания терпит убытки в течение двух—трех лет. Но выплата дивидендов будет прекращена в случае настолько сильного сокращения потока средств, что окажутся под угрозой обслуживание долга и капиталовложения. Поэтому прогноз будущих дивидендных выплат сильно зависит от того, как аналитик оценит величину будущих поступлений и обязательных расходов компании.

Дивидендная политика

Компании планируют будущие выплаты дивидендов точно так же, как они планируют любые другие расходы — на обслуживание долга, на капитальные вложения и т.п. Поэтому устанавливаемые советом директоров ориентиры дивидендной политики всегда бывают увязаны не с доходами, а с движением средств. В силу этого политика компаний может быть обозначена как 20—25% от потока средств. И это так даже для компаний, которые для публики формулируют свою дивидендную политику как процент от прибыли.

Приблизительная оценка движения средств

Другой причиной интереса к движению средств является то, что именно приток денег определяет способность компании финансировать рост за счет собственных ресурсов, то есть за счет денег, поступающих от операций компании. Компания не может вечно развиваться за счет наращивания кредитов. Рейтинговая оценка ее облигаций будет понижена, и ее принудят продавать акции, разводя тем самым рост прибыли на акцию. Использовать долги для финансирования роста можно, но в долгосрочной перспективе объем задолженности не может расти быстрее, чем собственный капитал. Чтобы избежать эмиссии и разводнения акций, собственный капитал должен расти за счет нераспределенной прибыли. Поскольку от темпа роста прибыли в сильной степени зависит величина мультипликатора прибыли, аналитик должен уметь подкрепить свой прогноз роста прибыли анализом движения средств, подтверждающим способность компании финансировать рост.

Поступления от сбыта как первое приближение к величине притока средств

Концепцию движения средств легче понять, если рассмотреть цикл деньги — деньги для типичного предприятия. Производственный цикл начинается с покупки за деньги сырья и материалов, труда и т.п., а заканчивается получением денег за проданную продукцию. У компаний бывает очень небольшое число неденежных трансакций. Результатом большинства двухсторонних трансакций рано или поздно оказываются деньги. Откуда поступают деньги? Деньги обычно приходят в результате сбыта товаров и услуг — непосредственно за деньги или в кредит, но в результате погашения кредиторская задолженность также обращается в деньги. Поступления от сбыта можно считать первым приближением к величине дохода от деятельности компании, поскольку величина кредиторской задолженности на начало и конец отчетного периода довольно стабильная.

Валовой доход

Дивиденды и рост финансируются, естественно, из чистой прибыли. Для этого нельзя использовать поступления от сбыта, разве что они превосходят расходы. Однако аналитику нужно знать величину валового дохода от сбыта и валовых расходов на производственные издержки и потери по той же причине, по какой ему нужен отчет о прибылях и убытках, содержащий сведения о них. Отчет о движении средств нужен аналитику ценных бумаг прежде всего для того, чтобы со временем подтвердить или опровергнуть суммы, показываемые в отчете о прибы-

лях и убытках. Сравнивая накопительные показатели доходов и расходов и показатели движения средств, аналитик получает возможность точнее выявить *источники* различий. В этом отношении знания только чистого притока средств (то есть чистой прибыли) недостаточно.

Пример сопоставления валового притока средств. Рассмотрим компанию, которая сообщает о росте итоговых поступлений при постоянном уровне денежных поступлений. Причиной разницы может быть рост дебиторской задолженности, которая, в принципе, может быть продана. Разница между значениями двух показателей поступлений заставляет аналитика задать ряд вопросов:

- Не приняла ли компания мягкую кредитную политику?
- Может быть, она продает продукцию клиентам, неспособным платить?
- Может быть, компания «занимала» сбыт у будущих периодов?
- Не использует ли компания финансовые операции как механизм «хранения» запасов?
- Снижается ли объем сбыта за деньги?

Нужно объяснить наличие разницы между показателями сбыта за деньги и сбыта в целом, которые должны в перспективе совпадать. Имея данные только о *чистом* поступлении денег, на такие вопросы ответить невозможно.

По схожим причинам аналитик должен проанализировать разницу между итоговыми расходами и валовыми денежными расходами на производство. Эти различия поднимают вопросы и помогают понять динамику развития компании. Тот факт, что такая информация никогда не бывает доступна пользователям финансовой информации и не запрашивается ими, еще не причина, чтобы отрицать ее полезность. Напротив, учитывая расхождение между аналитиками и бухгалтерами в понимании того, что такое прибыль и что такое сохранение капитала, именно показатель валового денежного дохода представляется наиболее перспективным инструментом для понимания различий, создаваемых:

- амортизацией репутации фирмы;
- истолкованием других сомнительных нематериальных активов;
- приростом или сокращением процента;
- трудностями поддержания работоспособности производственного оборудования;
- капитализацией процента.

Первый метод: нескорректированные непрямые вычисления

Непрямые вычисления движения средств (дохода)

Первоначально для вычисления дохода в денежной форме просто складывали чистую прибыль и сумму амортизационных отчислений. Для большинства компаний амортизационные отчисления являлись единственным крупным неденежным расходом. Результат получил название «движение средств». Некоторые до сих пор вычисляют значение этого показателя таким образом, и примером служит Value Line Investment Survey¹. Аналитики и компании пользуются сегодня более сложной версией непрямого метода для вычисления дохода. Они находят сумму чистой прибыли, амортизационных отчислений, прироста отложенных обязательств по налогам и других неденежных проводок из отчета о прибылях и убытках². В состав этих иных неденежных проводок входят:

- амортизация патентов, лицензий, репутации и пр.;
- расходы на послепродажное обслуживание продукции;
- амортизация дисконта долговых обязательств;
- амортизация капиталовложений в арендованные активы.

(В идеальном случае кредиты, такие, как амортизация надбавки к номинальной цене купленных облигаций, должны вычитаться из общей суммы.)

Но амортизационные отчисления не являются поступлением денег

Понятно, что если бы не было сбыта за деньги или поступлений по дебиторской задолженности, не было бы доходов от основной деятельности. Аналитик не должен забывать, что амортизация и другие подобные статьи не являются источником денег, хотя при наличии поступлений амортизационные отчисления и другие неденежные проводки являются расходами, которые в общем случае не требуют единовременного расходования денег. Эта часть денежного дохода является чистым притоком денег.

¹ How to Use the Value Line Investment Survey. A Subscriber's Guide. New York: Value Line, Inc., p.30.

² Seed III A. H. The Funds Statement. Morristown New Jersey: Financial Executives Research Foundation, 1984, p.33—34. По данным Сида, в 1983 г. только две компании использовали прямой метод: SafeCard Services, Inc. и Northrop Corp.

Движение средств и поддержание основного капитала — доход на вложенный капитал или возврат вложенного капитала?

Все поступления денег от операций компании представляют собой либо доход на капитал, либо возврат вложенного капитала. Суммы, которые соответствуют правильно измеренным затратам, являются возвратом вложенного капитала. Правильно вычисленные амортизационные отчисления за период полезной жизни активов представляют собой возврат инвестиций, вложенных в здания или в оборудование. После того как мы за отчетный период покрыли все должные расходы, любое поступление денег от операций компании представляет собой доход на вложенный капитал. Главной целью аналитика ценных бумаг является как можно более точное измерение чистой прибыли, для чего необходимо осуществлять соответствующие корректировки отчетного показателя чистой прибыли. В состав корректировок входит перенесение некоторых сумм, которые в учете отражены как «возврат вложенного капитала», в статью «доход на вложенный капитал» или наоборот. (В финансовых отчетах на самом деле термины *доход на вложенный капитал* и *возврат вложенного капитала* не используются.)

Для аналитика возврат вложенного капитала есть сумма расходов за период, необходимых для поддержания работоспособности основных средств: чтобы все оставалось «в столь же хорошем состоянии». Величина дохода на капитал или просто дохода представляет собой остаток, возникающий после того, как поступления и расходы приведены аналитиком к *верному*, по его оценке, уровню. Многие корректировки, осуществляемые аналитиком в отчете о прибылях и убытках или в балансовом отчете, сохраняют уместность и для отчета о движении средств.

Движение средств — независимо от бухгалтерского учета

Здесь стоит повторить, что при любой системе учета движение средств остается тем же самым. Это видно из примера с отложенным налогом (см. табл. 14.2 в главе 14). Заметьте, что вычисленная здесь величина денежного потока или сумма чистой прибыли и амортизационных отчислений, оказывается совершенно одинаковой независимо от того, используют для вычисления *налоговую декларацию* или *отчет акционеров*. В нашем примере этот показатель дохода равен сумме чистой прибыли, амортизационных отчислений и прироста (или уменьшения) обязательств по отложенным налогам.

Критика первого метода

Недовольство отчетом о движении средств

Критика построения документа. Существующий непрямым методом составления отчета о движении средств, который мы назвали первым методом, подвергается критике по ряду причин. Некоторые отмечают, что существующий бланк настолько отличен от формы отчета о прибылях и убытках, что эти документы просто трудно соотносить. Другие указывают, что простая непрямая формула должна быть изменена таким образом, чтобы давать более точный результат независимо от того, что стоит в нижней строке документа — чистый прирост денег и эквивалентных средств либо чистый прирост оборотных активов.

Суммарный итог — чистый прирост оборотных активов. Отмечают также неясность концепции чистого прироста оборотных активов. Трудно понять, что это такое. Эта концепция явно не укладывается в цикл деньги — деньги, о котором мы говорили выше, и есть основания утверждать, что большая часть изменений по статьям оборотных активов слишком тесно связана с концепциями дохода и капитала, чтобы быть полезными для контроля и проверки отчета о прибылях и убытках.

Итоговая нижняя строка не имеет значения. Достаточно легко взять отчет о движении средств, суммарный итог которого сводится к чистому приросту денег и эквивалентных средств, и так его переработать, чтобы итогом стало изменение оборотных активов. И та, и другая информация обычно содержится в самом отчете, и нужно ее просто поменять местами. А если это не так, то достаточно взять некоторые позиции из балансового отчета, чтобы добиться желаемого превращения. Так что споры о том, что должно быть суммарным итогом отчета, достаточно бесплодны.

Второй метод: скорректированное не прямое движение средств — простые улучшения

Распространенная версия непрямого метода остается неизменной в силу привычки и инертности. Но можно осуществить ряд корректировок, которые сделают результат калькуляций намного более точным и близким к действительному результату движения средств.

Традиционный непрямым методом исходит из предположения, что действительное поступление или расходование средств осуществляется одновременно с отражением этих операций в балансе, так что никаких задержек и разрывов во времени не существует. Понятно, что это не так. Существующая система учета создает иллюзорную картину деловых операций. Некоторые временные несовпадения можно выявить и учесть,

что сделает итог калькуляций более точным. Например, дебиторская задолженность на начало года представляет собой плату за товары и услуги, не полученные в предыдущем году или годах. Если дебиторская задолженность отнесена к группе «текущих» активов, было бы разумным предположить, что срок оплаты наступил и платежи будут собраны в текущем году. Можно уточнить оценку дохода, прибавив к поступлениям от сбыта сумму дебиторской задолженности на начало года.

Сумма дебиторской задолженности на конец года была, скорее всего, заявлена как часть поступлений от сбыта за год, но эти деньги еще не поступили. Поэтому из суммы поступлений от сбыта нужно вычесть величину дебиторской задолженности на конец года. Таким образом, мы перейдем от первого непрямого метода ко второму — скорректированному непрямоу методу.

Можно осуществить довольно много такого рода корректировок. Некоторые рассматриваются ниже в связи с разговором о третьем методе. Дело в том, что даже достаточно грубый не прямой метод может с помощью ряда корректировок привести нас к достаточно точным результатам. И аналитик получит в свое распоряжение данные о чистом притоке денег, а не валовые оценки. В этом отношении результат явно не оптимален, но повышение точности стоит определенных усилий.

Предпочтителен третий метод

Прямой метод оценки основанного на изменении количества денег отчета о прибылях и убытках

Обозначенные выше методы корректировки могут быть использованы для повышения точности оценки чистого денежного дохода с помощью непрямого метода, но их можно использовать и для приближения к прямому методу. Этот отчет о движении средств более явным образом ориентирован на действительное поступление и расходование денег, и делает это в формате, напоминающем обычный отчет о прибылях и убытках.

Образец формы дан в таблице 15.1. Эта форма может подойти промышленной компании, у которой есть поступления от сбыта, небольшой процентный доход и, быть может, доход или потери от пересчета денежных сумм или их эквивалентов в отечественную валюту.

Расходы компании идут по следующим статьям:

- общие, торговые и административные издержки;
- себестоимость продаваемой продукции;
- амортизационные отчисления.

Поскольку компания использует кредит, у нее есть расходы на уплату процентов, и часть процентных расходов капитализирована. У компании есть расходы на уплату подоходных налогов, среди них есть отложенные налоги. Компания делает вложения в строения и оборудование, продает часть списанного оборудования и даже выплачивает дивиденды акционерам.

Пример начинается с показателей, присутствующих в отчете о прибылях и убытках, которые в результате корректировок начинают лучше отражать реальность движения денежных средств. Если статья отчета о прибылях и убытках не содержит текущего перемещения денег, она игнорируется. Целью преобразований является отчет о прибылях и убытках, отражающий реальное перемещение денег. Модель похожа на схему государственного учета: место издержек занимают расходы.

Параллель с отчетом о прибылях и убытках

Схема формы в таблице 15.1 схожа с обычным отчетом о прибылях и убытках, хотя есть и некоторые различия. Используется также информация из балансового отчета, из отчета об источниках и использовании средств, из примечаний и формы 10-К.

Общая схема расчетов такова:

Поступления и прибыли

За вычетом расходов и потерь, исключая расходы на уплату процентов и налогов

Равны поступлению денег от деятельности до выплаты налогов и процентов

За вычетом процентов

За вычетом налогов

Равны остатку свободных денежных средств

За вычетом расходов на капиталовложения

Плюс деньги от финансовых операций

Минус выплаченные дивиденды

Равно чистому приросту денег и эквивалентных средств.

Ниже мы строчка за строчкой пройдем по всем позициям формы, представленной в таблице 15.1, объясняя, почему и зачем осуществляются корректировки. Это не стандартизированная форма, пригодная для любых компаний. Это просто некий образец, позволяющий объяснить ряд предпосылок, методов и принципов корректировки отчетных показателей таким образом, чтобы получить результат, максимально близкий к выраженному в деньгах итогу хозяйственной деятельности. Впро-

Таблица 15.1. Отчет о прибылях и убытках, скорректированный на поступление «живых» денег

Поступление денег от производственной деятельности	
1. Поступления	_____
2. Минус прирост дебиторской задолженности	_____
3. Плюс уменьшение дебиторской задолженности	_____
4. Плюс доход в виде процентов	_____
5. Минус процентный доход, не имеющий денежной формы	_____
6. Плюс амортизация надбавки к номинальной цене облигаций	_____
7. Плюс дивиденды от неконсолидированных дочерних компаний	_____
8. Плюс прибыль от пересчета в доллары денег и эквивалентных средств в иностранных валютах	_____
9. Поступление денег от производственной деятельности, итого	=====
Расходование денег на производственную деятельность	
10. Общие, торговые и административные издержки	_____
11. Себестоимость сбываемой продукции	_____
12. Плюс прирост товарных запасов	_____
13. Минус уменьшение товарных запасов	_____
14. Минус прирост кредиторской задолженности	_____
15. Плюс уменьшение кредиторской задолженности	_____
16. Плюс прирост расходов на предоплату	_____
17. Минус уменьшение расходов на предоплату	_____
18. Минус прирост накопленных обязательств	_____
19. Плюс уменьшение накопленных обязательств	_____
20. Плюс прирост прочих текущих неналоговых и неденежных активов	_____
21. Минус сокращение прочих текущих неналоговых и неденежных активов	_____
22. Плюс убыток от пересчета в доллары денег и эквивалентных средств в иностранных валютах	_____
23. Суммарный расход денег до погашения процентов и уплаты налогов	_____
24. Чистый денежный доход до погашения процентов и уплаты налогов (строка 9 минус строка 23)	=====
Расход денег на выплату процентов	
25. Процентные расходы	_____
26. Минус накопление по процентной скидке по облигациям	_____
27. Плюс капитализированный процент	_____
28. Суммарный расход денег на выплату процентов	=====
Расход денег на уплату подоходного налога	
29. Начисленный подоходный налог	_____
30. Минус уменьшение обязательств по отложенному налогу	_____
31. Плюс прирост обязательств по отложенному налогу	_____
32. Минус прирост подлежащих оплате подоходных налогов	_____
33. Плюс уменьшение подлежащих оплате подоходных налогов	_____
34. Расход денег на уплату подоходных налогов	_____
35. Поступление денег, которые можно расходовать на выплату дивидендов, капиталовложения и погашение долговых обязательств	=====

Таблица 15.1. (окончание)

Капиталовложения	
36. Вложения в здания, сооружения и оборудование	_____
37. Минус капитализированный процент	_____
38. Минус поступления от продажи зданий, сооружений и оборудования	_____
39. Капиталовложения, всего	=====
Поступление денег от финансовых операций	
40. Продажа облигаций	_____
41. Минус выплаты по облигациям	_____
42. Исполнение опционов на акции	_____
43. Минус уменьшение банковских кредитов	_____
44. Продажа векселей	_____
45. Поступление денег от финансовых операций	_____
46. Выплаты дивидендов	_____
47. Чистый прирост денег и эквивалентных средств (строки 35 минус 39 минус 45 минус 46)	=====

чем, достаточно большое число промышленных компаний могли бы использовать эту форму для составления отчетов.

Поступление денег от обычных операций

Корректировка сумм, поступающих от сбыта и из других источников.

Отчет начинается с того же показателя денежных поступлений, что и отчет о прибылях и убытках. Если бы за все продажи платили деньгами, этот показатель был бы в точности равен поступлению «живых» денег. Но большинство компаний продают в кредит и имеют вместо денег дебиторскую задолженность.

Дебиторская задолженность. Данные о поступлениях от сбыта нужно скорректировать на суммы дебиторской задолженности на начало и на конец года. Заметьте, что ряд наших предположений о судьбе дебиторской задолженности могут оказаться неверными. Мы, к примеру, предположили, что суммы дебиторской задолженности на начало года будут собраны в течение отчетного года. В некоторых случаях, когда речь идет о долгосрочных контрактах, это предположение неприменимо и будет отвергнуто аналитиком. Корректировки, предусматриваемые вторым и третьим методами, отнюдь не являются героическими, и читатель поймет, что они терпимы. На практике они не ведут к очень большим ошибкам.

Поскольку нам нужно к сумме денежных поступлений прибавить величину дебиторской задолженности на начало года и вычесть величину дебиторской задолженности на конец года, в форме предусмотрен со-

кращенный путь, то есть здесь присутствует только показатель изменения суммы дебиторской задолженности за год. Если эта величина возросла (строка 2), ее нужно вычесть из суммы поступлений, чтобы получить величину притока денег. Если сумма дебиторской задолженности за год сократилась (строка 3), ее нужно прибавить. Сведения о сомнительных долгах аналитик может найти в Приложении VIII к форме 10-К.

Процентный доход. Строка 4 показывает, что компания получает доход в виде процентов. Часть процентного дохода за период может не влечь за собой поступления денег. Если компания купила облигации со скидкой, проценты, как и основная сумма, будут получены только при полном погашении. Поэтому следует вычесть любой процентный доход, не сопровождающийся поступлением денег (строка 5). Точно так же обычная система учета амортизирует (разносит по разным годам) величину надбавки к номинальному курсу облигаций, уплаченную при покупке, тем самым занижая сумму реального поступления денег. Поэтому следует прибавить сумму амортизации надбавки к номинальной цене облигации (строка 6).

Дивиденды. У этой компании есть неконсолидированные дочерние компании, результаты хозяйственной деятельности которых учитываются по курсу акций. Их нераспределенная прибыль нас не интересует, потому что от нее никаких денег в компанию не приходит. Поэтому в строке 7 в качестве дохода показаны только дивиденды, полученные за отчетный год, а не общий доход по акциям, который фигурирует в отчете о прибылях и убытках.

Доходы от колебания валютных курсов и от судебных разбирательств. Строка 8 требует прибавить любое приращение *денег и эквивалентных средств*, возникающее в результате пересчета сумм в иностранных валютах в доллары. (В этом отчете все приращения такого рода истолковываются как доход, а все потери — как расходы.) Если компания ведет деятельность за рубежом и владеет деньгами разных стран, выигрыш или потери от пересчета этих сумм в доллары являются обычным и повторяющимся результатом ее операций.

Прибыль и потери от пересчета сумм в иностранных валютах в доллары отражаются в разделе «Поступления от основной деятельности» вместе с результатами сделок, причиной прибыли и потери от которых также были колебания валютного курса. Разделение результатов *пересчета* инвалютных сумм на результаты от основной производственной деятельности, от финансовых и от инвестиционных операций представляется неплодотворным по следующим причинам:

- 1) сходные результаты от сделок не разделяют по этим категориям;

- 2) в обычном отчете о прибылях и убытках (с которым следует сопоставлять этот отчет о прибылях и убытках в «живых» деньгах) такое различие не проводится;
- 3) обычно у аналитика просто нет информации, чтобы разнести эти результаты по соответствующим категориям.

В идеале эта оценка нужна, поскольку речь идет о притоке денег, хотя для аналитика ее получение может оказаться очень трудной работой.

Возможны разные виды потерь и выгод, некоторые сопряжены с перемещением денег, другие — нет. Например, создание резервов для проведения реструктуризации зачастую представляет собой убыток, возникающий до каких-либо денежных выплат. Выигрыш или проигрыш в судебных исках зачастую сопровождаются немедленными денежными расчетами.

Денежные поступления. Суммирование разных статей поступлений и потерь дает совокупный итог поступления денег от основной деятельности (строка 9).

Расходование денег на производственную деятельность

Обычные расходы. Мы приступаем к анализу тех статей отчета о прибылях и убытках, по которым возникают значительные расходы денежных средств. В строке 10 отражены *общие, торговые и административные издержки*, в строке 11 — *себестоимость сбываемой продукции*.

Исключить амортизационные отчисления и другие издержки, не влекущие перечисления денег. Следует помнить, что амортизационные отчисления, которые в обычном случае не влекут ухода денег из компании, могут быть показаны в отчете о прибылях и убытках отдельной строкой, а могут быть разделены между общими, торговыми и административными издержками, себестоимостью продаваемой продукции и статьями, отражающими капитализацию. Аналитику стоит сопоставить показатели амортизационных отчислений из отчета о прибылях и убытках с соответствующим показателем в отчете об источниках и использовании средств, в примечаниях и в Приложении VI к форме 10-К. Такое сопоставление позволяет выявить сумму амортизационных списаний в товарных запасах или в других статьях отчета о прибылях и убытках. Выявленные суммы амортизационных отчислений подлежат вычитанию из соответствующих статей денежных расходов. Следует проанализировать проводки амортизационных отчислений и процентов по договорам об инвестиционной аренде, чтобы удостовериться, что расход денег на оплату аренды учтен и верно распределен между денежными производственными и денежными процентными расходами.

Изменения запасов. Прирост товарных запасов представляет собой превышение расхода денег над суммарной себестоимостью реализованной продукции. Поэтому прирост запасов за год прибавляется к сумме расходов (строка 12), а уменьшение — вычитается (строка 13). (Однако амортизация, капитализированная в товарных запасах, как отмечено в предыдущем параграфе, не требует текущего расходования денег.)

Изменение кредиторской задолженности. В случае прироста кредиторской задолженности в отчетном году соответствующие прибыли или убытки уже нашли отражение в отчете о прибылях и убытках, но соответствующих платежей по ним, скорее всего, еще не было; иными словами, они пока что не представляют собой расхода денег. Таким образом, прирост кредиторской задолженности (строка 14) предположительно означает сокращение расходования денег, а ее уменьшение (строка 15) — рост денежных расходов.

Аналитик должен понимать, что не вся сумма кредиторской задолженности имеет источником производственную деятельность. Кредиторская задолженность может возникнуть, например, из-за приобретения в кредит нового автомобиля, а это, скорее, элемент инвестиционной деятельности, а не производственной. К счастью, такого рода операции являются редкостью, и с практической точки зрения наши предположения (и корректировки) оправданы.

Расходы на предоплату. В случае предоплаты деньги уже истрачены, но издержки еще не нашли отражения в отчете о прибылях и убытках. Поэтому прирост расходов на предоплату (строка 16) представляет собой чистый отток денег, а уменьшение этих расходов (строка 17) — их чистый приток. В последнем случае издержки, отраженные в учете за отчетный период, были оплачены в предыдущем периоде.

Накопленные текущие обязательства. Раз обязательства накоплены, значит, расходы уже понесены, но еще не оплачены. Таким образом, прирост суммы накопленных обязательств за год (строка 18) уменьшает сумму расхода денег, а их уменьшение (строка 19) — увеличивает ее. Некоторые специалисты рекомендуют относить расходы по предварительной оплате и накопленным обязательствам на общие, торговые и административные издержки, а изменение торговых запасов и величины кредиторской задолженности — на себестоимость реализованной продукции³. Зачастую такое отнесение было бы оправданным, но, с нашей точки зрения, в целом это не имеет смысла.

³ Robert Morris Associates. RMA Uniform Credit Analysis. I. M. D. Learning Systems, Inc. Oakland, Calif., 1982, p.26—30.

Прочие пассивы. Если увеличивается сумма прочих текущих пассивов, таких, как, скажем, обязательств по заработной плате за вычетом налогов и заимствований, о чем мы поговорим ниже, предполагается, что этот рост пассивов является результатом уклонения от оплаты уже понесенных расходов. Эту величину следует вычесть из суммы расходования денег (строка 20). Соответственно, уменьшение счетов прочих текущих нефинансовых пассивов (строка 21) истолковывается как результат осуществления денежных выплат, которые еще не получили отражение как расход.

Многие долгосрочные пассивы, отличающиеся от долгосрочных долговых обязательств и обязательств по отложенным налогам, принадлежат по своей природе скорее к финансовым, чем к производственным разделам учета. Зачастую они проводятся отдельной строкой (например, обязательства по аренде), и тогда они не ведут к сокращению денежных расходов. Когда соответствующие статьи значительны, а подробности не ясны, информацию следует искать в самой компании.

Потери при пересчете сумм в иностранных валютах в доллары. Поскольку доход при пересчете сумм в иностранных валютах в доллары мы отнесли в раздел «Поступление денег», соответствующие потери следует считать частью расходования денег (строка 22).

Расход денег на основную деятельность. Соответствующие расходы показаны в строке 23. Если из строки 23 (денежные расходы) вычесть строку 9 (поступление денег), мы получим величину дохода в «живых» деньгах от производственной деятельности до выплаты процентов и налогов (строка 24). Это главный показатель, который следует сравнивать с показателем дохода от основной деятельности из отчета о прибылях и убытках, особенно за длительные периоды времени.

Выплаты денег по процентным издержкам

Процентные расходы мы рассматриваем отдельно, поскольку, по нашему мнению, они не входят в состав производственных расходов. Сначала мы показываем процентные издержки из отчета о прибылях и убытках (строка 25). Но если облигации были эмитированы со скидкой, частью процентных расходов будет накопление отчислений на соответствующем счете, не сопровождаемое выплатой денег (строка 26), и эта сумма вычитается из величины процентных расходов. (Если бы речь шла об амортизации надбавки к номинальной цене, эта величина прибавлялась бы.)

Капитализированный процент. Компания, приобретающая здания, оборудование и оборудование, которые могут быть введены в строй с

задержкой на строительство и установку, обязана капитализировать процент, выплачиваемый в период строительства. Обычно этот капитализированный процент представляет собой расход денег (строка 27), и в таком случае он должен быть добавлен к сумме процентных расходов, чтобы получилась итоговая сумма процентных расходов (строка 28). (Заметьте, что позднее капитализированный процент будет вычтен из состава капиталовложений.)

Расход денег по издержкам на подоходный налог

Начисленный подоходный налог. Эта величина берется прямо из отчета о прибылях и убытках. Но совсем не обязательно, что именно столько и было выплачено правительству. Если имел место прирост обязательств по отложенным налогам, этот прирост не выплачивался в течение отчетного года и должен быть вычтен из начисленного подоходного налога. Если величина отложенных налогов (строка 31) уменьшилась, значит, имели место выплаты денег, и ее следует прибавить к сумме выплаченных налогов.

Прирост подлежащих оплате подоходных налогов есть величина налогов, подлежащих оплате, но еще не внесенных, и представляет собой сокращение выплаты денег по налоговым обязательствам (строка 32). Сокращение этих обязательств (строка 33) должно быть приплюсовано к сумме выплат денег по налоговым обязательствам. Строка 34 представляет сумму всех налоговых статей, ведущих к выплате денег.

В строке 35 показан денежный доход от основной деятельности после уплаты процентов и налогов. Это чистая прибыль, из которой можно выплачивать дивиденды, делать капиталовложения и погашать долги. Это еще один ключевой показатель, который следует сопоставить с аналогичным из отчета о прибылях и убытках.

Инвестиции

Капиталовложения. Приобретение зданий, сооружений и оборудования считается процессом расходования денег и показано в строке 36. В этот показатель входит капитализированный процент, который уже отражен в выплате денег по процентным издержкам, а значит, в данном случае должен быть вычтен (строка 37). Кроме того, если компания избавилась от части зданий, сооружений и оборудования, вырученные за это деньги нужно считать сокращением расходов на капиталовложения (строка 38). Реализация производственных активов компенсирует вложения в них. Заметьте, что прибыль или убыток от реализации основных средств не образуют движения денег и не изменяют суммы дохода или издержек. Суммарный итог инвестиционных расходов дан в строке 39.

Финансовые операции

Финансовые операции почти по определению сопровождаются немедленным получением или расходом денег. Поэтому строки с 40 по 45 понятны сами по себе. Продажа ценных бумаг приносит деньги. Чтобы изъять их из обращения, нужно потратить деньги. Нужно позаботиться, чтобы надбавка к номинальной цене облигаций была учтена как прирост поступлений, а скидка с номинальной цены — как сокращение поступлений.

Операции по эксплуатационной аренде следует относить к финансовым сделкам, если арендуемый актив понимается как инвестиция. Такие операции обычно не влекут немедленного перечисления денег (не считая арендных платежей), и есть доводы в пользу того, чтобы не учитывать ни те, ни другие. Попробуем последовательно отнестись к арендуемым активам и к обязательствам по аренде. Возможны всего два подхода:

1. Эта операция эквивалентна покупке, и тогда получение актива в распоряжение компании есть инвестирование, а обязательства по аренде — кредит.
2. Это не операция покупки за деньги (тогда обе позиции остаются за пределами отчета).

Хотя аргументы в пользу обоих подходов стоят друг друга, мы склонны к тому, чтобы выбрать первый, поскольку расходы на рентные платежи явно будут включены в состав других издержек.

Дивиденды

В строке 46 показаны дивиденды по обыкновенным и привилегированным акциям.

Итоговая строка

Строка 47 суммирует все доходы и расходы за отчетный период. В идеальном случае результат должен быть в точности равен изменению суммы наличных денег и эквивалентных средств в балансовом отчете, но такое случается редко. Если различие сравнительно невелико, то проще всего увеличить или уменьшить на эту величину сумму денежных расходов на основную деятельность. В разделах, отражающих поступления от основной деятельности, результаты финансовых и инвестиционных операций, или в выплате дивидендов ошибки и пропуски менее вероятны.

Нужно учитывать конкретные обстоятельства

В таблице 15.1 представлен пример того, как можно на основании стандартного бухгалтерского отчета получить представление о движении «живых» денег. Это простой пример, снабженный вынужденно краткими комментариями и объяснениями, который мы не стали усложнять рассмотрением многих возможных ситуаций. Так, если компания в этом примере учитывала бы запасы по методу ЛИФО и провела бы ликвидацию дешевых запасов, себестоимость реализованных товаров была бы ниже, но отток денег был бы не меньшим. Аналитику пришлось бы уменьшить оценку оттока денег при реализации продукции на величину перемешивания слоев. Аналогично, при резком увеличении резерва на покрытие сомнительных счетов аналитик в ответ должен был бы увеличить или уменьшить сумму дебиторской задолженности, чтобы обозначить, что это изменение не имеет ничего общего с возможным поступлением денег от сбыта, а представляет собой только бухгалтерские проводки.

Должны предупредить, что возможное количество корректировок настолько велико, что ни в какой книге их не описать. Наше путешествие по строкам таблицы 15.1 есть просто упражнение в финансовом анализе, а не набор неизменных правил. А общий подход очень прост:

- 1) нужно выбрать те позиции отчетов, которые предполагают перемещение денег;
- 2) затем нужно провести все требуемые логикой и здравым смыслом корректировки, чтобы значения этих статей стали ближе к реальному движению денег.

При анализе каждой отдельной компании следует исходить из конкретного набора осуществляемых ею операций.

Аналитик должен исходить из предположения, что обычные поступления и расходы сопровождаются перемещением денег. Далее, следует предполагать, что известные неденежные издержки — амортизационные отчисления на износ оборудования, на истощение недр, отложенные налоги и пр. — не сопровождаются получением или расходованием денег, а потому и не учитываются в нашей модели, разве что появляется свидетельство о денежных расчетах. Вот несколько достаточно общих замечаний на память.

1. Предполагается, что приобретение любого актива, кроме денег, сопровождается выплатой (оттоком) денег.
2. Возникновение обязательств предполагает чистый приток денег, поскольку это всегда либо заимствование, либо попытка избежать оплаты, то есть расходования денег.

3. Повышение и понижение балансовой стоимости активов нужно расценивать по ситуации, поскольку часть такого рода изменений имеет причиной изменение цен, а не перемещение денег (примером являются некоторые имеющие хождение на рынке ценные бумаги и неденежные активы и пассивы иностранных филиалов, использующих местную валюту).
4. Изменение балансовой оценки других активов и пассивов может иметь причиной изменения счетов остаточной стоимости, таких, как счет резервов на амортизацию. Эти изменения не порождают движения денег и их следует учитывать так же, как учитывают изменения обменного курса валют.
5. Как приход или расход денег следует учитывать только влияние изменений обменного курса валют на стоимость денежных и эквивалентных деньгам резервов, но никак не все результаты пересчета в доллары.

Третий метод: анализ отчета о движении средств

Нужно сравнивать длительные периоды

Нужно собрать вместе отчеты о движении средств лет за десять и таким образом устранить множество разрывов, создаваемых несопадением между временем учета операций и временем реального перемещения денег. При сопоставлении отчетов за 10-летний период многие важные показатели окажутся примерно одинаковыми, что даст аналитику некоторое чувство надежности отчетов о прибылях и убытках. Можно быть уверенным, что величина таких показателей, как поступления от сбыта, себестоимость реализованной продукции, торговые, общие и административные расходы (за вычетом амортизационных отчислений), поступления от финансовых операций и дивидендные платежи, окажутся в двух рядах отчетов примерно одинаковыми. И к тому же при анализе 10-летнего собрания отчетов нужно сопоставлять изменения статей от начала 1-го года до конца 10-го. Изменениями за промежуточные годы следует пренебречь.

Сопоставление капиталовложений и амортизационных отчислений

Сопоставление величины амортизационных накоплений (из отчета о прибылях и убытках) с величиной расходов на капиталовложения позволяет многое понять. У аналитика появляется возможность установить, какая часть капиталовложений за 10 лет была израсходована на замещение изношенных основных средств, а какая пошла на их расширение. Капиталовложения, результатом которых становится рост мощ-

ности или производительности, рассматриваются иначе, чем замещение изношенных мощностей. Прирост основных средств является частью прибыли.

Главный вопрос таков: «Было ли результатом капиталовложений повышение способности получать прибыль, либо эта способность осталась прежней, либо вложения были настолько недостаточны, что эта способность снизилась?». Если аналитик сможет ответить на этот вопрос, он, вероятно, сможет и определить, какая часть расходов пошла просто на поддержание и замену изношенного оборудования. Эти расходы обеспечивают сохранение капитала. Любые дополнительные вложения в производственное строительство и оборудование, если только расходы не были произведены безрезультатно, представляют собой нечто родственное доходу — компания приходит в «лучшее состояние».

Третий метод: оценка традиционного показателя прибыли

Прирост оборотных средств обычно повышает благополучие компании. Чтобы на основании отчета о движении средств оценить величину традиционного показателя прибыли, нужно учесть прирост оборотных средств. Прибыль равна сумме следующих статей:

- прирост денежных статей;
- выплаченные дивиденды;
- капиталовложения (сверх уровня, необходимого для поддержания основных средств) и другие инвестиции;
- прирост оборотных средств.

Оценка прибыли, которая может быть распределена

Но если аналитика интересует та часть прибыли, которая может быть распределена, тогда часть прироста оборотных средств, которая необходима для поддержания постоянного уровня производства, не следует включать в прибыль. (Есть версия концепции прибыли, которая может быть распределена и в которой учитывается рост способности компании привлекать займы для удовлетворения потребности в приросте оборотных средств.) Идея распределяемой прибыли привлекла большее внимание у британских инвесторов, чем у их коллег в США, может быть, из-за более активной пропаганды.

На этой стадии можно приступить к сопоставлению показателей прибыли, полученных из 10-летних отчетов о прибылях и убытках и отчетов о движении средств. Если при этом выявится значительное расхождение, тогда величину прибыли из отчета о прибылях и убытках следует считать недостоверной.

Сопоставление трех методов

В этой главе мы рассмотрели три подхода к отчету о движении средств:

1. **Общепринятый отчет о движении средств, получаемый с помощью непрямого метода.**
2. **Скорректированный непрямым методом, отражающий движение денег, выявляемое анализом балансовых отчетов и других данных.**
3. **Прямой метод, который начинается с корректировки показателей доходов и расходов в том же примерно формате, что и отчет о прибылях и убытках, и проводящий те же корректировки, что и второй метод.**

Первый метод хорошо известен и не требует труда

Преимуществом обычного отчета о движении средств является то, что он всем знаком. Его анализ почти не составляет труда, разве что разместить показатели в удобном для аналитика виде. Недостаток его в том, что его нельзя сделать параллельным отчету о прибылях и убытках, а это очень затрудняет сопоставление. Первый метод даже не пытается выявить реальность перемещения денежных средств. Он имеет дело только с учетными показателями. А при действующей системе учета время регистрации проводок и время перемещения средств не совпадают в такой степени, что приходится искусственно добиваться «уравновешивания» доходов и расходов. Чтобы назвать получаемый в итоге показатель движения средств «движением денег», нужно предположить, что в рамках отчетного периода сумма поступлений денег и сумма их расходования точно совпадают с отчетными показателями. Такое может произойти только случайно.

Второй и третий методы нацелены на выявление действительного движения денег

Второй и третий методы, напротив, нацелены на выявление действительного движения денег за анализируемый период. В той степени, в какой удастся решить эту задачу, аналитик получает в свое распоряжение более достоверные и понятные показатели.

Различия между вторым и третьим методами

В одном отношении эти два метода одинаковы: все корректировки, оправданные и уместные в рамках второго метода, будут такими же и для третьего. Различие только в том, что второй метод начинается с

первого приближения движения средств, получаемого непрямым методом, когда оценивается чистый приток денег: суммируются показатели чистой прибыли и тех расходных статей, которые не являются чистым оттоком денег. Здесь предполагается, что сумма чистой прибыли и не имеющих денежной формы расходов равна той части денежных поступлений, которая представляет собой чистый приток денег в компанию.

Третий метод приводит к тому же показателю чистого притока денег, но начинается с валовых потоков денег — с приблизительной оценки доходов и расходов в завершенных расчетах. Этот дополнительный этап анализа дает следующие преимущества:

- 1) достигается уверенность в том, что доходы действительно поступили, что является базовым предположением для второго метода;
- 2) структура организации информации в отчете облегчает его сопоставление с отчетом о прибылях и убытках.

Последний момент важен, поскольку одной из главных функций отчета о движении средств является подтверждение со временем данных отчета о прибылях и убытках. Дополнительным преимуществом третьего метода является то, что он дает возможность оценить величину прибыли в нескольких ракурсах. Например, величина денежной прибыли может быть получена исходя из:

- обычной концепции прибыли в соответствии с представлением аналитика о приросте чистых активов;
- концепции прибыли, которая может быть распределена;
- концепции ликвидационной прибыли.

Третий метод:

концепция распределяемой прибыли противоречива

Критика получаемого по прямому методу показателя распределяемой прибыли основана на том, что этот показатель исключает некоторые или даже все приросты оборотных средств. В ситуации ликвидации компании прирост оборотных средств есть прирост чистых активов, а значит, и чистой ликвидационной стоимости. Естественно, что при таком подходе изменения оборотного капитала превращаются в статьи дохода.

Но при подходе к компании, как к работающему предприятию, изменение оборотных средств является результатом целенаправленных решений руководства или ответом на требования деловой ситуации. Таким образом, изменение оборотных средств либо направлено на достижение каких-либо производственных целей, либо является реакцией

на изменение внешней для компании среды. При анализе динамики движения денег в компании представляется логичным рассматривать требования к оборотному капиталу как части производственной деятельности. Правда, следует признать, исходя из более традиционных концепций прибыли, что эти изменения способствуют росту прибылей.

Технические трудности второго и третьего методов

Некоторые критикуют второй и третий методы из-за возникающих при их использовании технических затруднений. Самая значимая из них возникает, когда изменяются состав и объем анализируемой компании, то есть когда в середине года происходят слияние, поглощение, выделение дочерних компаний и пр. Такого рода изменения создают серьезные проблемы не только при анализе отчета о движении средств, но и при любом другом анализе компании. В большинстве случаев в годовом отчете и в форме 10-К аналитик может найти достаточно информации, чтобы разрешить возникающие проблемы⁴. Может случиться, что для завершения работы аналитику придется обратиться в компанию за дополнительной информацией, но ведь регулярные контакты с компаниями являются обычным элементом повседневной деятельности аналитика.

Сопоставление объема и структуры запасов и себестоимости реализованной продукции, особенно когда при учете по методу ЛИФО происходит перемешивание слоев, задача технически трудная, но ведь те же проблемы возникают при анализе стандартного отчета о прибылях и убытках.

Третий метод предпочтителен

Аналитик должен при возможности использовать третий метод. Затрат труда здесь не больше, чем при использовании второго метода, но работа с валовыми показателями доходов и расходов дает известные информационные преимущества. Использование первого метода, естественно, экономит аналитику массу усилий. Если на аналитике лежит ответственность за отслеживание слишком большого числа компаний, у него может просто не хватить времени для использования третьего метода, и к тому же первый дает достаточно полезную информацию. Но в каждом случае, когда анализ осуществляется в связи с необходимостью дать гарантии на размещение ценных бумаг, или в связи с планами по выкупу компаний в кредит, или просто покупки компаний и т.п., и когда следует проявить должную осмотрительность, следует использовать только третий метод.

⁴ *Drina R. E. and Largay III J. A. Pitfalls in Calculating Cashflow from Operations // The Accounting Review. Vol. 60, 1985, № 2, April, p.314—326.*

Неразбериха с понятиями дохода и движения средств

В результате того, что несколько авторов, аналитиков и менеджеров, особенно в отраслях, связанных с недвижимостью, делали такой упор на концепции движения средств (в противоположность концепциям дохода и прибыли), некоторые умудрились поверить, что в ряде отраслей при вычислении прибыли не следует выделять амортизационные отчисления. Такая концепция сохранения капитала неприемлема, потому что она не поддерживает капитал, инвестированный в актив, подлежащий амортизации. При этом можно понять недовольство многих, работающих с недвижимостью, поскольку система учета не полностью раскрывает стоимость их собственности. Многие компании, работающие с недвижимостью, готовят дополнительные балансовые отчеты и отчеты о прибылях и убытках, учитывающие текущую стоимость недвижимости, и мы считаем эту практику полезной.

Работа с недвижимостью требует использования концепции движения денег

Проблема с объектами недвижимости в том, что целое зачастую стоит больше, чем сумма его частей. Когда компания строит торговый центр, сначала он стоит ровно столько, сколько было вложено в покупку земли и в строительство. Но когда начинаешь учитывать преимущества финансирования за счет долгосрочного кредита, 95% сданных в аренду торговых площадей, наличие стабильных и высококотируемых арендаторов и большой объем продаж, вдруг осознаешь, что эта собственность стоит много больше, чем было в нее вложено. Эта дополнительная ценность находит, конечно, отражение в повышении арендного дохода и высокой доходности первоначальных вложений. Но при этом многие в сфере недвижимости чувствуют, что часть или даже весь целиком прирост стоимости должен находить отражение в показателе прибыли, и лучше за счет исключения из отчета о прибылях и убытках амортизационных отчислений и некоторых других издержек. Некоторые склонны включить сюда увеличенный доход от аренды, а также нереализованный прирост цены собственности, причиной чего является рост доходов от аренды. Таким образом, производится двойной счет.

Пример. В буклете, опубликованном компанией Kroger Partnership, Ltd., говорится: «Движение денег представляет собой принятый, профессиональный подход к измерению эффективности и стоимости приносящей доход недвижимости, который используется кредитными организациями, налоговыми экспертами по оценке недвижимости, оценщиками недвижимости и всеми другими, кто работает в сфере недвижимости. Движение денег представляет собой прибыль до осуществления неденежных проводок в амортизационные фонды, в резерв на уплату отложенных налогов и пр.

Этот показатель очень важен при принятии решений о покупке, владении и продаже коммерческой недвижимости.

Этот показатель используется при поэтапном погашении закладных, для целей развития и решения других корпоративных задач, а также при распределении прибыли среди инвесторов.

Профессионалы, работающие с недвижимостью, не рассматривают чистую прибыль как серьезный показатель эффективности использования приносящей доход недвижимости. В идеальном случае чистая прибыль от эксплуатации недвижимости должна бы быть равна нулю, поскольку прибыль ради защиты от налогов сокращается на суммы неденежных издержек».

Пример. Отчет за 1985 г. компании McCormick & Company, Inc. включает диаграмму «Прибыльность» (с. 15). Вертикальные столбцы обозначены так: «чистая прибыль до финансовых издержек, амортизационных отчислений и отчисления в фонды погашения долговых обязательств» с примечанием, что также исключены потери от девальвации мексиканского песо (1982 г.). Дочерняя компания корпорации McCormick Properties, Inc. показала за 1985 г. чистый приток денег от основной деятельности в 10,89 млн дол. со следующим примечанием: «Чистый приток средств от основной деятельности представляет собой чистую прибыль плюс амортизационные отчисления, другие неденежные проводки и отложенные налоги (исключая налоговые льготы по аренде автомобилей за счет кредитных средств) и минус посленалоговая прибыль от продажи недвижимости после ее благоустройства и плановых платежей по закладным».

Являются ли амортизационные расходы необходимыми издержками?

Чтобы проверить утверждение, что амортизационные расходы не должны включаться в состав издержек, смотрите данные в таблице 15.2 для индекса роста доходов за период с 1977 по 1986 г., вычисленного Value Line Industrial Composite, агентством Value Line. Рост индекса, измеренного по денежному доходу (на 87,5%), больше, чем при измерении по традиционному показателю чистой прибыли (на 47,5%). Дело не в сопоставлении двух показателей, а в том, скрывается ли за идеей денежного дохода разумная концепция поддержания капитала. Суммарные капиталовложения за 10 лет составили 40,90 дол. на акцию, или 89% совокупного денежного дохода. Трудно представить себе, чтобы значительная часть этих капиталовложений не пошла на замену и капитальный ремонт изношенных или морально устаревших зданий, сооружений и оборудования. Если бы только половина расходов пошла на замену основных средств, а не на их расширение и модернизацию, необходимые амортизационные отчисления составили бы примерно

Таблица 15.2. Денежный доход на акцию и чистая прибыль на акцию, рассчитанные агентством Value Line Industrial Composite (в дол.)

	1977—1986 гг.*	1977 г.	1986 г.*
Денежный доход	45,82	3,04	5,70
Амортизация и резервы по долгам	21,06	1,21	3,00
Чистая прибыль	24,76	1,83	2,70
Собственный капитал		13,10	23,05

* Данные за IV квартал 1986 г. предварительные.

Примечание. Денежный доход есть сумма чистой прибыли, амортизационных отчислений и отчислений в резерв на погашение долга.

Источник: The Value Line Investment Survey. Part 2. Selection and Opinion, 1987, February 13, p.691.

21,06 дол. на акцию, то есть столько, сколько и было на самом деле начислено амортизации при использовании традиционного подхода, базирующегося на показателе чистой прибыли.

Никто не ставит под сомнение важную роль показателя денежного дохода — он нужен для оценки способности обслуживать долг и финансировать будущий рост и позволяет с наибольшей точностью предсказывать будущие дивиденды. Но при этом мы отрицаем идею, что этот показатель должен восприниматься как вариант показателя прибыли.

Глава 16

Результаты хозяйственной деятельности отечественных и зарубежных филиалов и дочерних компаний

Консолидация результатов

Что такое филиалы и дочерние компании

Дочерняя компания контролируется так называемой материнской компанией, которой принадлежит более 50% голосующих акций. (В большинстве случаев материнская компания владеет 100% акций.) Филиал — термин менее определенный. Это может быть компания, эффективный контроль над которой — может быть, в партнерстве с другими — обеспечивается менее чем 50% прав собственности. Либо обе компании могут контролироваться одной и той же группой или материнской компанией, что обеспечивает тесные коммерческие или производственные связи между ними. В некоторых случаях компания может называться филиалом, а на самом деле быть дочерней компанией.

Предоставление консолидированных отчетов

Подавляющее большинство компаний публикуют консолидированные балансовые отчеты и отчеты о прибылях и убытках, которые включают данные о результатах деятельности и о положении дочерних компаний. Прибыли или собственный капитал, принадлежащий другим акционерам, если таковые наличествуют, показывают как вычет доли меньшинства. Вообще-то в таких консолидированных отчетах нет смысла выделять результаты, соотносимые с разными подразделениями корпорации. Положение меняется, когда компания решает опубликовать неконсолидированный отчет («только по материнской компании») или когда якобы консолидированный отчет исключает данные по ряду важных филиалов или дочерних компаний.

Иногда результаты деятельности за рубежом исключают из отчетов

Компании достаточно произвольно решают вопрос об отражении результатов своих операций за рубежом, в том числе когда речь идет о результатах их филиалов и дочерних компаний, что открывает поле для корректирующей деятельности аналитика. Для ряда наших крупнейших корпораций зарубежные операции очень важны, и адекватная их оценка требует от аналитика ценных бумаг знаний и владения техникой анализа. Но сначала мы рассмотрим ситуацию с отечественными филиалами и дочерними компаниями, а уж затем перейдем к зарубежным операциям.

Отечественные филиалы и дочерние компании

Вычитание из чистой прибыли доли меньшинства

Когда компании принадлежат 50% или более голосующих акций филиала или дочерней компании, стандартное решение заключается в консолидации отчетов дочерней компании. При этом в балансовом отчете одной строкой показывают долю меньшинства. Обычно ее показывают ниже всех прочих обязательств, но выше акционерного капитала. В отчете о прибылях и убытках долю меньшинства в чистой прибыли показывают в одной строке как вычет, так как показываемая здесь чистая прибыль имеет отношение только к акционерам материнской компании.

Метод пропорционального участия в собственности: доля участия в филиале составляет от 20 до 50%

Когда материнской компании принадлежат от 20 до 50% или менее голосующих акций, обычно используют метод пропорционального участия в собственности. Владение пакетом, включающим от 20 до 49%

голосующих акций, предположительно дает материнской компании существенное влияние на финансовую и производственную политику филиала.

При использовании метода пропорционального участия в собственности в отчете о прибылях и убытках показывают долю в чистой прибыли филиала, пропорциональную величине пакета акций. Инвестиции в филиал также показывают в балансовом отчете одной строкой, значение которой увеличивается или уменьшается пропорционально участию в нераспределенной прибыли или убытках. При использовании метода пропорционального участия чистая прибыль инвесторов и акционеров должна быть пропорционально равна той, какая была бы в случае консолидированной дочерней компании. Внутренние прибыли и убытки уничтожаются. Если доля инвестора в убытке превышает балансовую стоимость его участия, его вложения обращаются в нуль и он выбывает из игры. После этого любые дополнительные потери игнорируются до тех пор, пока инвестор не окажет финансовой поддержки филиалу.

Пример. Компания Universal Leaf Tobacco Company, Inc. владеет: 1) филиалами, в которых она имеет менее 20% акций, и 2) филиалами, в которых ей принадлежат 20% или более акций. В таблице 16.1 представлен сокращенный отчет о прибылях и убытках за 1985 г., демонстрирующий использование метода пропорционального участия в собственности.

Таблица 16.1. Universal Leaf Tobacco Company, Inc.:
Сокращенный отчет о прибылях и убытках за 1985 г.
(в млн дол.)

Доходы	1078,9
Расходы и издержки	<u>1030,3</u>
Доход до уплаты подоходных налогов и пр.	48,5
Подоходные налоги	<u>13,3</u>
Итого	35,2
Участие в собственности, не дающее права контроля	<u>0,2</u>
Доход от консолидированных операций	35,0
Доля в чистой прибыли неконсолидированных филиалов	<u>10,9</u>
Доход от продолжающихся операций	45,9
Доход от прекращенных операций	<u>0,5</u>
Чистая прибыль	46,4

Использованный здесь способ оформления отчета о прибылях и убытках достаточно типичен; его применяют большинство компаний для отражения своих вложений в филиалы. Отчет компании показывает, что предположение о влиянии может быть опровергнуто. В Примечании 1 говорится: «Однако из-за недоступности части финансовой ин-

формации и из-за государственного контроля над валютными операциями, который ограничивает репатриацию дивидендов, мы учитываем результаты нашего филиала в Зимбабве по стоимостному методу. По этому же методу ведется учет результатов нашего филиала в Мексике, поскольку компания не может существенно влиять на его производственную и финансовую политику». Консолидирующая политика компании Universal несколько необычна. Хотя материнская компания занимается прежде всего табаком, она полностью консолидирована со своей дочерней компанией Lawyer's Title Insurance Corporation. Поэтому ее балансовый отчет достаточно труден для анализа. Балансовый отчет показывает текущие активы на сумму 188,8 млн дол. и текущие пассивы на сумму 148,8 млн дол. Коэффициент ликвидности (отношение текущих активов к текущим пассивам) довольно низок для производителя табака, но детальный анализ текущих активов и пассивов показывает, что имеет место сильное влияние текущих страховых полисов и страховых претензий. Явная слабость позиции по чистым текущим активам с избытком перекрывается присутствием инвестиционного портфеля на 100,7 млн дол., который в балансовом отчете показан в группе долгосрочных активов, отдельно от 47,4 млн дол. участия в консолидированных филиалах.

Пример. Компания Schlumberger Ltd. пропорционально участвует в доходах и расходах компании Dowell Schlumberger, оказывающей услуги нефтедобывающим компаниям, в которой ей принадлежат 50% акций. В консолидированном отчете о прибылях и убытках результаты последней показаны отдельно. Такой способ представления информации необычен. Результаты дочерней компании в балансовом отчете отражены по методу пропорционального участия.

Стоимостные методы

Владение менее чем 20% голосующих акций считается чистым инвестированием и учитывается по низшей из оценок — по первоначальной или по рыночной стоимости, или, иначе, по стоимостному методу, который не признает потерь до тех пор, пока их не сочли постоянными.

При использовании метода первоначальной стоимости или меньшей из первоначальной и рыночной оценок признается только дивидендный доход. Заметьте, что нераспределенная прибыль от вложений не получает отражения в доходе инвестора, но трудно сказать, что инвесторам выгодно или невыгодно отсутствие нераспределенной прибыли в учете. Некоторые аналитики отрицают нераспределенную прибыль в доходе инвестора и пересчитывают доход по методу пропорционального участия в собственности. По их мнению, не являются главными ни вопрос о контроле, ни вопрос об экономической интеграции. Прибыль просто полнее отражает благосостояние. Другие аналитики, и, скорее всего, их большинство, не проводят явных корректировок, а просто учитывают

наличие нераспределенной прибыли при учете инвестиций по стоимостному методу как дополнительный фактор, повышающий привлекательность компании.

Экономическая интеграция и использование метода пропорционального участия. Когда между инвестором и инвестируемой компанией существуют прочные связи, как, например, при договоре о поставках, аналитику следует переделывать отчет о прибылях и убытках по методу пропорционального участия. Нефтяные компании, к примеру, часто создают совместные предприятия для строительства нефте- и газопроводов. Хотя процент участия какой-то компании в этом может быть невелик, представляется, что уместнее использовать для учета результатов такой совместной деятельности метод пропорционального участия, а не стоимостной метод.

Потенциал контроля. Аналитик должен искать признаки наличия действительного или потенциального контроля. Если материнская компания не хочет учитывать инвестиции по методу пропорционального участия или по консолидированному методу, достаточно просто сделать так, чтобы номинальное право собственности принадлежало другой стороне, тогда как материнская компания владела бы опционами, варрантами, конвертируемыми акциями или договорными соглашениями, которые обеспечивали бы ей в любой нужный момент получение и формального контроля. В последние годы имели место случаи злоупотребления правилами учета в таких областях, как вновь созданная дочерняя компания, доверительный фонд и товарищества по проведению научно-исследовательских и опытно-конструкторских разработок. С особым вниманием следует относиться к примечаниям, раскрывающим операции другой стороны, из которых можно узнать:

- о пересекающемся директорате;
- о деловых взаимосвязях;
- о других проявлениях экономического учета и единства.

Информацию об операциях другой стороны можно найти не только в примечаниях к финансовым отчетам, но и в формах 10-K и других отчетах для Комиссии по ценным бумагам и биржам, а также в отчете, прилагаемом к просьбе доверить право голоса.

Отказ отражать в отчете результаты отечественных дочерних компаний

Принято считать, что консолидированные финансовые отчеты более информативны, чем изолированные отчеты материнских компаний. Мно-

гие компании, однако, по разным причинам, в том числе из-за отраслевой разнородности филиалов, не отражают их результаты в своих отчетах. Например, промышленные корпорации обычно не отражают в своих отчетах результаты таких дочерних финансовых компаний, как:

- банки;
- финансовые компании;
- компании, предоставляющие основные активы в аренду;
- ссудосберегательные ассоциации;
- страховые компании.

Спорный вопрос: включать или исключать результаты финансовых и арендных компаний?

Крупные производители производственного оборудования и товаров длительного пользования для организации сбыта и сдачи в аренду продукции часто имеют в качестве дочерних финансовые компании и компании, предоставляющие в аренду производственные активы. Принято отражать общий результат операций таких дочерних компаний одной строкой в отчете о прибылях и убытках, но не показывать их активы и пассивы в балансовом отчете.

Включать или не включать в балансовый отчет? Вопрос о том, отражать ли в отчете результаты деятельности финансовых дочерних компаний, противоречив. В общем случае, исключая крайне редкие обстоятельства, прибыль финансовой или арендной дочерней компании, которая на 100% принадлежит материнской компании, включается в показатель чистой прибыли материнской компании. Разногласия возникают в связи с подходом к балансовому отчету. При использовании стоимостного метода или метода пропорционального участия значение таких показателей, как доходность инвестированного капитала и доходность совокупных активов, может оказаться выше, чем в случае полной консолидации активов и пассивов в балансовом отчете. Одновременно утверждают, что финансовые компании обладают относительно очень большими обязательствами перед банками, и что включение их результатов в финансовый отчет материнской компании приведет к искажению кредитного статуса производственных и сбытовых компаний.

Материнская компания гарантирует кредиты для дочерней — это и в самом деле долги материнской компании? Аналитик должен учесть несколько моментов. В большинстве случаев материнская компания берет на себя значительную часть гарантий перед кредиторами дочерней финансовой компании. При отсутствии таких гарантий большинство бан-

ков просто не дадут кредит обремененной долгами финансовой компании. Таким образом, одной из проблем является «внебалансовое» финансирование, когда материнская компания гарантирует возврат кредитов, но в своем балансе этих долгов не показывает.

Обязательства материнской компании перед кредиторами могут быть сформулированы таким образом, что гарантии не будут похожи сами на себя. Например, обязательство не допустить, чтобы кассовая наличность или остаток оборотных средств дочерней компании упали ниже определенного уровня, на самом деле является гарантией погасить долг дочерней компании, если та сама не сумеет этого сделать. К этому же решению могут подталкивать материнскую компанию и обстоятельства. Например, когда от финансового благополучия «дочки» зависит сбыт «материнской» продукции или получение сырья и материалов.

Сопоставимость. Вторым аспектом проблемы заключается в том, что компании, которые по-разному отражают в отчетах результаты своих филиалов, просто несопоставимы. Впрочем, независимо от наличия финансовых дочерних компаний материнские компании могут: 1) финансировать свою дебиторскую задолженность за счет займов в банках или на рынках векселей или 2) просто продать свою дебиторскую задолженность банкам и прочим инвесторам — с правом регресса или без него. Таким образом, проблема сопоставимости остается независимо от вопроса о консолидации.

Вассальные финансовые компании. Ситуацию еще больше запутывают различия в деятельности финансовых и арендных дочерних компаний. Компания General Motors' Acceptance Corporation (GMAC) является дочерней компанией корпорации General Motors. В сущности, GMAC является вассальной финансовой компанией, созданной для финансирования запасов у дилеров корпорации и сбыта автомобилей в рассрочку. Она является неотъемлемой частью производства и сбыта автомобилей. Бывало, что General Motors давала компании GMAC беспроцентные ссуды, так что последняя могла предлагать очень привлекательные условия кредита покупателям автомобилей. Это — способ урезания цен ради расширения сбыта. Если деятельность двух организаций настолько переплетена, разделение их финансовых отчетов может только исказить картину и затруднить любые сопоставления. Здесь консолидация отчетов необходима.

Отдельно действующая дочерняя финансовая компания. А в случае с компанией General Electric Credit Corporation (GECC) главной целью финансовой компании является не финансирование сбыта продукции «матери», а просто осуществление операций по финансированию и сдаче в аренду ради получения прибыли и налоговых льгот. Оправдан-

ность включения результатов GECC в отчеты материнской компании не так очевидна, поскольку GECC большей частью финансирует сбыт продукции других компаний, а не General Electric.

Третьим примером является компания Sears, Roebuck Acceptance, которая финансирует не только значительную часть розничных продаж товаров длительного пользования для компании Sears & Roebuck, но и сбыт других производителей, а также участвует и в других финансовых операциях. В случае компании Sears соединение результатов розничной торговли с результатами столь разнообразных видов финансовой деятельности, как у компаний Dean Witter (брокерская фирма), Sears, Roebuck Acceptance, страховой компании Allstate Insurance, компании Coldwell Banker (операции с недвижимостью) и других компаний из сферы финансовых услуг, ведут к чудовищно непрозрачному балансовому отчету. Хотя годовые отчеты Sears & Roebuck совершенно изумительны по стремлению к прозрачности, аналитикам все-таки приходится иметь дело с консолидированными балансами, на основании которых просто невозможно установить значение таких коэффициентов, как «кредитная нагрузка на акционерный капитал» (отношение суммы кредитов к акционерному капиталу); коэффициент ликвидности (отношение текущих активов к текущим пассивам), коэффициент покрытия процентных платежей, или адекватность кассового остатка. Чуть ли не единственный полезный коэффициент, который можно рассчитать по балансовому отчету компании Sears & Roebuck, — это рентабельность акционерного капитала, но и этот показатель можно рассчитать только в том случае, если учет результатов финансовых дочерних компаний осуществляется по методу пропорционального участия. Очень приятно сознавать, что перед тобой «всеобъемлющий» балансовый отчет. Но проблема, как в случае с компанией Sears & Roebuck, в том, какое полезное применение можно для него найти.

Арендные филиалы — тот же вопрос о консолидации отчетов. В послевоенный период объем операций по сдаче в аренду зданий, сооружений и оборудования многократно вырос в связи с увеличением спроса, вызванного инфляцией, стремлением вывести пассивы за баланс и новой возможностью передавать налоговые льготы и налоговые кредиты от одной компании или физического лица другой или другому. К тому же аренда помогает производителям товаров длительного пользования, владеющим арендными дочерними компаниями, увеличивать сбыт продукции сверх уровня, обеспечиваемого прямыми продажами. По этой причине сегодня многие компании владеют собственными арендными филиалами, и в большинстве случаев результаты деятельности последних учитываются не в консолидированном балансе, а посредством метода пропорционального участия. Здесь применимы те же аргументы, что и в случае с консолидированными финансовыми дочерними компаниями.

Рекомендуемая процедура. Аналитик должен составить консолидированный баланс для большинства *вассальных* финансовых и арендных компаний, если только он располагает всей необходимой информацией. В тех случаях, когда дочерняя компания не полностью привязана к операциям материнской компании, следует принимать решение в зависимости от обстоятельств. Эти проблемы обсуждаются ниже в главе 23 в связи с анализом ценных бумаг, дающих фиксированный доход.

Зарубежные операции

Когда стоит отказаться от консолидации баланса

За последние четверть века разнообразие подходов к консолидации зарубежных операций существенно сократилось. Сразу после Второй мировой войны иностранные валютные рынки были охвачены хаосом. Многие страны если не вовсе запретили, то установили жесткие ограничения на ввоз и вывоз иностранных валют. Постепенно эти ограничения на валютные операции смягчились, так что в последние годы возникали только непродолжительные ограничения на операции с инвалютой, да и то преимущественно в развивающихся странах. Редкие сегодня ситуации исключения иностранных дочерних предприятий из консолидированного баланса возникают только в тех случаях, когда:

- из консолидированного отчета исключаются отечественные дочерние предприятия;
- наличествуют общие ограничения на перемещение валюты через границу, что затрудняет репатриацию дивидендов и прочих платежей;
- возникают серьезные политические проблемы — революции, войны и волны национализации.

Пример. В 1982 г. компания Carnation Company списала свою дочернюю компанию в Мексике, а в 1983 г. вывела из своего балансового отчета результаты мексиканского филиала, хотя она продолжала управлять заводом по производству сухого молока. Причинами списания стали ограничения на валютные операции, контроль цен и неопределенность с получением ряда важнейших сырьевых материалов. В примечании к консолидированному финансовому отчету за 1983 г. было указано, что в консолидированном финансовом отчете найдут отражение все полученные прибыли, но только в том случае, если дивиденды от этой дочерней компании будут получены.

Следует помнить, что в соответствии с договорами о ликвидации двойного налогообложения репатрированные доходы подлежат в общем случае обложению подоходным налогом США, равным разнице

между нашими 34% и подоходным налогом в стране, где соответствующая прибыль была получена. Для разных стран эта разница бывает очень разной.

Отложенные налоги на не репатрированную из-за рубежа прибыль

Одной из серьезных аналитических проблем является вопрос о создании компаниями резервов для уплаты отложенных подоходных налогов на нераспределенную прибыль, полученную иностранными филиалами.

- Некоторые компании не создают резервы для уплаты подоходных налогов на нераспределенную прибыль, полученную иностранными филиалами, поскольку компания не намерена репатриировать прибыль и предполагает, что эти налоги никогда не будут выплачены. Если так оно и есть, возникает вопрос: стоит ли вообще показывать эту прибыль в отчетах, если она никогда не достанется отечественным акционерам?
- Другие компании исходят из того, что есть законные методы репатриации прибыли без уплаты каких бы то ни было налогов, а значит, и в создании резервов на выплату налогов нет никакого смысла. Похоже, что речь идет о налоговых лазейках, которые Конгресс время от времени закрывает.
- Наконец, есть компании, которые создают полноценные резервы для уплаты налогов на нерепатрированную прибыль, причем независимо от того, есть ли планы в ближайшем будущем вернуть деньги на родину.

Пример. В 1984 г. компания American Express продала свою канадскую дочернюю компанию и другие активы, выручив при этом 42 млн дол. Компания также сообщила о связанных с этими 42 млн дол. налоговыми издержками на нераспределенную прибыль, по которой прежде не было сделано начислений. Это добровольное решение компании напоминает всем, что не всегда можно провести операцию таким образом, чтобы избежать налогов, а также о том, что прошлые решения не распределять полученную за рубежом прибыль иногда пересматриваются.

Нерепатрированная прибыль и налоги

Корпорации по-разному решают эти вопросы, поэтому возникает проблема для аналитика. Ясно, что нерепатрированная прибыль должна находить отражение в составе отчетной чистой прибыли. Но следует ли учитывать эту прибыль полностью, не принимая в расчет возможные

налоговые обязательства и трудности с репатриацией? Мы полагаем, что нет. Эта прибыль подлежит учету и на нее следует начислять все должные налоги только в том случае, когда есть основания быть уверенным, что эти деньги можно в законном порядке перевести на родину. Все эти корректировки следует делать, разумеется, только если речь идет о достаточно серьезных суммах.

В общем, аналитику следует выбрать последовательный подход к учету таких нерепатрированных доходов, чтобы не зависеть от системы учета, существующей в компаниях. Кроме того, такую прибыль следует капитализировать по ставкам, отражающим политический риск и риск валютного обмена.

Убытки дочерних предприятий

Сумма частей

В связи с убытками дочерних предприятий возникает особый вопрос, помогающий понять ряд логических проблем, которые приходится решать при анализе ценных бумаг. Мы уже отметили, что в отчетах материнской компании должны быть отражены как прибыли, так и убытки дочерних компаний. Но действительно ли следует считать убытки дочерней компании прямым вычетом из прибыли материнской компании? Почему должна *понизиться* стоимость компании только из-за того, что она владеет чем-то, в нашем случае — не приносящим прибыли пакетом акций? Разве не может компания в любой момент положить конец этим убыткам, продав, ликвидировав или даже просто отказавшись от этого дочернего предприятия?

Если дочерняя компания может быть выделена, ее убытки следует учитывать как неповторяющееся событие. Если мы предполагаем, что дочерняя компания хорошо управляется, не следует ли тогда предположить и то, что убытки носят временный характер, а значит, их нужно учитывать как неповторяющееся событие, а не как вычет из нормальной прибыли? Некоторые инвесторы специализируются на поиске «переворачивающихся» ситуаций. Трудно представить себе более привлекательную ситуацию, чем компания, которая может удвоить прибыли, просто отпустив на волю свою дочернюю компанию. Ситуация делается еще более привлекательной, если от ликвидации или продажи дочерней компании можно получить хоть какие-то деньги.

Достижима ли делимость в реальности? Не существует однозначных и простых ответов на следующие вопросы: 1) учитывать ли убытки дочерней компании в доходе материнской компании, и 2) как оценивать неприбыльную дочернюю компанию — как действующее предпри-

ятие или как кандидата на ликвидацию? В самом деле, если можно ликвидировать дочернюю компанию так, чтобы *не оказать отрицательного воздействия на дела всей компании*, было бы логично рассматривать такие убытки как временные. Но если отношения с дочерней компанией важны, если она, к примеру, обеспечивает сбыт, поставляет дешевое сырье или на нее списывается значительная часть накладных расходов, тогда покончить с ее убытками не так-то просто. Может оказаться, что при ближайшем рассмотрении все или добрая часть убытков дочерней компании являются необходимым фактором прибыльности материнской компании. Не так уж легко в каждом отдельном случае определить характер деловых взаимосвязей. Здесь, как и во многих других случаях, аналитику приходится выходить за пределы отчетной информации.

При наличии убытков нужно анализировать подразделения компании по отдельности. Нужно рассмотреть вопрос об отделимости неприбыльной дочерней компании в связи с концепцией нормальной способности получать прибыль. Если части компании отделимы, суммарная стоимость частей может оказаться выше, чем стоимость целого. Поэтому, может быть, некоторые части компании следует оценивать на основании их способности получать прибыль, а другие — по их ликвидационной стоимости.

Убытки подразделения и убытки дочерней компании

Эта тема может завести нас в гораздо более широкую область — убыточных подразделений, секторов или продукции. Различие между дочерней компанией, имеющей собственное имя и отдельные счета, и не столь самостоятельным подразделением имеет скорее формальный характер и не затрагивает существа дела. Если дочерняя компания принадлежит «матери» не на 100%, наличие доли меньшинства требует выделения соответствующих показателей в отчетах. Именно благодаря этому аналитик и узнает сразу же о возникновении убытков. Гораздо чаще, однако, источником убытков оказывается либо дочерняя компания со 100-процентным участием или несамостоятельное подразделение компании. В этом случае менеджеры могут отделаться только намеком на величину убытков, а могут и умолчать об этом. Но в большинстве случаев знающий аналитик в состоянии получить достаточно точное представление о масштабе убытков. В ходе анализа не стоит забывать о том, что убыточность может быть ликвидирована. Такого рода действия необходимы и рано или поздно осуществляются, хотя порой для этого нужна перетряска команды менеджеров, так что в итоге может измениться перспектива как прибыльности компании, так и ее привлекательности для акционеров.

Пример. В 1985 г. компания Acme-Cleveland Corporation продала бизнес, соответствующие основные средства и часть товарных запасов своего подразделения Shalco Systems Division, дочернюю компанию LaSalle Mackine Tool, Inc. и некоторые связанные виды деятельности за 12,8 млн дол. плюс 0,8 млн дол. за активы пенсионного фонда. В 1985 г. деятельность этих подразделений принесла компании посленалоговых убытков на сумму 4,2 млн дол., а за два предыдущих года размер убытков был еще больше. Чистая прибыль всей компании в 1985 г. составила минус 1,90 дол. на акцию, если включать убытки от проданных подразделений, но положительную прибыль 0,70 дол. на акцию от всех остальных.

Рекомендации. Чтобы избежать возможной путаницы и затруднений, мы рекомендуем:

- 1) при анализе за длительные периоды вычитать убытки дочерних компаний и подразделений;
- 2) если убытки велики, нужно изучить вопрос — можно ли с ними быстро покончить;
- 3) если ответ положителен, нужно учесть все или часть убытков как неповторяющееся событие и исключить их при вычислении способности получать прибыль;
- 4) прогноз будущей прибыли должен учитывать возможность получения дохода в результате продажи или ликвидации неприбыльной деятельности.

Глава 17

Влияние подоходных налогов

Аналитик должен следить за изменениями Налогового кодекса

Нужные аналитику налоговые расчеты

В главах 10—16 было отмечено немало случаев, когда аналитику приходится вносить изменения в финансовые отчеты. Когда неповторяющуюся статью приходится удалять из отчета о прибылях и убытках, налоговые результаты этой статьи также нужно убрать. Большинство актов пересмотра финансовых счетов являются чисто формальными, то есть нечто случившееся предстает как несуществующее, и наоборот. Понятно, что если счета должны быть представлены так, как будто бы некоторого события не происходило, нужно ликвидировать и налоговые последствия этого события, либо искаженная величина налога сделает недостоверным показатель дохода и балансовый отчет окажется непоследовательным. Чтобы проводить такие операции с налоговыми платежами, аналитик должен знать законы о налогах и величину налоговых ставок как на текущий момент, так и хотя бы за последние 10 лет.

Нужно иметь представление о том, насколько искусно руководители решают налоговые вопросы

Аналитик должен представлять себе, насколько умело и удачно руководители компании решают налоговые вопросы. Аналитик не обязан быть экспертом по налогам, но он должен быть знаком с общими характеристиками американского Налогового кодекса и с особенностями налоговых правил в тех отраслях, с которыми он работает.

Характеристики налоговых законов

Налоги — движущаяся цель

Каждый аналитик ценных бумаг должен знать основные структурные черты Налогового кодекса. В США налоговые законы и правила меняются в том или ином отношении почти ежегодно. Практикующий аналитик ценных бумаг должен быть в курсе того, какие налоговые законы готовятся и какие уже приняты, уделяя при этом особое внимание той ситуации, которую создают для отраслей и компаний новые законы. Поскольку различные элементы налогового законодательства взаимодействуют, некоторые налоговые ситуации отличаются поразительной сложностью. И здесь простодушный и прямолинейный аналитический подход оказывается просто непригодным.

Зачастую налог взимается не по той ставке, которую устанавливает закон

Сначала мы рассмотрим, почему сумма *налогооблагаемого дохода*, указываемая корпорациями в форме 1120, может быть обложена налогом по иной ставке, чем установленные законом 34%. (Ставка 34% действует с 1 июля 1987 г., а до этого — с 1 января 1980 г. ставка составляла 46%, а ряд лет до этого она равнялась 48%.)

Существенные черты Налогового кодекса в США

Ставки прогрессивного налога на корпорации. Подобно личному подоходному налогу, налог на доходы корпораций прогрессивен. Действуют следующие ставки:

- при налогооблагаемом доходе до 50 тыс. дол. ставка равна 15%;
- следующие 25 тыс. дол. облагаются по ставке 25%;
- все, что выше 75 тыс. дол., облагается по ставке 34%.

Для корпораций, прибыль которых равна или превышает 100 тыс. дол., прогрессивность налогообложения постепенно сглаживается дополни-

тельным 5-процентным налогом на все суммы, превышающие 100 тыс. дол. Так что когда налогооблагаемый доход корпорации достигает 310 тыс. дол., для нее начинает действовать единая ставка 34% для каждого доллара прибыли. Практически все корпорации, с которыми приходится иметь дело аналитику ценных бумаг, в нормальные годы зарабатывают никак не меньше этой суммы, так что практически во всех ситуациях аналитик может исходить из того, что доход облагается налогом по единой ставке 34%.

Альтернативный минимальный налог. Налоговый закон 1986 г. ввел достаточно интересный минимальный налог. Предполагалось, что в 1987—1991 гг. он принес 22 млрд дол. К прежним налоговым привилегиям были добавлены новые. Занятой чертой нового альтернативного минимального налога (АМН) является то, что балансовый доход, который предъявляется инвесторам и кредиторам, будет учитываться при определении новых привилегий. В результате этого 50% суммы, на которую балансовый отчет превосходит доход, облагаемый альтернативным минимальным налогом, превращаются в предмет налоговой привилегии. Альтернативный налог по ставке 20% налагается на доход, облагаемый АМН, превышающий 40 тыс. дол., если эта величина больше, чем получаемая при обычном расчете налога. В сущности, все компании обязаны рассчитывать АМН, чтобы определить, должны ли они его платить.

Проценты, не облагаемые налогом. Проценты почти по всем выпускам облигаций местных органов власти — штатов и городов освобождены от уплаты налогов, поэтому не входят в налогооблагаемый доход. По закону 1986 г. освобожденные от налогов облигации, выпущенные для финансирования конкретных проектов — программ промышленного развития, строительства стадионов, защиты окружающей среды и т.п., полностью обложены федеральным подоходным налогом. Льготы по доходу от облигаций были важнейшей причиной того, что многие банки и страховые компании платили ничтожные суммы федеральных налогов. Закон о налогах 1984 г. устранил правила, в соответствии с которыми получаемый компаниями по страхованию жизни доход от освобожденных от налогов облигаций мог бы частично облагаться налогом.

80% дохода от дивидендов исключены из налогообложения. Только 20% дивидендных доходов, полученных отечественными корпорациями от других отечественных корпораций, облагаются налогом. Поэтому эффективная, или реальная, ставка налога составляет 20% от 34%, или 6,8%. До 1996 г. от налогов освобождались 85% дивидендного дохода, но при ставке налога 46% действовала ставка 6,9%. Поскольку реальная ставка налога была невысока, для страховых компаний долгое время

излюбленным объектом инвестирования были привилегированные акции. Благодаря налоговым преимуществам для корпоративных инвесторов привилегированные акции приносили доход хотя и меньший, чем качественные корпоративные облигации, но более высокий, чем аналогичные по качеству муниципальные облигации, освобожденные от налогов.

Доход от роста курса ценных бумаг. До 1987 г. доход, получаемый при продаже ценных бумаг, находившихся во владении продавца более шести месяцев, подлежал обложению налогом по ставке 28%. Сейчас он облагается налогом по обычной ставке 34%.

Налоговые кредиты. Налоговые кредиты приходят и уходят вместе с причудами столицы, которая пытается направить бизнес на достижение социально привлекательных, но неоправданных с деловой точки зрения целей. Федеральному правительству было выгодно, что задуманные как инструменты достижения политических целей налоговые кредиты не увеличивают расходы, но *снижают доходы* казны. При этом избиратель как бы не видит существования субсидий. Главная особенность налоговых кредитов в том, что это прямое сокращение налогов, тогда как освобождение части дохода от налогообложения просто сокращает налогооблагаемый доход и обходится казне только в 34% от суммы льгот.

Общий кредит на торгово-промышленную деятельность. Общий кредит на торгово-промышленную деятельность представляет собой группу налоговых кредитов, которая включает кредит на:

- жилища для малообеспеченных;
- развитие технологий, использующих альтернативные источники энергии (солнечной, использование теплового потенциала земли и океана, использование биомассы);
- некоторые реабилитационные программы;
- программы приобщения рабочих к владению акциями;
- создание рабочих мест;
- проведение научно-исследовательских и опытно-конструкторских работ.

До начала 1986 г. в состав общего кредита на торгово-промышленную деятельность входил инвестиционный налоговый кредит, который был главной причиной того, что реальная ставка корпоративного налога была существенно ниже уровня, установленного законом. Отмена инвестиционного налогового кредита должна была увеличить доходы казны за 1987—1991 гг. на 119 млрд дол., то есть в среднем на 24 млрд дол. в

год. Установлены правила переходного периода, для некоторых видов имущества сохраняющие кредит и после 1991 г., но только если соответствующие заявки были поданы до 1 января 1986 г. Фермерам и производителям стали использоваться инвестиционный налоговый кредит продлили на 15 лет. Этот кредит был сохранен для программ посадки лесов, что выгодно лесопромышленным компаниям.

Значение инвестиционного налогового кредита. До 1986 г. налоговый кредит предоставлялся корпорациям для вложения в определенные виды зданий, сооружений и оборудования (но не в приобретение земли). Кредит предоставлялся в момент ввода основных средств в эксплуатацию. Объем общего кредита на торгово-промышленную деятельность ограничен — не более 85% от суммы годового подоходного налога. Любая сумма неиспользованного налогового кредита может быть использована в последующие 15 лет. После 1987 г. на будущий период могло быть перенесено только 65% инвестиционного налогового кредита. Для многих компаний инвестиционный налоговый кредит был главной причиной сокращения реальной ставки налога.

Пример. В 1985 г. компания Georgia Pacific Corporation имела реальную ставку налога 33%, тогда как законом в то время была установлена ставка 46%. 10 процентных пунктов сокращения ставки налога были обеспечены инвестиционным налоговым кредитом. На 10 процентных пунктов сократилась ставка налога в связи с применением правил о ставке налога на прирост капитала к доходу, полученному от роста цен на древесину, а на 7 процентных пунктов налог вырос из-за подоходных налогов штата и по другим причинам (46% — 10% — 10% + 7% = 33%).

Иностраный налоговый кредит. Иностраный налоговый кредит предоставляет собой право корпораций сокращать налоговые обязательства в США на сумму подоходных налогов, уплаченных за рубежом. На этот кредит не имеют права иностранные торговые корпорации. Величина иностранного налогового кредита ограничена формулой:

$$\text{Доход, полученный за рубежом} = \text{Общий доход} \times \text{Подлежащий уплате в США подоходный налог (с некоторыми корректировками)}.$$

Эту формулу серьезно усложнил Закон о налоговой реформе от 1986 г. Теперь полученный за границей доход следует разделить между несколькими «корзинами», для каждой из которых установлен свой предел иностранного налогового кредита. «Корзины» таковы: доход от беспроцентных инвестиций, доход от предоставления финансовых услуг, доход от нефти и газа, от морских перевозок, доход отечественных корпораций, ведущих международную торговлю, доход иностранных торговых корпораций и т.п. Это не позволяет компаниям усреднять доходы с высокими и низкими ставками налогообложения, чтобы получить максимальное значение иностранного налогового кредита.

При новой ставке подоходного налога 34% налоги США стали чуть ли не самыми низкими (в %):

Австралия	—	46
Бразилия	—	35
Канада	—	46
Франция	—	45
Германия	—	56
Италия	—	36
Япония	—	43
Корея	—	33
Мексика	—	42
Испания	—	35
Великобритания	—	35

В результате многим компаниям придется платить в виде иностранных подоходных налогов большие суммы, чем они могут получить налогового кредита по ставке 34%.

Распределение понесенных в США процентных издержек. Закон 1986 г. создал новые правила распределения понесенных в США процентных издержек между доходами, извлекаемыми в США и за границей. Теперь распределение будет пропорционально соотношению отечественных и иностранных активов. Новые правила дали четырехлетнюю отсрочку для долгов, созданных до 15 ноября 1985 г. включительно, а в целом Закон вступил в силу в 1987 г. Понятно, что некоторым компаниям необходимо было к 1987 г. сдвинуть долг на иностранные филиалы, чтобы избежать двойного налогообложения части получаемых за рубежом доходов.

Возврат денег из-за рубежа. Закон 1986 г. ввел также новые правила прозрачности, по которым должен быть известен источник денег, переводимых из зарубежного филиала американскому филиалу или материнской компании. Для некоторых компаний это внимание не к формальностям, а к содержанию сделок могло стать источником проблем.

Налоговый кредит на доходы, извлекаемые на зависимых от США территориях. Корпорации, действующие на зависимых от США территориях, в том числе в Пуэрто-Рико и на Виргинских островах, могут вместо иностранного налогового кредита воспользоваться кредитом, устанавливаемым разделом 936. Это правило является частью налогового законодательства США, применяемого к налогооблагаемому доходу, заработанному на зависимых от США территориях. Правила эти достаточно сложны, и некоторые компании обнаружили, что предлагаемые ими льготы отчасти перекрываются: 1) отсутствием возможностей для реинвестирования прибыли на этих землях и 2) крайней сложностью процедуры изымания средств, вложенных на этих территориях.

Чистые убытки от производственной деятельности. Обычно чистые убытки от производственной деятельности можно относить на прибыль, полученную за три года до года возникновения убытков или за 15 лет после этого. Когда возникают чистые убытки от производственной деятельности, их сначала относят на ближайший предыдущий год, затем на следующий за ним и т.д. Потери от национализации зарубежной собственности нельзя относить на прошлую прибыль, но в зависимости от страны — на 10 или на 20 лет вперед. Некоторые финансовые организации имеют право относить убытки на 10 предшествующих лет. Некоторые изменения в составе собственников могут иметь результатом отказ в праве относить убытки на прибыль прошлых лет.

Закон 1986 г. сильно изменил правила отнесения на другие периоды чистых убытков от производственной деятельности, налоговых кредитов и льгот после серьезных изменений в составе собственников (обычно на 50% или более за трехлетний период). Могут быть применены ограничения, устанавливаемые разделом 382, определяемые как результат умножения нормальной рыночной стоимости совокупного акционерного капитала в теряющей убытки корпорации перед сменой собственников на «долговременную ставку освобождения от налогов». Потенциальным результатом применения этих достаточно сложных правил может стать отмена очень большой части налоговых льгот и привилегий. Благодаря этому приобретение компании ради завладения суммой ее налоговых кредитов и прав на отнесение убытков на будущие периоды стало делом много более трудным и рискованным.

Признание выгод. Правила бухгалтерского учета очень строги относительно признания выгод от отнесения убытков на прибыль будущих периодов в качестве актива или сокращения пассивов. Чтобы получить право отнести убыток на будущую прибыль, нужно, чтобы компания: 1) имела настолько большие убытки, что прибыли трех предыдущих лет их не покрывали, или, что встречается чаще, 2) чтобы она терпела убытки несколько лет подряд, так что в прошлом просто нет прибыли, на которую можно было бы отнести убыток текущего года. Поэтому правила бухгалтерского учета требуют, чтобы выгоды могли получить отражение в балансе только в том случае, когда реализация выгод от перенесения убытков на прибыль будущих периодов «может быть несомненно гарантирована». Когда выгода, создаваемая убытком, оказывается реализованной, ее следует учитывать как экстраординарную статью.

Пример. В 1984 г. компания Aetna Insurance имела крупные убытки по операциям, связанным с гарантией на размещение ценных бумаг. В предыдущие три года у компании почти не было налогооблагаемого дохода, потому что она вложила все средства в необлагаемые налогом облигации. Комиссия по ценным бумагам и биржам решила, что компания не может отразить в балансе право отнести потери на прибыль

будущих периодов, так как она не в состоянии несомненно гарантировать, что эти выгоды будут реализованы. Было очевидно, что компании нужно всего лишь распродать свои не облагаемые налогом облигации и купить более доходные облагаемые налогом корпоративные акции, так что у нее появится налогооблагаемый доход, который можно будет использовать для реализации выгод от перенесения убытков на прибыль будущих периодов. Компания так и сделала. Аналитик, разобравшийся в ситуации, принял бы право отнести убытки на прибыль будущих периодов как солидный актив, законно присутствующий в балансе, и в соответствии с этим уменьшил бы отчетную сумму убытков текущего года.

Нужно соотносить убытки и отложенные налоги. Поскольку сегодня закон позволяет относить убытки на прибыль последующих 15 лет (в прошлом продолжительность будущего периода бывала много короче), аналитик, который вообще имеет веру в будущее компании, придет к выводу, что право отнесения убытков на прибыль будущих периодов представляет собой актив, который целиком или частично будет реализован.

Права отнесения на прибыль будущих периодов убытков, инвестиционного налогового кредита и иностранного налогового кредита могут быть реализованы, а значит, и признаны надежными активами, когда у компании есть значительные отложенные обязательства по подоходному налогу. В таких случаях, когда возникнет налогооблагаемый доход и наступит время погашения отложенных налоговых обязательств, последние будут перекрыты разного рода правами на погашение прошлых убытков за счет прибыли будущих периодов. В любом случае отложенные налоговые обязательства устраняются, так как: 1) если возникает налогооблагаемый доход, он будет перекрыт правом на погашение прошлых убытков и другими такими же активами, и платить налоги не придется; 2) если налогооблагаемый доход не возникнет, платить налог опять-таки не придется. В любом случае наличие прав отнести прошлые убытки и другие подобные активы на будущие периоды означает, что налог платить не придется.

Пример. В годовом отчете за 1985 г. компании Acme-Cleveland Corporation в примечании к налоговой декларации было сказано: «На 30 сентября 1985 г. корпорация имела право ежегодно гасить за счет обязательств по федеральному подоходному налогу убытки от производственной деятельности на сумму 640 тыс. дол. (право истекает в 1999 г.), инвестиционный налоговый кредит на сумму 1300 тыс. дол. (право истекает в 1998—2000 гг.), иностранный налоговый кредит на сумму 1160 тыс. дол. (право истекает в 1986—1990 гг.)». Общая сумма прав на погашение за счет обязательств по федеральным налогам составляла почти 25 млн дол. При этом в балансовом отчете на 30 сентября 1985 г. были показаны обязательства по отложенному подоходному налогу на 382 млн дол., так что не приходилось сомневаться, что ежегодные

права на погашение убытков и кредитов на сумму 3,1 млн дол. могут быть использованы для снижения налоговых платежей. Занесенные в баланс права на погашение убытков и кредитов за счет будущей прибыли, превышающие потребность в погашении текущих налоговых платежей, не следует использовать для уменьшения отложенных обязательств по налогам, поскольку последние с точки зрения налогового учета не существуют.

Права отнести потери и кредиты на счет будущей прибыли следует переносить на убыточные годы. Нет оснований рассматривать сокращение налоговых платежей за счет прошлых убытков или налогового кредита как часть прибыли текущего года. Часть отчетного дохода, спасенная от налогов прошлыми убытками, ни в каком смысле не является «нормальным результатом» года, поскольку нельзя рассчитывать, что в будущем эти права сохранятся сколь угодно долго и станут элементом способности компании получать прибыль. Аналитик должен подходить к такой налоговой экономии как к неповторяющемуся событию, которое подлежит исключению из результатов текущего года. С точки зрения составления прогнозов убытки, дающие право на возмещение за счет прошлой или будущей прибыли, следует относить на тот год, когда они имели место, а не на тот, когда реализация соответствующих прав выразилась в налоговой экономии.

Прогнозируя динамику способности получать доход, следует игнорировать выгоды от права на возмещение прошлых убытков и от налоговых кредитов. Права на возмещение прошлых убытков и налоговых кредитов имеют, конечно же, значение для анализа, но не как элемент способности получать прибыль. Эти права представляют собой случайный элемент стоимости, который может добавить к величине прибыли, рассчитанной без учета соответствующего сокращения налоговых платежей, не более чем дисконтированную текущую стоимость *возможной в будущем суммарной налоговой экономии*. Иными словами, способность получать прибыль нужно прогнозировать, не учитывая возможный вклад прав на возмещение прошлых убытков и кредитов, а дисконтированную стоимость соответствующих прав следует уже потом прибавить к полученному результату.

Процент истощения. Процент истощения ископаемых запасов рассматривается в главе 14. Различие между годовым истощением по отчету и отражением этого показателя в подоходном налоге не требует ни исследований, ни корректировок. Аналитика, впрочем, могут интересовать неблагоприятные изменения этой налоговой привилегии.

Перемещаемость налоговых выгод. При некоторых обстоятельствах права на инвестиционный налоговый кредит и на сокращение налогооблагаемого дохода на величину амортизационных отчислений могут

быть перемещаемы. Перемещаемость налоговых выгод сыграла важную роль в подъеме такой отрасли, как аренда оборудования, поскольку налоговые льготы могут остаться у покупателя, могут быть переданы другим или использованы для сокращения арендных платежей арендатором.

Пример. В 1985 г. компания Agtco, Inc. продала за 120 млн дол. права на инвестиционный налоговый кредит и на ускоренную амортизацию оборудования, получив при этом примерно 33 млн дол. прибыли. Продажа была произведена в соответствии с правилами арендных операций («safe-harbor» leasing transactions) и в силу этого ради налоговых выгод была оформлена как продажа с получением обратно в аренду. В годовом отчете эта операция была обозначена как «продажа налоговых выгод», поскольку только они и были проданы. Соответствующие активы представляли собой нефтепромысловое оборудование, компьютеры и сталелитейное оборудование, которое осталось на балансе и будет самортизировано ради отчета перед акционерами. Поскольку у компании Agtco уже были права на погашение убытков за счет прибыли будущих периодов на сумму 775 млн дол., в ближайшее время налоги не представляли для нее проблему, а значит, и налоговые льготы, создаваемые амортизационными отчислениями, ей не были нужны.

Такого рода сделки были предметом критики, особенно в тех случаях, когда арендодателю удавалось полностью или большей частью уйти от налогов. Например, компанию General Electric критиковали за то, что она «не платит налоги по-честному». Но дело в том, что арендодатель платит налоги через проводника — через арендатора. Если амортизационные платежи достаются арендодателю, значит, у арендатора на ту же величину возрастает сумма налогооблагаемой прибыли. Видимо, General Electric критикуют за слишком высокое качество налогового планирования.

Отрасли с особым налоговым статусом. Мы уже говорили о выгодах, даваемых некоторым отраслям правилами о процентной оценке истощения недр и другими особыми налоговыми правилами. Есть еще ряд отраслей, для которых действуют особые налоговые правила — это, например, ссудосберегательные компании, коммерческие банки, компании по страхованию имущества и от несчастных случаев, а также регулируемые инвестиционные компании.

Ссудосберегательные компании. Ссудосберегательным компаниям и ряду других сберегательных организаций разрешено сокращать налогооблагаемый доход на сумму дивидендов, выплачиваемых вкладчикам или владельцам счетов. Этим организациям также разрешено создавать резервы для погашения безнадежных ссуд, используя при этом один из трех методов: 1) в соответствии с прошлым опытом непогашения кредитов; 2) в процентах к выданным ссудам, как в коммерческих банках с активами, не превышающими 500 млн дол.; или 3) в процентах к нало-

гооблагаемому доходу. В качестве резерва по портфелю закладных они могут использовать 8% (до 1987 г. — 40%) налогооблагаемого дохода.

Ссудосберегательным компаниям не разрешено сокращать налогооблагаемый доход на величину страховых взносов в Федеральную корпорацию страхования ссудосберегательных организаций, хотя в большинстве других случаев страховые взносы подлежат вычету. С 1987 г. проценты по ссудам на покупку не облагаемых налогом облигаций больше не могут быть вычтены из налогооблагаемого дохода.

Коммерческие банки. До 1987 г. величина резервов на покрытие невозвратных кредитов могла составлять:

- 0,6% на конец года, или
- максимальную сумму, достигнутую в прошлом, или
- пятилетнюю скользящую среднюю величину резервов в данном банке.

Завышенные резервы на невозврат кредитов создают налоговую привилегию, поскольку позволяют использовать минимальную ставку налога. С 1987 г. банкам с активами более 500 млн дол. запрещено создавать резервы на покрытие безнадежных долгов. Теперь им приходится использовать особые методы списания. Процентные расходы на владение облигациями, не облагаемыми налогом, больше нельзя вычитать из налогооблагаемого дохода. Раньше можно было вычитать 80% этих процентных расходов.

Компании по страхованию имущества и от несчастных случаев. До 1987 г. компании по страхованию имущества и от несчастных случаев могли вычитать из налогооблагаемого дохода прирост резервов по страховым обязательствам. После 1987 г. стали вычитать только 80% прироста. Кроме того, в налогооблагаемый доход за 1987—1991 гг. должна была войти сумма, равная 22% от остатка резервов по страховым обязательствам на начало 1987 г.¹ Закон о налоговой реформе 1986 г. существенно изменил правила обращения с резервами на покрытие потерь, включая требование сократить резервы на покрытие потерь и расходы на покрытие потерь, а также вычеты для увеличения резервов на 15% от сумм, освобожденных от налогов, и на 15% от выплат дивидендов по акциям и облигациям, купленным после 7 августа 1986 г., вычитаемых из налогооблагаемого дохода.

Регулируемые инвестиционные компании. Валовой доход инвестиционных компаний почти на 90% образуется поступлениями дивидендов,

¹ Конгресс явно принял давнишний подход аналитиков, заключающийся в том, что прибыль признается в момент продажи страхового полиса, не ожидая подтверждения того, что прибыль действительно существует. В последние годы большинство аналитиков, работающих со страховыми компаниями, отказались от этого подхода, и мы горячо надеемся, что страховые компании не станут использовать этот подход в своей практике бухгалтерского учета.

процентов по облигациям, ростом курса ценных бумаг и т.п. 97% своего обычного дохода и 90% дохода от роста курса ценных бумаг они распределяют среди своих акционеров и тратят на оплату других обязательств. Эти средства не облагаются подоходными налогами. Эти компании платят подоходный налог только с нераспределенной прибыли. Как и частные лица, регулируемые инвестиционные компании могут сокращать налогооблагаемый доход на сумму определенных издержек по инвестициям (используя критерии, обозначенные в разделе 212) при условии, что они превосходят 2% от скорректированного валового дохода. Правила, ограничивавшие прежде извлечение прибыли от ценных бумаг, находившихся в собственности компаний менее трех месяцев, были смягчены в 1986 г., что позволяет теперь этим компаниям использовать для хеджирования опционы, фьючерсные и форвардные контракты. Трастовые компании по вложению в недвижимость также могут платить налог по схеме, созданной для регулируемых инвестиционных компаний, но только при соблюдении ряда специальных правил и ограничений.

Нефтяные и газовые компании. Небольшие независимые нефтяные и газовые компании имеют право ежегодно зачислять в амортизационные фонды определенный нормативный процент истощения подземных запасов. Большие интегрированные компании такого права не имеют. Закон 1986 г. отменил вычеты на процент истощения из лизинговых платежей, выплаченных вперед роялти и других подобных платежей. Начиная с 1987 г. большие интегрированные компании обязаны капитализировать 30% нематериальных издержек на бурение на территории США и равномерно амортизировать эти расходы за пять лет. Прежде требовалось капитализировать 20% этих расходов. Нематериальные расходы на бурение за пределами США обязаны капитализировать и равномерно амортизировать за десятилетний период даже малые независимые производители. Либо эти компании могут выбрать обычный метод амортизации величины истощения запасов. Нефтяные и газовые компании обязаны платить также налог на непредвиденную прибыль, которая представляет собой скорее акцизный, а не подоходный налог. Но правила при этом таковы, что налог этот выплачивается именно с налогооблагаемого дохода. Ставки этого налога для больших нефтяных компаний составляют от 30 до 70% с превышения цены, полученной за «старую» нефть, над базовой ценой для такого типа нефти, при этом сбор не может превышать 90% от чистой прибыли, получаемой от каждого проданного барреля нефти. В 1980 г., когда Закон вошел в действие, базовые цены намного превышали расходы на добычу, так что доллары, с которых взимался этот акцизный сбор, представляли собой налогооблагаемый доход. Аналитик, которого интересуют эти компании, должен найти налоговые формы 720, 6047 и 6458, а также инструкции к ним.

Налогообложение отдельных отраслей. Описанные выше налоговые льготы и наказания, действующие в ряде отраслей, важны для этих отраслей и для работающих в них компаний. Компании, пользующиеся льготным налоговым режимом, всегда под угрозой того, что в будущем закон отнимет у них все привилегии, а компании, облагаемые неоправданно суровым налогом, могут надеяться на смягчение налогового бремени. Понятно, что прогноз прибылей должен учитывать возможность изменения налогового режима. Аналитика должны интересоваться тенденции не только экономического, но и политического развития, и порой может оказаться оправданным учет в долгосрочных прогнозах изменений Налогового кодекса, которые представляются достаточно вероятными.

Различие между отчетным доходом и налогооблагаемым доходом

Руководство компании имеет возможность при желании сделать так, что показатели отчетного дохода и налогооблагаемого дохода будут не совпадать. Другие различия между этими показателями возникают из-за несовпадения правил бухгалтерского учета и налогового законодательства. Ниже дан обзор налоговых последствий используемых корпорациями методов учета.

Амортизация. Для анализа отчета о прибылях и убытках большое значение имеет несовпадение между отчетным значением амортизационных начислений и той величиной, которая вычитается из дохода. Прежде корпорации могли проявлять при выборе методов амортизации весьма большую свободу, но сегодня в публикуемых отчетах величина амортизационных отчислений устанавливается с помощью прямо пропорционального метода, а для налоговых целей используют методы ускоренной амортизации, подробно описанные в главе 14.

Нерепатрированная прибыль. Прибыль, полученная дочерними предприятиями американских компаний за рубежом или на территориях, находящихся под управлением США, не облагается налогом до тех пор, пока соответствующие суммы не попадают на территорию США. В главе 16, в разделе, посвященном прибыли зарубежных дочерних предприятий, рекомендован метод учета отложенного налога для такого рода прибыли.

Амортизация капитализированных издержек. В главе 14 рассмотрены налоговые эффекты, возникающие в результате капитализации некото-

рых расходов и их последующей амортизации. В качестве примеров рассматривались: 1) нематериальные издержки на бурение в нефтяных и газовых компаниях и 2) расходы на разведку и обустройство горно-рудных месторождений. Прежде всего, аналитик должен обеспечить, чтобы против такого рода выгод был создан некий эквивалент отложенных налогов, а также он должен позаботиться, чтобы отчетность компаний была сопоставимой.

Капитализация процента. Процентные расходы, понесенные в ходе приобретения и установки оборудования и других сооружений, на ввод в действие которых требуется много времени, подлежат капитализации и постепенному списанию за срок эксплуатации соответствующих активов. Компании имеют возможность с достаточной гибкостью определять сумму капитализируемых процентов. Действующие налоговые правила требуют, чтобы срок амортизации капитализированных процентов не превышал 10 лет. В ряде случаев в отчетах для акционеров указываются другие сроки амортизации капитализированных процентов, чем в налоговых декларациях. Эти расхождения сроков порождают такие же результаты, как отложенные налоги. В настоящее время закон не обязывает компании раскрывать схему амортизации капитализированного процента. Для получения этой информации аналитик должен обращаться прямо в компанию.

С точки зрения аналитика, капитализированный процент, так же как и его аналог — компенсация вложений собственных средств в строительство и их налоговые последствия, подлежат полному устранению из балансов и отчетов.

Продажа в рассрочку. Для налоговых целей важным источником прибыли будущих периодов является продажа в рассрочку. До Закона 1986 г. в отчетную прибыль засчитывались только полученные порции платежей. Компании же практически всегда указывали в финансовых отчетах полную прибыль (как если бы все деньги были уплачены в момент продажи), а разница между показанным и действительно уплачиваемым налогами создавала отложенные налоговые обязательства. Закон 1986 г. запретил использование этой практики для публичных акционерных компаний и для недвижимости, продаваемой по схеме револьверного кредита. Отказ от этого метода учета ведет к следующей схеме перераспределения прибыли по периодам: 15% — в первый год, 25% — во второй, по 30% — в третий и четвертый годы. Тем не менее аналитики рассматривают результат большей части продаж в рассрочку как истинный доход, делая исключения для явно злонамеренных сделок с недвижимостью.

Резерв на покрытие невозвратных долгов. Закон 1986 г. отменил метод создания резервов на покрытие невозвратных долгов, который способствовал выравниванию отчетной прибыли, а также заменил его особым

методом списания. Пока не изменятся правила бухгалтерского учета, большинство компаний будут, скорее всего, использовать резервы на покрытие невозвратных долгов в отчетах перед акционерами. Мы приветствуем отмену резервов на покрытие безнадежных долгов, поскольку дебиторская задолженность не может быть продана без скидки на ожидаемые потери. Однако в большинстве случаев не стоит тратить усилия на корректировку счетов.

Учет выполненных контрактов. В прошлом в большинстве случаев работающие по контрактам компании в отчете акционерам сообщали о проценте выполненных работ, а в налоговой декларации указывали полную стоимость контракта, что создавало различия между показателям балансовых отчетов и налоговых деклараций и тем самым порождало отложенные налоги. Закон 1986 г. разрешает учитывать 60% отчетного дохода по методу выполненных контрактов, по которому можно выбирать минимальную ставку налога, и устанавливает более жесткие правила капитализации затрат, которые изменяют подход к начислению налогов по методу процента выполнения контракта. Но если компании будут и впредь использовать для отчетов традиционный метод процента выполнения контракта, большие различия между показателями налоговых деклараций и балансовых отчетов сохранятся.

Аналитики всегда мучились с учетом процента выполнения контракта, поскольку при этом прибыль целиком зависит от субъективных оценок. Неточные оценки и недобросовестность слишком часто заканчиваются громадными списаниями. Таким образом, возникает вопрос: можно ли считать компании, использующие этот метод, достойными объектами для инвестирования?

Капитализация себестоимости продукции. Закон 1986 г. во многом изменил правила бухгалтерского учета. Введение новых правил было начато в 1987 г. и растянулось на четыре года. Правила бухгалтерского учета требуют относить на себестоимость продукции хотя бы часть заводских накладных расходов. Многие аналитики полагают, что уже сейчас слишком много расходов за период и накладных расходов входит в себестоимость продукции, что ведет к неоправданному сглаживанию динамики прибыльности. Конгресс принял концепцию «полного включения издержек» и тем самым превратил ее из дурной привычки в закон страны. Теперь подлежат включению в калькуляцию затрат на продукцию, например, следующие статьи:

- превышение амортизации для налоговых целей над балансовой амортизацией;
- затраты на складское хранение;
- общие и административные расходы, носящие случайный характер для общего направления деятельности налогоплательщика;

- налоги на недвижимость и ее страхование;
- потери из-за забастовок, производственного брака, исправления бракованной продукции и неисправимого брака.

Мы надеемся, что эти статьи все-таки не войдут в финансовую отчетность. У аналитика почти не останется средств для приведения в порядок отчетности компаний, потому что уже сегодня трудно понять, что именно включается в стоимость запасов. По имеющимся оценкам, эти и ряд других изменений правил бухгалтерского учета в период 1987—1991 гг. должны были привести к поступлению в бюджет дополнительно 60 млрд дол.

Уценки. Крупномасштабные уценки и реструктуризация неприбыльных секторов производства и производственных линий обычно ведут к появлению больших различий между показателями баланса и налоговых деклараций. Например, в 1985 г. компания Mobil Corporation создала резерв в 775 млн дол. для реструктуризации дочерней компании Montgomery Ward, которая ведет розничную торговлю. В связи с этой операцией обязательства по отложенным налогам были сокращены на 227 млн дол. Цифры свидетельствуют: расчет был на то, что часть потерь будет отнесена на обычный доход, а часть — на потери капитала. По новому Закону все будет отнесено на обычный доход.

Репутация фирмы. Амортизация репутации фирмы не подлежит вычета из налогооблагаемого дохода, но когда филиал продают или ликвидируют, репутация учитывается в составе облагаемых налогом поступлений. В главе 19 даны рекомендации аналитикам, как удалить из счетов саму репутацию и ее амортизацию.

Досрочное погашение долга. Выгода от погашения долга является обычным доходом, но платежеспособные корпорации в состоянии избежать налога, если они идут на сокращение налогов по амортизируемым активам. В результате уплата налогов отложена, но в последующие годы она произойдет в силу того, что снизятся амортизационные отчисления из налогооблагаемого дохода. Потери от погашения долга обычно сразу и полностью отражаются в налоговых документах.

Необъяснимые расхождения — спроси у компании. Аналитик достаточно регулярно наталкивается на расхождения между отчетным доходом и налоговыми платежами, которые он не в силах объяснить. Понятно, что реальная ставка налога всегда отличается от той, что установлена законом. Примечания, по крайней мере теоретически, должны делать отчеты понятными, но и здесь не всегда удается найти ответ. Если аналитик хочет найти объяснение, ему нужно обратиться к компании. Обычно он получает ответ.

Отложенные подоходные налоги

Удержание отложенного налога

Некоторые утверждают, что отложенные подоходные налоги не являются обязательствами, поскольку это — налоги на еще не заработанный налогооблагаемый доход, а потому не может существовать такого пассива или расхода, как обязательства по отложенному налогу. Но отказ от отражения в балансе обязательств по отложенным подоходным налогам не согласуется с современными правилами бухгалтерского учета. Сегодняшняя модель бухгалтерского учета (иногда неточно называемая учетом «фактических затрат») исходит из фундаментального принципа, что балансовая величина актива должна быть *возмещаемой суммой*, а балансовая величина обязательства (пассива) должна быть в конечном итоге выплачена (игнорируя начисление в будущем процентов).

Можно показать чисто математически, что если все активы и обязательства компании будут собраны или оплачены деньгами *по их балансовой оценке*, тут же возникнет необходимость оплатить обязательства по отложенным налогам. Сказать, что отложенный налог не является обязательством (пассивом) — это то же, что заявить, что балансовая величина активов выше, чем доход, который они принесут в будущем, или что балансовая величина пассивов ниже, чем суммы, которые нужны для их погашения.

Отложенные налоги приходится платить. Налогооблагаемый доход будет получен! Смотри, к примеру, в главе 14 таблицу 14.2, конец третьего года. Поступление 150 дол. в покрытие балансовой величины актива гарантирует, что 51 дол. отложенных налоговых обязательств нужно будет выплатить. Поскольку в последние три года невозможны никакие сокращения налоговых начислений, когда будут собраны последние 150 дол. балансовой стоимости актива, они и станут налогооблагаемым доходом.

Для проведения большей части налоговых корректировок используют установленную законом ставку налога. Приводя отчет о прибылях и убытках компании в такой вид, чтобы сделать амортизационные расходы сопоставимыми, нужно при разрешении проблем с вычислением обязательств по отложенным налогам очень внимательно изучить примечания к подоходным налогам. Если предметом амортизации являются только отечественные активы, аналитик может для получения приблизительной оценки налоговых последствий умножить величину поправки к амортизационным отчислениям на 34% плюс еще сколько-то, чтобы учесть налоги штатов и муниципальные. (Для вычислений, относящихся к 1987 г. и предшествующим годам, нужно брать тогдашнюю ставку

налога 46%; для 1988 г. следует использовать промежуточную ставку 40%, а 34% применять только с 30 июня 1988 г.) Вычисленные таким образом налоговые издержки могут потребовать корректировки величины отложенных налоговых обязательств в отчете о прибылях и убытках и в балансовом отчете, поскольку величина уже уплаченных налогов остается неизменной.

Обязательства по отложенным налогам

Обязательства по отложенным налогам реальны, но они остаются для аналитика источником проблем. Отчасти затруднения возникают потому, что отложенные налоги порой представляются обязательствами, по которым никогда не приходится платить. Большинство компаний растут и регулярно заменяют изношенные основные средства новыми. Эти новые вложения создают новые отложенные обязательства взамен старых. В результате по налоговым обязательствам платить не приходится. Сумма отложенных обязательств по налогам на правой стороне балансового отчета продолжает расти, и природа этих обязательств загадочна.

Вопрос перспективы. Проблемой является измерение величины отложенных налоговых обязательств. Большая часть долгосрочных активов и пассивов, по которым не взимается процент или взимается ничтожно малый процент, в момент отражения в учете должны быть дисконтированы к текущей стоимости. Затем начисляют проценты и получают либо процентный доход, либо процентные издержки. Но по отложенным налоговым обязательствам в силу понятных причин проценты не начисляются.

Вопросы для аналитика. Если по отложенным налогам многие годы (может быть, даже десятилетиями) платежей не происходит, у аналитика должны возникнуть вопросы:

- Не является ли счет отложенных налоговых обязательств пассивом, текущая стоимость которого близка к нулю?
- Может быть, отложенные налоговые обязательства являются долгосрочной ссудой, взятой у Министерства финансов?
- Может быть, статья «Отложенные налоговые обязательства» экономически не отличается от нераспределенной прибыли и должна стать частью собственных средств компании?

Понятно, что капитал работает на благо акционеров, а не владельцев облигаций и других кредиторов. Чтобы обеспечить сопоставимость

показателей, нужно при вычислении доходности собственного капитала и инвестиций включать обязательства по отложенным налогам в счет собственных средств компании.

Наконец, аналитику предстоит ответить еще на один вопрос: действительно ли отложенные налоговые обязательства настолько схожи с собственным капиталом, что при вычислении этих коэффициентов в составе дохода следует учитывать *изменения* отложенных налоговых обязательств?

Налоги и инвестиции

Не забывай об операциях

Налоги изменяются так часто, что аналитик иногда начинает заботиться только об одном — как бы не перепутать налоговые ставки, используемые для корректировки финансовых отчетов. Такое настроение создает две опасности. Прежде всего, при этом можно утратить внимание к природе осуществляемых фирмой операций. Но ведь именно выявление природы этих операций и составляет главный смысл анализа финансовых отчетов. Без этого анализ превращается в механический и бессмысленный процесс, результаты которого вряд ли помогут умножить доходность инвестиций.

Налоги платят люди, а не корпорации

Вторая, еще более грозная опасность заключается в том, чтобы видеть в изменениях налогов только фактор изменения прибыли. Такое понимание фактически равнозначно утверждению, что налоги платят *корпорации*. Но ведь корпорации — это просто воплощение замысла людей, способ организации и действия. Когда изменяется налог, аналитик должен поставить вопрос: *кто будет платить* прирост налога или выиграет от его снижения? Есть только три возможности — акционеры, работники и потребители. Одна из этих групп или две, или три пожнут плоды сокращения или понесет бремя роста налогов. Например, Закон 1986 г. отменил инвестиционный налоговый кредит, снизил льготы от ускоренной амортизации и понизил налог на обычный доход. Поверхностный наблюдатель скажет, что пострадают компании, делающие большие капиталовложения в основные средства, тогда как компании, которые платят налог полностью, так как не имеют права на налоговый кредит и на снижение налогооблагаемого дохода, выиграют. Но аналитик должен мыслить глубже. Если капиталоемкие компании испытывают серьезную конкуренцию со стороны иностранных компаний, они не

смогут переложить налог на своих потребителей. Но при некоторых условиях они в состоянии переложить часть дополнительного налога на своих работников. Если и это невозможно, тогда вся тяжесть налога ляжет на прибыль, а значит, на акционеров. Если компания в силу наличия патентов и неэластичности спроса на свою продукцию занимает монопольное положение на рынке, она способна переложить все бремя дополнительного налога на потребителей, а вся выгода достанется акционерам. Понятно, что многим компаниям потребуется некоторое время, чтобы осуществить сдвиг дополнительных налогов на какую-то группу участников — владельцев, работников или потребителей, но хороший анализ относительной силы каждой группы поможет понять, кто же в конечном итоге будет платить за всех. Налоги платят *люди*, а не такие юридические фикции, как корпорации.

Глава 18

Анализ баланса

Баланс

Баланс компаний заслуживает куда большего внимания, чем готов уделять ему Уолл-стрит. Ниже перечислены шесть видов информации, которые важны для инвестора и которые можно почерпнуть из анализа балансового отчета:

- 1) информация о том, как компания вкладывает капитал и какое место в структуре капитала занимают обыкновенные акции и старшие долги;
- 2) о силе или слабости состояния оборотных средств;
- 3) подтверждение величины прибыли, указанной в отчете о прибылях и убытках;
- 4) данные для проверки того, насколько в действительности преуспевает компания и сколько она зарабатывает на вложенный капитал;
- 5) информация для анализа источников прибыли;
- 6) информация для анализа долговременного соотношения способности получать доход и стоимости активов, а также для анализа динамики финансовой структуры.

Форма баланса

Обычно в балансе все активы представлены на левой стороне формы, а все обязательства, статьи капитала и прибыль — на правой. (В Англии — наоборот.) Другой и иногда более информативный метод компоновки данных можно встретить в отчетах корпораций, которые получают величину капитала и прибыли, вычитая пассивы из активов. Они же дают более внятную картину состояния оборотных средств, поскольку у них прямо за текущими активами идет перечень текущих пассивов. Некоторые корпорации обозначают эту форму как *Отчет о финансовом положении* и дают его как приложение к обычному балансу.

Компоновка информации, конечно, дело вкуса, но мы советуем аналитику поэкспериментировать с формой, представленной в таблице 18.1. Для иллюстрации мы перекомпоновали балансовый отчет за 1985 г. компании Bristol-Myers. При этом в соответствии с собственными рекомендациями устранили статью «Репутация компании» (на сумму 163,9 млн дол.) и пересчитали обязательства по привилегированным акциям — от 1 дол. по номиналу перешли к более обоснованной величине 50 дол. по ликвидационной стоимости. Для экономии места мы укрупнили статьи баланса.

**Таблица 18.1. Балансовый отчет компании Bristol-Myers
в нашей компоновке, на 31 декабря 1985 г. (в тыс. дол.)**

Основные фонды		
Консолидированный долг		114 200
Другие пассивы		77 300
Отложенные подоходные налоги		81 700
Двухдолларовые конвертируемые привилегированные акции, номинал 1 дол. 165 143 акций по 50 дол.		<u>8 300</u>
Первоочередные обязательства, всего		281 500
Обыкновенные акции (в обращении 138 048 132)		<u>2 278 800</u>
Основные фонды, всего		2 560 300
Состав фондов:		
Текущие активы	2 502 200	
Минус текущие пассивы	<u>997 000</u>	
Оборотные средства		1 505 200
Среднесрочные активы, нетто		129 300
Основные средства по первоначальной стоимости	1 482 400	
Минус амортизационные отчисления	(556 600)	
Основные средства по остаточной стоимости		<u>925 800</u>
Итого		2 560 300

Текущие активы и пассивы

Поскольку предполагается, что читатель знаком с бухгалтерским учетом, мы не будем детально рассматривать все статьи баланса, но поговорим только о том, что требует специальных знаний или, что встречается чаще, особого подхода со стороны аналитика.

Что такое «текущие»

В промышленных, торговых компаниях и компаниях сферы обслуживания активы и пассивы разделяют на текущие и долгосрочные. Такого деления, как правило, нет в электроэнергетических компаниях, банках, страховых и других финансовых компаниях. Слово *текущий* означает активы и обязательства (пассивы), которые подлежат обращению в деньги или оплате деньгами в течение не более 12 месяцев или за время производственного цикла (если он длится более 12 месяцев). Например, обычно сигаретный табак перед продажей выдерживают в течение трех лет. Поэтому запасы табака относят к текущим активам. Точно так же подлежащие выдержке вина, ликеры и коньяки, долгосрочные строительные проекты и т.п. создают текущие активы, которые не будут обращены в деньги в течение 12 месяцев, поскольку для них нужно больше времени. Но существующая практика такова, что даже когда пассив является элементом производственного цикла, его относят к текущим только по критерию реализуемости в течение 12 месяцев. Например, обязательство по предоплате или запас материалов по долгосрочному контракту на строительство обычно будут отнесены к категории долгосрочных активов.

Текущие активы и продолжительность. Деление активов на текущие и длительные намечает срок, в течение которого можно ожидать, что при нормальном ходе дел этот актив будет обращен в деньги. Продолжительность есть показатель риска, до известной степени родственный показателю срока погашения. Продолжительность дебиторской задолженности может быть равна нескольким дням или месяцам. Продолжительность запасов может измеряться месяцами или даже годами. Для основных средств и долгосрочного долга продолжительность измеряется годами и десятилетиями.

Продолжительность и риск. Рискованность активов с большой продолжительностью наглядно видна в случае облигаций, потому что чем дольше срок погашения, тем более сильные изменения цен создают данные изменения процента. Хотя в случае зданий, сооружений и оборудования наличие такого риска не столь очевидно, но он и здесь присутствует. Как и в случае с облигациями, цены зданий, сооружений

и оборудования отражают среднюю дисконтированную текущую стоимость будущих доходов. Текущие активы повышают ликвидность. Отношение суммы текущих активов к сумме баланса можно использовать как показатель риска. Чем дольше ждать дня, когда актив опять обратится в денежную форму, тем больше вероятность, что что-либо пойдет не так. Поэтому аналитик подойдет к анализу текущих активов, отношения суммы текущих активов к сумме баланса и коэффициента ликвидности (отношение текущих активов к текущим пассивам) с позиций оценки риска и ликвидности.

Текущие активы

Деньги и приравненные к ним средства. В состав текущих активов входят деньги и приравненные к ним средства, счета дебиторской задолженности и товарные запасы. Некоторые позиции, такие, как государственные облигации, компании иногда выделяют и показывают отдельно. Порой их держат для покрытия пассивов, которые не отнесены к категории текущих.

Пример. Баланс компании IBM в разделе долговременных активов содержал статью «Инвестиции и другие активы». Примечание к статье сообщало, что внутри статьи были облигации США на сумму 503 млн дол. Данных о сроках погашения не было.

Включая портфели высоколиквидных ценных бумаг. Когда компания владеет портфелем ценных бумаг инвестиционного класса, приравненные к деньгам активы могут входить в состав портфеля и считаться долговременным (нестекующим) активом. Не существует формального определения того, что такое *приравненные к деньгам средства*. Мы полагаем, что есть смысл включать в состав текущих активов деньги, а также временное инвестирование их в высококачественные, с близкими сроками погашения инвестиционные инструменты (так называемые «и приравненные к деньгам средства»), если компания в состоянии контролировать эти вложения.

Исключить пенсионные активы. Но даже если бы ради некоторых вычислений мы включили пенсионные фонды компании в ее баланс, мы не стали бы относить приравненные к деньгам средства пенсионных фондов к текущим активам. У компании есть, конечно, возможность вернуть из пенсионного фонда избыточно внесенные активы, но процесс этот очень сложен, требует одобрения Федеральной корпорации по гарантиям пенсионных выплат, и может оказаться очень затянутым. Поскольку доступ к этим «почти деньгам» крайне затруднен, мы не считаем разумным объединение их с другими денежными средствами компании.

Вознаграждающие балансы могут оказаться недоступными. Аналитик должен осознавать, что деньги банка не всегда «доступны». Некоторые соглашения с банками о кредите включают условие, что компания будет *всегда* держать на счету «вознаграждающий баланс» в размере,

скажем, 10% суммы кредитной линии плюс еще 10% от суммы действительно заимствованных средств. Банк может даже настоять на том, что эти средства должны храниться в виде беспроцентных депозитных сертификатов. В других случаях соглашение о вознаграждающем балансе требует лишь того, чтобы средние остатки по счету не опускались ниже установленного уровня. В любом случае, деньги, скованные в вознаграждающих балансах, трудно использовать для погашения обязательств. Информация о величине и условиях вознаграждающих балансов постепенно расширяется.

Расходы на страхование жизни. Выкупная стоимость договоров о страховании жизни, которая бывает очень внушительной суммой, прежде, как правило, относилась к текущим активам, но сегодня почти с той же единообразностью относится к долговременным активам. Аналитик не ошибется, если для некоторых вычислений, например для установления текущей стоимости всех активов компании, он включит их в состав текущих активов.

Дебиторская задолженность. Задолженность покупателей по расчетам за вычетом резервов на невозврат кредитов относят к текущим активам, хотя срок погашения задолженности может превышать 12 месяцев, как, например, в случае векселей с погашением в рассрочку. Такие векселя с погашением в рассрочку продают финансовым компаниям, посредникам или банкам с правом полного или частичного регресса, то есть продавец до некоторой степени берет на себя ответственность за неплатеж. Сумма такого рода обязательств об обратном выкупе и о сумме непогашения показывается в примечаниях. Некоторые аналитики предпочитают плюсовать эти величины и к сумме дебиторской задолженности и к сумме текущих пассивов, чтобы получить более ясную картину финансового положения компании. Представим себе следующие обстоятельства:

1. Обязательства об обратном выкупе ограничены, скажем, 10% от суммы дебиторской задолженности.
2. До сих пор уровень непогашенной задолженности перед компанией был существенно меньше 10%.
3. Владелец дебиторской задолженности не имеет возможности принудить продавца к обратному выкупу.

Мы полагаем, что в этих ситуациях следует признавать в качестве активов и пассивов только ожидаемые потери по регрессу, но не более 10%. Никакой консерватизм не требует признания обязательств, когда можно просто от них отказаться.

Но никогда не показывайте потери. Разработан целый набор операций, позволяющих не убирать с баланса активы и пассивы, но, напро-

тив, сохранять их в балансе, чтобы избежать признания потерь. Поскольку такого рода операции разработаны, чтобы скрывать информацию, а не открывать ее, аналитик, который сумеет сделать соответствующие поправки, может считать себя триумфатором.

Адекватность резервов на покрытие потерь. Если дебиторская задолженность есть важная часть операций компании, следует уделить особое внимание анализу резервов на покрытие потерь и издержкам на возврат долгов. Если в годовом отчете не хватает нужной информации, аналитику стоит заглянуть в раздел VIII формы 10-К. Нужно провести сопоставление с другими компаниями, работающими в том же бизнесе. Бывают крайние ситуации, когда сумма дебиторской задолженности оказывается резко преувеличенной. Следует помнить, что потери от невозврата кредитов цикличны, так что потери растут, когда срок погашения значительной части дебиторской задолженности приходится на пик кризиса, и уменьшаются в момент циклического подъема.

Пример. Корпорация Hilton Hotels в приложении VIII к форме 10-К, *Valuation and Qualifying Accounts*, показала следующую информацию о резервах на покрытие сомнительных счетов (в дол.):

Год	Начислено в резервный фонд	Расходы из резервного фонда
1985	4 176 000	2 679 000
1984	2 037 000	3 080 000
1983	2 055 000	4 856 000

Причиной изменчивости успехов в сборе долгов были прежде всего операции казино, принадлежащих компании. В 1983 и 1984 гг. фонд на покрытие потерь был существенно меньше, чем действительные потери, и только в 1985 г. равновесие начало восстанавливаться. В то время как сумма потерь резко снижалась, резервный фонд расширялся. Но учитывая тот факт, что потери в 1983 г. были велики, аналитик, вероятно, задался бы вопросом: достаточен ли запас прочности у сальдо по счету на конец 1984 г. (3 139 000 дол.)? Компания явно пришла к тому же выводу. В конце 1985 г. резервный фонд был увеличен до 5 174 000 дол.

Товарные запасы. Из общей суммы товарных запасов все чаще выделяют материалы, незавершенную продукцию и готовую продукцию. Дополнительная детализация открывает возможности для использования новой техники анализа и определения:

- оборота запасов готовой продукции (того единственного, что бывает продано!);
- снабженческой политики;
- способности предугадывать изменение цен на исходные материалы;
- экономичности производства и наличия проблем.

При анализе большинства коэффициентов следует включать резервы по ЛИФО. Если учет запасов ведется по методу ФИФО, следует плюсовать резервы по ЛИФО при вычислении таких коэффициентов, как: текущие активы на акцию; рентабельность собственного капитала, инвестированного капитала и оборот запасов готовой продукции. Но легко убедиться, что когда нужно прогнозировать прибыльность продаж или влияние перемешивания слоев на чистую прибыль, то лучше, если учет резервов ведется по методу ЛИФО.

Сомнительные текущие активы

Правила отнесения активов к разряду текущих следует ужесточить, чтобы исключить сомнительные ситуации. Например, подлежащие амортизации основные средства (такие, как бульдозеры) иногда попадают в текущие активы только на том основании, что их предполагают списать по завершении долгосрочного строительного проекта, а долговременные активы могут оказаться в составе текущих потому, что компания намерена продать их в течение ближайших 12 месяцев. Если одним из критериев категории «текущие» является потребление в течение одного производственного цикла, тогда нужно уточнить понятие производственного цикла. Понятно, что одновременно осуществляются множество разных производственных циклов. И не стоит позволять производителю оборонной продукции устанавливать продолжительность производственного цикла в 30 лет только на том основании, что он продолжает поставлять запасные части для самолетов или подводных лодок!

Пример. Корпорация Топка в годовом отчете за 1984 г. в разделе текущих активов сообщала «Активы, предназначенные к продаже (примечание 7) 4,4 млн дол.». В примечании 7, в частности, говорится: «В 1984 г. предназначены к продаже административные здания и производственные мощности, расположенные в Спринг Парке, штат Миннесота». У покупателя было право задержать сделку на период до трех лет. Недвижимость была продана в феврале 1985 г. примерно за 5 млн дол.

Внебалансовое финансирование. Компании предпочитают убирать долг с баланса. Для этого нужно переместить активы. Нужно быть внимательным к целому ряду операций, которые нацелены на вывод долга за пределы баланса, но которые одновременно могут вывести за баланс такие статьи, как товарные запасы или дебиторская задолженность. Такого рода деятельность стала настолько распространенной, что возник даже новый словарь, включающий такие, к примеру, понятия:

- нефилиальские филиалы;
- не облагаемые налогом привилегированные облигации;
- облигации, обеспеченные пулом ипотек;
- облигации, обеспеченные ссудами на покупку автомобилей;
- не связанный со сбытом сбыт.

Текущие обязательства

В состав текущих обязательств входят все обязательства, подлежащие погашению в течение года и теоретически, но не на практике, возникающие и погашаемые в рамках производственного цикла. Сюда включают серийные облигации или векселя, подлежащие погашению в текущем году, а в некоторых случаях и часть выпусков долговременных облигаций, подлежащих погашению в текущем году в результате операций выкупного фонда. Аналитику следует включить в эту категорию и те промежуточные и внебалансовые обязательства, которые подлежат оплате в течение года.

Выкупные фонды и подлежащие обязательному выкупу привилегированные акции. Обязательный выкуп привилегированных акций представляет собой такой же вероятный расход денег, как и обязательный выкуп облигаций, достигших срока погашения. Если речь идет о значительной сумме, тогда стоимость подлежащих в ближайшие 12 месяцев выкупу привилегированных акций следует прибавить к сумме текущих пассивов и вычесть из статьи «Привилегированные акции в обращении». Хотя легальный платежный статус привилегированных акций ниже, чем у подлежащих погашению облигаций и налогов, полезность существующей классификации пассивов повышается, если включать сюда все возможные в ближайшие 12 месяцев расходы. Если расход вероятен, нужно показать его экономический смысл, а не правовую форму.

Оплата налогов упреждающими налоговыми векселями. Большая величина обязательств по подоходному налогу способствовала появлению инструмента, изобретенного частично для улучшения коэффициента ликвидности (отношение текущих активов к текущим пассивам), а частично — для финансирования обычного дефицита федерального бюджета. Компании покупают большое количество упреждающих налоговых векселей Казначейства США, процент по которым при погашении в срок меньше рыночного. Эти векселя можно по номиналу сдавать в оплату федеральных налогов чуть раньше срока погашения, что повышает их доходность. Поэтому корпорации и не покупают упреждающие налоговые векселя, пока не решат с их помощью выплатить налоги. Эти векселя являются законным средством покрытия налоговых обязательств, и компании должны векселя использовать именно для этого, чтобы таким образом повысить их доходность. Однако аналитик должен аннулировать эту операцию с налоговыми векселями, чтобы сделать сопоставимыми коэффициенты ликвидности компаний, использующих и не использующих эти векселя. Не все аналитики согласны с таким решением.

Долговременные активы

Здания, сооружения и оборудование

Балансовые оценки обычно консервативны. Почти во всех компаниях балансовый учет основных средств ведется по консервативным оценкам. За основу обычно берут первоначальную цену за вычетом амортизации. В силу значительного инфляционного роста цен на основные средства балансовая стоимость новых основных средств обычно намного ниже рыночной цены на то же новое оборудование. Это отчасти объясняет, почему при покупке компаний покупатели готовы платить в 1,5 или даже в 2 раза больше балансовой оценки ее основных средств. Когда при покупке компании основные фонды оценивают по рыночной цене, новая балансовая оценка зданий, сооружений и оборудования оказывается обычно намного больше, чем предыдущая.

Информация о текущей стоимости. Информация об изменении цен, которую обязаны были сдавать 1200 компаний, но которую многие подавали добровольно, позволяет на основании текущих цен оценить консерватизм балансовых оценок основных средств. Задолго до того, как появилась эта информация, аналитики ценных бумаг научились самостоятельно оценивать эти величины, узнавая у руководства, насколько они застраховали от пожара свои здания и оборудование. А если мощности компании расположены сравнительно компактно, то в налоговой инспекции всегда можно узнать стоимость земли и зданий.

Аренда. Право на аренду можно считать ценным активом, если текущая величина расчетной арендной платы за арендуемую собственность намного выше, чем установленная контрактом величина арендной платы. В прежние годы случалось, что компании достаточно произвольно выбирали величину расчетной арендной платы и в балансе учитывали арендуемые объекты как активы. Во времена финансовых невзгод права нанимателей обычно ограничены компенсацией ущерба, нанесенного арендуемой собственности. Активы такого типа следует, конечно, считать вполне нематериальными.

Вложения в развитие арендуемой недвижимости есть материальный актив. Часто бывает так, что на земельных участках, арендуемых на длительный срок, компании что-то строят. Когда истекает срок аренды (и обусловленный договором срок продления договора об аренде), строения становятся собственностью арендодателя (владельца земли). В техническом смысле арендатор не является собственником того, что он построил, поскольку строения являются частью арендуемой недвижимости. В этом смысле такие сооружения можно вполне уверенно и точно считать нематериальными активами. Но в соответствии с суще-

ством дела разумнее считать их материальным капиталовложением, а значит, и материальным активом арендатора.

Среднесрочные и более долгосрочные активы

Среднесрочные активы. Среднесрочные активы включают долгосрочную дебиторскую задолженность, инвестиции, не являющиеся ликвидными ценными бумагами, и просроченные обязательства другой стороны. Требования о возврате налогов могут быть среднесрочным активом или текущей дебиторской задолженностью — в зависимости от даты ожидаемого получения. Некоторые среднесрочные активы имеют причиной обязательства административных работников, служащих компании либо дочерних компаний.

Долгосрочные активы

Инвестиции. Большая часть вложений в дочерние компании устраняются из балансового отчета на основе консолидированных отчетов, но встречаются исключения. Некоторые компании включают в консолидированный отчет не все свои зарубежные дочерние компании; другие не включают компании, в которых их доля меньше 100%. Большинство компаний не включают в консолидированный отчет финансовые и арендные компании. Эти инвестиционные счета могут представлять собой собственность на довольно значительные суммы текущих активов. Если филиалы консолидированы, предоставленные им ссуды обычно устраняются из консолидированного баланса. А если нет, их следует объединить в статье «Инвестиции в дочерние компании и предоставленные им кредиты», так, чтобы дивиденды или прибыль от участия в собственности этих компаний можно было сопоставить с общей суммой вложений в них. Оценив процент по ссудам инвесторов, получающих пропорциональную вложениям долю, которые в отчетах показывают как операции между инвестором и филиалом, обеспечивающие пропорциональное участие в результатах последнего, аналитик может построить достаточно правдоподобную картину прибыльности этих отношений.

Обращающиеся на рынке ценные бумаги. Наличие портфеля обращающихся на рынке ценных бумаг, ликвидность которых не зависит от величины пакета в портфеле, повышает *ликвидность* компании. Такие ценные бумаги можно с полным основанием включать в состав текущих активов. При решении таких задач, как определение для промышленной компании норматива оборотных средств на доллар продаж, портфель ценных бумаг следует исключить из состава текущих активов. В любом случае аналитик должен решить, учитывать ли ценные бумаги по цене покупки или по текущей рыночной цене. Понятно, что для вычисления показателя ликвидности лучше использовать текущую рыночную цену. А когда нужно рассчитать доходность инвестиций, если в числителе не отражены колебания рыночных котировок ценных бумаг, составляющих

портфель, представляется более разумным использовать низшую из оценок — цену покупки или текущую рыночную. Когда речь идет о контроле над уровнем оборотных средств, сомнительна полезность того, чтобы в анализе баланса непосредственно фигурировала рыночная цена акций, принадлежащих компании-владельцу. В сущности, для значительной части операций компании такая процедура привела бы к подмене показателя способности получать прибыль на показатель стоимости активов, а в результате мы получили бы искажение цели анализа баланса, для которого стоимость активов является лишь отдельным фактором оценки компании. Представляется, что логичнее было бы распределить стоимость активов пропорционально распределению прибыли контролируемых компаний.

Пример. Компания Seagram Company Ltd., на конец 1985 г. владела 22,5% компании E. I. DuPont de Nemours & Company. 29 марта 1986 г. в дополнение к договору 1981 г. было подписано соглашение «о паузе». В соответствии с новым соглашением компания Seagram не станет покупать более 25% компании DuPont, если не произойдет определенного ухудшения ситуации. К 1990 г. компания Seagram получала пропорциональное представительство в совете директоров и в финансовом комитете компании DuPont. Последняя получала право назначить двух директоров в компанию Seagram. Соглашение было действительно до 1999 г., когда оно могло быть прекращено при условии письменного уведомления за два года. Компания Seagram учитывает свою долю в компании DuPont по пропорциональному методу. Большую часть прибыли компании Seagram создают инвестиции. Анализ динамики активов компании Seagram покажет, вне всяких сомнений, что инвестиции учитываются по текущей рыночной цене.

Расходы на предоплату и расходы будущих периодов

Расходы на предоплату. Расходы на предоплату представляют собой суммы, уплаченные другой стороне за услуги, ожидаемые в будущем, к примеру, как при внесении вперед арендной платы и страховых сборов. Американский институт дипломированных общественных бухгалтеров предложил включать такие расходы на предоплату в состав текущих активов — как эквивалент дебиторской задолженности. Теперь с ними, как правило, так и поступают. Подход аналитика будет зависеть преимущественно от природы компании — действующее это предприятие или кандидат на ликвидацию.

Расходы будущих периодов. В противоположность расходам на предоплату расходы будущих периодов представляют собой уплаченные или подлежащие уплате суммы, не связанные с какими-либо определенными будущими услугами, но считающиеся необходимыми для будущих операций. Сюда входят резервы на уплату налогов по будущим доходам, некоторые нематериальные права, определенные издержки на освоение

нового производства и пр. Иногда на этот счет, к примеру, относят стоимость инструментов и приспособлений для изготовления моделей, которые еще не попали на рынок. Обычно компании достаточно быстро списывают такого рода расходы на прибыль от продаж. С точки зрения аналитика, большая часть такого рода статей баланса считаются не заслуживающими интереса при анализе компании. В общем, предоплата и расходы будущих периодов составляют очень разнородную группу статей. Большинство из них следует игнорировать как ничтожные. Крупные статьи могут порой заслуживать тщательного рассмотрения.

Правило 6. *Элементы финансовых отчетов* (statement 6, Elements of Financial Statements)¹ устанавливает, что все активы «есть вероятность получения выгоды в будущем». С чисто логической точки зрения, это — отрицание идеи, что каждый актив представляет собой прошлые расходы, которые в будущем должны обернуться поступлениями. Следует предвидеть сокращение наиболее сомнительных расходов будущих периодов, часть которых есть не что иное, как зависшие долги.

Пример. Годовой отчет за 1985 г. компании IBM содержал несколько ужатый балансовый отчет, содержащий статью «Инвестиции и другие активы. 6884 млн дол.». Далее следовала таблица с выделением семи подкатегорий за 1984 и 1985 гг. Одна из строчек обозначала примерно то же, что и расходы будущих периодов. Это были «компьютерные программы за вычетом накопленных амортизационных отчислений 1964 млн дол.». Аналитик, равно как и бухгалтер, был бы поражен тем, что компьютерные программы можно капитализировать или израсходовать. Другой строкой была «репутация», которую аннулируют большинство аналитиков. Почти каждый согласится с тем, что казначейские облигации США (еще одна строка) — это очень надежный актив. Аналитику нужно было бы немало времени затратить, чтобы просто найти строчку, отражающую расходы будущих периодов, а после уже нужно решить — идет ли здесь речь о реальных активах или о статьях, которые нужно просто как-то включить в доходы.

Нематериальные активы. Всем знакомы следующие виды нематериальных активов:

- репутация;
- патенты;
- права на воспроизведение текста;
- фирменная марка;
- право на использование торговой или производственной технологии;

¹ Financial Accounting Standard Board, Statement of Financial Accounting Concepts № 6 // Elements of Financial Statements. Stamford, Conn., 1985, December, p.10—12.

- лицензии;
- организационные расходы и расходы на развитие.

Подробнее об этом мы поговорим в главе 19.

Растущий перечень среднесрочных пассивов

В прошлом редко встречались пассивы, которые не могли бы быть отнесены к категориям текущих обязательств или долговременных обязательств. Те, которые имели характер общих резервов, заносились в резервный капитал. Остатки были настолько малы, что их можно было просто приплюсовать к текущим пассивам. Сегодня аналитики оказались в иной ситуации. Многочисленная группа пассивов не может быть отнесена ни к одному из двух классов. Речь идет о следующих классах обязательств:

- внебалансовые пассивы;
- отложенные налоги;
- привилегированные акции.

Внебалансовые пассивы

В состав внебалансовых пассивов входят:

- эксплуатационная аренда;
- соглашения по операциям сбыта;
- сделки партнеров;
- долг компании, отнесенный на неконсолидированные филиалы и партнеров;
- возможные обязательства по судебным спорам;
- пенсионные обязательства и прочие послепенсионные выплаты.

Аналитик должен решить, как обходиться с этими пассивами. Те, которые уместны в балансе, подлежат классификации и отнесению к текущим пассивам, долгосрочному долгу или собственным средствам. Например, отложенный не подлежащий рефинансированию комиссионный доход не является обязательством, и при вычислении доходности собственного капитала лучше всего приплюсовать эту статью к собственным средствам.

Эксплуатационная аренда. С точки зрения предоставления финансовых отчетов *эксплуатационная аренда* предпочтительнее инвестицион-

ной аренды в двух отношениях. Во-первых, эксплуатационная аренда не находит отражения в активах и пассивах баланса. А с *инвестиционной арендой* дело обстоит иначе: в баланс заносится, что актив был приобретен и долговые обязательства возникли. Во-вторых, расходы по эксплуатационной аренде представляют собой простые арендные платежи, равномерно выплачиваемые на протяжении срока эксплуатации арендуемого объекта.

Расходы в условиях инвестиционной аренды. В условиях инвестиционной аренды актив амортизируется равномерно и пропорционально. Процентная компонента заимствования отражается, как в случае с залогом. В первые годы аренды проценты по залоговой составляют почти 100% всех арендных платежей, а в последние годы почти все выплаты являются частью основной суммы долга, а процентная компонента ничтожна. Таким образом, в первые годы инвестиционной аренды общие выплаты (амортизация плюс процент) выше, чем арендная плата по эксплуатационной аренде, а в последние — ниже. Использование инвестиционной аренды сокращает чистую прибыль в первые годы и способствует ее росту — в последние годы соглашения об аренде.

Два вида аренды. В бухгалтерском учете критерии, отличающие инвестиционную аренду от эксплуатационной, достаточно произвольны: срок аренды не должен превышать 75% нормативного срока эксплуатации арендуемого объекта, либо текущая стоимость минимальной арендной платы в начале срока аренды не должна превышать 90% разумной стоимости арендуемого объекта. Достаточно просто структурировать условия соглашения таким образом, чтобы переход от одного вида аренды к другому оказался достаточно простым делом. Поэтому возможна ситуация, когда две компании будут осуществлять экономически идентичные операции, но одна в условиях эксплуатационной аренды покажет в первые годы меньшие обязательства и более раннюю прибыль, чем другая, выбравшая условия инвестиционной аренды. У первой компании различные коэффициенты прибыльности, стабильности и финансового риска будут выглядеть лучше, чем у второй. При этом экономический смысл их действий будет одинаков.

Немного истории. Прежде объектом арендных договоров была, как правило, недвижимость. Сроки аренды были длительными, а возможности продлить соглашение — достаточно обширными. Аналитики обычно капитализировали аренду, умножая годовую арендную плату на 10 или, несколько позднее, на 8. С помощью таких простых расчетов в прежние времена, когда процентные ставки были довольно низки и стабильны, аналитики рассчитывали примерную цену недвижимости и могли сравнить компанию, которая брала кредит и покупала недвижимость, с той, которая брала недвижимость в аренду и не имела долгов.

Сегодняшняя аренда — сроки короче, а процент выше. Сегодня намного чаще встречается краткосрочная аренда таких активов, как компьютеры, автомобили и другое оборудование, нормативный срок эксплуатации которых сравнительно невелик. Умножив здесь на 8 или на 10, можно сильно преувеличить стоимость актива и величину обязательств. К счастью, компании обязаны раскрывать в примечаниях определенную информацию об условиях аренды за каждый из первых пяти лет и сообщать общие данные об условиях аренды в последующий срок. Многие компании приводят данные об условиях аренды по пятилетиям. Это дает аналитику возможность точнее рассчитывать стоимость активов и пассивов.

Два примера эксплуатационной аренды. В таблице 18.2 даны два графика платежей по эксплуатационной аренде, на основании которых можно рассчитать капитализированную стоимость арендуемых объектов.

Таблица 18.2. Графики минимальных годовых арендных платежей по договорам об эксплуатационной аренде (в млн дол.)

На 31 декабря года	Корпорация Tonka	Корпорация Mead
1986	0,6	28,9
1987	0,4	25,4
1988	0,4	17,8
1989	0,2	13,3
1990	0,1	10,5
Последующие годы	0,0	285,6*
Всего	1,7	381,5

* До 2057 г.

Источник: Из годового отчета за 1985 г.

Корпорация Tonka. Из данных видно, что корпорация Tonka арендует сравнительно краткосрочные активы, и что некоторые соглашения об аренде истекают довольно скоро. Нетрудно подсчитать приведенную стоимость арендуемых активов компании — достаточно только выбрать ставку процента. Все платежи показаны в таблице 18.2. Если выбрать ставку 15% и принять, что арендная плата вносится в конце года, приведенное ниже уравнение даст нам текущую стоимость обязательств компании по эксплуатационной аренде на начало 1986 г.:

$$\frac{0,6}{(1,15)} + \frac{0,4}{(1,15)^2} + \frac{0,4}{(1,15)^3} + \frac{0,2}{(1,15)^4} + \frac{0,1}{(1,15)^5} = 1,301.$$

Итак, текущая стоимость арендуемых активов составляет 1,301 млн дол., или в 3,7 раза больше, чем среднегодовые арендные платежи за пять лет, и примерно вдвое больше арендной платы за 1986 г.

Корпорация Mead. В случае корпорации Mead мы имеем дело с долгосрочной арендой и не менее чем для одного из арендуемых активов продолжительность эксплуатации составляет 72 года — до 2057 г. Как оценить стоимость арендуемых компанией объектов? Во-первых, аналитик должен заметить, что некоторые арендные договора истекают достаточно скоро, поскольку годовая арендная плата быстро снижается от 29 млн дол. в 1986 г. до примерно 10 млн дол. в 1990 г. Для получения приблизительной оценки аналитик может: 1) разделить сумму арендных платежей за 1991—2057 гг. на число лет в этом периоде и получить величину среднегодовой арендной платы — 4,26 млн дол.; 2) либо разделить остаток арендных платежей — 285,6 млн дол. — на величину последнего известного платежа (за 1990 г.) — 10,5 млн дол., и тогда мы получим, что все арендные обязательства будут выплачены к 2017 г., то есть на 40 лет раньше срока.

Наконец, можно дать арендной плате уменьшаться еще два года на 3 млн дол. в год, а для оставшегося периода вычислить постоянную арендную ставку, как в случае 1. Тогда у корпорации Mead получается следующий график арендных платежей (в млн дол.):

1991 г.	10,5 - 3,0	= 7,5
1992 г.	7,5 - 3,0	= 4,5
1993—2057 гг.	(285,6 - 7,5 - 4,5) / 65	= 4,209 в год

Приняв величину ставки за 15%, на основании этого графика платежей получим, что текущая стоимость арендуемых корпорацией объектов составляет 84,3 млн дол. Если пересчитать все для ставки 12%, текущая стоимость арендуемых активов вырастет всего до 94,8 млн дол. Как видим, значение текущей стоимости не слишком чувствительно к величине процента и оно составляет примерно $\frac{1}{4}$ суммы арендных платежей за 72 года (381,5 млн дол.). Понятно, что если получить у компании более детальную информацию о сроках и динамике платежей, можно получить более точные оценки текущей стоимости.

Вычисления для корпорации Mead демонстрируют, что использование традиционных значений мультипликатора (8 или 10) дает не очень разумные варианты в период высоких ставок процента. За первые пять лет минимальная среднегодовая величина арендной платы по договору эксплуатационной аренды составила 19,2 млн дол., и при умножении на 10 мы получаем оценку, которая почти вдвое превосходит результат, полученный нами в результате дисконтирования будущих арендных платежей. В соответствии с результатами наших вычислений величина мультипликатора должна быть примерно равна 4.

Процентный компонент платежей при эксплуатационной аренде. Если аналитик капитализирует эксплуатационную аренду корпорации Mead, ему придется отразить в балансе активы и пассивы. Чтобы не получить искаженное значение показателя доходности инвестиций, нужно прибавить процентный компонент арендной платы в числителе и таким образом уравновесить присутствие величины обязательств по аренде в знаменателе. Какую часть арендной платы считать связанной с процентом? Решение дает формула вычисления текущей стоимости. Сумма арендных платежей для корпорации Mead равна 381,5 млн дол. Текущую стоимость мы вычислили — 94,8 млн дол. Она представляет собой основную сумму займа. Остальное — это процент.

Находим значение дроби:

$$\frac{381,5 - 94,8}{381,5} = 75,15\%,$$

используем его как среднюю долю процентных платежей в средней величине арендной платы за пятилетний период. Если такая величина доходности арендных пассивов кажется завышенной, можно взять текущую ставку процента и пересчитать все то же самое для самых краткосрочных арендуемых активов, а затем вычислить значение процентной компоненты в арендной плате.

Следует ли отражать в балансе эксплуатационную аренду? Остается открытым вопрос, должен ли аналитик отражать в балансе активы и пассивы по эксплуатационной аренде. Для некоторых целей — да. Активы и пассивы должны присутствовать в балансе при вычислении таких коэффициентов, как доходность инвестиций, отношение долга к собственному капиталу, долга к основным средствам и оборота основных средств. При анализе ликвидируемой компании все, относящееся к эксплуатационной аренде, должно быть удалено из баланса. Такого рода активы доступны только при выплате арендной платы, а соответствующие обязательства могут быть погашены намного меньшими суммами, чем текущая стоимость этих активов.

Практические сложности. Существуют практические сложности, которые могут привести аналитика к выводу, что труд по введению эксплуатационной аренды в баланс не оправдан. Ведь для того, чтобы сделать сопоставимыми аренды эксплуатационную и инвестиционную, нужно для первой ежегодно списывать пассивы, как при использовании ипотечного кредита, и проводить амортизацию активов, хотя бы методом равномерного списания. Даже для отдельного объекта аренды нужно много вычислений. Но в типичном случае какие-то аренды ежегодно заканчиваются, а другие начинаются. Чтобы учесть амортизацию, нужно

истекающие каждый год арендные отношения рассматривать как отдельный актив с его собственным сроком эксплуатации. Нужны не только подробные расчеты, но и поиск труднодоступной информации, и использование достаточно уязвимых предположений.

Правило «третья часть арендной платы» сомнительно. Поскольку вычисления процента и коэффициента амортизации сложны и не могут дать достоверного результата, некоторые специалисты предлагают считать, что процентный компонент равен $1/3$ арендной платы. Представляется, что получаемая таким образом величина не очень годится для первых лет долгосрочной аренды. Арендная плата за здание с нормативным сроком службы 50 лет будет преимущественно процентной, поскольку равномерная ставка амортизации равна только 2%.

Какой метод использовать аналитику? Не существует общепринятого решения проблемы эксплуатационной аренды. Можно отметить следующие непростые вопросы.

Выбор ставки дисконтирования. Чтобы оценить стоимость арендуемого актива и величину обязательств по аренде, нужно выбрать величину ставки дисконтирования будущих арендных платежей. Если взять большую ставку процента, мы получим высокую доходность от сравнительно небольших арендуемых активов. При малой ставке процента сравнительно большие арендуемые активы обеспечат небольшой уровень доходности. Чтобы повысить сопоставимость, можно для всех компаний использовать одну ставку процента, но так можно получить искаженные коэффициенты доходности, поскольку мы даем один ответ, возможно, на неодинаковые ситуации.

Выбор ставки амортизации. Для вычисления величины амортизационных отчислений нужны гипотезы о первоначальной продолжительности нормативного срока эксплуатации. Когда речь идет о долговременных активах, возможны серьезные ошибки в оценке величины амортизации.

Использование величины арендной платы. Можно использовать арендную плату вместо суммы процента и амортизации, но это не обеспечивает сопоставимости с компаниями, использующими инвестиционную аренду. Однако если у компании много арендных соглашений, начатых в разные периоды, арендная плата может оказаться вполне приемлемой заменой для суммы процентов и амортизации. К тому же при этом подходе для выделения в арендной плате двух компонентов издержек достаточно выбрать значение только процентной ставки. Долгосрочная аренда не так уж чувствительна к небольшим изменениям величины процента, а у краткосрочной аренды процентная компонента сравнительно мала по отношению к величине амортизации. Так что вычисление доходности капитала до учета амортизации, когда арендная плата выступает в качестве суммы амортизации и процента, может быть, и является самым приемлемым решением.

Простые правила нужно приспособливать к современным условиям. Вероятно, есть смысл в использовании простых, хотя и довольно грубых правил оценки процентной составляющей. На сегодняшний день эти правила таковы:

- для краткосрочной аренды — треть от годовой арендной платы;
- для аренды на 12—20 лет — половина от годовой арендной платы;
- если аренда более чем на 20 лет — 60%.

Эти числа получены в результате обработки данных о стоимости аренды, предоставленных рядом компаний. Эти простые правила привязаны к процентным компонентам арендной платы, существовавшим в 1985 г. и первой половине 1986 г. Предлагаемые коэффициенты должны изменяться по мере изменения уровня процентных ставок. Мы исходим из того, что аналитик, использующий простые правила, будет наблюдать за динамикой процентного компонента арендной платы, особенно для компаний из схожих отраслей.

Исключение эксплуатационной аренды из вычислений доходности. Капитализация эксплуатационной аренды ради вычисления показателей доходности не является альтернативой. Этот подход использует оценку обязательств по аренде только для анализа структуры капитала, отношения собственных средств к материальным активам и других схожих показателей, но при этом не отражает эксплуатационную аренду в знаменателе любых коэффициентов доходности. Проблема в том, что если мы неодинаково учитываем инвестиционную и эксплуатационную аренды, может оказаться, что мы по-разному учитываем идентичные активы. Часто случается, что инвестиционная аренда по прошествии ряда лет переходит в другую категорию. Договор об эксплуатационной аренде преобразуется в договор об инвестиционной аренде, если срок аренды перестал составлять меньше 75% нормативного срока службы активов, либо текущая стоимость активов оказывается меньше 90% их нормальной цены. Строго говоря, это хороший аргумент в пользу того, чтобы все схожие активы получали отражение в балансе.

Иные внебалансовые пассивы

Для большинства других случаев внебалансовых пассивов аналитику приходится полагаться не на установленные правила, а на собственный здравый смысл.

Соглашения по операциям сбыта

Возврат депонированных товаров. Газетные киоски часто берут на продажу журналы с условием, что когда выйдет следующий номер, все непроданные экземпляры будут взяты назад. В большинстве отраслей

такое соглашение называют депонированием продукции, и деньги, полученные от клиента, в силу неопределенности исхода сделки рассматривают, скорее, не как доход, а как своего рода депозит. Но не такого рода соглашения по сбыту являются аналитической проблемой.

Ответственное хранение. Сложнее ситуация, когда продукция «хранится» у другой стороны, так что покупатель имеет право вернуть полученные товары в обмен на уплаченные деньги, причем с процентами. В сущности, это вариант предоставления ссуды под залог, и такого рода сделки именно так и следует рассматривать.

Сделки партнеров. Многие сделки партнеров представляют собой заимствования у компании и предоставление ей займов. Партнерами могут быть частные лица и организации, которые не являются филиалами или дочерними предприятиями компании, а именно:

- лица, передающие собственность в управление по доверенности;
- нефилиальские филиалы, акции которых формально принадлежат третьей стороне, либо их принадлежность не имеет экономического значения;
- партнеры по совместным рискованным предприятиям;
- администраторы и управляющие компаниями;
- главные акционеры и их родственники.

Иногда такого рода отношения используют, чтобы брать кредиты от имени компании, так что кредит не получает отражения в ее балансе. Что еще хуже, ссуда может появиться в балансе в виде привилегированных акций, обыкновенных акций или еще каких-либо второстепенных ценных бумаг. Еще чаще в балансе ничего не меняется, но компания берет на себя гарантии кредита или обеспечивает его с помощью аккредитива. Аналитику приходится немало поработать, чтобы все распутать и разобраться в такого рода сложных операциях.

Возможные обязательства по судебным спорам. Многие возможные обязательства по судебным спорам исключают из баланса на том основании, что невозможно определить результат судебного разбирательства или что попытка оценить возможные обязательства повлияет на ход дела в суде. Обычно в примечаниях указывают, при каких условиях возникают обязательства, хотя обычно отсутствуют количественные оценки возможных доходов или ущерба.

Существует ли актив? Экономический смысл некоторых скрытых пассивов заключается в том, что сдающая отчет компания является тем, кто принимает обязательство и извлекает выгоду из займа или предос-

тавления гарантии на заем. Аналитик может заключить, что обязательство, а может быть, и актив, подлежат отражению в балансе. Поскольку обязательство, как правило, тщательно скрыто, аналитику может оказаться проще найти актив, за счет которого компания получает выгоду.

Прочие пассивы

Долгосрочный долг

Характеристики долгосрочного долга рассматриваются в главах 23 и 24.

Пенсионные и другие послепенсионные выплаты

Эти обязательства были рассмотрены в главе 12.

Пенсионные обязательства в балансе

Иногда в балансе присутствуют пассивы пенсионного фонда, хотя в чисто экономическом смысле они не существуют. Причиной этого может быть то, что компания уже исчерпала возможности сокращать налогооблагаемый доход и предпочитает ничего не отчислять в пенсионный фонд, пока эти отчисления нельзя будет использовать для сокращения налогов. В результате в пассиве могут появиться небольшие обязательства, при том, что пенсионный фонд наполнен с избытком и никаких экономических обязательств не существует. В таком случае аналитику нужно вывести эти обязательства за баланс и откорректировать величину отчислений в пенсионный фонд, соответствующие налоги и собственные средства за те годы, когда чрезмерные отчисления привели к переполнению пенсионного фонда.

Закрытие пенсионного фонда

Еще одна сложная ситуация возникла сравнительно недавно. Компания закрывает старый пенсионный фонд с фиксированной величиной пенсий и, купив пожизненную ренту по всем своим пенсионным обязательствам и забрав из фонда оставшиеся после этого деньги, учреждает новый такой же пенсионный фонд. Все активы фонда, оставшиеся после покрытия его обязательств перед пенсионерами, следует после этого рассматривать как активы компании — предоплату пенсионных расходов, и соответственно все пенсионные обязательства, остающиеся после этой операции в балансе компании, подлежат удалению из баланса.

«Бумажный резерв» для погашения пенсионных обязательств

Большинство работающих в Германии дочерних компаний до недавнего времени не передавали пенсионные деньги на управление в особые трастовые фонды. Вместо этого они просто показывали в балансе наличие пенсионных обязательств.

Отложенные налоги

Крупнейшей группой промежуточных пассивов являются отложенные налоговые обязательства. Соответствующие вопросы были детально рассмотрены в главе 17, а влияние этих обязательств на движение денег — в главе 15.

Обязательства по привилегированным акциям

До недавнего времени в балансах привилегированные акции обычно показывали как часть собственного капитала. Их учитывали наравне с обыкновенными акциями как долю в собственном капитале, что резко отделяло их от долгосрочного долга и других пассивов. (В 1985 г. Комиссия по ценным бумагам и биржам потребовала, чтобы подлежащие обязательному выкупу привилегированные акции впредь показывали отдельно от собственного капитала.) Для аналитика самым разумным было бы объединять привилегированные акции с долговременным долгом, чтобы получить сумму первоочередных требований на средства компании. Облигации и привилегированные акции можно отнести к одной группе «первоочередного долга», дающего преимущественное право на активы в случае ликвидации компании. Но при этом нужно отдавать себе отчет, что в этой группе привилегированные акции являются второстепенными обязательствами. Вопрос о надлежащей балансовой оценке суммы обязательств по привилегированным акциям разбирается в главе 19.

Задолженность по дивидендам на привилегированные акции

Если накоплены обязательства по невыплаченным дивидендам на привилегированные акции, их нужно ясно отразить в балансовом отчете, а не хоронить в примечаниях. Лучше всего показать сумму этих невыплаченных дивидендов в скобках сразу после строки «нераспределенная прибыль» либо приплюсовать эту сумму к обязательствам по привилегированным акциям. С точки зрения владельца обыкновенных акций, это и есть не что иное, как обязательства.

Глава 19

Оценка активов и анализ баланса

Соотношение активов с ценными бумагами и другими претензиями

Мы продолжаем рассматривать вопросы, связанные с балансовыми отчетами, и начнем с оценки активов и их соотношения с ценными бумагами и другими претензиями.

Оценка активов

Действующее предприятие

Верный подход к оценке активов и их соотношения с ценными бумагами и другими претензиями кредиторов зависит от задач аналитика. Неопытные инвесторы бывают поражены, узнав, что, скажем, для вычисления балансовой оценки или чистой балансовой стоимости активов можно вполне законным образом использовать разные подходы — в зависимости от того, на какой вопрос мы хотим ответить. Рассмотрим вкратце эти подходы. Обычно оценка активов не очень важна для действующего предприятия, поскольку предполагается, что активы предназначены для использования, а не для продажи. Аналитик, оцениваю-

щей действующую компанию, пытается определить совокупную инвестиционную стоимость фирмы. Инвестиционная стоимость *используемых активов* определяется их способностью приносить прибыль. При этом стоимость активов важна для анализа действующей компании, потому что это показатель используемого капитала. Различные показатели доходности очень важны, поскольку они показывают, насколько эффективно используется капитал.

Стоимость активов может превосходить стоимость компании, подсчитанную как ее способность приносить прибыль. В таких случаях стоимость активов представляет собой потенциальный источник будущего развития и запас прочности на случай непредвиденных убытков. Даже если величина этого показателя ниже, чем инвестиционная стоимость, стоимость активов представляет собой явно положительный фактор, который может ограничить потери инвестора в случае, когда компания теряет прибыль.

Залоговая стоимость

Если видеть в активах залог и обеспечение обязательств, тогда их стоимостью следует считать цену возможной реализации. Кредиторов и держателей ценных бумаг не может не интересовать залоговая и ликвидационная стоимость компании, особенно когда перспектива полной или частичной ликвидации компании делается реальной или возникают сомнения в получении выплат из прибыли.

Стоимость при слияниях и приобретениях

Компании с высокой ликвидационной стоимостью являются привлекательными объектами для приобретения. Часть денег на покупку компании может быть получена в виде кредитов под обеспечение залоговой стоимостью активов. Чтобы покрыть расходы на приобретение, часть активов иногда распродают, а оставшиеся делают источником дохода для покупателя. Компании, владеющие богатыми материальными активами, более привлекательны для покупателей, поскольку в их балансе меньшую роль играет репутация, всегда игнорируемая аналитиками.

Если компанию можно купить по цене, существенно меньшей, чем стоимость ее активов, это тоже интересно, несмотря на ее текущую неприбыльность. Всегда есть возможность продать все или часть активов и вложить прибыль в другие сферы деятельности. Такого рода расчеты обязательно ведут к росту инвестиционной стоимости активов, а значит, и к росту цен на ценные бумаги.

Измеритель капитала

Активы являются истинным капиталом компании. Большинство аналитиков используют термин *капитал* для обозначения претензий и интересов кредиторов и собственников, то есть всех тех, чьи интересы отражены на правой стороне баланса. Правая сторона баланса раскрывает *источники* капитала. Левая сторона показывает, как капитал распределен между разными типами инвестиций. Обычно эти активы даются по остаточной стоимости.

Измеритель надежности каждого выпуска ценных бумаг

Одним из показателей надежности выпусков ценных бумаг и измерителем гарантий для кредиторов является величина активов, приходящихся на конкретный выпуск ценных бумаг или на класс претензий, за вычетом всех первоочередных претензий. Значение коэффициента покрытия вычисляют, чтобы определить избыточность защиты активами.

Что принадлежит акционерам

Акционеры имеют право на активы, остающиеся после удовлетворения всех первоочередных претензий.

Величина балансовых активов на акцию

Величину балансовых активов на одну обыкновенную акцию находят, сложив все активы, вычтя все пассивы и обязательства по более старшим, чем обыкновенные акции, ценным бумагам, а затем разделив полученную величину на число обыкновенных акций. На основании представленного в главе 18 балансового отчета компании Bristol-Myers в 1985 г. (см. табл. 18.2) легко получить значение этого коэффициента. Нужно только разделить показанный в балансе собственный капитал на число обыкновенных акций, чтобы получить 16,51 дол. на акцию.

Нужно учесть влияние возможного разбавления

Анализировать возможность разбавления балансовой стоимости следует в тех случаях, когда:

- 1) показатель активов на акцию должен показать потенциал компании при ликвидации, продаже активов или ее приобретении;
- 2) балансовая стоимость считается более пригодным показателем, чем оценка суммы капитализации прибыли.

Аналитик должен вычислить самые скверные из возможных вариантов исполнения права привилегированных акций на конвертацию, а

также исполнения варрантов и опционов, чтобы оценить крайние пределы разбавления.

Учет нематериальных активов

При вычислении величины чистых активов или собственного капитала на одну акцию обычной практикой является устранение всех нематериальных активов. Термин «балансовая стоимость активов» несколько двусмыслен, поскольку иногда имеют в виду сумму всех показанных в балансе активов, а иногда — за вычетом нематериальных. В последнем случае используют выражение «чистые материальные активы на акцию». Это не вполне точное выражение, поскольку мы настоятельно рекомендуем учитывать все нематериальные активы, для которых известна рыночная цена, или ее можно оценить, или если на них приходится постоянный поток доходов, как в случае платы за лицензию.

Пример. В годовом отчете за 1985 г. компании Philip Morris, Inc. были отражены репутация и нематериальные активы на сумму 4,457 млрд дол. Примерно 4,3 млрд дол. приходится на репутацию, которая подлежит равномерной амортизации в течение 40 лет. Из суммы репутации примерно 3,9 млрд дол. возникло в результате приобретения компании General Foods. На конец 1985 г. собственный капитал компании Philip Morris составлял 4,757 млрд дол. При немедленном списании репутации собственность акционеров просто исчезала бы.

Пример. Рекомендуемый подход к определенным видам нематериальных активов может изменяться. До Закона об автомобильных перевозках 1980 г. право на осуществление перевозок между штатами имели только автотранспортные компании, которые приобретали его у Комиссии по торговле между штатами или у других лицензионных агентств. Право на перемещение грузов между штатами можно было продать другому перевозчику. До Закона 1980 г. сделки с правами на перемещение грузов между штатами были обычными и цены на эти права — достаточно предсказуемыми. Закон отменил регулирование и сделал ценность прав нулевой, поскольку появилась возможность получать такие же права, оформив просто нужные бумаги. Полное обесценение прежде дорогих прав буквально обнулило собственный капитал ряда слабейших транспортных компаний.

Отражаемые в балансе нематериальные активы включают такие позиции, как патенты, лицензии, права на осуществление деятельности и купленную репутацию (превышение цены, уплаченной за компанию, над нормальной рыночной ценой ее чистых активов). Репутация, приобретенная после 1 ноября 1970 г., подлежит списанию в срок, не превышающий 40 лет. Репутация, приобретенная до 1 ноября 1970 г., не подлежит обязательной амортизации. Руководству приходится решать — амортизировать ли и в какой срок. Есть компании, в балансе которых

сохраняется купленная до 1970 г. репутация по ее первоначальной стоимости, и они не заботятся об амортизации.

Пример. Годовой отчет за 1985 г. компании ITT Corporation описывает приобретенную до 1 ноября 1970 г. репутацию на сумму 51 788 тыс. дол. как «не подлежащую амортизации» (что неточно) и показывает ее на счете «Здания, сооружения и оборудование».

Альтернативные подходы к вычислению балансовой стоимости

В большинстве случаев балансовую стоимость активов легко вычислить исходя из данных о пассивах в публикуемых балансовых отчетах. Достаточно суммировать стоимость обыкновенных акций по номинальной или объявленной стоимости, нераспределенную прибыль и корректировку пересчета результатов иностранных операций (из этой суммы следует вычесть большую часть нематериальных активов). Это даст нам суммарную величину собственного капитала, которую нужно затем разделить на число акций. Могут оказаться желательными разные поправки, чтобы включить, например, в состав пассивов привилегированные акции и чтобы скорректировать балансовые оценки всех активов и пассивов, которые либо были неверно оценены, либо просто оказались не включенными в баланс.

Стоимость активов и инвестиционная стоимость

Балансовая оценка не есть внутренняя стоимость

Вычисление балансовой стоимости собственного капитала не направлено на выявление «истинной стоимости» акций; в противном случае стоимость нематериальных активов многих компаний пришлось бы очень сильно увеличить. Балансовая стоимость есть лишь одна из многих оценок, с которыми приходится иметь дело аналитику, и она явно отличается от рыночной оценки акций, от внутренней стоимости или от ликвидационной стоимости активов. Это всего лишь бухгалтерская оценка чистой стоимости активов, в которую аналитик вносит многообразные поправки. Одновременно это шаг к выявлению инвестиционной, или внутренней, стоимости. Очень большие надбавки к балансовой стоимости, уплаченные при покупке таких производителей пищевых продуктов, как компании Nabisco или General Foods, свидетельствуют о том, что устоявшаяся торговая марка представляет собой истинную экономическую ценность. Ценность этого актива помогают сохранить реклама, продвижение на рынок новых товаров, поддержание качества и другие действия. С годами стоимость этого актива может оставаться нетронутой или даже возрастать. Обсуждаемые в этом разделе *балансовая стоимость, стоимость активов или собственный капитал*

есть лишь один из факторов в общей структуре ценности компании. Имея перед собой эту конкретную цель, мы ограничиваемся рассмотрением различных видов материальных активов и небольшого числа нематериальных, обладающих доказанной ликвидационной или как-то иначе выявляемой стоимостью. *Истинная стоимость репутации, торговой марки, отношений с потребителями и тому подобных нематериальных активов неотличима от величины порождаемых ими доходов.*

Практическое значение балансовой стоимости

На основе публикуемых балансовых отчетов финансовые службы регулярно вычисляют балансовую стоимость обыкновенных акций, но этот показатель редко используют непосредственно для измерения стоимости. Использование этой балансовой оценки ограничено рядом важных ситуаций.

- *Корпорации коммунального хозяйства.* В случае акций корпораций коммунального хозяйства регулирующие органы разрешают устанавливать тарифы за обслуживание и, конечно, способность получать прибыль исходя из стоимости активов. Обычно активы учитывают по первоначальной стоимости, хотя в некоторых штатах используют «разумные рыночные оценки».
- *Финансовые компании.* Активы таких финансовых компаний, как банки, инвестиционные и страховые компании, почти всегда настолько ликвидны, что их стоимость учитывается (в той или иной степени) при принятии инвестиционных решений относительно акций этих компаний.
- *Доходность собственного капитала.* Балансовая стоимость используется при вычислении доходности собственного капитала. В той мере, в какой эта оценка устойчива во времени, этот коэффициент наряду с показателем доли дивидендов в прибыли может характеризовать возможность финансировать рост за счет внутренних ресурсов.
- *Игра активами и ликвидационная стоимость.* Выбор кандидатов на поглощение (занятие, известное как «игра активами») и оценка ликвидационной стоимости компаний требуют определенного использования оценок балансовой стоимости. Но поскольку для действующего предприятия балансовая стоимость представляет собой восстановительную стоимость, эта величина является только первым приближением к нужному показателю. Помимо обычных при анализе корректировок, здесь для повышения точности результатов потребуются еще оценки текущей рыночной стоимости отдельных активов.
- *Модели оценки обыкновенных акций.* Некоторые модели вычисления цен на обыкновенные акции ограниченно используют оценки балансовой стоимости, хотя эти модели не очень широко распространены.

Нет явной связи между балансовой стоимостью и способностью приносить прибыль. Для так называемых промышленных компаний и для железных дорог балансовую стоимость, как представляется, не используют для непосредственной оценки. Цена обыкновенных акций бывает или во много раз выше, или намного ниже, чем балансовая стоимость, и на это не обращают внимания. Например, акции компании Marion Laboratories, Ltd. в апреле 1986 г. шли по 63 дол., тогда как их балансовая стоимость, по данным последнего отчета, составляла всего 4,15 дол. на акцию. В то же время акции компании Datapoint при балансовой стоимости 14,91 дол. шли по 5 1/2.

Мы согласны с господствующим представлением, что стоимость активов не является первостепенным фактором инвестиционной стоимости. Но не стоит делать вывод, что аналитик может вовсе не замечать этот фактор. Обсуждение этого вопроса см. в главах 23 и 24 — об оценке облигаций и привилегированных акций и в главе 34 — о связи между стоимостью активов и оценкой обыкновенных акций.

Подготовка балансового отчета для анализа стоимости активов

В таблице 19.1 показана скорректированная структура капитала компании American Brands, Inc. на конец 1985 г.

Устранение нематериальных активов

Компания показала актив «репутация» на сумму 641,8 млн дол., появившийся в результате приобретения компании. Величина собственного капитала была сокращена на эту величину. В этом случае не было внесено никаких поправок в счет отложенных налогов, поскольку компания рассматривается как действующая и амортизация репутации не идет на сокращение налогов, а налоговые льготы могут быть получены только когда дочернее предприятие, с которым и пришла «репутация», будет продано или ликвидировано. Если бы убрали и другие нематериальные активы, которые дают право на сокращение налогов, мы уменьшили бы собственный капитал только на *1 минус ставка налога*, умножив на сумму этих нематериальных активов, и вычли бы остальное из суммы отложенных налогов. Вносить поправки в налоговые обязательства имело бы смысл в случае компании, которой вскоре предстоит ликвидация, или которая предположительно намерена ликвидировать дочернюю компанию, на которой висит репутация.

Прибыли и потери по ценным бумагам

Собственный акционерный капитал в таблице 19.1 включает нереализованную прибыль от повышения курса акций компании Franklin Life

Таблица 19.1. Скорректированная структура капитала компании American Brands, Inc., 31 декабря 1985 г.

	В млн дол.	В %
Задолженность перед банками	243,2	6,6
Коммерческие векселя	138,7	4,8
Долгосрочный долг	748,7*	20,4
Эксплуатационная аренда	95,7**	2,6
Долг, всего	1226,3	33,4
Отложенные подоходные налоги	323,5***	8,8
2,75 дол. привилегированные акции, без номинала, заявлены по цене обязательного выкупа 30,50 дол. (4 507 528 акций)	137,5	3,8
2,67 дол. конвертируемые привилегированные акции, заявлены по 30,50 дол. (привилегированная цена при ликвидации) (1 552 328 акций)	47,3	1,3
Собственный акционерный капитал за вычетом 641,8 млн дол. репутации	1930,0***	52,7
Капитал, всего	3664,6	100,0
Прочие текущие пассивы	1074,1****	
Сумма капитала и прочих пассивов	4738,7	

* Включая краткосрочный долг и инвестиционную аренду на 8,2 дол.

** Текущая стоимость платежей по эксплуатационной аренде при ставке дисконтирования 12%. График погашения после 5-го года — оценка.

*** Устранены результаты от корректировки пересчета потерь по долгосрочным позициям в иностранной валюте.

**** Не входит в сумму капитала, но требуется для вычисления коэффициентов покрытия.

Insurance на сумму 4,1 млн дол. Доход по этой компании учитывается по пропорциональному участию в собственности, и она на 100% принадлежит компании American Brands. Последний факт оправдывает включение 4,1 млн дол. в счет акционерного капитала. Если бы эта нереализованная прибыль представляла собой пропорциональное участие компании American Brands в филиале, принадлежащем только на 25%, эту прибыль нельзя было бы включить в состав активов, используемых для обеспечения вложений в облигации и привилегированные акции, потому что быстрый доступ к этим средствам был бы невозможен.

Нераспределенная прибыль

Аналогично можно сказать, что *нераспределенная прибыль* по компании, в которой инвестору принадлежат 25% собственности и доход которой делится пропорционально собственности, подлежит исключению из такого рода расчетов, поскольку доступ к нераспределенной прибыли не может быть быстрым.

Корректировки пересчета результатов операций в иностранной валюте

По причинам, которые мы подробно рассмотрели в главе 12, собственный капитал и отложенные налоговые обязательства были скорректированы только на ту часть пересчета прибыли и убытка от иностранных операций, которые возникают в результате влияния изменений валютного курса на оборотные средства.

Балансовая оценка привилегированных акций

У компании American Brands есть два выпуска привилегированных акций — оба без объявленного номинала. Для обоих заявлена балансовая цена 30,50 дол. за акцию. В случае привилегированных акций с доходом 2,75 дол. цена обязательного выкупа равна 30,50 дол. Оба выпуска привилегированных акций при ликвидации дают право на 30,50 дол. за акцию. Конвертируемые привилегированные акции с доходом 2,67 дол. имеют тот же статус, что и привилегированные с доходом 2,75 дол., хотя величина дивидендов слегка различается. Существует также незначительная разница в голосующих правах этих двух выпусков привилегированных акций, но ни один из них не имеет преимущества при выплате дивидендов или в случае ликвидации. Поэтому мы считаем, что их нужно учитывать одинаково — по 30,50 дол., что для обоих выпусков является наилучшим вариантом.

Отложенные налоги

Таблица 19.1 показывает, что компания American Brands после учета курсовых потерь накопила отложенных налоговых обязательств на сумму 323,5 млн дол. Это долгосрочные обязательства, и платить по ним придется только в будущем. Мы уже говорили, что отложенные налоговые обязательства являются источником капитала, который работает на пользу держателей обыкновенных акций. Но отложенные налоги не следует игнорировать при вычислении суммы активов, обеспечивающих долгосрочный долг или привилегированные акции. Если бы речь зашла о реализации привилегированных и обыкновенных акций, в случае, скажем, ликвидации, отложенные налоговые обязательства пришлось бы оплатить, причем они имели бы приоритет перед многими выпусками долга. Поэтому при вычислении покрытия долгосрочных облигаций и привилегированных акций нужно учесть и необходимость покрытия для обязательств по отложенным налогам.

Пенсии

Годовой отчет за 1985 г. компании American Brands показал незначительный дефицит пенсионного фонда по состоянию на 1 января 1984 г.

Пенсионные обязательства составляли 505,9 млн дол., а обеспечивающие их чистые активы — 484,2 млн дол. В принципе, это нормальная ситуация, не требующая внесения поправок в счет собственных средств. Но если бы компания испытывала финансовые затруднения, нам следовало бы показать дефицит пенсионного фонда как обязательство (пассив). Точно так же, если бы компания American Brands имела значительный избыток активов в пенсионном фонде, и можно было бы ожидать, что компания закроет фонд, дабы вернуть себе избыточно внесенные активы, эти последние следовало бы прибавить к счету собственного капитала и внести соответствующие поправки в счет обязательств по отложенным налогам (по обычной ставке подоходного налога).

Эксплуатационная аренда

По причинам, разъясненным в главе 18, платежи по эксплуатационной аренде были капитализированы по ставке дисконтирования 12%.

Структура баланса

Структура капитала

В таблице 19.1 отражены главные категории структуры капитала компании American Brands:

- краткосрочные кредиты;
- долгосрочные долги, включая инвестиционную аренду;
- эксплуатационная аренда;
- отложенные налоги;
- привилегированные акции;
- акционерный капитал.

Обычно эти текущие пассивы, отличные от текущих обязательств по погашению долгосрочного долга, дебиторской задолженности, банковских кредитов и коммерческих векселей, не рассматриваются как элемент структуры капитала. В некоторых случаях термин *структура капитала* используют для обозначения только источников долговременного капитала. Чтобы избежать путаницы, в таких случаях стоит использовать термины *постоянный капитал* или *долговременный капитал*. Обращение с другими пассивами зависит от ситуации. Обязательства по инвестиционной аренде обычно плюсуется к обязательствам по долгосрочному долгу, но непроцентные обязательства, для которых не приходится начислять процентные расходы, лучше исключать из структуры капитала, чтобы избежать искажения показателя доходности на инвестирован-

ный капитал. Отношение к отложенным налогам зависит от целей анализа. Ситуации, когда обязательства по отложенным налогам исключают из структуры капитала, рассмотрены в главе 17. Структуру капитала или структуру капитализации обычно рассчитывают в процентах.

Оборотные средства

Внимательные инвесторы тщательно изучают баланс, чтобы убедиться, что денежных средств достаточно, что соотношение между текущими активами и текущими пассивами приемлемо, и что нет подлежащих срочному погашению обязательств, которые могут создать проблему рефинансирования.

Нехватка денег может быть компенсирована достаточностью оборотных средств. Трудно сказать, сколько именно денег должна иметь корпорация под рукой. Инвестор сам должен решить, сколько именно нужно в той или иной ситуации и насколько серьезные последствия может повлечь дефицит наличных. Если компания в достаточной мере обеспечена оборотными средствами, нехватка кассовой наличности редко бывает источником неприятностей. Если коэффициент ликвидности благоприятен, компания всегда может получить нужные деньги с помощью банковского кредита или продажи дебиторской задолженности.

Отраслевые нормативы коэффициента ликвидности. Прежде для промышленных компаний считалось нормальным, когда на 1 дол. текущих пассивов приходилось минимум 2 дол. текущих активов. Позднее, когда стала доступна статистика по отдельным отраслям, банкиры начали отходить от традиционного значения коэффициента ликвидности 2:1. Из этой статистики следует, что в разных отраслях эффективно и устойчиво функционирующие компании работают с разными значениями коэффициента ликвидности. Соответствующие данные о средних значениях этого коэффициента для разных отраслей и для компаний разного размера регулярно публикуются Robert Morris Associates и другими аналитическими центрами.

Банковские кредитные нормативы. Аналитик должен быть знаком с банковскими отраслевыми нормативами, на основании которых принимают решения о кредитах, чтобы он мог распознать ситуацию, в которой банк может отозвать кредит. В силу размытости значения термина *текущий (current)*, многие бухгалтеры и аналитики считают, что коэффициент ликвидности не имеет смысла. Они не правы по двум причинам.

1. Есть достаточное число эмпирических свидетельств того, что использование коэффициента ликвидности в комбинации с другими пока-

зателями позволяет достаточно надежно предсказывать банкротства и финансовые неурядицы¹.

2. Ответственные служащие кредитных отделов банков убеждены, что коэффициент ликвидности очень важен, а их решения имеют практические последствия.

Если значение коэффициента ниже среднего, это не значит, что дело плохо. Некоторые склонны считать, что если у компании значение коэффициента ликвидности ниже среднего для ее группы, к ней следует относиться с подозрением. Эта логическая ошибка неизбежно ведет к тому, что нижняя половина любой группы будет наказана, независимо от того, насколько хорошим может быть положение входящих в нее компаний. У нас нет лучшего критерия, чтобы определить, насколько удовлетворительнее значение коэффициента ликвидности, чем среднеотраслевое значение коэффициента. Естественно, что инвесторы склонны предпочесть компании, у которых этот коэффициент выше средней величины. Но вопрос-то ведь в том, следует ли считать высокое значение коэффициента необходимым условием покупки акций. Если ответ положителен, ценные бумаги компаний, у которых коэффициент ниже нормативного, следует отвергнуть с порога. Нам очень не по душе такое правило, и мы не знаем, какой критерий можно было использовать вместо этого.

Нормативы коэффициентов быстрой ликвидности и денежной ликвидности. В прежние времена выражение *проба на кислоту* обозначало то же, что *коэффициент быстрой ликвидности*: отношение текущих активов за вычетом товарно-материальных запасов к текущим пассивам. Со временем выражение *проба на кислоту* постепенно стало обозначать *коэффициент денежной ликвидности* — отношение кассовых остатков и приравненных к ним средств к текущим пассивам. Чтобы избежать путаницы, мы станем использовать только выражения *коэффициент быстрой ликвидности* и *коэффициент денежной ликвидности*. Принятый критерий удовлетворительного положения таков: текущие активы за вычетом товарно-материальных запасов должны быть не меньше, чем величина текущих пассивов. Коэффициент денежной ликвидности не очень полезен: нет критериев для оценки и сам коэффициент крайне изменчив.

Неудовлетворительные значения коэффициентов ликвидности или быстрой ликвидности. Обычно инвесторы вправе рассчитывать на то, что значения обоих коэффициентов для компаний отвечают нормативным

¹ Altman E. I. Financial Ratios, Discriminant Analysis and the Prediction of Corporate Bankruptcy // Journal of Finance, 1968, September, p.589—609; хороший обзор работы Алтмана и ряда других работ на ту же тему дает Foster G. Financial Statement Analysis, New Jersey: Prentice-Hall, Englewood Cliffs, 1978, p.460—480.

критериям. Если любой из этих коэффициентов не отвечает нормативным критериям, это в большинстве случаев сильно отражается на инвестиционном статусе обыкновенных акций, равно как облигаций и привилегированных акций, и даже пригодность ценных бумаг для спекулятивных операций оказывается под вопросом.

Большая задолженность перед банками. Финансовым неурядицам почти всегда сопутствует наличие банковских ссуд или других долгов, подлежащих погашению в ближайшем будущем. Иными словами, редко бывает так, что финансовые сложности возникают только из-за обычной кредиторской задолженности. В банковском кредите как таковом нет ничего дурного. Использование банковских ссуд в умеренных количествах, особенно для обеспечения сезонных нужд, не только законно, но даже желательно. Но если в финансовом отчете показаны банковские кредиты или выданные векселя, аналитику нужно подойти к анализу финансового положения с большей тщательностью, чем когда баланс «чист».

Среднесрочные банковские кредиты. С начала 1940-х годов важным инструментом финансирования корпораций стали *срочные кредиты*. Обычно такие кредиты берут на срок от 3 до 15 лет и погашают их частями и постепенно, причем часто сумма последнего платежа бывает намного больше средней (так называемые «раздутые» платежи). Заемодатцем обычно бывает банк, но иногда и страховая компания. Предназначение срочных кредитов таково:

- 1) чтобы выкупить из обращения выпуск облигаций или даже привилегированных акций;
- 2) для пополнения оборотных средств;
- 3) для финансирования поглощения компании или установления контроля над ней;
- 4) для финансирования проекта или приобретения активов, которые окупятся к сроку погашения кредита.

Договор о кредите и ограничение на дивиденды. В большинстве соглашений о срочных кредитах, как и при других формах заимствования, заемщик берет обязательство поддерживать оборотные средства на предписываемом уровне и резко ограничить уровень дивидендов. В сущности, речь идет о том, что большая часть получаемой прибыли должна быть заморожена, пока заем не будет погашен. В этот период, пока компания не создаст достаточный запас нераспределенной прибыли, акционеры могут столкнуться с временным снижением дохода от дивидендов.

С точки зрения анализа ценных бумаг срочные ссуды напоминают краткосрочные векселя, публичное размещение которых обеспечивает часть финансирования корпораций. Их следует считать одновременно эк-

вивалентными текущим пассивам и досрочно погашаемому долгосрочному долгу. В них нет опасности, если позиция по текущим активам настолько сильна, что к этим кредитам можно относиться, как к текущим пассивам, либо если способность получать прибыль настолько велика и надежна, что операция по рефинансированию не составляет проблемы. Но если ни одно из этих условий не соблюдается, аналитику следует отнестись к большому объему среднесрочной задолженности перед банком как к потенциальной угрозе дивидендам или даже платежеспособности.

Условия соглашений о срочных кредитах. Соглашения о срочных кредитах обычно представляют собой довольно чувствительные правовые инструменты, поскольку в них соединены черты и свойства обычного защищающего интересы банка соглашения о предоставлении кредита и защищающего интересы инвесторов соглашения о долгосрочных облигациях. Аналитик должен быть знаком с типичными ограничениями, налагаемыми на заемщика при предоставлении краткосрочных, среднесрочных и долгосрочных кредитов. Он должен уметь оценить вероятность того, что по любому из трех видов долга может возникнуть ситуация невыполнения обязательств, которая автоматически приведет к провалу других обязательств и, в конечном итоге, к требованию немедленно погасить все долги.

Стоимость текущих, быстрых и денежных активов на одну обыкновенную акцию

Помимо показателя «балансовые активы на одну акцию» мы хотим предложить три других — стоимость текущих активов, стоимость быстрых активов и стоимость денежных активов.

Стоимость текущих активов на обыкновенную акцию

Стоимость текущих активов представляет собой сумму текущих активов минус сумму *всех* пассивов и более старших требований. Из этой величины исключены не только нематериальные активы, но и постоянные и прочие активы. На Уолл-стрите случается, что объявляют стоимость чистых текущих активов под обыкновенные акции, не вычитая из суммы оборотных средств обязательства по старшим ценным бумагам. Мы считаем, что этот показатель почти лишен смысла и может стать источником заблуждений.

Время от времени, когда рынок пребывает в состоянии глубокого спада, многие акции можно купить дешевле, чем стоимость текущих активов на акцию. В сущности, инвестор может купить компанию, заплатив только за оборотные средства, а основные средства достанутся ему бесплатно. В такую ситуацию могут попасть еще прибыльные ком-

пании, которым не грозят никакие явные катастрофы. Диверсифицированный портфель из акций такого рода компаний обычно работает прекрасно, поскольку платят за него дешево, и есть вероятность, что рано или поздно руководство сделает их активы более производительными. К тому же такие портфели удастся собрать только в эпохи глубокого пессимизма, когда цены акций в целом очень низки.

Стоимость быстрых и денежных активов на обыкновенную акцию

Стоимость быстрых активов на обыкновенную акцию равна сумме кассовых остатков и дебиторской задолженности минус все требования, предшествующие обыкновенным акциям, деленной на число размещенных на рынке обыкновенных акций.

Стоимость денежных активов на обыкновенную акцию состоит из денежных активов за вычетом всех обязательств и всех требований, предшествующих обыкновенным акциям. В состав денежных активов входят:

- депозитные сертификаты;
- ссуды до востребования;
- коммерческие векселя;
- банковские акцепты;
- легко реализуемые краткосрочные облигации по рыночной цене;
- выкупная стоимость страховых полисов;
- деньги.

При более строгом подходе учитывают только высококачественные краткосрочные облигации и привилегированные акции.

Стоимость свободных денежных активов

Альтернативный подход к вычислению стоимости денежных активов исходит из того, что текущие активы, не являющиеся денежными активами, пригодны для погашения обязательств, имеющих приоритет перед обыкновенными акциями. В этом случае денежные активы уменьшаются только на сумму, нужную для покрытия старших требований. Оставшиеся денежные активы могут быть использованы для распределения по обыкновенным акциям. Этот остаток может быть назван свободными денежными активами, а разделив эту величину на число размещенных акций, мы получаем величину свободных денежных активов на одну акцию.

В таблице 19.2 приведен пример вычисления стоимости активов за 1985 г., приходящихся на обыкновенные акции компании Guilford Mills. Сумму текущих активов компании Guilford Mills следует увеличить на де-

Таблица 19.2. Guilford Mills, Inc. Сокращенный балансовый отчет по состоянию на 30 июня 1985 г. (в тыс. дол.)

Активы	
Денежные средства	2 286
Дебиторская задолженность	79 903
Запасы	58 258
Предварительная оплата	<u>3 303</u>
Текущие активы	143 750
Основные производственные средства	68 382
Репутация	7 122
Иные активы, главным образом выкупная стоимость страховых полисов	<u>5 680</u>
Всего активов	224 934
Пассивы	
Текущие обязательства	50 267
Долгосрочные обязательства	11 860
Отложенные подоходные налоги	6 464
Другие отложенные обязательства	5 515
Инвестиции акционеров (7 858 442 акции)	<u>150 828</u>
Всего пассивов	224 934

нежную выкупную стоимость страховых полисов. Аналитик может прикинуть, что эта величина составляет, скажем, 4 млн дол. В результате оборотный капитал составит 143,75 млн дол. плюс 4,0 млн дол. минус 50,267 млн дол. текущих обязательств, или 97,483 млн дол. Из этой суммы можно вычесть среднесрочные пассивы, составляющие 23,839 млн дол., так что останется 73,644 млн дол., которые можно распределить по обыкновенным акциям. Это составляет 9,37 дол. на каждую из 7 858 442 размещенных на рынке акций. Чтобы определить количество быстрых активов, доступных для размещения по обыкновенным акциям, нужно вычесть товарно-материальные запасы и незавершенное производство на сумму 58,258 млн дол., и останется 15,386 млн дол., или по 1,96 дол. быстрых активов на акцию. Если вычесть дебиторскую задолженность на сумму 79,903 млн дол., мы получим отрицательное число, а значит, свободных денежных активов у нас нет вообще.

Вычисление прибыли по балансовому отчету

Все включающий доход

В некоторых случаях истинную величину прибыли за ряд лет легче узнать из сопоставления изменений собственного капитала, чем в результате суммирования ежегодных прибылей. Такова ситуация с иност-

ранными компаниями, которые осуществляют проводки непосредственно на счета собственного капитала, и при изменении правил бухгалтерского учета, когда тот же эффект возникает в силу корректировки баланса на начало первого после изменений года. Когда нет особых осложнений, можно использовать следующее уравнение:

$$\begin{aligned} \text{Прибыль за период} = & \text{ Прирост нераспределенной прибыли} + \\ & + \text{ Прибыль от ценных бумаг} + \\ & + \text{ Текущий результат от корректировки} \\ & \text{ на изменения валютного курса} + \\ & + \text{ Выплаченные дивиденды} \end{aligned}$$

В самом простом случае тот же результат можно получить, найдя разницу между показателями чистых активов на акцию в начале и в конце периода и прибавив сумму выплаченных дивидендов. Но такой простой подход невозможен при следующих ситуациях или обстоятельствах:

- когда в течение анализируемого периода имели место слияния и поглощения;
- когда имели место выделение или продажа дочерней компании, с которой уходит часть накопленной прибыли и возникает прибыль или убыток от реализации;
- когда имели место продажа или выкуп компанией собственных обыкновенных акций;
- после экстраординарных уценок или удорожания активов, влияющих на сумму накопленной прибыли;
- после выплаты дивидендов акциями, которые могут быть полностью или частично отнесены на счет прибыли;
- если имел место трансферт со счета прибыли на счет основного капитала в результате, скажем, роста номинальной стоимости размещенных на рынке обыкновенных акций.

Анализируя динамику балансовых показателей, аналитик должен проследить все проводки на счет и со счета прибыли, чтобы выявить позиции, подлежащие исключению из суммы общей прибыли.

Некоторые аспекты продажи и выкупа собственных акций

Важно помнить, что компания не может зарабатывать на самой себе. Поэтому продажа или выкуп собственных акций не создает отчетного дохода. Но с позиций долговременного держателя акций разумная поли-

тика продажи и выкупа собственных акций может вести к увеличению балансовой стоимости активов на одну акцию. Пока акционер владеет акциями, для него увеличение балансовых активов на акцию на один доллар является таким же доходом, как увеличение нераспределенной прибыли на тот же доллар. Это просто еще один доллар капитала, работающий на каждую акцию. Особенность этих операций, понятно, в том, что выигрыш одних акционеров образуется за счет потерь других, ведь новой стоимости в ходе таких операций не возникает.

Программа выкупа собственных акций может помочь долгосрочным инвесторам

Стратегический инвестор смотрит далеко вперед и заботится о собственных прибылях и убытках, а не о результатах тех, кто покупает акции, чтобы их продать. Поэтому компания, которая в результате операций по продаже и скупке собственных акций добивается роста как прибыли на акцию, так и суммы балансовых активов на акцию, увеличивает свою привлекательность сверх уровня, гарантируемого ее способностью получать прибыль. В последние годы многие компании, такие, как Teledyne, Inc., General Foods и др., в результате умно проведенной скупки собственных акций добились роста прибыли на акцию, а в ряде случаев и суммы балансовых активов на акцию. Обычно даже объявление о начале программы по скупке собственных акций ведет к немедленному росту курса.

Скупка собственных акций не всегда на пользу

Если выкуп акций проводят в период очень высоких цен, может быть, чтобы избавиться от денег и предотвратить попытку захвата компании, аналитику стоит рекомендовать клиентам избавляться от акций.

Долговременный анализ дохода и баланса

В главе 20 мы рассматриваем ключевые соотношения инвестированного капитала, прибыли, дивидендов и рыночной цены, которые управляют нашими суждениями об эффективности компании и о привлекательности ее ценных бумаг. Изучение обыкновенных акций может включать сопоставление абсолютных значений показателей и ключевых коэффициентов за многие годы. Такие данные могут дать аналитику представление о том, в каком направлении и как движется компания. В большинстве случаев для этого достаточно изучить балансовые отчеты и отчет о прибылях и убытках, скажем, за 10 лет, особенно когда речь идет о сопоставлении двух или более компаний. Более полное исследование должно включать совокупную прибыль за десятилетия, так чтобы можно было посчитать несколько ключевых коэффициентов за ряд десятилетий.

Глава 20

Анализ коэффициентов

Анализ финансовых отчетов конкретной компании осуществляется в следующей последовательности (в скобках указаны главы, в которых рассматриваются соответствующие этапы анализа):

- 1) аналитик должен внести в финансовые отчеты все необходимые корректировки, чтобы получить истинные — с позиции анализа — значения данных и чтобы обеспечить сопоставимость отчетов разных компаний (главы с 10 по 19);
- 2) нужно определить истинные значения чистой прибыли и прибыли с включением амортизационных фондов за анализируемый период (главы с 10 по 17);
- 3) нужно изучить балансовый отчет и выявить обеспеченность оборотными средствами, рассчитать структуру капитала и величину инвестированного капитала на одну акцию (главы 18 и 19);
- 4) затем нужно рассчитать ряд ключевых коэффициентов, которые помогут оценить общую эффективность компании, обеспеченность активами ее старших выпусков ценных бумаг и привлекательность ее обыкновенных акций для инвестора.

В этой главе мы рассмотрим некоторые важнейшие коэффициенты, используемые для анализа финансовых отчетов. Ряд специальных коэф-

фициентов, используемых при анализе старших выпусков ценных бумаг, рассматриваются в главах 24 и 25. Многие другие коэффициенты находят применение по мере необходимости.

В использовании коэффициентов есть определенная специфика. Во-первых, коэффициенты поддаются группировке по своим информационным свойствам, и коэффициенты, входящие в одну группу, раскрывают примерно равные аспекты деятельности компании. Поэтому аналитику следует — в соответствии с собственным вкусом и привычками — выбрать для использования только один коэффициент в каждой группе. Например, показатель доходности активов очень схож с показателем доходности инвестированного капитала, поскольку очень малая часть активов финансируется не за счет инвестированного капитала, и динамика этих двух показателей совершенно идентична — вместе растут и вместе падают. Но аналитику нужно выбрать один из них и вычислять его всегда одинаковым образом, чтобы обеспечить сопоставимость во времени и для разных компаний.

Другой специфической особенностью является то, что один и тот же коэффициент аналитик может рассчитывать по-разному при решении разных задач. Например, аналитик, вычисляя доходность собственного капитала, может взять отложенные налоговые обязательства как часть собственного капитала, но, вычисляя балансовую стоимость обыкновенных акций, он отнесет эту статью к преимущественным требованиям. Подходы различны, потому что аналитик пытается ответить на разные вопросы, но придавая тем же знакомым терминам, таким, как «обыкновенная акция», разные значения в зависимости от решаемой задачи. Достаточно как следует освоить терминологию, и вы начнете различать оттенки значений по характеру анализа.

В ходе рассмотрения мы будем постоянно ссылаться на формулы вычисления коэффициентов, заданные на рисунках 20.1—20.7. Формулы представлены в упрощенном виде, используют такие общие термины, как *прибыль* или *балансовая стоимость*. Мы исходим из того, что аналитик уже проделал все необходимые корректировки соответствующих показателей. Иначе нам пришлось бы писать длинные тексты, где, скажем, сначала к прибыли прибавлялись все повышающие позиции, а затем вычитались все понижающие. Поэтому для тех, кто не изучил внимательно главы 10—19, эти формулы выглядят обманчиво простыми.

В расчете на акцию

На Уолл-стрите для характеристики обыкновенных акций используют три основных показателя: прибыль на акцию, величина дивидендов на акцию и цена акции. Цена акции также является показателем в расчете на акцию, но об этом обычно не думают, потому что цену не рассчитывают, а получают на рынке. Иногда также используют следую-

щие показатели: объем сбыта, поток денег (прибыль плюс амортизация), балансовая стоимость и прочее в расчете на одну акцию.

На рисунке 20.1 даны формулы расчета восьми часто используемых показателей в расчете на акцию. Эти вычисления достаточно просты. В числителе приведен показатель, который мы хотим соотнести с акциями. Когда показатель характеризует результаты года — прибыль, дивиденды, прибыль плюс амортизация, в знаменателе будет средневзвешенное число размещенных обыкновенных акций. Если в числителе балансовый показатель, характеризующий положение на определенную

Рисунок 20.1. Формулы вычисления показателей в расчете на акцию

1. Прибыль на акцию =	$\frac{\text{Прибыль, доступная для обыкновенных акций}}{\text{Средневзвешенное число размещенных обыкновенных акций}}$
2. Дивиденд на акцию =	$\frac{\text{Годовая сумма дивидендов на обыкновенные акции}}{\text{Средневзвешенное число размещенных обыкновенных акций}}$
3. Объем сбыта на акцию =	$\frac{\text{Объем сбыта}}{\text{Средневзвешенное число размещенных обыкновенных акций}}$
4. Поток денег на акцию (глава 15) =	$\frac{\text{Доход после уплаты налогов}}{\text{Средневзвешенное число размещенных обыкновенных акций}}$
5. Балансовая стоимость чистых активов на акцию (глава 19) =	$\frac{\text{Балансовая стоимость чистых активов} - \text{Репутация} - \text{Большинство других нематериальных активов}}{\text{Число размещенных акций на дату закрытия баланса}}$
6. Текущие активы на акцию (глава 19) =	$\frac{\text{Текущие активы} - \text{Все требования, предшествующие обыкновенным акциям}}{\text{Число размещенных акций на дату закрытия баланса}}$
7. Быстрые активы на акцию (глава 19) =	$\frac{\text{Денежные + Дебиторская задолженность активы} - \text{Все требования, предшествующие обыкновенным акциям}}{\text{Число размещенных акций на дату закрытия баланса}}$
8. Денежные активы на акцию (глава 19) =	$\frac{\text{Денежные активы} - \text{Все требования, предшествующие обыкновенным акциям}}{\text{Число размещенных акций на дату закрытия баланса}}$

дату, в знаменателе будет просто количество размещенных акций на ту же дату.

Смысл каждого из этих коэффициентов достаточно прост, и мы не будем говорить о каждом в отдельности. Опыт расчетов и использования, выявления тенденций и отклонений, сопоставления и других видов анализа научит аналитика «чувствовать» числа и с годами принесет более глубокое понимание значения и ограниченности каждого из коэффициентов.

Показатели в расчете на акцию имеют два недостатка

Утрачивается виденье компании в целом. Показатель «прибыль на акцию» очень удобен, а потому широко употребим. Но у этого показателя есть два недостатка, которые до известной степени мешают серьезному анализу. Меньший из недостатков заключается в том, что он отвлекает внимание инвесторов от компании в целом, что предполагает изучение:

- объема сбыта;
- прибылей;
- инвестированного капитала;
- совокупной рыночной оценки фирмы.

При этом слишком большое внимание уделяется одной акции. Еще хуже то, что показатель прибыли на акцию без учета особенностей счета доходов, на основании которого он вычислен, может стать причиной неверных выводов.

Бухгалтеры предупреждают об опасности чрезмерного внимания к показателю «прибыль на акцию». Внушительное предупреждение об опасности чрезмерного доверия к одному показателю сделал Комитет по процедурам учета Американского института дипломированных общественных бухгалтеров.

«Размышляя о природе и задачах отчета о прибылях и убытках, Комитет не забывал, что даже знающие люди склонны переоценивать значение показателей «чистая прибыль» и «прибыль на акцию» за определенный год. Комитет хочет обратить внимание на то, что во многих случаях нежелательно распространение информации, выпячивающей значение одного показателя — «чистая прибыль» или «чистая прибыль на акцию». Но если уж такие данные о прибыли публикуются (в газетах, в информационных выпусках для инвесто-

ров, в годовых отчетах корпораций), Комитет решительным образом предупреждает, что способ вычисления прибыли на акцию следует соотносить с отчетным показателем чистой прибыли, и что в тех случаях, когда затраты или кредитные поступления были исключены из расчета чистой прибыли, необходимо публиковать и соответствующие показатели расходов или кредитов в расчете на акцию. В связи с этим Комитет искренне призывает к сотрудничеству все организации, участвующие в составлении на основании годовой отчетности статистики прибыльности деловых предприятий, — как правительственные, так и частные»¹.

Техническая проблема. Акция не может служить неизменным метром. Это не постоянный процент участия в собственности на компанию, а в экономическом смысле акция этого года не равна акции прошлого года. Поэтому динамические ряды показателей в расчете на акцию требуют вдумчивого и понимающего анализа, иначе они могут ввести в заблуждение.

Подобные возражения не могут быть выдвинуты против использования показателя «дивиденд на акцию» за отчетный год. Здесь вряд ли возможны какие-либо недоразумения. Часто возникают вопросы о том, какими будут текущие дивиденды, — главным образом из-за того, что бывают регулярные и экстраординарные выплаты, но это уже трудности иного рода.

Отчетная и скорректированная прибыль на акцию

Результатом тщательного изучения отчета о прибылях и убытках бывает корректировка отчетной прибыли, чтобы показать «верную» величину прибыли. Скорректированному показателю прибыли соответствует скорректированный коэффициент прибыли на акцию. Если различия между двумя показателями велики, аналитик обязан отметить, что скорректированные вычисления дают более верную картину результатов деятельности. В статистических таблицах можно показывать данные на акцию в двух колонках: «По отчетным данным» и «По скорректированным данным», а в примечаниях объяснить характер и масштаб корректировок по каждому отчетному году.

Допуски на изменения капитализации

Вычисление прибыли на акцию (коэффициент 1). Коэффициент 1 на рисунке 20.1 задает обычный метод вычисления прибыли на акцию. Некоторые затруднения рассмотрены ниже. Подобно большинству других используемых в анализе коэффициентов, вычисление прибыли на

¹ AICPA. Accounting Research Bulletin № 32, 1947, December, para. 32.

акцию определяется интересами аналитика. Приведенная формула вполне хороша для измерения того, что было в прошлом, но для оценки величины будущей прибыли на акцию аналитик должен исходить из того, каким может оказаться число размещенных акций в прогнозируемом периоде. Та же оговорка применима к вычислениям будущих значений любых других показателей в расчете на акцию.

Выплата дивидендов акциями и расщепление акций. Здравый смысл требует при анализе динамики удельных показателей (в расчете на акцию) учитывать все произошедшие в исследуемом периоде изменения капитализации. Простейшим случаем является изменение числа акций в результате выплаты дивидендов акциями, расщепления акций и пр. Все, что необходимо, — это пересчитать показатели за период на базе текущего числа акций. Например, если акции расщепили в соотношении 2:1, то все предыдущие показатели и коэффициенты следует разделить на 2. (Некоторые статистические службы самостоятельно проводят такие перерасчеты.)

Права и конвертация. Когда причиной изменений является продажа дополнительных акций по сравнительно низкой цене (обычно в порядке исполнения варрантов, или права подписки на акции) либо конвертация в акции старших ценных бумаг, корректировка оказывается чуть более сложной. Права могут быть на покупку дополнительных акций того же выпуска, на покупку конвертируемых акций, которые могут быть обменены на обыкновенные акции того же выпуска, или на покупку других ценных бумаг.

Простой метод корректировки прав. Сравнительно простая корректировка, применимая ко всем этим типам прав, осуществляется так: нужно взять рыночную цену акций и прикрепленных к ним прав немедленно после закрытия прав. Затем нужно цену права разделить на цену права плюс цену акции после закрытия права, чтобы получить процент, примерно равный дивиденду по акциям. Затем показатели на акцию за предыдущие периоды нужно разделить на единицу плюс этот процент, как вы поступили бы, имея дело с дивидендами. Тот же метод распределения издержек между акцией и правом использует Налоговое управление для размещения налогов, благодаря чему соответствующие данные могут быть получены из публикаций налоговых служб, что освобождает аналитика от самостоятельных вычислений².

Учет конвертации. Если произошла конвертация облигаций или привилегированных акций в обыкновенные акции, выплаченные прежде проценты или дивиденды после вычета соответствующего налогового

² Levy H. and Sarnat M. Investment and Portfolio Analysis. New York: John Wiley & Sons, 1972, p.39—44.

кредита прибавляются опять к прибыли. Затем новые показатели прибыли используют в расчетах для большего числа обыкновенных акций.

Проблема разбавления прибыли

Анализ разбавления прибыли

В связи с возможностью разбавления прибыли перед инвесторами стоят три вопроса:

- вероятность разбавления;
- время операции по разбавлению;
- степень разбавления.

Это предмет для специального анализа, а не для применения расплывчатых и отчасти произвольных правил. Чтобы показать сложность ситуации, мы применим правила бухгалтерского учета к ряду гипотетических ситуаций.

Отчетная прибыль на акцию

Первичная прибыль на акцию. Финансовый отчет может содержать два показателя прибыли на акцию: *первичную прибыль* и *полностью разбавленную прибыль*. Вычисления опираются на концепцию *эквивалентов обыкновенных акций*. Варранты и опционы всегда считают эквивалентами обыкновенных акций. Конвертируемые ценные бумаги, выпущенные после 28 февраля 1982 г., эквивалентны обыкновенным акциям, если в момент эмиссии доходность конвертируемой ценной бумаги (купон, деленный на цену) составлял меньше $\frac{2}{3}$ определенной ставки процента. В настоящее время — это ставка по корпоративным облигациям класса Аа. (Прежде *критерий доходности* был равен $\frac{2}{3}$ базисной ставки.) Это правило может быть применено задним числом к выпускам привилегированных ценных бумаг, эмитированным до этой даты. Те выпуски конвертируемых, которые могут быть сочтены эквивалентными обыкновенным акциям, рассматриваются, как будто они конвертированные, и вводят соответствующие поправки в суммы выплаченных процентов или дивидендов по привилегированным и, конечно, в величину прибыли, которая может быть выдана по обыкновенным акциям, и налогов. Предполагается, что варранты и опционы исполнены и что доход от их исполнения идет на скупку собственных акций, уменьшая тем самым количество размещенных на рынке акций. Если исполнение (варрантов и опционов) или конвертация ведут к *уменьшению разбавления*, они соответственно учитываются при вычислениях.

Критерий доходности не работает. Интересно отметить, что академические исследования обнаружили, что с помощью критерия доходности

мы выделяем те ценные бумаги, которые, скорее всего, *не будут* конвертированы, а не кандидатов на конвертацию!

Полностью разбавленная прибыль на акцию — ценное предостережение. Полностью разбавленная прибыль есть результат вычислений, предполагающих, что все, что можно конвертировать и исполнить, будет конвертировано и исполнено, то есть вычисляется наихудший вариант разбавления. Если полученный результат намного меньше, чем первичная прибыль на акцию, это предостережение, что *есть реальная опасность* разбавления.

Аналитическая проблема. Никто не будет исполнять право на покупку обыкновенной акции за 40 дол., если ее можно купить на рынке за 20 дол. Но можно при этом предполагать, что когда-нибудь это право будет исполнено. Первым делом аналитик должен оценить компанию и ее перспективы роста, чтобы установить, поднимется ли цена акций до истечения срока исполнения права на покупку выше 40 дол., то есть цены исполнения. Право будет исполнено только при следующих обстоятельствах:

- 1) цена акции настолько выше 40 дол., что стоимость опциона стала почти незначимой, а дивиденды на обыкновенные акции оправдывают расходы на заимствование 40 дол., нужных, чтобы исполнить право;
- 2) срок привилегии на исполнение опциона вот-вот пройдет.

Оценка срока разбавления. Вероятным временем исполнения такого права будет момент, когда дивиденды станут выше, чем цена заимствования, а цена акций будет настолько выше 40 дол., что стоимость опциона перестанет играть значение. До тех пор пока опцион чего-то стоит, выгоднее не исполнять право, а продать его и купить акцию на рынке. Поэтому аналитику следует оценить будущее значение коэффициентов цена/прибыль, темпы роста прибыли и дивидендов, доли дивидендов в прибыли (дивиденд на акцию к прибыли на акцию), процентных ставок и т.п. В случае конвертируемых акций расчет вероятности того, что компания отзовет их, чтобы принудить публику к конвертации, невероятно сложен. Правило о $2/3$ прошлого значения процента здесь решительно не помогает.

Что оказывается разбавленным — прибыль? Когда момент вероятного разбавления примерно определен, нужно понять: что, собственно, оказывается разбавленным? До того момента, когда ожидается исполнение или конвертация, компания будет выплачивать дивиденды существующим акционерам. Поскольку акционеры своих дивидендов не вернут, эта часть прибыли оказывается неразбавленной.

Будет ли разбавлена нераспределенная прибыль? Нераспределенная прибыль, естественно, становится частью балансовой стоимости акций. Если ожидается, что балансовая стоимость акций в момент исполнения или конвертации составит 20 дол. на акцию, тогда мы должны сравнить эти 20 дол. на акцию с тем, сколько компания получит за каждую акцию. Если она за каждую новую акцию получит больше, чем 20 дол., тогда балансовая стоимость акций скорее вырастет, чем сократится, и будет иметь место эффект, противоположный разбавлению. Итак, нераспределенная прибыль может подвергнуться разбавлению, либо наоборот!

Какова цена разбавления? Наконец, представим себе, что через 10 лет разбавление акций составит 10%. Как это изменит сегодняшнюю цену акций? При темпах роста прибыли и дивидендов 8% в год и ставке дисконтирования 15% текущая стоимость акций упадет примерно на 5%: $10\% \times (1,08/1,15)^{10} = 5,3\%$. Поэтому аналитик должен помнить два важных правила:

1. Разбавление не может быть важным фактором, если оно предполагается в отдаленном будущем.
2. Даже если ожидается немедленное исполнение или конвертация, результатом может быть как уменьшение, так и увеличение разбавления.

Что следует делать аналитику?

Если выявил проблему — определи масштаб. Аналитик должен начинать с вычисления величины полностью разбавленной прибыли на акцию, чтобы установить, есть ли *потенциальная* проблема. Если полностью разбавленная прибыль только на 5—10% ниже отчетной, непосредственной угрозы нет. Если эффект разбавления больше, аналитику следует определить время, вероятность и степень разбавления и с помощью дисконтирования к текущей стоимости узнать, насколько в этом случае снижается внутренняя стоимость акций.

Используй среднее или прогнозируемое число размещенных акций. Мы рекомендуем использовать для обычных расчетов величины прибыли на акцию: 1) средневзвешенное число размещенных акций для анализа *прошлых* данных и 2) прогноз числа размещенных акций для вычисления *будущих* значений прибыли на акцию.

Внеси поправку на ожидаемую конвертацию, если она значительна. Если расчет показывает, что разбавление будет значительным, следует вычислить величину разбавления на акцию по наихудшему варианту для тех выпусков, которые предположительно будут конвертированы в обыкновенные акции.

Как учитывать варранты и опционы на акции

Считай, что компания будет хранить акции у себя. Прогнозируя будущую прибыль, следует исходить из того, что все доходы от исполнения будут истрачены на скупку собственных акций, так что нужно вводить поправки на уменьшение процентов или дивидендов по привилегированным акциям или облигациям, а также на налоговые результаты.

Можно также оценить доходность поступлений от исполнения. Другой подход заключается в том, чтобы оценить прибыль от использования дополнительного капитала, поступающего в результате исполнения прав, варрантов или опционов. Это более сложная процедура, но данный подход имеет смысл, когда ожидаемая дополнительная доходность от инвестирования оказывается существенно выше или ниже, чем текущий уровень прибыльности.

Формулы оценки опционов. Опционы на акции, подаренные служащим компании или еще кому-то, теоретически влекут те же последствия, что и варранты, о которых мы говорили выше, но у этих опционов нет рыночной цены. Их рыночную цену можно подсчитать с помощью модели Блэка—Шольца или использовать какую-либо из ее модификаций³, или использовать модель минимальной стоимости. Это даст аналитику возможность прикинуть, насколько стоимость опциона превосходит цену исполнения. Это помогает оценить *вероятность* исполнения, поскольку надбавка над ценой исполнения препятствует исполнению.

Формула минимальной стоимости. Стоимость опциона не бывает меньше, чем текущая цена подлежащих акций минус текущая стоимость цены исполнения и минус текущая стоимость всех дивидендов, подлежащих выплате до даты исполнения⁴. Это и есть модель минимальной стоимости, и она легко применима. Если аналитик располагает приемлемым прогнозом будущих дивидендов, ему остается только выбрать ставку дисконтирования.

Не забывай о надбавке к цене исполнения. В то же время можно интуитивно оценить вероятность исполнения, если оценить, насколько цена исполнения превышает рыночную цену подлежащей акции. Если разрыв велик, цене акции придется сильно вырасти, чтобы запустить исполнение. Если разрыв не превышает 25%, можно из предположения, что компания сохранит выкупленные акции у себя, легко рассчитать вероятность угрозы разбавления. Следует использовать наше правило «5% от чистой прибыли», чтобы оценить, требует ли *кумулятивный эффект*

³ Black F. and Scholes M. The Pricing of Options and Corporate Liabilities // Journal of Political Economy. Vol. 81, № 3, 1973, May—June, p.637—654.

⁴ Sharpe W. F. Investments. New Jersey: Prentice-Hall, Inc. Englewood Cliffs, 1978, p.364—365.

разбавления внесения поправок в показатели, рассчитываемые на одну акцию.

Конвертация акций класса В в публичные акции

Немалое число частных компаний стали публичными в результате продажи обыкновенных акций класса А, тогда как средства прежних нераздельных владельцев оставались вложенными в акции класса В (иногда их называют просто обыкновенными). Хотя соотношение прав на дивиденды для этих двух классов акций меняется от компании к компании, обычно публичные акции имеют некоторый приоритет. Но практически всегда акции класса В имеют право на конвертацию — акция за акцию — в акции класса А. Бывает, что право конвертации может быть исполнено немедленно и полностью, но чаще оно может быть действительно только для пакетов акций и в течение ряда лет.

В большинстве случаев вычисления аналитиков исходят из предположения о полной конвертации, то есть предполагается, что существуют акции только одного класса. Но иногда, когда нужны оценки именно для акций класса В, такое предположение бесполезно.

Общее правило учета участия

Рассчитывая прибыль, доступную для выплаты дивидендов, аналитик обязан учесть права выпусков ценных бумаг участия, причем независимо от того, производились ли выплаты в действительности. Различные виды облигаций и привилегированных акций обладают характеристиками, дающими им право на долю доходов или дивидендов, выплачиваемых на обыкновенные акции. Обычно такие выпуски дают право на получение постоянных выплат, которые производят до подсчета их доли в участвующих или остаточных платежах*. Эти права нужно учитывать так же, как конвертируемые и опционы, а значит, аналитик должен сделать соответствующие поправки, чтобы показатели в расчете на акцию отражали притязания этих инструментов на чистую прибыль компании. В большинстве случаев эти поправки принимают вид гипотетической ценной бумаги с постоянным доходом плюс какое-то количество акций, эквивалентных обыкновенным. Обычно появление в годовом отчете полностью разбавленной прибыли на акции является сигналом того, что следует провести исследование разбавления.

Дивиденды на акцию (коэффициент 2)

Дивиденды на акцию — это, конечно, коэффициент, но его практически никогда никак не вычисляют, разве что суммируют дивиденды,

* Собственник имеет право только на остаток дохода, получаемого после погашения всех претензий. — *Примеч. переводчика.*

выплаченные за какой-то период, потому что обычно дивиденды уже объявляют в расчете на одну акцию. Формула коэффициента 2 (см. рис. 20.1) требует использования средневзвешенного числа размещенных акций, что лишено смысла в отношении показателя, который доступен в готовом виде. Естественно, дивиденды за прошлые периоды подлежат корректировке с учетом расщепления акций, выплаты дивидендов акциями, выдачи прав и т.п.

Объем сбыта на акцию (коэффициент 3)

Как видно из формулы, мы просто делим объем сбыта на число размещенных на рынке акций.

Поток денег на акцию (коэффициент 4)

Это полезный показатель общей способности компании развиваться за счет собственных средств, выплачивать дивиденды, превращать «учетную прибыль» в деньги и наслаждаться преимуществами финансовой гибкости. Но поток денег не является собственностью акционеров в том же смысле, как и прибыль. Эти деньги можно использовать для обслуживания долга или других первостепенных обязательств, таких, как арендные платежи. Чтобы рассчитать долю потока денег на акцию, которой компания может распоряжаться по своему произволу, нужно выявить обязательные выплаты из потока денег (прибыль плюс амортизационные отчисления).

Балансовые, текущие, быстрые и денежные активы на акцию (коэффициенты 5, 6, 7 и 8)

Все балансовые показатели в расчете на акцию представляют собой характеристику состояния дел на дату закрытия баланса. Коэффициенты 5—8 приведены на рисунке 20.1.

Ценовые коэффициенты

Основной принцип финансов заключается в том, что никакие инвестиционные решения, затрагивающие обыкновенные акции, не могут быть приняты без рассмотрения соответствующих цен, обычно текущих рыночных, но порой и расчетных или прогнозных. Аналитик ценных бумаг должен сопоставлять цены с прибылью, дивидендами, стоимостью активов и продажами. На рисунке 20.2 даны формулы расчета следующих коэффициентов:

коэффициент 9 — цена/прибыль;

коэффициент 10 — прибыльность акций

(обратный показатель — прибыль на акцию к цене акции);

- коэффициент 11 — дивиденд на акцию к цене акции;
 коэффициент 12 — продажи на доллар обыкновенных акций;
 коэффициент 13 — цена акций к балансовым активам на акцию.

Рисунок 20.2. Формулы ценовых коэффициентов

9. Обеспеченность акций прибылью (глава 19) =	$\frac{\text{Цена акции}}{\text{Прибыль на акцию}}$
10. Прибыльность акций =	$\frac{\text{Прибыль на акцию}}{\text{Цена акции}}$
11. Дивиденды на акцию к цене акции =	$\frac{\text{Дивиденды на акцию}}{\text{Цена акции}}$
12. Продажи на доллар обыкновенных акций =	$\frac{\text{Объем сбыта}}{\text{Средневзвешенное число размещенных акций} \times \text{Средневзвешенный курс акций}}$
13. Обеспеченность акций балансовыми активами =	$\frac{\text{Цена акции}}{\text{Балансовые активы на акцию}}$

Обычно эти коэффициенты вычисляют по данным последнего годового балансового отчета, хотя прибыль может быть средней за ряд лет. Прибыль берут или за последние 12 месяцев, или за текущий фискальный год, или рассчитывают на ближайшие 12 месяцев. Некоторые брокерские дома публикуют два показателя цены акций к прибыли на акцию. Один показывает оценку прибыли за текущий фискальный год, а другой — за будущий фискальный год. Одна инвестиционная служба публикует этот коэффициент, рассчитанный по данным о прибыли за три прошедших квартала, плюс оценка прибыли на еще не завершенный квартал. Поскольку прибыль очень сильно изменяется год от года, важно указывать, за какой период рассчитан показатель прибыли и является ли показатель отчетным или оценочным. Цена может быть текущая, на конец периода, прогнозируемая или вычисляемая. Сказанное применимо ко всем ценовым коэффициентам, так что аналитик всегда должен отдавать себе (и клиентам) отчет — какая цена и какой период времени отражены в значении коэффициента. При подготовке письменного отчета аналитик должен толково объяснить все коэффициенты — прямо в тексте или в примечаниях.

Обеспеченность акций прибылью

Рыночные коэффициенты и мультипликаторы

Коэффициент «прибыль на акцию» вычисляют не только для того, чтобы оценить гарантированность дивидендов, но и для сопоставления с текущей рыночной ценой акций. В итоге мы получаем коэффициент обеспеченности акций прибылью, или цену к прибыли (P/E — price-earnings ratio), с которым аналитику приходится иметь дело постоянно. Теперь мы поговорим о значении этих коэффициентов и о том, что определяет их. Рассмотрение распадается на две части. Сначала мы обсудим действительное поведение рынков, то есть как инвесторы и спекулянты обращаются с коэффициентами «цена/прибыль». Затем мы поговорим о том, каким *должно быть* значение этого коэффициента или мультипликатора.

Путаница по поводу используемого показателя прибыли

Утверждение, что цена обыкновенных акций равна ($N \times$ Прибыль), не очень определено. Прибыль в данном случае может быть прибылью прошлого, текущего или будущего года, или даже за последние три месяца, умноженная на 4. Иногда это утверждение делают более точным: ($N \times$ Ожидаемая прибыль), если речь идет о будущем периоде, или ($N \times$ Средняя прибыль), когда речь идет о прошлом, или даже ($N \times$ Прибыль за последние 12 месяцев). Большею частью, впрочем, имеют в виду прибыль за текущий или за последний истекший год.

Разнообразие коэффициентов «цена/прибыль»

От разнообразия и непоследовательности разных форм коэффициента «цена/прибыль» аналитик может растеряться. Цены акций меняются быстро и часто, так что даже текущие значения коэффициента обречены на нестабильность. Для большинства акций даже среднегодовые значения коэффициента сильно меняются год от года. Наконец, даже коэффициенты для разных акций, рассчитанные на одну дату, сильно отличаются. Например, в феврале 1987 г. акции компании Wheeling-Pittsburgh Steel шли с мультипликатором 1,3, а акции компании International Banknote — в 85 раз больше, чем прибыль за год, заканчивающийся в конце марта 1987 г. (прибыль, по данным Value Line). Понятно, что какая-либо стабильность или смысл возможны только при использовании нормальной прибыли.

Есть ли в этом какие-то закономерности?

Кажется почти невозможным хоть как-то упорядочить этот хаос. Но если выбрать удобную точку наблюдения, удастся выявить вполне опре-

деленные и не бессмысленные закономерности в поведении коэффициентов «цена/прибыль». Хорошие результаты дает сопоставление средней цены акций за ряд лет со средней прибылью за тот же период. В таблице 20.1 мы приводим значения коэффициентов для каждой из 30 компаний, учитываемых в индексе промышленных компаний Доу-Джонса, за два пятилетних периода — за 1975—1979 гг. и за 1980—1984 гг.

Качество прибыли. Для подавляющего большинства обыкновенных акций средняя взаимосвязь цены акций и прибыли на акцию отражает представления инвесторов и спекулянтов об их качестве и росте. Сильные, успешные и обещающие компании обычно продают свои акции с большим мультипликатором к средней или текущей прибыли, чем менее сильные, менее успешные и менее обещающие.

Некоторые ключевые факторы. В число главных факторов, влияющих на величину отношения цены к прибыли, входят:

- 1) факторы, получающие полное отражение в финансовых данных (материальные факторы):
 - рост прибыли и объема сбыта в прошлом;
 - прибыльность — уровень доходности на инвестированный капитал;
 - стабильность прибыли в прошлом;
 - уровень и динамика дивидендов;
 - финансовое положение или кредитоспособность;
- 2) факторы расплывчатые — нематериальные:
 - качество управления;
 - характер и перспективы развития отрасли;
 - конкурентное положение компании и перспективы ее развития.

Нематериальные факторы влияют на отчетные показатели. Аналитик может изучать пять материальных факторов по данным финансовых отчетов. Три нематериальных фактора не поддаются таким же определенным вычислениям. Нужно понимать, что, как правило, неподдающиеся квантификации факторы уже отражены в отчетных показателях. Иными словами, значения отчетных показателей ясно и полно показывают, насколько хороши дела и толково ли управляют компанией. Исключения составляют ситуации, когда руководство только недавно сменилось, или когда в отрасли либо в компании произошли решительные изменения, так что прошлые достижения перестали иметь значение для будущего. В новых, быстро развивающихся отраслях — в электронике, коммуникациях, производстве полупроводников, генной инженерии и фармацевтике — нередко бывает так, что ожидания будущей прибыли не имеют никакого отношения к прошлому. Но так бывает не часто.

Таблица 20.1. Средняя прибыль на акцию, цены акций и отношение цена акций к прибыли на акцию для промышленных компаний за 1975—1979, 1980—1984 и 1985 гг. (в дол.)

Компания*	Средняя за 1975—1979 гг.			Средняя за 1980—1984 гг.			1985 г.		
	Прибыль	Средняя цена** к прибыли	Цена к прибыли	Прибыль	Средняя цена к прибыли	Цена к прибыли	Прибыль	Средняя цена к прибыли	Цена к прибыли
Allied-Signal	2,41	33,9	14,1	4,88	30,9	6,3	3,40	41,0	12,1
Aluminum Co.	3,48	23,8	6,8	3,18	33,6	10,6	1,32	35,3	26,7
American Can	5,51	36,2	6,6	3,50	37,4	10,7	5,02	56,6	11,3
American Express	1,79	17,7	9,9	2,75	27,3	9,9	3,55	45,5	12,8
American T&T	нд***	нд	нд	нд	нд	нд	1,43	22,2	15,5
Bethlehem Steel	2,12	25,6	12,1	(2,53)	22,9	6см****	(2,45)	16,8	6см
Chevron	3,26	19,9	6,1	5,62	38,1	6,8	4,19	35,1	8,4
DuPont	4,08	41,1	10,1	4,98	43,2	8,7	5,04	58,5	11,6
Eastman Kodak	3,15	50,0	15,9	4,14	48,1	11,6	1,46	47,2	32,3
Exxon	3,29	24,3	7,4	6,06	34,8	5,7	7,43	50,2	6,8
General Electric	2,37	25,0	10,5	4,09	40,4	9,9	5,13	64,8	12,6
General Motors	8,86	60,3	6,8	5,14	56,9	11,1	12,28	75,2	6,1
Goodyear	2,59	19,0	7,3	3,28	23,8	7,3	2,81	28,1	10,0
Inco	1,75	23,4	13,4	(2,10)	17,0	6см	0,28	12,9	46,1
IBM	4,48	63,5	14,2	7,79	85,1	10,9	10,67	138,1	12,9
International Paper	6,28	51,0	8,1	5,28	46,3	8,8	1,61	51,1	31,7
McDonald's	1,51	21,8	14,4	3,38	34,6	10,2	4,99	66,3	13,3

Таблица 20.1. (окончание)

Компания*	Средняя за 1975—1979 гг.			Средняя за 1980—1984 гг.			1985 г.	
	Прибыль	Средняя цена** к прибыли	Цена к прибыли	Прибыль	Средняя цена к прибыли	Цена к прибыли	Прибыль	Средняя цена к прибыли
Merck	1,94	33,3	17,0	2,93	41,9	14,3	3,79	57,5
Minnesota M&M	3,84	55,5	14,5	5,77	66,8	11,6	6,02	82,6
Navistar	7,04	32,1	4,6	(13,48)	14,3	6см	0,77	15,9
Owens-Illinois	3,56	23,2	6,5	3,76	29,6	7,9	5,23	46,9
Philip Morris	1,43	15,1	10,6	3,13	28,0	8,9	5,08	25,6
Procter & Gamble	2,77	42,7	15,4	4,57	46,6	10,2	3,80	61,1
Sears' Roebuck	2,38	28,1	11,8	2,86	26,0	9,1	3,53	36,0
Texaco	3,86	26,4	6,8	6,28	37,3	5,9	4,62	33,7
Union Carbide	2,27	16,6	7,3	2,15	17,3	8,0	0,36	18,2
United Technologies	2,13	17,4	8,2	3,63	28,4	7,8	4,58	40,5
U.S. Steel	2,60	34,81	13,4	2,01	25,3	12,6	1,71	28,7
Westinghouse Electric	1,50	9,1	6,1	2,61	18,1	6,9	4,30	36,5
Woolworth	2,36	10,8	4,6	1,88	13,6	7,2	2,75	24,8

* С поправками на расщепление акций и на выплату дивидендов акциями.

** Средняя среднегодовых цен.

*** нд — нет сопоставимых данных.

**** бсм — не имеет смысла.

Таблица 20.1 демонстрирует так называемый *эффект Молодовского*⁵. Речь о том, что у компаний, испытывающих временное сокращение прибыли, коэффициент «цена акций к прибыли на акцию» очень высок. Значения коэффициента «цена/прибыль» за 1985 г. для компаний Aluminum Co., Eastman Kodak, International Paper и Inco могут отражать убежденность рынка, что падение прибылей носит временный и нетипичный характер. Внимательное изучение коэффициентов за 1985 г. показывает, что для некоторых компаний значения этого года в 2 раза и более превышают значения коэффициентов в 1980—1984 гг. Фактически, мы видим крайне оптимистические оценки, характерные обычно для высококачественных и быстрорастущих компаний. Внимательный анализ компаний этой группы показывает, что большей частью они не так уж быстро растут и не отличаются слишком высоким качеством. Не следует использовать коэффициент «цена/прибыль» как показатель дешевизны или дороговизны рынка акций. *Среднее* значение коэффициента «цена/прибыль» в 1985 г. было на 75% выше, чем в 1980—1984 гг., но при этом для большинства акций этот рост составил примерно 30%. Гораздо лучше дешевизну рынка в целом характеризует медиана — в 1985 г. цена акций была в среднем в 12,6 раза выше, чем прибыль на акцию, а большая часть акций с очень высоким значением этого коэффициента в 1985 г. (но не в предыдущие периоды), скорее всего, отражала влияние эффекта Молодовского.

Ключевые коэффициенты и осязаемые факторы

Материальные факторы, характеризующие качество компании, можно измерить с помощью ключевых коэффициентов и других вычислений. Помимо двух уже рассмотренных групп коэффициентов, существуют еще пять, которые помогают понять многое в деятельности компании:

- коэффициенты прибыльности;
- коэффициенты роста;
- коэффициенты стабильности;
- коэффициент дивидендных выплат на прибыль;
- коэффициенты кредитоспособности.

В предыдущем разделе этой главы мы отметили ряд недостатков, свойственных показателям, отнесенным на одну акцию, и прежде всего то, что они отвлекают внимание от анализа бизнеса в целом. Наилучший

⁵ *Molodovsky N. A Theory of Price-Earnings Ratios // Financial Analysts Journal, 1953, November, p.65—80.*

подход заключается в том, чтобы приступить к анализу показателей в расчете на акцию и ценовых коэффициентов *в последнюю очередь*, после завершения анализа пяти перечисленных выше групп коэффициентов. Коэффициенты этих пяти групп измеряют эффективность и финансовую силу компании самой по себе, вне рыночной оценки. Поочередно рассмотрим эти коэффициенты, а затем проиллюстрируем их применение — сначала, в главе 21, на примере двух химических компаний, а затем, в главе 22, на примере производителей пищевых продуктов.

Коэффициенты прибыльности

Способность руководства использовать капитал

Самым широким показателем прибыльности является отношение *конечной* чистой прибыли к капиталу. Конечная чистая прибыль отражает все виды регулярных прибылей и потерь, включая подоходный налог, в том числе вычеты на выплату процентов по долговременному долгу и на арендные платежи, поскольку процент есть часть дохода. Фундаментальным достоинством показателя дохода на инвестированный капитал является то, что он измеряет общую эффективность бизнеса по отношению к сумме средств, предоставленных всеми инвесторами, а не только какой-то одной группой. Коэффициент измеряет способность руководства прибыльно использовать все активы независимо от способа их финансирования. Коэффициент можно рассчитывать на основе прибыли *до уплаты подоходных налогов*, что даст нам показатель доходности, независимый от способа финансирования и от налогообложения. Последний вариант показателя бывает полезен при сопоставлении компаний.

Несколько полезных модификаций. Коэффициенты прибыльности являются, пожалуй, самыми полезными инструментами аналитика. Есть несколько модификаций этого показателя, и информационное содержание каждого отличается своеобразием. Возможны коэффициенты прибыльности по отношению к:

- совокупным активам;
- капиталу (во всех возможных определениях);
- долгосрочным инвестициям;
- собственным средствам.

Вариантами последнего показателя могут быть доходность по отношению к балансовой оценке собственного капитала или к чистым материальным активам, принадлежащим акционерам (рекомендуемый подход). Во всех случаях доход (числитель) должен быть определен так

же, как и капитал (знаменатель). Например, если в состав капитала не включены краткосрочные займы, проценты по ним следует исключить из дохода.

Средний капитал или капитал на начало года. Обычная ошибка заключается в том, что берется величина капитала на конец периода. Например, можно неверно вычислять доходность относительно собственного капитала, разделив прибыль за год на балансовую стоимость активов на конец года. Проблема в том, что капитал, названный балансовой стоимостью активов, не работал ни в начале, ни в течение года. Это просто величина, накопленная или оставшаяся на конец года. Приемлемы следующие подходы: 1) прибыль, деленная на среднегодовую сумму капитала, или 2) прибыль, деленная на величину капитала на начало года. Для анализа приемлем любой из этих показателей, но подход следует строго обозначить и твердо его придерживаться. У первого подхода есть преимущества, если в течение года имели место вливания или умножение капитала. Проблема с показателем на конец года существует для всех вычисляемых показателей (доходность активов, рентабельность совокупного капитала, долгосрочного капитала и пр.).

Доходность капитала (коэффициент 14). Самым полным измерителем успеха предприятия является процент прибыли на инвестированный капитал (коэффициент 14 на рис. 20.3). Термины *инвестированный капитал*, *совокупный капитал* и *фонд капитала* взаимозаменяемы. В состав работающего капитала включают краткосрочные займы — банковские кредиты и коммерческие векселя. Нет однозначного отношения к эксплуатационной аренде, но мы предпочитаем эти затраты включать в состав инвестированного капитала. С теоретической точки зрения, накопленная кредиторская задолженность, по которой не начисляются проценты, должна быть исключена, поскольку процентный компонент отсутствует. На практике бывает удобнее включать этот показатель в калькуляцию прибыльности совокупных активов, в том числе активы, арендованные по методу эксплуатационной аренды. Но при соблюдении методологической последовательности любой показатель полезен и обеспечивает сопоставимость.

Корректировки. Необходимо внести поправки в показатель собственного капитала. В случае компаний, учитывающих запасы по методу ЛИФО, нужно к величине собственного капитала прибавить сумму резервов по методу ЛИФО. Стоимость репутации и всех других нематериальных активов, у которых отсутствует рыночная цена или определенный поток доходов, следует вычесть из величины собственного капитала. Отложенные налоги следует приплюсовать к собственному капиталу при вычислении доходности собственного капитала (и прибавить к

долгу при вычислении стоимости балансовых активов на обыкновенную акцию). Текущую стоимость эксплуатационной аренды следует отразить как в активе, так и в пассиве баланса. Этот пассив будет, разумеется, слагаемым величины совокупного капитала, но он не входит в состав собственного капитала. Обязательства по пенсионным и прочим обязательствам перед пенсионерами подлежат отражению как дополнительный долг и подлежат вычитанию из величины собственного капитала. Подобным же образом следует поступить и по отношению к прочим скрытым активам и пассивам. Задолженность по дивидендам на привилегированные акции следует показать как пассив или как прирост обязательств по привилегированным акциям, и равная величина подлежит вычитанию из величины собственного капитала.

В нашей формуле доходности капитала знаменатель представляет собой сумму активов за вычетом стоимости репутации и аналогичных нематериальных активов, подлежащих вычету, плюс активы, приобретенные по соглашениям об эксплуатационной аренде, и минус сумма накопленной кредиторской задолженности. Накопленная кредиторская задолженность представляет собой текущие беспроцентные пассивы в противоположность банковским ссудам, коммерческим векселям и пр. Аналитик может учесть необходимым внесение и других поправок в счета капитала. Знаменатель может быть вычислен и на основе данных правой стороны баланса, здесь также необходимы разнообразные корректировки. Например, если стоимость репутации и других нематериальных активов была вычтена из величины собственного капитала, соответствующие амортизационные отчисления, списания и налоговые эффекты подлежат удалению из счета прибыли. Если в знаменателе в состав капитала включена текущая стоимость эксплуатационной аренды, тогда числитель должен содержать соответствующие процентные платежи с поправкой на налоги, которые есть часть арендной платы.

Обычно при вычислении доходности на капитал используют показатель среднегодовой обеспеченности капиталом, который приблизительно вычисляется как среднее между значениями показателя на начало и на конец года. А можно использовать для вычисления этого показателя и значения капитала из квартальных отчетов.

Чтобы обеспечить сопоставимость компаний, нужно процентные издержки в числителе уменьшить на величину соответствующей ставки налога. Тогда процентные издержки принимают такой вид, как если бы они не давали права на сокращение налога, то есть так же, как прибыль по акциям — обыкновенным и привилегированным, или прибыль от не дающего права контроля участия в капитале филиалов. Это позволяет сопоставлять прибыльность капитала компаний, имеющих существенно разные структуры капитала. Кроме того, мы получаем возможность анализировать динамику прибыльности компаний, у которых структура капитала претерпевает значительные изменения.

Рисунок 20.3. Формулы вычисления показателей прибыльности

14. Рентабельность капитала =	$\frac{\text{Чистая прибыль} + \text{Доход от участия в других организациях} + \text{Скорректированный по ставке налога процентный доход}}{\text{Материальные активы} - \text{Накопленная краткосрочная кредиторская задолженность}}$			
15. Оборачиваемость капитала =	$\frac{\text{Объем сбыта}}{\text{Материальные активы} - \text{Накопленная краткосрочная кредиторская задолженность}}$			
16. Коэффициент чистой прибыльности =	$\frac{\text{Чистая прибыль} + \text{Доход от участия в других организациях} + \text{Скорректированный по ставке налога процентный доход}}{\text{Объем сбыта}}$			
17. Рентабельность капитала до амортизационных отчислений =	$\frac{\text{Чистая прибыль} + \text{Доход от участия в других организациях} + \text{Скорректированный по ставке налога процентный доход} + \text{Амортизационные отчисления}}{\text{Материальные активы} - \text{Накопленная краткосрочная кредиторская задолженность}}$			
18. Рентабельность собственного капитала =	$\frac{\text{Чистая прибыль} - \text{Обязательства по привилегированным акциям}}{\text{Собственный капитал} - \text{Стоимость репутации} + \text{Отложенные налоговые обязательства}}$			

Рентабельность капитала — не прямой способ вычисления. Показатель рентабельности капитала можно вычислять прямо (коэффициент 14, рис. 20.3) или умножив показатель оборачиваемости капитала (коэффициент 15) на коэффициент прибыльности (коэффициент 16).

Оборачиваемость капитала — показатель экономической активности (коэффициент 15). Показатель оборачиваемости капитала (коэффициент 15) принадлежит к семейству коэффициентов, которые иногда называют коэффициентами экономической активности или коэффициентами оборачиваемости. Обычно эти коэффициенты вычисляют делением объема продаж на соответствующий показатель. Эти показатели часто первыми сигнализируют о происходящих в компании изменениях, и они требуют объяснения. В эту группу показателей входят:

- оборачиваемость совокупного капитала (коэффициент 15);
- оборачиваемость активов;

- оборачиваемость товарно-материальных запасов (коэффициент 38);
- оборачиваемость собственного капитала;
- оборачиваемость основных средств;
- оборачиваемость дебиторской задолженности (коэффициент 39);
- оборачиваемость оборотных средств.

Коэффициент чистой прибыльности (коэффициент 16). Заметьте, что *коэффициент чистой прибыльности* (коэффициент 16) отличается от обычно используемого в бухгалтерском учете *коэффициента прибыльности*. Последний относится только к прямым результатам основной деятельности и вычисляется до вычета подоходных налогов и до учета доходов и расходов от внереализационной деятельности. А наш показатель есть отношение к объему продаж *конечной* чистой прибыли и скорректированного по ставке налога процента по долгосрочному долгу.

Оборачиваемость и рентабельность капитала. Оборачиваемость капитала и другие коэффициенты экономической активности очень чувствительны к изменениям деятельности и финансовой структуры корпорации. Анализ коэффициентов 15 и 16 может дать объяснение изменениям рентабельности капитала и подтолкнуть к более детальному анализу причин изменений.

Учет различий в амортизационной политике. Роль амортизации существенно выросла в послевоенный период, но при этом существуют большие различия в подходе к амортизационной политике (см. главу 14). Поэтому при сопоставительном анализе нескольких компаний из одной отрасли следует учитывать различия в принципах амортизации. Для этого можно вычислить коэффициенты амортизации относительно объема сбыта или стоимости основных средств. В таблице 14.4 показан пример проведения корректировки амортизационных отчислений для ряда авиакомпаний.

Рентабельность капитала до амортизационных отчислений (коэффициент 17). Показатель «рентабельность капитала до амортизационных отчислений» предназначен для сопоставления показателей рентабельности капитала после устранения воздействия амортизационной политики. При использовании этого коэффициента важно помнить о следующем. Во-первых, это показатель ни истинной рентабельности, ни потока денег. Это просто метод ранжирования компаний, пренебрегающий различиями амортизационной политики. Он исходит из того, что амортизационные расходы компаний должны быть одинаковыми относительно величины капитала. Поэтому при сопоставлении компаний, которые сильно различаются между собой в этом отношении, можно прийти к неверным выводам.

Рентабельность собственного капитала (коэффициент 18). Второй по значимости показатель прибыльности — это рентабельность собственного капитала (коэффициент 18). Его привлекательность пропорциональна тому, как рынок делает выбор в пользу обыкновенных акций относительно инструментов с фиксированным процентным доходом. Но это важный коэффициент, характеризующий использование руководством собственного капитала и его способность с помощью долга поднимать рентабельность собственного капитала. Нежелательным эффектом появления финансового рычага (то есть использования долга) является рост изменчивости прибыли по обыкновенным акциям. Аналитики изучают взаимозависимость роста прибыли и роста изменчивости прибыли, чтобы оценить, насколько оптимальна величина привлекаемого долга.

Отложенные налоги как часть собственного капитала. Наше решение причислить отложенные налоги к источникам собственного капитала стало предметом споров. Это, конечно, не то же, что инвестированный в обычном смысле капитал, но не приходится сомневаться, что когда Конгресс узаконил перенос оплаты подоходного налога на более поздний срок, он, в сущности, открыл для компаний источник беспроцентного кредита. Бесплатность этого источника капитала (отсутствие процента) ведет к тому, что прибыль от использования активов, профинансированных этим кредитом, непосредственно зачисляется в доналоговый доход, а доход на эти средства оказывается составной частью дохода на собственный капитал. У некоторых компаний обязательства по отложенным налогам очень велики. Компания Еххон, к примеру, в конце 1985 г. была должна бюджету по отложенным налогам 11 млрд дол. У других компаний сумма таких обязательств ничтожна. Если сравнить рентабельность собственного капитала для компании Еххон и для компании, не имеющей отложенных налоговых обязательств или даже имеющей только одни отложенные налоговые активы, мы получим, что компания Еххон использует собственный капитал существенно эффективнее, чем другие. Исключив обязательства по отложенным налогам, мы существенно ограничим возможность сравнивать показатели рентабельности собственного капитала.

Являются ли отложенные налоги частью прибыли? Еще более противоречив, на наш взгляд, вопрос о том, являются ли изменения величины обязательств по отложенным налогам тем же, что прибыли и убытки, подлежащие включению в числитель формулы рентабельности собственного капитала. Аргументы «за» и «против» выглядят одинаково убедительными, так что бремя решения ложится на читателя.

Другие квазиактивы. Некоторые компании имеют значительные долгосрочные обязательства, по которым не выплачиваются проценты, а потому их можно трактовать так же, как и отложенные налоги, то есть как

средства, работающие в пользу акционеров. Большинство статей, которые могут быть отнесены в эту группу, представляют собой отложенные доходы и доходы будущих периодов. В отличие от истинных обязательств, они не предполагают расходования денег. Это просто кредиты, которые не могут быть пока еще отнесены на счет дохода. Поскольку здесь есть некоторые противоречивые моменты, выбор трактовки за конкретным аналитиком. Такой же вопрос возникает в связи с расходами будущих периодов, которые относятся на актив баланса. Они никогда не принесут никакой выгоды, и возможна точка зрения, что расходы будущих периодов нужно вычитать из состава собственных средств.

Прибыльность за периоды и за отдельные годы. Нужны средние коэффициенты прибыльности за периоды и за отдельные годы. Тогда можно оценить их изменения год от года, а также средний уровень за ряд лет.

Темпы роста, стабильность и доля дивидендов в прибыли

Темпы роста

Коэффициенты годового роста. Чаще всего темп роста компаний измеряется показателями объема продаж, общей доходности и величины прибыли на акцию (на рис. 20.4 — коэффициенты от 19 до 21). Предлагаемые нами коэффициенты позволяют просто сопоставлять уровни процентных изменений, но многие аналитики рассчитывают показатели роста по формуле сложных процентов, то есть берут средние значения для начального и конечного периодов и с помощью формулы экспоненциального роста рассчитывают годовой темп изменений.

Аналитики вычисляют и много других показателей темпов роста, для чего используют как абсолютные показатели, так и удельные, то есть в расчете на акцию. В число показателей, используемых для определения темпов роста, входят:

- поток денег, то есть прибыль плюс амортизационные отчисления;
- дивиденды;
- балансовая стоимость;
- стоимость основных средств;
- натуральные показатели (объем производства или производственная мощность);
- отношение нераспределенной прибыли к собственному капиталу.

Сглаживание циклических эффектов. После 1949 г. большие циклы стали редкостью, что устранило потребность в сглаживании цикличес-

Рисунок 20.4. Формулы расчета коэффициентов роста, стабильности и доли дивидендов в прибыли

Рост	
19. Рост сбыта =	$\frac{\text{Объем сбыта в конечном периоде}}{\text{Объем сбыта в базовом периоде}}$
20. Рост совокупной прибыли =	$\frac{\text{Чистая прибыль на капитал в конечном периоде}}{\text{Чистая прибыль на капитал в базовом периоде}}$
21. Рост прибыли на акцию =	$\frac{\text{Прибыль на акцию в конечном периоде}}{\text{Прибыль на акцию в базовом периоде}}$
Стабильность	
22. Максимальное сокращение степени покрытия старших претензий (см. коэффициент 32)	$= \frac{\text{В худшем году}}{\text{Среднее покрытие за три предыдущих года}}$
23. Процент снижения рентабельности капитала (см. коэффициент 14)	$= \frac{\text{В худшем году}}{\text{Средняя доходность капитала за три предыдущих года}}$
Доля дивидендов в прибыли	
24. Доля дивидендов в прибыли	$= \frac{\text{Дивиденд по обыкновенным акциям}}{\text{Чистая прибыль, из которой можно выплачивать дивиденды}}, \text{ или } \frac{\text{Коэффициент 1}}{\text{Коэффициент 2}}$
25. Доля дивидендов в потоке денег	$= \frac{\text{Дивиденд по обыкновенным акциям}}{\text{Посленалоговая прибыль плюс амортизационные фонды}}, \text{ или } \frac{\text{Коэффициент 2}}{\text{Коэффициент 4}}$

ких эффектов в ходе анализа. Но аналитикам все-таки приходится сопоставлять тенденции и общие характеристики роста за довольно длительные периоды, скажем, лет за 10. Чтобы уменьшить искажающее влияние случайных годовых колебаний, мы предлагаем сопоставлять средние за периоды (например, среднюю за 1983—1987 гг. со средней за 1973—1977 гг.). Другой подход заключается в вычислении коэффициентов регрессии и сопоставлении трендовых линий.

Инфляционный рост. Аналитик должен различать источники роста, чтобы не принять за рост инфляционное повышение финансовых показателей. Если компания в период 7-процентной инфляции показывает рост сбыта на 5% в год, значит, она даже не поспевает за темпом инфляции, и аналитик должен выявить причину — сокращение объема производства (в натуральных показателях), вынужденное урезание нормы прибыли или другие специфические причины.

Отраслевые темпы роста. Чтобы сравнить темпы роста в разных отраслях, можно выбрать в каждой отрасли представительную группу компаний. При этом возможна чисто техническая проблема, связанная с тем, что в некоторых отраслях размер крупнейших двух—трех компаний может быть намного больше, чем размер большинства средних и мелких компаний. Чтобы получить более адекватную картину возможностей роста для менее крупных компаний, нужно рассчитать индексы роста для каждой компании, а затем высчитать средний индекс роста. При этом может обнаружиться, что значительные возможности роста малых компаний в целом не образуют привлекательного рынка для одной из крупных отраслевых компаний. В других случаях, когда отраслевая продукция более однородна, аналитик может при вычислении среднеотраслевого показателя роста учесть размеры компаний в качестве весов и получить более распространенный показатель — средневзвешенный показатель роста. Повторим еще раз: иногда аналитик использует необычные методы расчета, чтобы найти правильный ответ на стоящие перед ним вопросы.

Стабильность

Сокращение прибыли. Аналитик может рассчитать показатель стабильности доходов за ряд лет. Например, найдите самый низкий показатель прибыли, скажем, за 5 или 10 лет, и рассчитайте его отношение к средней за предыдущие три года, как в коэффициенте 22. Вы сможете оценить, насколько серьезны бывают последствия временных спадов. Результаты спада, затянувшегося на ряд лет, также могут быть сопоставлены со значением средних доходов за предыдущий период. Мы считаем, что влияние «плохого года» на прибыль нужно измерять по отношению к данным за предыдущий период, а не по отношению к средней прибыли, которая охватывает и последующие годы. Если после временного спада наступит сильный рост прибыли, то эти последующие годы (будучи отраженными в величине средней) создадут ощущение нестабильности показателя прибыли, тогда как на деле прибыль растет.

Циклические спады и долговременные спады. В последние четыре десятилетия ни в одном году не было настолько выраженного делового спада, который можно было бы считать испытанием деловой стабильности всех предприятий. Не было случая, чтобы прибыли корпораций упали на 25% по сравнению с предыдущим годом, хотя в отдельных отраслях имели место сильные падения прибыльности. В некоторых случаях падение представляло собой конец периода необычно высокой прибыльности; в других — имел место действительный циклический спад, вызываемый сокращением спроса.

Поэтому для некоторых отраслей и компаний колебания условий роста в послевоенный период были достаточно хорошим испытанием на относительную прочность конкурентного положения. Но в случае неко-

торых других компаний (и отраслей) аналитику пришлось бы залезать в очень отдаленное прошлое, чтобы найти период для сравнения. А сравнение со слишком отдаленным прошлым не всегда открывает полезную информацию.

Стабильность и рост. Имея дело с короткими периодами, скажем, в 5 или 6 лет, можно измерять стабильность с помощью формулы среднеквадратического отклонения, но этот показатель мало пригоден при высоких темпах роста. В таком случае можно измерять отклонения от трендовой линии статистическими методами или изучать графики на бумаге.

Надежность (коэффициенты 22 и 23). Стабильность прибыли играет важную роль при определении качества облигаций или привилегированных акций. Достаточно просто вычислить *минимальное* покрытие претензий или прежних претензий по процентам и привилегированным дивидендам за достаточно длительный период в прошлом. Оценивая стабильность покрытия, бывает полезно пересчитать прошлые данные на существующую сегодня структуру капитала.

Для всех компаний, кроме быстрорастущих, полезным показателем является минимальный уровень дивидендов на обыкновенные акции лет за десять, поскольку он позволяет оценить как внутреннюю стабильность компании, так и отношение ее руководства к этому аспекту политики. (У быстрорастущих компаний прошлые дивиденды мало что говорят о возможном в будущем минимальном уровне дивидендов или о других факторах стоимости компании.) Поэтому для компаний, не показывающих быстрого роста, мы предлагаем только два показателя стабильности:

- максимальное сокращение степени покрытия первостепенных претензий (коэффициент 22);
- максимальное снижение прибыльности совокупного капитала (коэффициент 23).

Эти коэффициенты можно дополнить показателями максимального сокращения прибыли на акцию и прибыли на собственный капитал.

Доля дивидендов в прибыли (коэффициент 24)

Процент чистой прибыли, выплаченной по дивидендам на обыкновенные акции, часто является самым важным фактором рыночной оценки тех акций, которые не принадлежат быстрорастущим компаниям. Вычисляется коэффициент очень просто — нужно разделить сумму выплаченных дивидендов на чистую прибыль.

Для тех выпусков обыкновенных акций, по которым дивиденды выплачиваются как деньгами, так и акциями, при вычислении этого коэффициента следует учитывать только денежные дивиденды. Выплата дивиден-

дов акциями подобна расщеплению акции — инвестор не получает ничего такого, чего не имел раньше, а компания не отдает ничего ценного. В учетных журналах делают определенные записи и проводки, рассылают акционерам бумаги, но все это действия экономически незначимые.

Доля дивидендов в полной прибыли (коэффициент 25)

Процент полной прибыли (чистая прибыль плюс амортизационные отчисления), выплаченный в виде дивидендов, является более стабильным показателем, чем процент чистой прибыли. Поэтому коэффициент 25 полезнее для оценки будущих дивидендов, чем общепринятый коэффициент 24.

Кредитные коэффициенты

Кредитные коэффициенты (см. рис. 20.5) представляют собой смешанную группу показателей, измеряющих ликвидность, финансовую гибкость, структуру капитала, способность обслуживать долг и т.п.

Коэффициенты ликвидности, быстрой ликвидности и денежной ликвидности (коэффициенты 26—28)

О значении этих коэффициентов мы говорили в главе 19 в разделе «Оборотные средства».

Обеспеченность обыкновенных акций активами (коэффициент 29)

Об избыточности активов относительно обязательств по старшим ценным бумагам говорит коэффициент 29. Совершенно ту же информацию дают два других коэффициента. Один — показатель кредитной нагрузки на собственный капитал (совокупный долг/собственный капитал). Другой — показатель кредитной нагрузки на полный капитал. Поскольку информационное содержание всех трех коэффициентов одинаково, аналитику, работающему на инвестиционную организацию, следует выбрать один из них и его держаться, снабжая свои выкладки примечаниями для посторонних и новичков. Заметьте, что в этих расчетах отложенные налоги рассматриваются как элемент долга.

Обеспеченность рыночной цены обыкновенных акций активами (коэффициент 30)

Для вычисления коэффициента обеспеченности рыночной цены обыкновенных акций активами достаточно разделить стоимость размещенных на рынке обыкновенных акций на сумму чистых активов. Сто-

Рисунок 20.5. Формулы вычисления кредитных коэффициентов

26. Коэффициент ликвидности (глава 19) =	$\frac{\text{Текущие активы}}{\text{Текущие пассивы}}$
27. Коэффициент быстрой ликвидности (глава 19) =	$\frac{\text{Текущие активы} - \text{Запасы}}{\text{Текущие пассивы}}$
28. Коэффициент денежной ликвидности (глава 19) =	$\frac{\text{Денежные активы}}{\text{Текущие пассивы}}$
29. Обеспеченность балансовой стоимости обыкновенных акций активами =	$\frac{\text{Обыкновенные акции по балансовой оценке}}{\text{Материальные активы} - \text{Накопленная кредиторская задолженность}}$
30. Обеспеченность балансовой рыночной цены обыкновенных акций активами =	$\frac{\text{Обыкновенные акции по рыночной оценке}}{\text{Материальные активы} - \text{Накопленная кредиторская задолженность}}$
31. Покрытие старших обязательств доналоговой прибылью =	$\frac{\text{Доналоговый доход}}{\text{Обязательства по старшим ценным бумагам}}$
32. Покрытие старших обязательств полной посленалоговой прибылью =	$\frac{\text{Посленалоговая прибыль} + \text{Амортизационные отчисления} + \text{Старшие обязательства}}{\text{Старшие обязательства}}$
33. Полный доход на чистые активы =	$\frac{\text{Посленалоговый доход} + \text{Амортизационные отчисления} + \text{Скорректированный по ставке налога процентный доход}}{\text{Материальные активы} - \text{Накопленная кредиторская задолженность}}$
34. Покрытие затрат на обслуживание всего долга =	$\frac{\text{Посленалоговый доход} + \text{Амортизационные отчисления} + \text{Доход от аренды} + \text{Скорректированный по ставке налога процентный доход}}{\text{Процентные расходы} + \text{Арендные выплаты} + \text{Текущие долговые обязательства} + \text{Отчисления в фонд погашения длительного долга}}$
35. Защитный интервал (дней) =	$\frac{(\text{Деньги} + \text{Дебиторская задолженность}) \times 365}{\text{Общие производственные расходы} - \text{Амортизационные отчисления} - \text{Другие неденежные обязательства}}$

имость акций вычисляют как произведение числа размещенных на рынке обыкновенных акций на цену одной акции. Альтернативный метод вычисления использует тот же знаменатель, но в числителе здесь сред-

няя (обычно за пять лет) рыночная цена акций. Этот показатель говорит о том, как рынок оценивает стоимость репутации компании. Если рыночная цена размещенных акций намного превышает их балансовую оценку, компания явно имеет возможность продать на рынке дополнительный выпуск акций, чтобы уменьшить долг и при этом не разбавлять балансовую стоимость акций. Хотя инвесторы рассчитывают, конечно, что платежи по бумагам с фиксированным процентом будут обеспечены суммой прибыли и амортизационных отчислений, их уверенность окрепнет, если рынок предлагает и другой источник платежей. Они будут чувствовать себя менее уверенными, когда рыночная цена активов окажется меньшей, чем их балансовая стоимость.

Покрытие старших обязательств (коэффициент 31)

В самом общем смысле *старшие обязательства* — это процентные расходы. В силу роста арендных операций процентный компонент инвестиционной аренды включен в старшие обязательства просто по определению, а при некоторых обстоятельствах они включают также процентный компонент платежей по эксплуатационной аренде, по сумме доходов от сдачи в аренду и дивиденды по привилегированным акциям.

Покрытие старших обязательств находят делением доналогового дохода, из которого можно погашать эти обязательства, на сумму старших обязательств, которые включают:

- проценты по кратко- и долгосрочному долгу, включая инвестиционную аренду;
- процентные расходы плюс процентная компонента по эксплуатационной аренде;
- процентные расходы по кратко- и долгосрочному долгу плюс рентная компонента по инвестиционной и эксплуатационной аренде;
- сумму обязательств по облигациям, привилегированным акциям и рентным платежам.

Для каждого вида покрытия могут быть подсчитаны свои коэффициенты. Это ключевые показатели при определении качества облигаций или привилегированных акций. Детально способы вычисления и роль этих показателей будут рассмотрены в главах 23 и 24. Показываемый этими коэффициентами уровень гарантированности погашения старших обязательств самым прямым образом влияет и на качество обыкновенных акций, а в конечном итоге — на отношение цены акции к прибыли на акцию.

Мы считаем важным, чтобы аналитики, определяя гарантированность погашения процентных и арендных обязательств, включали в состав фиксированных обязательств процентные расходы и все рентные составляющие арендных платежей, но не дивиденды по привилегиро-

ванным акциям. Однако если вопрос стоит о гарантированности погашения обязательств по привилегированным акциям, тогда нужно включать все первостепенные обязательства, в том числе и дивиденды по привилегированным. Последнее определение выглядит желательным и с позиций анализа обыкновенных акций, поскольку они стоят последними в ряду всех обязательств.

В дискуссиях о финансовых показателях обычно предполагается, что значение кредитных индексов не может быть жестко нормированным. Эта симпатичная точка зрения игнорирует реальные проблемы, возникающие у акционеров по отношению к самым благоприятным вариантам корпоративной политики. Компания может иметь больше кассовых остатков, чем ей когда-нибудь потребуется, что гарантирует ей очень благоприятное значение показателей обеспеченности оборотными средствами и кредитных коэффициентов, но при этом быть малоприбыльной или, иначе говоря, отличаться неэффективным использованием собственного капитала.

Точно также наилучшая структура капитала — с точки зрения кредитоспособности и финансовой силы — отличается полным отсутствием старших обязательств, то есть весь капитал представлен собственными средствами. Но если взять это за нормативное требование, ни одна компания не захочет эмитировать привилегированные акции или облигации. А ведь все на самом деле не так. (Оптимальная структура капитала рассматривается в главе 33.)

Покрытие старших обязательств полным посленалоговым доходом (коэффициент 32)

Методы вычисления полного дохода (сумма чистой прибыли и амортизационных отчислений) рассмотрены в главе 15. В числителе формулы, вычисляющей этот показатель, должны быть чистая прибыль плюс амортизационные отчисления минус налоги и плюс скорректированные на ставку налога процентные платежи.

Полный доход на чистые активы (коэффициент 33)

Этот коэффициент измеряет скорость обновления капитала. Если коэффициент равен 0,25, то, хотя бы в теории, денежный доход за каждые четыре года равен капиталу компании. В этом смысле этот показатель чем-то схож с коэффициентом экономической активности, и, в любом случае, чем больше его значение, тем лучше.

Покрытие затрат на обслуживание всего долга (коэффициент 34)

В числителе коэффициента 34 находится посленалоговая прибыль плюс амортизационные отчисления плюс доход от аренды плюс скор-

ректированный по ставке налога процентный доход. В знаменателе дроби — сумма всех обязательств по обслуживанию долга. В состав этих обязательств входят все процентные расходы плюс арендные выплаты плюс текущие долговые обязательства плюс отчисления в фонд погашения длительного долга. Если нас интересуют привилегированные акции, то обязательства по привилегированным дивидендам и фонд погашения должны быть приплюсованы к обязательствам по старшим ценным бумагам. Как правило, руководители кредитных отделов банков считают этот показатель, рассчитывающий покрытие всех долговых обязательств из полной прибыли, более важным, чем обычные показатели покрытия, в которых учитываются только процентные и арендные обязательства.

Защитный интервал (дней) (коэффициент 35)

Этот коэффициент показывает, на сколько дней хватит существующих быстрых активов для покрытия производственных расходов. Из состава производственных расходов нужно исключить амортизационные отчисления и все неденежные проводки. Этот коэффициент представляет собой разновидность оценки наихудшего варианта событий, поскольку предполагается, что производство продолжается в обычном режиме, а поступления прекратились, так что единственным источником платежных средств являются имеющиеся запасы денег и эквивалентных средств плюс поступления от сбора дебиторской задолженности. Лучше всего использовать этот коэффициент для сравнения отраслевых компаний и для изучения динамики изменений в отдельных компаниях.

Другие коэффициенты

На рисунке 20.6 показаны еще несколько коэффициентов, которые могут оказаться полезными. Отношение амортизационных отчислений к объему сбыта и к первоначальной стоимости зданий, сооружений и оборудования (коэффициенты 36 и 37) используют прежде всего для внутриотраслевого сопоставления компаний, обладающих примерно сходной структурой основных производственных фондов. Коэффициенты должны показывать уровень либерализма или консерватизма амортизационной политики. Можно использовать корректировки, чтобы сделать сопоставимой амортизационную политику. В случае капиталоемких компаний амортизационные отчисления могут составлять очень большую долю общих расходов. Тогда даже незначительное изменение нормативного срока службы основных средств может стать причиной значительного изменения отчетного показателя чистой прибыли.

Оборачиваемость запасов (коэффициент 38) есть просто отношение себестоимости реализованной продукции к стоимости запасов, в которую включают, если они есть, резервы ЛИФО. Получаемое число пока-

Рисунок 20.6. Формулы прочих коэффициентов

36. Амортизация к объему сбыта =	$\frac{\text{Амортизационные отчисления}}{\text{Объем сбыта}}$
37. Амортизация к первоначальной стоимости зданий, сооружений и оборудования =	$\frac{\text{Амортизационные отчисления}}{\text{Первоначальная стоимость зданий, сооружений и оборудования}}$
38. Оборачиваемость запасов =	$\frac{\text{Себестоимость реализованной продукции}}{\text{Стоимость запасов, включая резервы ЛИФО}}$
39. Оборачиваемость дебиторской задолженности =	$\frac{\text{Объем сбыта}}{\text{Дебиторская задолженность}}$

зывает, сколько раз оборачивается *единица* запасов, то есть бывает продана и возмещена. Если умножить это число на 365 дней, мы узнаем, на сколько дней потребности сбыта обеспечены имеющимися запасами.

Оборачиваемость дебиторской задолженности (коэффициент 39) — это просто отношение объема сбыта к сумме дебиторской задолженности. Иногда этот показатель помогает выявлять наличие проблем с политикой предоставления кредитов или сбора долгов. Как правило, этот показатель выражают в днях.

Рассмотренные в этой главе коэффициенты достаточно распространены и покрывают большую часть потребностей аналитиков. Обычно в каждом отдельном случае аналитик использует только часть этих коэффициентов. Временами аналитику приходится обращаться к общему списку универсальных коэффициентов, который включает более сотни показателей. Если учесть специализированные отраслевые коэффициенты, число их может превысить тысячу. Особенно велико их число в регулируемых отраслях (банки, страховые компании, железные дороги, авиакомпании, компании коммунального хозяйства и пр.). Не имея чувства меры и перспектив, аналитик может просто утонуть в этом океане информации. Мы считаем, что для решения большинства задач аналитику ценных бумаг достаточно этих 39 коэффициентов плюс коэффициенты, характеризующие старшие ценные бумаги, о которых мы говорим в главах 23 и 24. Но временами аналитику приходится изобретать собственные коэффициенты, которые помогают найти решение важной задачи. Здесь приходится полагаться на собственный разум и не забывать о необходимости обеспечивать сопоставимость и последовательность информации.

Глава 21

Сопоставление компаний: ключевые коэффициенты

Вычисление ключевых коэффициентов для двух химических компаний

Чтобы проиллюстрировать технику работы с коэффициентами, мы выбрали две примерно равные по величине химические компании, отличающиеся своими финансовыми и производственными характеристиками: Hercules, Inc. (см. табл. 21.1) и Rohm & Haas (см. табл. 21.2). Вычислены коэффициенты для среднего значения показателей за 1975—1979 гг., 1980—1984 гг. и за 1985 г. Среднегодовые значения рыночных цен получались как среднее между высшей и низшей ценой за год. В таблице 21.3 сопоставлены значения коэффициентов для цен, существовавших на конец мая 1986 г. (Дата была выбрана из того соображения, что к этому моменту аналитик уже располагает годовыми отчетами и может осуществить анализ.) Из соображений экономии, мы не стали вычислять все коэффициенты, рассмотренные в предыдущей главе. Ведь дело не в значении коэффициентов, а в самом процессе анализа.

Собственный капитал или работающий капитал?

Вычисляя рентабельность акционерного капитала, аналитик различает *собственный (или акционерный) капитал* и *работающий капитал*.

Таблица 21.1. Компания Hercules Incorporated

Показатели баланса и коэффициенты	1975— 1979 гт.	1980— 1984 гт.	1985 г.
Исходные данные (в млн дол.)			
Объем продаж	1799,8	2659,2	2587,2
Амортизационные фонды	97,0	113,7	105,7
Налоговые расходы	62,3	46,8	39,0
Чистая прибыль до уплаты налогов ^a	205,4	288,8	245,4
Чистая прибыль после уплаты налогов ^{a, b}	123,0	203,7	162,0
Процентные расходы (включая аренду)	40,9	83,8	96,6
Чистая прибыль от собственного капитала	102,3	158,2	109,8
Дивиденды по обыкновенным акциям	40,0	62,3	86,5
Общая балансовая стоимость капитала ^{c, g}	1364,7	2042,4	2544,3
Отложенные налоги ^d	95,3	190,5	212,0
Размещенные акции — по балансовой оценке ^d	794,8	1218,0	1496,8
Размещенные акции — по рыночной цене ^e	992,0	1244,0	1943,0
Среднее число размещенных акций (в млн)	42,9	46,7	54,1
Текущие активы, на конец года			1045,8
Текущие пассивы, на конец года			415,9
Коэффициенты (см. главу 20)			
Коэффициенты прибыльности			
14. Доходность капитала (в %)	9,0	10,0	6,4
15. Оборачиваемость капитала	1,3×	1,3×	1,0×
16. Коэффициент чистой прибыльности (в %)	6,8	5,9	6,3
17. Доходность капитала до амортизационных отчислений (в %)	16,1	15,5	10,3
18. Рентабельность собственного капитала ^d (в %)	11,5	11,2	6,4
Коэффициенты роста			
19. Индекс сбыта к уровню 1975—1979 гт. (в %)	100	148	144
20. Индекс прибыли от работающего капитала к уровню 1975—1979 гт. (в %)	100	166	132
21. Индекс чистой прибыли на акцию к уровню 1975—1979 гт.	100	142	85
Коэффициенты стабильности			
22. Максимальное сокращение степени покрытия первостепенных претензий — худший год к средней за три предыдущих года ^f (в %)	-62	-42	-30
23. Процент снижения доходности капитала — худший год к средней за три предыдущих года ^f (в %)	-39	-14	-32
Доля дивидендов в прибыли			
24. Процент прибыли, выплаченный на дивиденды (в %)	39	39	79
25. Процент полной прибыли, выплаченный на дивиденды (в %) ^f	12	11	16

Таблица 21.1 (окончание)

Показатели баланса и коэффициенты	1975— 1979 гг.	1980— 1984 гг.	1985 г.
Кредитные коэффициенты			
26. Коэффициент ликвидности ^f	2,0×	2,2×	2,5×
29. Обеспеченность балансовой стоимости обыкновенных акций активами (в %)	59	59	58
31. Покрытие старших обязательств доналоговой прибылью ^f	5,0×	3,5×	2,5×
32. Минимальное покрытие старших обязательств доналоговой прибылью ^f	2,0×	2,6×	2,5×
Показатели, отнесенные на одну акцию (в дол.)			
Цена обыкновенной акции	23,13	26,65	35,94
1. Прибыль на акцию	2,38	3,39	2,03
2. Дивиденд на акцию	0,95	1,33	1,60
3. Объем сбыта на акцию	41,95	56,94	47,82
5. Балансовая стоимость активов на акцию	18,53	26,08	27,67
Ценовые коэффициенты			
10. Прибыльность акций (в %)	10,3	12,7	5,7
11. Доходность дивидендов (в %)	4,0	5,0	4,5
12. Продажи на доллар обыкновенных акций (в дол.)	1,81	2,14	1,33
13. Обеспеченность акций балансовыми активами	1,3×	1,0×	1,3×

^a Включает оценку процентного компонента платежей по эксплуатационной аренде.

^b Для обеспечения сопоставимости процентный доход был уменьшен на величину налогов: на 46% — после 1979 г. и на 48% — в 1975—1979 гг.

^c Включает отложенные налоговые обязательства как часть собственных средств.

^d Среднее значение балансовой стоимости на начало и на конец года.

^e Средняя между высшей и низшей ценами за каждый год, скорректированная на расщепление акций и умноженная на среднее число размещенных акций.

^f Эти значения не могут быть вычислены на основании приведенных в таблице исходных данных.

^g Включая оценку активов, используемых по договорам об эксплуатационной аренде. Взяты средние из значений на начало и на конец года.

В последнем случае аналитик измеряет рентабельность всего капитала, работающего на благо акционеров, независимо от того, имеют ли акционеры право собственности на все компоненты работающего капитала. В этом смысле собственный капитал можно определить как сумму материальных активов за вычетом текущих пассивов и долгосрочных процентных долговых обязательств. (В состав работающего капитала следует включить резервы на уплату отложенных налогов и другие схожие статьи.) Данные для расчета нужно брать на правой стороне баланса.

Таблица 21.2. Компания Rohm and Haas

Показатели баланса и коэффициенты	1975— 1979 гг.	1980— 1984 гг.	1985 г.
Исходные данные (в млн дол.)			
Объем продаж	1174,1	1871,2	2051,0
Амортизационные фонды	77,6	93,9	111,0
Налоговые расходы	37,6	77,0	86,0
Чистая прибыль до уплаты налогов ^a	128,1	234,9	189,1
Чистая прибыль после уплаты налогов ^{a, b}	70,7	137,6	159,3
Процентные расходы (включая аренду)	41,2	44,2	64,8
Чистая прибыль от собственного капитала	49,3	113,7	124,3
Дивиденды по обыкновенным акциям	18,0	36,1	49,3
Общая балансовая стоимость капитала ^{c, g}	972,4	1254,8	1490,1
Отложенные налоги ^d	52,5	91,6	130,2
Размещенные акции — по балансовой оценке ^d	547,3	811,8	937,7
Размещенные акции — по рыночной цене ^e	619,4	1035,5	1572,6
Среднее число размещенных акций (млн)	25,8	25,8	23,5
Текущие активы, на конец года			924,0
Текущие пассивы, на конец года			444,0
Коэффициенты (см. главу 20)			
Коэффициенты прибыльности			
14. Доходность капитала (в %)	7,2	10,9	10,7
15. Оборачиваемость капитала	1,2 ^x	1,5 ^x	1,4 ^x
16. Коэффициент чистой прибыльности (в %)	6,0	7,3	7,7
17. Доходность капитала до амортизационных отчислений (в %)	15,2	18,4	18,1
18. Рентабельность собственного капитала ^d (в %)	11,7	12,6	11,6
Коэффициенты роста			
19. Индекс сбыта к уровню 1975—1979 гг. (в %)	100	159	175
20. Индекс прибыли от работающего капитала к уровню 1975—1979 гг. (в %)	100	195	225
21. Индекс чистой прибыли на акцию к уровню 1975—1979 гг. (в %)	100	231	277
Коэффициенты стабильности			
22. Максимальное сокращение степени покрытия первостепенных претензий — худший год к средней за три предыдущих года ^f (в %)	-54	-36	-20
23. Процент снижения доходности капитала — худший год к средней за три предыдущих года ^f (в %)	-49	-19	-25

Таблица 21.2 (окончание)

Показатели баланса и коэффициенты	1975— 1979 гг.	1980— 1984 гг.	1985 г.
Доля дивидендов в прибыли			
24. Процент прибыли, выплаченный на дивиденды (в %)	37	32	40
25. Процент полной прибыли, выплаченный на дивиденды (в %) ^f	8	10	11
Кредитные коэффициенты			
26. Коэффициент ликвидности ^f	2,4×	2,6×	2,1×
29. Обеспеченность балансовой стоимости обыкновенных акций активами (в %)	56	65	63
30. Покрытие старших обязательств доналоговой прибылью ^f	3,1×	5,3×	4,2×
31. Минимальное покрытие старших обязательств доналоговой прибылью ^f	1,6×	3,4×	4,2×
Показатели, отнесенные на одну акцию (в дол.)			
Цена обыкновенной акции	24,11	40,17	67,00
1. Прибыль на акцию	1,91	4,41	5,29
2. Дивиденд на акцию	0,70	1,40	2,10
3. Объем сбыта на акцию	45,51	72,53	87,28
5. Балансовая стоимость активов на акцию	21,21	31,47	39,90
Ценовые коэффициенты			
10. Прибыльность акций (в %)	7,9	11,0	7,9
11. Доходность дивидендов (в %)	2,9	3,5	3,1
12. Продажи на доллар обыкновенных акций (в дол.)	1,90	1,81	1,30
13. Обеспеченность акций балансовыми активами	1,1×	1,3×	1,7×

^a Включает оценку процентного компонента платежей по эксплуатационной аренде.

^b Для обеспечения сопоставимости процентный доход был уменьшен на величину налогов: на 46% — после 1979 г. и на 48% — в 1975—1979 гг.

^c Включает отложенные налоговые обязательства как часть собственных средств.

^d Среднее значение балансовой стоимости на начало и на конец года.

^e Средняя между высшей и низшей ценами за каждый год, скорректированная на расщепление акций и умноженная на среднее число размещенных акций.

^f Эти значения не могут быть вычислены на основании приведенных в таблице исходных данных

^g Включая оценку активов, используемых по договорам об эксплуатационной аренде. Взяты средние из значений на начало и на конец года.

Обычно в состав работающего капитала включают следующие статьи, за вычетом стоимости репутации и других сомнительных активов:

- собственный капитал;
- резервы ЛИФО плюс все скрытые активы, активно используемые для получения прибыли;
- обязательства по отложенным налогам.

В следующих вычислениях мы используем именно это определение работающего капитала.

Прибыль на полный капитал

Мы принимаем, что компонентами прибыли на полный капитал являются:

- чистая посленалоговая прибыль (с поправками аналитика);
- проценты по текущему и долгосрочному долгу;
- проценты по эксплуатационной аренде.

В сумму процентов по долгу вносят поправку на действующую ставку подоходного налога: 48% в период с 1975 по 1979 г. и 46% в период с 1980 по 1985 г.¹ В состав процентных расходов входит оценка процентного составляющего платы по соглашениям об эксплуатационной аренде. При расчете рентабельности капитала учитывается капитализированный процент, а амортизация капитализированного процента удаляется из состава расходов. Процентные платежи, разумеется, вычитаются из налогооблагаемого дохода, а на доход от обыкновенных и привилегированных акций налог начисляется в полном объеме. Чтобы обеспечить приемлемый уровень сопоставимости компаний, использующих разную политику капитализации и разные финансовые инструменты — эксплуатационную аренду, коммерческие векселя, долгосрочные облигации и привилегированные акции, следует сократить процентные платежи на сумму налоговых льгот. Возможен другой подход: для расчета коэффициентов прибыльности можно использовать показатели дохода до вычета налогов. Оба подхода равно приемлемы, чтобы снять различия в налогообложении процентных платежей и чистой прибыли, но использование посленалоговой прибыли имеет то преимущество, что здесь налоги предстают как расходы, каковыми они и являются. При вычислении некоторых коэффициентов берут показатели дохода до

¹ В соответствии с Законом 1986 г. в 1987 г. действовала переходная ставка налога 40%, а после 1988 г. — 34%.

амортизационных платежей, чтобы нейтрализовать различия в амортизационной политике. Важно не забывать, что амортизация также есть часть расходов, и это следует учитывать при истолковании значений коэффициентов.

Для измерения роста показатели за 1985 и 1980—1984 гг. соотносят с уровнем 1975—1979 гг. Данные и коэффициенты, нужные для проведения полного анализа, сгруппированы в семи разделах. В шести разделах сосредоточены 24 ключевых коэффициента, обозначенных теми же номерами, которые им были присвоены в главе 20. Если структура капитала включает значительную долю старших ценных бумаг (скажем, от 50 до 60%), что мы и имеем в наших примерах, может оказаться желательным вычисление всех показателей прибыльности по отношению к собственному капиталу и к полному капиталу. У обеих компаний в период 1975—1985 гг. бывали годы, когда величина отношения собственного капитала к материальным активам находилась как раз в этом интервале значений, но ради краткости мы опускаем вычисление этих коэффициентов и анализ результатов.

Корректировки

В начале главы 20 мы подчеркнули, что аналитик должен проделать все корректировки до того, как приступит к вычислению коэффициентов, трендовых прямых, средних и т.п. Поэтому здесь стоит рассмотреть все осуществленные корректировки, в том числе ряд желательных поправок, которые не были внесены, и несколько необычных корректировок, которые не требуются правилами, но показались нам уместными.

Устранение нематериальных активов. Мы полностью устранили стоимость репутации, и это не потребовало внесения каких-либо поправок в величину налогов. Компания Rohm and Haas имела на 60 млн дол. патентов и товарных знаков (сумма амортизации по ним неизвестна). Детальная информация по этим патентам и торговым маркам существует только за период 1983—1985 гг. Компания получала за их использование примерно 10% первоначальной стоимости всех этих нематериальных активов. Было решено, что эти нематериальные активы создают вполне реальные доходы, поэтому из состава счетов были удалены только репутация и соответствующие амортизационные отчисления.

Прочие расходы на пенсионеров. Компания Rohm and Haas показала 25 млн дол. расходов на оплату расходов на лечение и медицинские страховки для 3100 пенсионеров и 8300 работающих. Поскольку все расходы были покрыты одним договором, компания не могла выявить, какая часть расходов приходится на пенсионеров. Мы проигнорировали обязательства по прочим расходам на пенсионеров, потому что за начальные годы периода данные отсутствовали, а любые оценки доли

соответствующих расходов, приходящихся на пенсионеров, были бы ненадежными.

Эксплуатационная аренда. Чтобы оценить график погашения обязательств по аренде, мы капитализировали арендные платежи за каждый год, вычисляли в случае необходимости оценку графика арендных платежей за 6-й и последующие годы и использовали ставку дисконтирования 10%. Заметьте, что старое правило — треть арендных платежей приходится на проценты — отлично подошло бы в случае компании Rohm and Haas. Но для компании Hercules, особенно в 1980 г. и в последующие годы, когда компания арендовала большие офисные помещения, использование Правила об $\frac{1}{3}$ позволило бы учесть только половину процентной компоненты арендных платежей.

Изменения подходов к начислению пенсионных обязательств. В 1985 г. обе компании перешли при расчете пенсионных обязательств от расходного метода к методу единицы кредитования и изменили некоторые страховые допущения. В 1985 г. пенсионные расходы компании Rohm and Haas упали почти до нуля от предыдущего уровня в 30 млн дол. В 1984 и 1985 гг. компания Hercules уменьшила свои пенсионные расходы примерно на такую же величину. Можно ли вообразить, что в 1985 г. работники компании Rohm and Haas заработали изрядные вклады в пенсионное обеспечение, а компания их зафиксировала, но не приняла на себя соответствующие обязательства? Разумнее предположить, что в предыдущие годы сумма отчислений в пенсионные фонды оказалась завышенной, и что аналитику следует осуществить определенные корректировки. Мы оценили, что для компании Rohm and Haas доналоговые пенсионные издержки составляют 30 млн дол., и сократили чистую посленалоговую прибыль за 1985 г. на 16,2 млн дол. Затем мы равномерно сократили пенсионные расходы за предыдущие 10 лет на эти самые 30 млн дол. Схожую корректировку мы проделали в случае компании Hercules, только здесь мы увеличили пенсионные расходы за 1984 и 1985 гг., и на эту же величину равномерно уменьшили отчетные пенсионные расходы за предыдущие 9 лет. При этом пришлось внести поправки в баланс и в показатели налоговых платежей.

Резервы ЛИФО. Обе компании большую часть своих запасов учитывают по методу ЛИФО. Чтобы вычислить величину работающего капитала, посленалоговая сумма резервов ЛИФО была прибавлена к величине собственного капитала, а отложенные налоги на увеличение стоимости запасов были подсчитаны исходя из ставки налога в соответствующем году. Изменения величины резервов, учитываемых по методу ЛИФО, не были прибавлены к показателю дохода за год.

Пересчет иностранных валют. Своеобразие компании Rohm and Haas в том, что все зарубежные операции она учитывает в долларах. Поэтому у нее не возникает необходимости вносить поправки на изменения валютного курса. Источником всех показанных в отчете о прибылях и убытках по денежным активам и пассивам в иностранных валютах являются изменения валютных курсов относительно доллара. Для учета операций в ряде зарубежных отделений компания Hercules использует местные валюты. В форме 10-K содержалась информация, позволившая устранить в балансовом отчете и в отчете о прибылях и убытках воздействие изменений валютных курсов на стоимость зданий, сооружений и оборудования. Это делает возможным сопоставление наших двух компаний почти по всем позициям, за исключением товарно-материальных запасов и ряда других мелких счетов неденежных активов и пассивов.

Капитализированный процент. Влияние капитализации процентных платежей на счета основных средств было устранено.

Амортизация. Величина амортизационных отчислений была подвергнута корректировке, чтобы устранить отчисления на амортизацию стоимости репутации, капитализированного процента и ряда других нематериальных активов.

Устранение долга. В 1982 г. компания Hercules показала экстраординарную необлагаемую налогом прибыль в размере 11 533 тыс. дол., которая возникла в результате обмена 2038 тыс. обыкновенных акций на 6 1/2-процентные привилегированные второстепенные конвертируемые облигации на сумму 50 млн дол. Операция представляла собой не конвертацию, а обмен акций на сумму примерно 38 млн дол. на конвертируемые облигации. Мы не считаем, что в данном случае имела место экономическая прибыль, а посему устранили эту величину из отчета о прибылях и убытках и из счета собственного капитала. У этой операции были налоговые результаты, но не настолько значительные, чтобы оправдать проведение корректировки.

Оценки. Нужно было оценить значения ряда показателей и, как было показано выше при рассмотрении пенсионных начислений, достаточно произвольно отнести определенные расходы к тем или иным годам. Аналитику ценных бумаг постоянно приходится решать такие проблемы, и единственный выход — опора на собственный здравый смысл. В наших примерах мы намеренно использовали только публикуемые данные. Обычно аналитик поддерживает регулярные контакты с компанией, а поэтому может многие корректировки делать не по догадке.

Сопоставление коэффициентов

Заметьте, что показатели и коэффициенты первых пяти разделов позволяют сопоставить эффективность и положение *двух компаний*. По ним можно судить как о достоинствах компаний в целом, так и предположительно о качестве управления ими. Судя по значению коэффициентов первых трех разделов, компания Rohm and Naas почти всегда выглядит лучше, чем Hercules, хотя и ненамного.

Из пятого раздела (кредитные коэффициенты) видно, что у компании Rohm and Naas в 1975—1984 г. значение коэффициента ликвидности было лучше, а в 1985 г. из-за значительных расходов на покупку собственных акций — хуже. В последние шесть лет у компании Rohm and Naas были несколько более консервативные значения коэффициента ликвидности и чуть лучшее положение с покрытием процента. Кредитоспособность компаний примерно одинакова, хотя Rohm and Naas имеет незначительное преимущество.

Последний раздел таблицы содержит коэффициенты, использующие рыночную цену обыкновенных акций. Если брать *среднюю цену*, компания Hercules имеет на доллар вложений больше продаж, прибыли, дивидендов и чистых активов. Это соответствует имеющимся данным, в соответствии с которыми показатели прибыльности, роста и стабильности были всегда лучше у компании Rohm and Naas. Показатели в расчете на одну акцию в случае компании Hercules показывают отрицательное влияние разбавления акций, тогда как компания Rohm and Naas явно выиграла от операции по покупке собственных акций.

Сопоставление показателей в текущих ценах

В таблице 21.3 сопоставлены значения прибыли, дивидендов и активов в отношении к текущей рыночной цене акций по данным на конец мая 1986 г. Из таблицы видно, что в 1985 г. прибыль компании Hercules была значительно ниже, чем в предыдущие пять лет. У компании Rohm and Naas прибыль была меньше, чем в 1984 г., но выше, чем в среднем за 1980—1984 гг. Акции компании Hercules дешевле, если брать показатели активов, прибыльности и скорректированных показателей прибыли за последние годы, но только не в отношении прибыли за 1985 г. Используя технику работы с ключевыми коэффициентами, аналитик может продемонстрировать, что компания Rohm and Naas была более прибыльным и динамичным предприятием, чем компания Hercules, но это преимущество может быть перекрыто более дешевыми ценами на акции последней. Никакие математические операции не помогут доказать, что это преимущество и на самом деле оказывается компенсированным. Ответ по необходимости является выражением личного мнения, в основе которого опыт, знания и, быть может, предрассудки аналитика. Определение достоинств или привлекательности двух выпус-

Таблица 21.3. Показатели в текущих ценах

	Hercules	Rohm and Haas
Цена акций на 31 мая 1986 г. (в дол.)	50 1/8	100 1/2*
Объем продаж за 1985 г. на доллар обыкновенных акций по рыночной цене	0,95	0,87
Прибыль за 1985 г. на доллар обыкновенных акций по рыночной цене (в %)	4,05	5,26
Средняя прибыль за 1980—1984 гг. на доллар обыкновенных акций по рыночной цене** (в %)	6,76	4,39
Доля дивидендов в прибыли (в %)	3,2	2,4
Отношение цены акции к балансовым активам на акцию (по состоянию чистых активов на конец 1985 г.)	1,81×	2,52×

* До расщепления акций в пропорции 1 : 3, состоявшегося 12 июня 1986 г.

** Скорректированная прибыль из таблиц 21.1 и 21.2.

ков обыкновенных акций *по текущим рыночным ценам* является последним и самым трудным этапом полномасштабного сопоставительного анализа ценных бумаг. Вопрос об оценке обыкновенных акций мы подробно разбираем в последнем разделе книги. Но прежде чем составить мнение о соотношении стоимости и цены, аналитику предстоит сделать ряд выводов из анализа ключевых коэффициентов. Сейчас мы займемся их детальным рассмотрением, чтобы проиллюстрировать то, что можно назвать «промежуточной» или «прозекторской» стадией анализа ценных бумаг.

Коэффициенты прибыльности и оборачиваемости капитала

Таблица 21.4 предлагает возможное объяснение более быстрого роста компании Rohm and Haas с середины 1970-х до середины 1980-х годов. Коэффициент оборачиваемости капитала измеряет активность. Он показывает, что во второй период — в 1980—1984 гг. — компания Rohm and Haas существенно увеличила свою активность по сравнению с первым периодом. Компания Hercules этого не добилась. В обеих компаниях прибыльность до амортизационных отчислений уменьшилась (после амортизации результаты неоднозначны). Но эти различия незначительны. Третья строка — доходность капитала до амортизационных отчислений — есть просто результат первых двух. Совершенно понятно, что именно рост оборачиваемости капитала стал причиной роста доходности капитала у компании Rohm and Haas. У обеих компаний имело место снижение отношения амортизационных отчислений к объему сбыта, но у компании Rohm and Haas причиной этого отчасти был быстрый рост

Таблица 21.4. Показатели прибыльности и оборачиваемости капитала

	Hercules		Rohm and Haas	
	1975— 1979 гг.	1980— 1984 гг.	1975— 1979 гг.	1980— 1984 гг.
Оборачиваемость капитала	1,32	1,30	1,21	1,49
Коэффициент чистой прибыльности до амортизационных отчислений (в %)	12,2	11,9	12,6	12,3
Прибыльность капитала до амортизационных отчислений (в %)	16,1	15,5	15,2	18,4
Отношение амортизационных отчислений к объему сбыта (в %)	5,4	4,3	6,6	5,0
Прибыльность капитала (в %)	9,0	10,0	7,2	10,9
Рентабельность собственного капитала (в %)	11,5	11,2	11,7	12,6

объема сбыта. Если учесть этот фактор, амортизационная политика в обеих компаниях оказывается примерно одинаковой. Уменьшение отношения амортизационных отчислений к объему сбыта способствовало росту прибыльности капитала в обеих компаниях.

Наконец, сопоставление показателей рентабельности капитала и рентабельности собственного капитала говорит о том, что компания Rohm and Haas более эффективно использовала меньшие суммы долга, чем компания Hercules, что и стало причиной более высокой доходности обыкновенных акций.

Данные таблицы 21.4 должны подтолкнуть аналитика к исследованию отраслевых и производственных данных, чтобы выяснить, какие изменения стали причиной того, что за 10 лет коэффициент оборачиваемости капитала у компании Rohm and Haas вырос, и можно ли ожидать дальнейшего роста эффективности.

Коэффициенты роста

По каждому из трех коэффициентов роста компания Rohm and Haas имеет существенное превосходство. Но показатели за 1985 г. для компании Hercules, пожалуй, не так плохи, как кажутся. Большие расходы на организацию нового производства, производственные проблемы на ряде новых заводов и продолжительная стачка оказали отрицательное и, хочется надеяться, разовое, влияние на объем сбыта и прибыли. В 1984 и 1985 гг. показатели сбыта существенно понизились из-за создания в конце 1983 г. совместного предприятия с 50-процентным участием, которое взяло на себя производство и сбыт продукции из полипропилена и ряд других направлений бизнеса. В 1984 и 1985 гг. объемы сбыта этого совместного предприятия, NIMONT, Inc., превышали 900 млн дол.

в год. Поскольку учет результатов совместного предприятия осуществляется пропорционально участию, в 1984 и 1985 гг. существенная часть сбыта и капитала компании Hercules оказалась в значительной степени деконсолидированной.

Сопоставление показателей доходности полного капитала и доходности собственного капитала показывает, что в 1985 г. компания Hercules испытывала неблагоприятное воздействие сравнительно большого уровня долга в структуре капитала.

Индексы стабильности

Показатели стабильности в таблицах 21.1 и 21.2 демонстрируют не только известное преимущество компании Rohm and Haas, но и нестабильность, свойственную химическим предприятиям. Для аналитиков ценных бумаг почти универсальным правилом является наблюдение, что в любой отрасли самые прибыльные компании показывают наименьший процент снижения прибыли в годы экономических спадов. Также чем меньше уровень долга в структуре капитала, тем меньше процент сокращения прибыльности собственного капитала. Компания Rohm and Haas добилась увеличения прибыльности после амортизационных отчислений и снизила уровень долга. Компания Hercules также увеличила прибыльность после амортизационных отчислений, но не снизила уровень долга.

Доля дивидендов в прибыли

Доля дивидендов в чистой прибыли у компании Rohm and Haas неизменно ниже, чем у компании Hercules. (Данные за 1985 г. непредставительны, поскольку у обеих компаний в этот год прибыль была пониженной.) Более низкий процент дивидендов в чистой прибыли позволил компании Rohm and Haas большую часть своего роста финансировать за счет внутренних источников, что отразилось в улучшении отношения собственного капитала к материальным активам. Компании Hercules для поддержания стабильной величины отношения собственного капитала к материальным активам пришлось увеличить число размещенных на рынке акций, что привело к разбавлению темпов роста прибыли, дивидендов и балансовых активов на одну акцию. В 1985 г. у компании Hercules среднее число размещенных акций было на 26% больше, чем в 1975—1979 гг., тогда как у компании Rohm and Haas число размещенных акций за тот же период снизилось на 13%.

Кредитные коэффициенты

У обеих компаний значение кредитных коэффициентов было вполне удовлетворительным и обе можно считать финансово сильными компаниями. Компания Rohm and Haas увеличила степень покрытия старших

ценных бумаг, а у компании Hercules этот показатель был вполне достаточным. Если не считать 1985 г., компания Rohm and Haas имела преимущество по коэффициенту ликвидности. Но большая часть уменьшения этого показателя в 1985 г. была вызвана расходами на выкуп 8,5 млн собственных обыкновенных акций в 1984 и 1985 гг.

Данные в расчете на одну акцию и ценовые коэффициенты

Данные таблиц 21.1 и 21.2 показывают, что инвестор, купивший акции компании Rohm and Haas в 1975—1979 гг., покупал *больше* долларов сбыта и чистых активов и *меньше* долларов прибыли и дивидендов, чем тот, кто покупал акции компании Hercules. При этом в 1980—1984 гг. акции Rohm and Haas можно было продать на 66% дороже покупной цены, тогда как на акциях Hercules можно было выиграть только 15%. Одновременно инвестор, имевший акции Rohm and Haas, получал в 1980—1984 гг. в среднем по 5,8% дивидендов, то есть столько же, сколько приносили в эти годы акции Hercules. А если взять ситуацию на конец мая 1986 г., разница между компаниями будет еще значительнее. Акции компании Rohm and Haas выросли в цене от 24,11 до 100,50 дол., то есть более чем на 300%, тогда как акции Hercules выросли чуть больше чем вдвое — от 23,13 до 50,12 дол. Если судить по прошлым дивидендам и росту курса, совершенно ясно, что здесь все преимущества у компании Rohm and Haas. Все делается понятным, если учесть более быстрый рост сбыта, прибыли, дивидендов и балансовых активов. Именно рост прибыли сделал возможным рост дивидендов и эффективности затрат. Именно рост прибыли обеспечивает рост цен на акции при неизменном значении мультипликатора. И только значительный рост прибыли может оправдать повышение мультипликатора от значения, характерного для средних акций, до уровня, включающего надбавку за рост.

Заметьте, что инвестор, которому в начале 1980 г. были бы известны только данные таблиц 21.1 и 21.2 за 1975—1979 гг., вполне мог бы отдать предпочтение компании Hercules, а не Rohm and Haas. По четырем из пяти показателей прибыльности компания Hercules выглядела более привлекательно. Значения коэффициентов стабильности, кредитных и доли дивидендов были в тот период достаточно нейтральными. Показатели роста прибыли со времени предыдущего пикового значения, так же как коэффициенты «цена/прибыль» и прибыльности акций и дивидендов, были в пользу компании Hercules. Инвестору, который остановил бы свой выбор на акциях Rohm and Haas, не удалось бы обосновать свой выбор показателями прежней эффективности. Ему пришлось бы опираться на верные прогнозы более быстрого роста способности компании Rohm and Haas получать прибыль. Информация за 1980—1985 гг. подтверждает преимущество последней, но ставит сегод-

нышнего инвестора перед тем же вопросом: цена каких акций более привлекательна, если судить по данным таблицы 21.3?

Главное — качество

Проведенный нами анализ ключевых коэффициентов за 1975—1985 гг. показал, что качественные факторы явно в пользу компании Rohm and Haas, а ценовые показатели говорят о том, что цена акций Hercules занижена. Сопоставление доходности акций за анализируемый период показывает, что, несмотря на более высокую цену, акции Rohm and Haas были намного более выгодной покупкой. Этот вывод отражает распространенную установку рынков — нужно покупать *качественные* акции. Но не стоит при этом забывать, что в какой-то момент даже цена лучших акций может оказаться завышенной, и тот, кто умеет предвидеть, что качество весьма посредственных акций может повыситься, сможет очень выгодно вложить деньги. В последнем случае инвестор может быть уверен, что получит рост не только доходов и дивидендов, но и мультипликатора.

Рост качества может быть результатом действия разных факторов, в том числе изменения состава руководства компании и изменения ассортимента производимой продукции. На ранних стадиях процесса улучшения очень не просто достаточно точно предвидеть как результаты таких изменений, так и длительность ожидания плодов перемен. Но успешное предвидение бывает вознаграждено очень щедро.

Анализ натуральных показателей

Не следует пренебрегать натуральными показателями и ограничивать анализ только стоимостными показателями. Обычно предметом анализа бывают следующие данные.

Наличные материальные запасы

Категория наличных материальных запасов очень важна для всех компаний, имеющих дело с большими объемами истощаемых активов, каковы нефте- и газодобывающие компании, горнорудные компании и, пожалуй, железнодорожные компании и трубопроводы, которые зависят от наличия запасов у их основных клиентов, добытчиков угля, нефти или газа.

Запасы металлов, руд и нефти часто расположены в относительно малоразвитых и/или политически нестабильных районах мира. Аналитики обычно учитывают стоимость таких запасов со скидкой, отражающей опасность национализации, разорительных налогов, войн или восстаний.

Многие компании ограничивают планирование ближайшими годами, так как если они сообщат о больших запасах руд, местные налоги будут резко повышены. К тому же такого рода компании обычно защищают свои производства с помощью покупки или аренды месторождений. Поэтому крупным добывающим компаниям редко приходится сворачивать бизнес из-за истощения резервов.

При оценке минеральных запасов следует учитывать как их количество, так и качество. Если горнорудная компания в настоящее время разрабатывает богатую руду, но разведанные запасы состоят только из бедных руд, ее будущую прибыльность следует оценивать очень сдержанно.

Такая же разница существует между запасами низкокачественной тяжелой нефти, с одной стороны, и качественной малосернистой легкой нефти, с другой.

К данным о запасах недобытого сырья следует относиться с разумной подозрительностью. Хотя, конечно, они очень важны. При прочих равных, компания с большими разведанными запасами стоит дороже, чем компания без таких запасов.

Пример. Отчет за 1984 г. компании АМАХ, Inc. включал данные о разведанных запасах молибденовой руды, показанные в таблице 21.5. Схожая информация дается и по другим минеральным месторождениям, разрабатываемым компанией. В каждом случае даются также подробные данные о добыче.

**Таблица 21.5. Отчет за 1984 г. компании АМАХ, Inc.:
разведанные запасы руд**

	Молибденовая руда (в млн т)				
	1984 г.	1983 г.	1982 г.	1981 г.	1980 г.
Месторождения в Колорадо					
Климакс	408	413	413	418	433
(% бисульфита молибдена)	(0,31)	(0,31)	(0,31)	(0,31)	(0,31)
Гендерсон	240	246	246	230	239
(% бисульфита молибдена)	(0,38)	(0,38)	(0,38)	(0,42)	(0,42)
Канада					
Кайтсаулт	115	115	115	105	105
(% бисульфита молибдена)	(0,19)	(0,19)	(0,19)	(0,19)	(0,19)

Пример. Годовой отчет за 1985 г. корпорации Еххон включал обязательную информацию о «стандартизированном прогнозе дисконтированного чистого дохода от эксплуатации доказанных запасов нефти и

**Таблица 21.6. Годовой отчет за 1985 г. корпорации Экхон:
мировые запасы нефти и газа**

Стандартизированная оценка дисконтированной будущей чистой прибыли	
По состоянию на 31 декабря 1985 г.	Всего в мире (в млн дол.)
Будущие поступления от продажи нефти и газа	217 131
Будущие расходы на добычу и на развитие месторождений	84 562
Будущие расходы на уплату подоходных налогов	<u>63 843</u>
Будущая чистая прибыль, включая амортизационные фонды	68 726
Результат после дисконтирования по ставке 10%	<u>37 904</u>
Стандартизированный показатель будущей дисконтированной чистой прибыли	30 822
Изменения стандартизированного показателя	
	1985 г. (в млн дол.)
Прирост стоимости запасов за год в результате открытия новых месторождений, уточнения старых запасов и повышения извлекаемости за вычетом сопряженных расходов	3 916
Изменение стоимости существовавших на начало года резервов	
Продажа и отгрузка добытых нефти и газа за вычетом производственных расходов	-12 065
Расходы на обустройство и развитие месторождений за год	4 205
Результат изменения цен и производственных расходов	-3 252
Результат пересмотра прежних оценок запасов	831
Прирост дисконтирования	6 268
Другие изменения	-1 210
Нетто-изменение подоходных налогов	<u>2 180</u>
Всего изменений стандартизированного показателя за год	873

Примечание. Исходный отчет включал детальную информацию за 1983—1985 гг., а также данные по шести месторождениям.

газа». В таблице 21.6 приведены данные о запасах компании по всему миру и о причинах изменения значений показателей. Информация в отчете была куда более подробной, чем в нашем примере.

Этот стандартизированный показатель не является оценкой стоимости запасов нефти и газа. Это просто расчет по ставке дисконтирования 10% приведенной стоимости будущих доходов от продажи нефти и газа из *доказанных* запасов с учетом расходов, налогов, изменений методов добычи и пр. Сюда не входят оценки *вероятных* (недоказанных) запасов и *возможных* запасов на арендуемых нефтяных полях. Любопытно, что

когда эта информация впервые попала на Уолл-стрит, ее там встретили без энтузиазма, но позднее цены нефтяных акций показали, что стандартизированный показатель достаточно хорошо отражает стоимость приобретения подземных запасов, и аналитики, работающие с нефтяными компаниями, начали относиться к этому показателю с куда большим вниманием.

В последние годы расчеты величины запасов нефти (включая жидкие фракции в добываемом газе) стали существенно более точными, и сейчас большинство компаний сообщают такие данные, которые готовят или их собственные специалисты или консалтинговые геологические фирмы. Использование оценок запасов при анализе и сопоставлении компании является обычной практикой. При этом оценивают стоимость неизвлеченных запасов, а затем прибавляют балансовую оценку других чистых активов, что и дает итоговую стоимость. Заметьте, что при оценке нефтедобывающих и горнорудных компаний оценка стоимости активов играет куда более важную роль, чем при оценке перерабатывающих и торговых предприятий.

Мощности

Мощности большинства добывающих и перерабатывающих предприятий обычно выражают в натуральных единицах: разлив стали в тоннах; мешки сахара-сырца и очищенного; баррели переработанной нефти или баррели цемента. Величина мощностей, конечно, меняется, но эти данные помогают оценить положение компании в анализируемом периоде. Роль и значение такого рода данных зависят от обстоятельств.

Производство в натуральном выражении

Данные о величине производства в натуральном выражении очень полезны, и их сопоставление с данными о производственных мощностях позволяет оценить:

- потребность в расширении мощностей;
- потенциал наращивания производства;
- объем производства, обеспечивающий нулевую прибыль.

Если компания производит *однородную продукцию* — медь, сахар или цемент, и опубликованы данные об объеме производства в натуральном выражении, аналитик может подсчитать:

- цену сбыта продукции;
- себестоимость продукции;
- прибыль на единицу продукции;
- долю рынка, обслуживаемую компанией.

Эти данные полезны, когда нужно проводить сравнительный анализ и при вычислении влияния изменений цен и издержек на конкретную компанию.

Некоторые показатели производительности оборудования и коэффициенты использования мощностей нужно использовать с осторожностью. В текстильной промышленности показатель загрузки мощностей вычислялся исходя из двухсменной работы за вычетом выходных и праздничных дней. В военное время промышленность обычно работает 24 ч в сутки 7 дней в неделю, в силу чего действительная производственная мощность почти удваивается по сравнению с мирным временем.

В добыче угля долгое время показателем эффективности работы шахты считали число тонн угля, добываемых шахтером за одну смену. В начале 1980-х годов было проведено исследование того, как компании рассчитывают этот показатель. Выявились значительные разбросы в методах вычислений. Некоторые компании учитывали при этом только труд подземных рабочих и не включали в расчет начальников смен, инспекторов и др. Другие компании учитывали труд всех, имеющих отношение к добыче угля, включая тех, кто осуществляет сортировку, транспортировку, надсмотр и т.п. Когда показатель был пересчитан по одной методологии, оказалось, что некоторые шахты, считавшиеся самыми эффективными в отрасли, в действительности имеют очень плачевные показатели.

В течение многих лет для сопоставления эффективности предприятий розничной торговли использовали показатель «объем продаж на один квадратный фут торговых площадей». Здесь также возможны проблемы, связанные с тем, какие помещения включать в состав торговых залов, а какие — нет. И если приходится иметь дело с цепями продовольственных магазинов, торгующих круглосуточно 7 дней в неделю, к показателю реализации с одного квадратного фута нужно относиться с большой осторожностью.

Виды продукции

Многие компании производят достаточно разнообразный ассортимент продукции. Понятно, что аналитику следует разобраться в структуре производства — как в натуральных, так и в стоимостных показателях. Сегодня компании предоставляют достаточно детальные данные о структуре продукции, хотя методы распределения накладных расходов редко бывают вполне сопоставимыми. В типичном случае для каждой важной группы продукции существует информация о:

- объеме продаж;
- прибыли от производства;
- доле участия в прибыли зависимых компаний;
- величине активов на конец года;

- инвестициях в зависимые компании;
- амортизационных расходах;
- вложениях в основные средства.

Концентрация и географическая структура сбыта

Чем больше число потребителей, тем более надежным считается положение производителя. Ситуация, когда у компании есть один—два крупных потребителя, обычно встречается у производителей автомобильных компонентов, у поставщиков Министерства обороны и у компаний, обслуживающих цепные магазины или распространяющих товары по почте. Большие удачливые компании обычно сбывают часть своей продукции за границей, но если зависимость от экспорта велика, а особенно если экспорт осуществляется в одну географическую зону, то перед нами дополнительный источник риска. Все это аналитик должен учитывать, и значение, придаваемое им тем или иным факторам, определяется только его личным суждением.

Глава 22

Использование коэффициентов в отраслевом анализе

Сопоставление с группами компаний

Ценные бумаги нельзя ни анализировать, ни оценивать по отдельности. Чтобы определить привлекательность и характеристики отдельных выпусков ценных бумаг, нужно сравнить компанию с другими похожими компаниями и с акциями в целом. Обычно используют следующие группировки компаний:

- по традиционным отраслевым группам, таким, как производство безалкогольных напитков или автомобилей;
- по экономическим секторам — производство потребительских товаров длительного пользования;
- по чувствительности к определенным факторам, таким, как ставка процента;
- по секторам рынка — дешевые акции или растущие акции.

Прежде чем приступить к прогнозу, нужно понять, как именно компания зарабатывает деньги. Источником прибыли является стоимость, добавленная к исходным ресурсам (труд, сырье и пр.). Добавленная стоимость возникает в результате повышения полезности, для

чего исходные ресурсы обрабатывают, меняют их форму, транспортируют в другое место и т.п., чтобы сделать продукцию или услуги более нужными и полезными.

Таким образом, аналитик должен разобраться в природе отрасли, в которой компания работает и конкурирует. Нужно понять, что такое конкуренты компании, поскольку они составляют важную часть среды, в которой компания работает. Обычно аналитики сопоставляют подобные, например отраслевые, акции, у которых больше сходства друг с другом, чем с рынком в целом.

Прежде чем переходить к оценкам акций, аналитик должен определить, какие компании являются первыми, а какие — последними в своих группах и почему. Очень полезно построить «нормальные», или средние, показатели для группы в целом, чтобы было с чем сравнивать каждую отдельную компанию. Поскольку компании отличаются по величине, самым распространенным методом измерения результатов для отдельных компаний и отраслей в целом стал анализ коэффициентов. Целью этой главы является демонстрация достоинств и недостатков использования средних, индексов и других статистических инструментов.

Не такой уж легкий труд подготовить данные для анализа, так, чтобы обеспечить сопоставимость их во времени и возможность сравнения разных компаний. К тому же выведение отраслевых средних, которое нужно для оценки и сопоставления компаний, наталкивается на определенные технические трудности.

Семь цепей продовольственных магазинов

Таблицы коэффициентов

Чтобы продемонстрировать разные методы анализа, их относительные достоинства и недостатки, мы подготовили несколько таблиц коэффициентов, рассчитанных для семи цепей продовольственных магазинов. Мы выбрали для иллюстрации именно цепи продовольственных магазинов по двум причинам: относительно высокая однородность этих предприятий плюс каждый знаком с ними. В список попали очень большие и очень малые компании. Часть из них очень прибыльна, часть — малоприбыльна. Качественные характеристики компаний также различны.

Корректировка данных по эксплуатационной аренде

При подготовке данных для анализа мы провели корректировки в соответствии с рекомендациями, изложенными в главах 10—19. Были рассчитаны графики платежей по эксплуатационной аренде, и соответствующие суммы были дисконтированы по ставке 10%. Полученная таким образом текущая стоимость была капитализирована как актив и

как обязательства по аренде. Текущая стоимость будущих платежей представляет собой *основную сумму займа*, а остальные арендные платежи — *процент*. Было принято, что отношение этой процентной составляющей к общей сумме арендных платежей есть величина постоянная, а потому процентные платежи по эксплуатационной аренде за любой год вычислялись как произведение этой константы на сумму арендных платежей за соответствующий год. Благодаря этим корректировкам показатели доходности капитала и обеспеченности балансовой стоимости обыкновенных акций активами стали более сопоставимыми, чем если бы мы не осуществили капитализацию аренды. Это, бесспорно, вносит искажение в абсолютные значения показателей, так как величина ставки дисконтирования представляет собой оценку, но поскольку искажение для всех компаний происходит в одном направлении, относительная картина стала более достоверной.

Запасы по методу ФИФО

На начало изучаемого 10-летнего периода только меньшая часть компаний использовала учет по методу ЛИФО, но в конце периода на этот метод перешли все семь. Поскольку это делает несопоставимыми данные на начало и на конец периода, а информации, чтобы пересчитать все данные по методу ЛИФО, у нас не было, мы преобразовали все данные учета запасов в соответствии с методом ФИФО.

Другие корректировки

После капитализации процент был включен в состав издержек, а соответствующие амортизационные списания и налоговые последствия были удалены. Небольшое число необычных и неповторяющихся статей и соответствующие налоги были удалены либо сдвинуты на другие годы. Стоимость репутации и соответствующие амортизационные отчисления были удалены. Только для одной компании нужно было внести поправки на изменение валютных курсов, но мы не располагали информацией, необходимой для осуществления корректировки.

Если не считать капитализации эксплуатационной аренды, большинство других требуемых корректировок были столь незначительны, что ими можно было бы пренебречь. Но аналитик редко знает заранее, до завершения расчетов, будет ли общая сумма поправок достаточно велика, чтобы оправдать усилия на осуществление перерасчетов.

Отрасль изменяется

Несколько десятилетий назад все цепи продовольственных магазинов большей частью были похожи друга на друга. Чтобы выяснить причины различий в уровне прибыли, в росте сбыта и т.п., использовали набор

стандартизированных коэффициентов. При этом использовали такого рода данные: объем продаж на один магазин, площадь торговых залов на один магазин, объем продаж с одного квадратного фута торговой площади и т.п. Позднее почти все цепи продовольственных магазинов начали торговать лекарствами; при этом одни покупали аптеки, а другие заводили соответствующие торговые отделы в магазинах общего назначения. Некоторые магазины превратились в универсамы, предлагающие покупателям 20 тыс. наименований товаров (30 лет назад — только 10 тыс. наименований). На смену старомодным внутриквартальным супермаркетам пришли гигантские магазины в составе торговых центров, занимающие площадь более чем полгектара, предлагающие покупателям, помимо прочего, дачную и садовую мебель, электроинструменты и множество видов видеотехники. Продажи с одного квадратного фута площади перестали быть уж очень полезным показателем при сопоставлении компании, которая работает с понедельника по субботу, с другой, которая торгует круглосуточно 365 дней в году. Коэффициенты по-прежнему довольно полезны, но аналитику нужно много всего раскопать, чтобы понять, в чем причины успеха или неудачи цепи магазинов.

Прибыльность

Коэффициенты прибыльности

Таблица 22.1 содержит обычные показатели прибыльности для семи цепей продовольственных магазинов. Мы еще раз подчеркиваем, что, по нашему мнению, процент прибыли на полный капитал есть лучший измеритель успеха для любой компании и должен быть исходной точкой анализа. Поскольку мы предпочитаем инвестиции в обыкновенные акции, а не в облигации, таблица содержит также данные о собственном капитале каждой из семи компаний. Рассчитаны средние за пятилетние периоды — 1976—1980 и 1981—1985 гг.

Технические вопросы

Взвешенные или невзвешенные средние? По поводу таблицы возникает первый из технических вопросов, связанных с вычислением средних по отрасли. Чтобы рассчитать средние по отрасли, можно составить сводный отраслевой баланс и сводный отчет о прибылях и убытках и на их основании получить средние значения коэффициентов за каждый год. Преимущество такого подхода в том, что он открывает возможности для сравнения отраслей. Такой метод агрегирования информации позволяет работать с любыми отраслями, состоящими как из множества мелких фирм, так и из небольшого числа очень крупных, либо из смеси тех и других.

Таблица 22.1. Показатели прибыльности

Годы	Невзвешенная средняя по отрасли	Albertson's Inc.	Borman's	Food Lion	Lucky Stores	Kroger	Safeway Stores	Supermarkets General
Процент прибыли на полный капитал								
1985	9,9	10,6	8,0	13,3	7,6	7,4	9,4	12,9
1984	9,3	11,2	3,2	13,9	8,1	7,5	8,7	12,8
1983	7,8	11,0	-5,5	12,7	9,0	7,4	8,3	11,4
1982	10,1	11,5	8,0	12,8	8,7	8,2	8,1	13,4
1981	11,0	11,7	1,3	14,9	10,1	8,8	6,9	12,9
1980	10,6	11,9	7,5	13,6	11,1	9,2	7,5	13,5
1979	11,2	11,9	6,7	15,0	13,2	8,5	8,5	14,7
1978	10,9	11,9	9,4	14,6	12,2	7,5	8,9	11,7
1977	9,3	10,4	4,3	12,7	10,7	6,9	7,6	12,4
1976	10,2	9,2	6,6	14,4	9,0	6,4	12,3	13,6
Средние за								
1981—								
1985	9,6	11,2	5,2	13,5	8,7	7,8	8,3	12,7
1976—								
1980	<u>10,5</u>	<u>11,1</u>	<u>6,9</u>	<u>14,1</u>	<u>11,2</u>	<u>7,7</u>	<u>9,0</u>	<u>13,2</u>
Разность	-0,9	0,1	-1,7	-0,6	-2,5	0,1	-0,7	-0,5
Процент прибыли на собственный капитал								
1985	15,7	16,7	15,9	22,6	12,4	11,8	12,5	18,2
1984	13,6	18,2	-1,7	24,3	13,9	11,5	11,6	17,4
1983	9,5	18,7	-29,6	23,1	16,6	10,9	12,4	14,2
1982	16,5	20,9	13,6	21,4	16,1	12,8	12,4	18,0
1981	13,9	23,3	10,8	20,1	20,0	15,4	8,7	17,4
1980	18,0	24,8	13,4	16,4	23,1	15,6	10,8	22,2
1979	20,6	26,5	10,8	17,5	29,2	15,2	13,8	31,0
1978	19,6	26,3	19,8	16,4	25,9	14,0	15,2	19,9
1977	15,6	21,3	1,9	15,1	22,9	11,1	11,9	25,0
1976	16,1	17,0	8,8	18,6	19,5	9,5	12,3	26,8
Средние за								
1981—								
1985	14,0	19,6	-1,9	22,3	16,8	12,5	11,5	17,1
1976—								
1980	<u>18,1</u>	<u>23,8</u>	<u>10,9</u>	<u>16,8</u>	<u>24,1</u>	<u>13,1</u>	<u>12,8</u>	<u>25,0</u>
Разность	-4,1	-4,2	-12,8	5,5	-7,3	-0,6	-1,3	-7,9

Но в нашем случае (а семь цепей розничных магазинов представляют только малую часть торговли продовольственными товарами) компании

Kroger и Safeway отвечают за 62% продаж и будут пропорционально влиять на значения всех других коэффициентов. В результате все выводы будут относиться преимущественно к этим двум большим компаниям, а результаты пяти других будут затенены. Сопоставление данных по этим пяти компаниям со средневзвешенной по отрасли просто покажет соотношение каждой из этих пяти и двух больших. Это сделает почти невозможным ранжирование компаний по уровню эффективности.

По этой причине мы использовали метод вычисления невзвешенных средних. Иными словами, для каждой компании мы вычисляли коэффициенты, затем суммировали их и делили на 7 получали среднеотраслевой коэффициент. Результаты показаны в столбце «Невзвешенная средняя по отрасли». Преимущество метода в простоте и в том, что при вычислении средних за пять лет ряд технических вопросов снимается, но аналитик должен понимать, что использование невзвешенных среднеотраслевых показателей за один год может стать причиной заблуждений. Явный пример — показатель отраслевой доходности на собственный капитал за 1983 г. Он включает отрицательный показатель для компании *Walmart* $-29,6\%$, что резко снижает значение среднеотраслевого коэффициента, хотя сама компания отвечает только за 2% суммы прибыли и активов семи компаний.

Крайние значения. Проблему крайних значений, как в случае с компанией *Walmart*, легко решить. Можно просто убрать из вычислений самые большие и самые малые значения, так что отраслевая средняя будет опираться на данные по пяти компаниям. Устранив из показателей за 1983 г. данные компаний *Walmart* и *Food Lion*, то есть лучшие и худшие показатели, мы получим более правдоподобное значение отраслевой средней — $14,6\%$. Против такого приема выдвигают следующее возражение: каждый год будут удаляться показатели разных компаний, а значит, и сами средние окажутся не вполне сопоставимыми во времени.

Убытки компании *Walmart* за 1983 г. были настолько велики, что у аналитика не может не возникнуть подозрение, что в этот год случилось что-то экстраординарное и неповторяющееся. Во всей таблице нет ни одного близкого по величине показателя. Изучив ситуацию компании, аналитик обнаружил бы, что компания подставилась под удары войны цен (начатой конкурентами, которые под прикрытием судебной процедуры о банкротстве получили преимущество низких расходов на оплату труда), и все это случилось из-за географической концентрации операций компании — в штате Мичиган, который в то время переживал серьезные экономические трудности. Так что говорить здесь о разовом или экстраординарном событии не приходится.

Усреднение коэффициентов. С чисто математической точки зрения лучше всего использовать не арифметическую, а геометрическую среднюю, хотя это довольно редко встречается в практике. Но этот прием не сраба-

тывает в тех случаях, когда мы имеем дело с отрицательными величинами. Чтобы использовать геометрическую среднюю, нужно либо выбрасывать отрицательные значения, либо применять другие, более сложные математические методы. Самое практичное — использовать арифметическую среднюю, но отбрасывать крайние значения показателей.

Разложение показателя «рентабельность полного капитала»

В таблице 22.2 показано разложение показателя «рентабельность полного капитала» на два компонента: коэффициент чистой прибыльности и коэффициент оборачиваемости капитала. Три компании, у которых показатели доходности полного капитала наивысшие, имеют также наилучшие коэффициенты чистой прибыльности и в целом неплохие показатели оборачиваемости капитала.

Здесь удивляет поразительно высокое значение оборачиваемости капитала для компании *Walmart*, страдавшей от малой и нестабильной величины коэффициента чистой прибыльности. Чтобы найти объяснение высокому значению оборачиваемости капитала, мы включили в таблицу 22.2 данные об оборачиваемости запасов. К сожалению, они не позволяют полностью объяснить показатель оборачиваемости капитала для компании *Walmart*. Чтобы найти объяснение высокой оборачиваемости капитала, аналитику придется изучить другие активы компании — может быть, остаточную балансовую стоимость самих торговых помещений.

Для некоторых, но не для всех цепей продовольственных магазинов важной частью деятельности является производство фирменной продукции. Производство, понятно, требует вложения капитала в оборудование и в товарно-материальные запасы. Здесь капитал оборачивается намного медленнее, чем в розничном сбыте продовольственных товаров. Можно предположить, что вертикально интегрированные цепи розничной торговли будут иметь меньшие значения показателя оборачиваемости капитала. Аналитику следует проверить реалистичность этого объяснения более высокой, чем у других компаний, оборачиваемости капитала в компании *Walmart*.

Влияние долга

Таблица 22.3 отчасти помогает объяснить значительные различия в значении показателей доходности капитала, приведенных в таблице 22.1. Привлечение большого количества заемных средств увеличивает показатель прибыльности собственного капитала. Заемные средства будут оказывать такое влияние до тех пор, пока величина посленалоговой цены заимствования будет меньше, чем процент прибыли на полный

капитал. Для компании Borman показатель отношения собственного капитала к материальным активам был меньше, чем у всех других компаний. Но поскольку в отдельные годы эта компания не получала

Таблица 22.2. Разложение показателя рентабельности полного капитала

Годы	Невзвешенная средняя по отрасли	Albertson's Inc.	Borman's	Food Lion	Lucky Stores	Kroger	Safeway Stores	Supermarkets General
Процент прибыли на полный капитал								
1985	1,9	2,3	1,0	3,0	1,5	1,7	1,9	2,2
1984	1,9	2,3	0,4	3,1	1,6	1,8	1,7	2,2
1983	1,7	2,3	-0,6	2,9	1,9	1,7	1,6	2,0
1982	1,8	2,3	0,9	2,6	1,7	1,6	1,6	2,2
1981	1,9	2,2	0,2	3,4	2,0	1,8	1,3	2,1
1980	2,0	2,2	1,0	3,5	2,2	1,7	1,4	2,2
1979	2,1	2,3	0,9	3,7	2,4	1,6	1,6	2,4
1978	2,1	2,2	1,3	3,7	2,2	1,6	1,7	2,1
1977	1,9	2,0	0,6	3,3	1,9	1,5	1,5	2,4
1976	1,9	1,8	1,0	3,3	1,7	1,3	1,7	2,7
Средние за								
1981—								
1985	1,8	2,3	0,4	3,0	1,7	1,7	1,6	2,1
1976—								
1980	2,0	2,1	0,9	3,5	2,1	1,5	1,6	2,3
Оборачиваемость капитала								
1985	5,3×	4,7×	8,1×	4,4×	5,0×	4,3×	4,9×	5,8×
1984	5,5	4,8	8,9	4,5	5,1	4,2	5,2	5,8
1983	5,4	4,7	8,6	4,4	4,9	4,4	5,1	5,7
1982	5,6	5,1	7,6	5,0	5,0	5,2	5,2	6,0
1981	5,6	5,4	7,8	4,3	5,0	4,9	5,3	6,3
1980	5,6	5,3	7,8	3,9	5,1	5,4	5,2	6,3
1979	5,5	5,2	7,5	4,0	5,5	5,2	5,2	6,1
1978	5,4	5,4	7,3	3,9	5,5	4,8	5,2	5,7
1977	5,2	5,3	6,9	3,8	5,5	4,7	5,2	5,2
1976	5,5	5,1	6,8	4,3	5,2	4,8	7,2	5,0
Средние за								
1981—								
1985	5,5	4,9	8,2	4,5	5,0	4,6	5,1	5,9
1976—								
1980	5,4	5,3	7,3	4,0	5,4	5,0	5,6	5,7

Таблица 22.2 (окончание)

Годы	Невзвешенная средняя по отрасли	Albertson's Inc.	Borman's	Food Lion	Lucky Stores	Kroger	Safeway Stores	Supermarkets General
Оборачиваемость товарно-материальных запасов								
1985	8,4×	10,3×	9,2×	7,5×	7,7×	7,7×	7,9×	8,5×
1984	9,0	10,9	10,5	8,0	8,8	8,3	8,0	8,3
1983	8,8	10,6	10,4	7,5	7,9	8,7	8,3	8,5
1982	9,4	10,6	10,3	8,0	8,3	10,4	8,4	9,6
1981	9,4	10,9	11,1	8,7	7,9	9,3	8,7	9,3
1980	9,7	11,2	10,1	10,1	8,1	9,3	9,3	9,7
1979	9,7	11,5	10,8	10,0	8,0	8,6	9,1	9,8
1978	9,8	11,3	10,9	10,0	7,5	8,7	9,0	11,2
1977	10,1	12,5	12,4	11,1	8,3	8,4	9,4	8,5
1976	10,1	12,5	12,5	11,6	7,5	8,8	9,7	8,3
Средние за								
1981—								
1985	9,0	10,7	10,3	7,9	8,1	8,9	8,3	8,8
1976—								
1980	9,9	11,8	11,3	10,6	7,9	8,8	9,3	9,5

Таблица 22.3. Доля собственных средств в полном капитале компаний (в %)

Годы	Невзвешенная средняя по отрасли	Albertson's Inc.	Borman's	Food Lion	Lucky Stores	Kroger	Safeway Stores	Supermarkets General
1985	38	50	29	43	36	29	40	39
1984	38	48	25	49	36	33	38	38
1983	37	44	26	42	35	31	41	41
1982	38	43	34	45	34	35	36	41
1981	38	37	30	55	35	32	37	38
1980	40	36	29	71	34	35	40	36
1979	40	33	28	73	36	36	40	33
1978	39	30	30	78	32	32	41	31
1977	39	34	26	76	37	31	40	26
1976	37	30	30	68	33	34	41	24
Средние за								
1981—								
1985	38	44	29	47	35	32	38	39
1976—								
1980	39	33	29	73	34	34	40	30

достаточно прибыли на полный капитал, чтобы покрыть процентные расходы, высокий уровень задолженности в эти годы способствовал скорее уменьшению, чем росту прибыльности. Аналитику следует изучить процентные ставки, уплачиваемые компанией *Wogan* по краткосрочным банковским займам, по долгосрочным долговым обязательствам, по аренде и пр., чтобы определить, не являются ли некоторые процентные ставки чрезмерно завышенными, а также когда наступает срок погашения этих чрезмерно дорогих займов. Влияние долга определяется отношением суммы долга к капиталу и величиной процента, уплачиваемого по долгу.

Долг как рычаг роста

Относительно скромный уровень задолженности компании *Food Lion* делает поразительным ее показатель прибыли на собственный капитал. Но аналитик должен заметить, что в значительной степени высокая и растущая прибыльность компании *Food Lion* объясняется сокращением отношения собственного капитала к материальным активам от ультраконсервативных 73% в 1976—1980 гг. до умеренных 47% в последующие пять лет. Рост прибыльности собственного капитала по отношению к первому пятилетнему периоду отчасти объясняется ростом заимствований. Хотя значение отношения собственного капитала к материальным активам остается достаточно консервативным, после того как оно сравнялось со средним по отрасли, не следует ожидать значительного роста прибыльности на собственный капитал.

Противоположным было развитие у компании *Supermarkets General*. Сначала у этой компании был очень высокий уровень долга, но потом она вернула его к примерно среднему отраслевому значению. Результатом уменьшения уровня задолженности было сокращение прибыльности собственного капитала во втором пятилетии.

Для измерения уровня задолженности мы выбрали только отношение собственного капитала к материальным активам (см. табл. 22.3), но для более детального отраслевого анализа можно было бы использовать таблицу среднего процента по займам, включая арендные платежи. Изменение уровня процентных ставок помогает понять изменения прибыльности собственного капитала у компаний с высоким уровнем задолженности.

Индексы: к базовому году или к базовому периоду

При сопоставлении компаний очень полезно использовать индексы. Большая часть индексов, используемых в государственной статистике, берет за 100 значение какого-либо базового года. Это разумно при анализе народного хозяйства, поскольку столь широко агрегированные

показатели отличаются высокой стабильностью. Показатели отдельных компаний намного изменчивее, а потому лучше брать в качестве базы значения средних за период, а не за отдельный год.

В таблице 22.4 в качестве базы мы взяли средние значения за 1976—1980 гг. Заметьте, что для индекса объема сбыта мы могли с равным успехом взять показатели за 1978 г. Исключением является только компания Food Lion. Но если мы рассчитываем индекс для такого изменчивого показателя, как прибыль на акцию, данные за 1978 г. не пригодны в качестве базовых.

Для некоторых компаний динамика индексов сбыта, прибыли и прибыли на акцию очень близка, а у других — нет. Аналитик должен выяснить причину расхождения в динамике отдельных индексов. Среди причин могут быть разбавление акционерного капитала в результате размещения дополнительных выпусков акций, высокие ставки процентов или низкий уровень прибыльности.

Покрытие процента: качество определяется суммой чистой прибыли и амортизационных фондов

Данные о покрытии всех процентных расходов суммой чистой прибыли и амортизационных отчислений показаны в таблице 22.5. Это один из многих коэффициентов, используемых для измерения качества долга. Мы строго придерживаемся правила, что если качество долгов компании таково, что их не стоит покупать, только спекулянт рискнет вкладывать деньги в ее акции. Поэтому любой анализ должен включать хотя бы несколько показателей качества долгов компании.

Читатель может захотеть сопоставить относительное положение рассматриваемых нами компаний по показателям покрытия долга и оборачиваемости капитала (см. табл. 22.2). В общем случае быстрая оборачиваемость капитала считается хорошей характеристикой, но иногда этому сопутствуют малые амортизационные отчисления, может быть, из-за того, что торговые помещения старые и их восстановительная стоимость невысока. Это ведет к понижению суммы чистой прибыли и амортизационных фондов. Хотя у компаний Food Lion и Kroger показатели оборачиваемости капитала невысоки, у обеих коэффициенты покрытия процентов очень хороши. В случае компании Food Lion это объясняется высокой прибыльностью и консервативностью структуры капитала. В случае компании Kroger все не так очевидно, и аналитику придется залезть в отчет о прибылях и убытках компании, чтобы найти причину: то ли более высокие, чем в среднем, амортизационные отчисления, то ли высокие отложенные налоговые обязательства. Если ни то, ни другое не является причиной, может быть, дело в низких ставках процента? Каков бы ни был ответ, важно то, что сопоставительный анализ коэффициентов не только многое говорит о деятельности отрас-

Таблица 22.4 (окончание)

Годы	Невзвешенная средняя по отрасли	Albertson's Inc.	Borman's	Food Lion	Lucky Stores	Kroger	Safeway Stores	Supermarkets General
Индекс чистой прибыли на капитал								
1985	235	235	129	480	137	237	190	238
1984	200	230	49	390	142	226	164	200
1983	152	205	-84	291	150	206	152	146
1982	161	184	123	207	133	187	139	152
1981	131	156	21	196	141	163	108	129
1980	133	141	126	161	135	140	109	119
1979	121	126	106	133	134	118	112	119
1978	103	104	132	95	100	97	107	89
1977	73	73	56	62	73	80	83	86
1976	69	56	79	49	58	64	89	87
Средние за								
1981—								
1985	176	202	48	313	141	204	151	173
1976—								
1980	100	100	100	100	100	100	100	100
Индекс прибыли на акцию								
1985	205	232	157	426	103	137	151	231
1984	160	221	-15(d)*	363	109	124	129	192
1983	91	195	-311(d)	265	121	104	128	134
1982	151	172	148	196	107	166	121	144
1981	109	161	-79(d)	191	122	162	83	120
1980	133	144	139	162	123	143	99	123
1979	126	129	107	132	130	123	118	146
1978	109	104	172	93	99	102	118	78
1977	67	71	15	64	82	73	84	78
1976	64	51	67	49	66	59	81	74
Средние за								
1981—								
1985	143	196	-20(d)	288	112	139	122	164
1976—								
1980	100	100	100	100	100	100	100	100

* (d) — дефицит.

Таблица 22.5. Покрытие процентных расходов суммой чистой прибыли и амортизационных отчислений

Годы	Невзвешенная средняя по отрасли	Albertson's Inc.	Borman's	Food Lion	Lucky Stores	Kroger	Safeway Stores	Supermarkets General
1985	5,8×	4,6×	3,1×	12,3×	6,4×	6,9×	4,4×	2,8×
1984	5,7	5,0	2,3	11,6	7,6	4,8	5,6	3,1
1983	6,4	5,2	4,0	12,4	6,7	6,3	6,5	3,4
1982	6,3	4,9	2,7	13,8	6,9	5,8	5,8	3,9
1981	6,0	5,0	3,4	12,3	5,9	6,6	4,9	4,1
1980	6,3	5,2	2,7	12,7	6,0	9,1	4,3	3,8
1979	5,6	5,2	4,2	12,2	5,5	3,7	4,5	3,8
1978	4,8	5,7	0,7	8,9	5,2	4,3	4,7	4,1
1977	5,3	6,1	2,9	9,4	5,4	4,4	5,1	4,0
1976	5,6	7,3	3,9	9,0	5,8	4,4	4,6	4,1
Средние за								
1981—								
1985	6,0	4,9	3,1	12,5	6,7	6,1	5,4	3,5
1976—								
1980	5,6	5,9	2,9	10,4	5,6	5,2	4,6	4,8

лей и компаний, но и выявляет те области, которые требуют дополнительного анализа. В ходе анализа ценных бумаг аномальные значения показателей являются ориентирами для проведения изысканий.

Коэффициенты роста в расчете на акцию

Сопоставление средних

Структура таблицы 22.6 удобна для сопоставления средних значений коэффициентов роста за первое и второе пятилетия. Предполагается, что средние за пять лет отражают нормальный уровень показателей прибыли, дивидендов и балансовых активов для наших 7 компаний. Поэтому можно считать, что процентные изменения между первым и вторым пятилетними периодами представляют оценки *общего* роста от середины первого пятилетия до середины второго. Чтобы получить *годовые* темпы роста, нужно к этому значению прибавить 100 и найти корень пятой степени из этой суммы. Например, для компании Albertson, Inc. прибыль на акцию выросла между 1976—1980 и 1981—1985 гг. на

96%. Чтобы получить величину годового темпа роста, нужно к этой величине прибавить 100% и выразить результат в виде десятичной дроби — 1,96. Натуральный логарифм от 1,96 равен 0,673. Разделив эту величину на 5, получаем 0,13459, а антилогарифм этой величины равен 1,144. Итак, годовая скорость роста между серединами двух пятилетних периодов равна 14,4%.

Измерение темпов роста с помощью индексов

Альтернативным показателем роста прибыли на акцию может быть индекс, показанный в последнем разделе таблицы 22.4. С помощью простых вычислений можно получить оценку темпа роста. Возьмем, к примеру, начальное значение индекса за 1976 г. для компании Albertson — 51, и разделим на конечное значение индекса 232 (за 1985 г.). Используя описанный выше метод вычислений с помощью логарифмов, получим, что годовой темп роста равен 18,3%, что отражает чрезмерно низкое значение индекса в начальном 1976 г. Заметьте, что с 1976 по 1978 г. значение индекса удвоилось — с 51 до 104. Аналитик должен решить, учитывая многие факторы, какой показатель роста лучше характеризует прошлую деятельность компании. В любом случае значение имеют только будущие темпы роста. Главный вопрос здесь таков: будет ли в будущем рост компании примерно таким же, как и в прошлом, или он будет иным?

Значения индекса можно использовать для оценки годовых темпов роста за прошлые периоды и сопоставить их с темпами роста, полученными с помощью уравнения линейной регрессии. Решив уравнение регрессии, мы получаем, что значение годовых темпов роста равно 17,1%, тогда как с помощью индексов мы получаем значение 18,6%.

При таком большом разбросе показателей роста, вычисленных с помощью разных методов, аналитик должен уделить особенно пристальное внимание выбору средних. Преимущество средних в том, что они нейтрализуют крайние значения. При использовании значений за отдельные годы мы имеем более подробную информацию, но при этом менее точную. Аналитик должен выбрать подход, который в данной ситуации пригоден для более точной оценки будущего роста.

Сопоставление цен на акции

В таблице 22.7 приведены ключевые данные, отнесенные на 1 дол. вложений в акции. Данные в первой строке рассчитаны применительно к цене акций на 31 декабря 1985 г. Обычно мы выбираем более поздние даты — в данном случае за 1986 г., чтобы аналитик мог принимать решение о покупке или продаже акций, уже располагая данными годо-

Таблица 22.6. Показатели роста в расчете на акцию (в дол.)

Годы	Невзвешенная средняя по отрасли	Albertson's Inc.	Borman's Food Lion	Food Lion	Lucky Stores	Kroger Stores	Safeway Stores	Supermarkets General
Сумма чистой прибыли и амортизационных отчислений на акцию								
Средние за 1981—1985		3,77	2,89	0,93	4,18	10,57	8,17	3,03
1976—1980		1,96	2,97	0,27	2,67	7,71	5,71	1,60
Процентное изменение 1976—1980 гг. к 1981—1985 гг.	80	92	-3	244	57	37	43	89
Прибыль на акцию								
Средние за 1981—1985		2,26	-0,24	0,59	1,94	4,21	3,09	1,32
1976—1980		1,15	1,21	0,20	1,72	3,04	2,52	0,81
Процентное изменение 1976—1980 гг. к 1981—1985 гг.	42	96	*	180	12	38	64	63
Дивиденды на акцию								
Средние за 1981—1985		0,60	0,03	0,05	1,15	1,85	1,44	0,37
1976—1980		0,26	0,08	0,01	0,86	1,00	1,18	0,17
Процентное изменение 1976—1980 гг. к 1981—1985 гг.	87	126	-63	286	34	85	22	117

Таблица 22.6 (окончание)

Годы	Невзвешенная средняя по отрасли	Albertson's Inc.	Borman's Food Lion	Lucky Stores	Kroger	Safeway Stores	Supermarkets General	
Балансовых активов на акцию								
Средние за 1981—1985		12,95	12,13	2,46	11,64	28,50	25,40	7,21
1976—1980		5,23	11,19	1,19	6,69	19,75	18,85	3,23
Процентное изменение 1976—1980 гг. к 1981—1985 гг.	77	148	8	107	74	44	35	123

* Значение не имеет смысла.

вого отчета. Но в первой половине 1986 г. ходили слухи, что три из наших семи компаний кто-то уже облюбовал для поглощения, так что цены акций в расчете на эту спекулятивную возможность были уже завышены. При расчете коэффициентов, показанных в первой строке, использованы действительные значения продаж, прибыли, дивидендов, балансовых активов, а также суммы чистой прибыли и амортизационных отчислений за 1985 г. Поскольку значения некоторых показателей могут не быть отражением нормальных условий бизнеса, большинство аналитиков использовали бы средние величины или оценки нормальных значений показателей, а не действительные отчетные значения за этот год. Первая линия должна показать инвестору, что именно он покупает 31 декабря 1985 г., вложив 1 дол. в акции любой из наших 7 компаний. Мы взяли данные за 1985 г., а не за предыдущие пять лет, потому что у трех компаний в этот период наблюдался значительный рост.

Во второй строке к средней цене акций за период 1981—1985 гг. отнесены средние значения тех же показателей за тот же период. Легко узнать, что можно было бы получить на 1 дол., вложенный в акции по средней за этот период цене. Сравнивая две строки, можно понять разницу между тем, что можно было купить по цене конца периода и по цене, средней для этого периода.

Результаты вычислений говорят, что если данные за 1985 г. показательны, то инвестор по ценам конца декабря 1985 г. получил бы всего

намного меньше, чем по средней цене за пятилетие. В этом нет ничего удивительного, поскольку цены всех акций резко превысили средний уровень пятилетия. Но некоторые характеристики компаний выросли не менее резко.

Такие таблицы, как 22.7, помогают в создании перспективы. Они показывают, что мог бы получить инвестор сегодня по сравнению с тем, что он мог получить в среднем за довольно длительный предыдущий период. Они сводят воедино данные по нескольким компаниям, работающим примерно в одинаковых сферах бизнеса. Они выявляют, сколько должен отдать инвестор, чтобы получить акции компаний с быстрым ростом прибыли в прошлом, и сколько мог бы заработать в прошлом инвестор, готовый удовлетвориться низкокачественными акциями.

Таблица 22.7 может помочь инвестору решить, какие акции *в прошлом* росли быстрее и приносили больший доход, но она не содержит информации о том, акции каких цепей продовольственных магазинов оценены выше или ниже, чем рынок акций в целом. Для этого нужно сопоставить отраслевые данные с более широкими показателями, такими, как данные о компаниях, входящих в индекс акций 400 промышленных компаний Standard & Poor.

Таблица 22.7 дает хороший пример, как на основании коэффициентов можно получать другие коэффициенты. Объем продаж на доллар рыночной цены акций — это просто отношение объема продаж на акцию к цене акции. Точно так же вычисляются все остальные показатели, содержащиеся в этой таблице.

В этой главе была продемонстрирована техника работы с исторической статистикой, но реальная работа аналитика предполагает прогнозирование развития отраслей и компаний. Методологически упорядоченное сопоставление данных о прошлой деятельности группы компаний создает основу для выявления «нормальных» или характерных свойств этой группы. Отклонение показателей конкретной компании от этих норм является источником важной информации. Вся эта информация составляет важную базу для составления прогнозов.

Читатель может счесть полезным потратить какое-то время и силы на сопоставление ценовых данных из таблицы 22.7 с данными других таблиц. Какие факторы наилучшим образом коррелируют с ценами этих акций в конце 1985 г. или на протяжении периода 1981—1985 гг.? Коэффициенты прибыльности, роста, стабильности, уровня задолженности или кредитоспособности? Насколько текущие данные важнее информации об отдаленном прошлом? Какой из показателей роста или прибыльности наилучшим образом объясняет цены акций?

Можно предложить вероятные ответы на эти вопросы, но случаи аномальных цен не могут не создать впечатления, что никакая техника анализа не позволяет на основании прошлых данных объяснить динами-

Таблица 22.7. Данные об акциях, пересчитанные на 1 дол. инвестиций

Компания	Цена акций	На доллар рыночной цены акций				
		Объем продаж	Прибыль плюс амортизация	Чистая прибыль	Дивиденды	Балансовые активы
Albertson's Inc.						
1985 г.	32,50*	4,69	0,15	0,08	0,02	0,53
Средняя за 1981—1985 гг.	22,50	6,32	0,17	0,11	0,03	0,59
Borman's						
1985 г.	12,00*	29,35	0,39	0,16	0,00	1,11
Средняя за 1981—1985 гг.	6,93	58,42	0,50	(0,05)	0,01	2,04
Food Lion						
1985 г.	21,75*	1,61	0,07	0,04	0,00	0,17
Средняя за 1981—1985 гг.	11,00	2,18	0,09	0,06	0,00	0,24
Kroger						
1985 г.	47,88*	8,19	0,19	0,09	0,04	0,59
Средняя за 1981—1985 гг.	35,09	11,99	0,34	0,13	0,05	0,85
Lucky Stores						
1985 г.	25,00*	7,35	0,19	0,07	0,05	0,53
Средняя за 1981—1985 гг.	18,10	9,33	0,23	0,11	0,07	0,65
Safeway						
1985 г.	36,88*	8,83	0,24	0,10	0,04	0,77
Средняя за 1981—1985 гг.	23,56	14,84	0,36	0,13	0,06	1,13
Supermarkets General						
1985 г.	50,50*	2,81	0,08	0,04	0,01	0,19
Средняя за 1981—1985 гг.	11,82	11,34	0,31	0,13	0,04	0,73

* Цена на 31 декабря 1985 г.; остальные цены в этой строке — средние за 1985 г.

ку цен. Главным фактором назначения цен на акции являются расчеты на будущее. Если движение цен на акции коррелирует с прошлыми данными, значит, остаются действенными факторы, определявшие в прошлом развитие отраслей и компаний. Такого рода ситуации чаще

встречаются в стабильных отраслях (таких, как розничная торговля продовольственными товарами), чем в подверженных циклическим движениям технологических отраслях. Но даже в стабильных отраслях бездумная экстраполяция прошлых данных представляет собой дешевую имитацию анализа.

Аналитик использует ценовые сравнения, как в таблице 22.7, для выявления относительной привлекательности акций. Их используют на последнем этапе принятия инвестиционных решений, поскольку цены — это самый надежный союзник аналитика.

Часть 3

Анализ облигаций

Глава 23

Рынок облигаций

Мартин Л. Лейбович

Структура и стиль работы американских рынков ценных бумаг претерпели значительные изменения. До 1970-х годов использование инструментов целиком определялось сроками погашения. Господствовала традиционная философия: купил и держи, а потому инвестиционная ценность облигаций обуславливалась исключительно их доходностью до погашения. Сама определенность доходов создала основу для своеобразной структуризации методов инвестирования. Долгосрочные облигации выбирали для долгосрочных вложений. Облигации были предсказуемы и даже скучны.

Современный рынок, напротив, делает решительный акцент на ликвидности и гибкости. У каждого институционального инвестора свои цели, и критерии управления портфелями фондов могут радикальнейшим образом измениться за ночь. Финансовые операции участников рынка стали более отзывчивыми к текущему конкурентному давлению. Когда долговременные перспективы делаются настолько изменчивыми и неопределенными, в повестке дня оказывается приспособление к краткосрочным потребностям. Для инвесторов это изменение означает, что важнейшими критериями стали краткосрочная доходность и величина премии за гибкость портфеля.

Однако даже в условиях рыночной лихорадки инвесторы все еще хотят иметь в портфеле бумаги, дающие постоянный доход, чтобы иметь возможность достигать некие определенные цели, хотя сами эти

цели будут обозначены в терминах краткосрочных требований к адекватности дохода и легкости обновления портфеля. Целью инвестирования в облигации являются новые формы целостного управления, способного добиваться выполнения поставленных задач, пусть даже сформулированных в относительных терминах. Это стремление к точному выполнению планов, пусть даже краткосрочных, может быть обеспечено только долговременными платежными обязательствами, которые и представляют собой сущность рынка облигаций.

В главе 23 рассматриваются основные моменты развития, результатом которого стали новый стиль управления, новые упорядоченные стратегии, множество новых инструментов сегодняшнего рынка облигаций и новая роль аналитика ценных бумаг.

Купил и владеет

В США до 1970 г. рынок облигаций был преимущественно первичным рынком. Правительство и корпорации эмитировали и размещали разного рода облигации и векселя, чтобы обеспечить собственные финансовые нужды, и одновременно создавали средства для финансирования будущих финансовых обязательств организаций и отдельных граждан. В те дни *намерение* большинства покупателей облигаций состояло в том, чтобы владеть ими, стричь купоны и, наконец, своевременно их погасить. Хотя статистика скудна, но большей частью облигации держали до погашения, и если расставались с ними досрочно, то только под давлением обстоятельств.

Техника учета, существовавшая в большинстве финансовых организаций, стимулировала именно такой подход: купил и держи. В балансе облигации отражались по амортизированной цене покупки (с учетом купонного дохода). Если текущий рыночный процент был выше, чем ставка купонного дохода, продажа облигаций создавала немедленный убыток. Но если рыночный процент был ниже, чем доход по облигации, ее продажа создавала налоговые обязательства на прирост цены облигации и также вела к сокращению доходов. Такого рода результаты рассматривались как в целом нежелательные, и результатом этого было простое решение — сохранять облигации в портфеле.

Максимизация дохода

В таком нединамичном мире покупатели облигаций измеряли свой успех величиной возможного дохода — от портфеля в целом, от вложенный за год или от покупки «приемлемых» облигаций. Естественным результатом было то, что главным критерием стали «приемлемые» границы дохода. В задачу аналитика ценных бумаг входило определить эти

границы, не допустить снижения качества кредитов и с помощью всякого рода ухищрений добиться увеличения дохода на доли процента.

Инвестирование с целью максимизации дохода предполагало определенные риски: понижение кредитного качества портфеля; неопределенность положения с ликвидностью; необходимость учитывать такие нежелательные свойства облигационных займов, как право досрочного погашения, условия кредитных соглашений, фонды погашения и пр. Частичный контроль этих потенциальных проблем обеспечивала жесткая сегментация рынка облигаций, характерная для того времени.

Сегментированные инвестиции

Долгосрочные корпоративные облигации

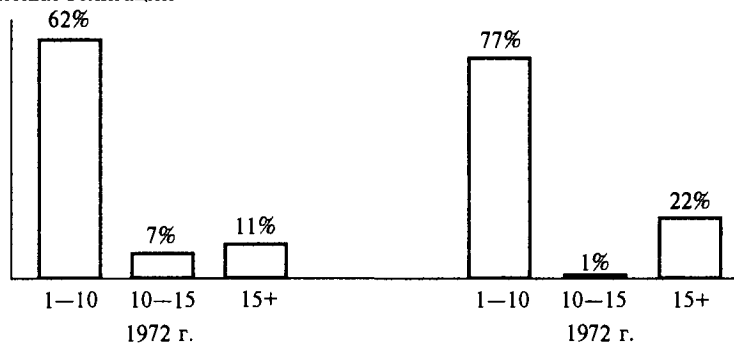
До 1970 г. самыми доходными были корпоративные облигации (см. рис. 23.1). Эмитенты высококачественных облигаций — промышленные корпорации и корпорации коммунального хозяйства — были прежде всего заинтересованы в сбыте 25- и 30-летних облигаций, предназначенных для финансирования проектов примерно с таким же сроком окупаемости. Поэтому среди высококачественных корпоративных облигаций преобладали долгосрочные облигации (см. рис. 23.2). Соответ-

Рисунок 23.1. Динамика доходности долгосрочных облигаций Казначейства США и облигаций класса AA корпораций коммунального хозяйства

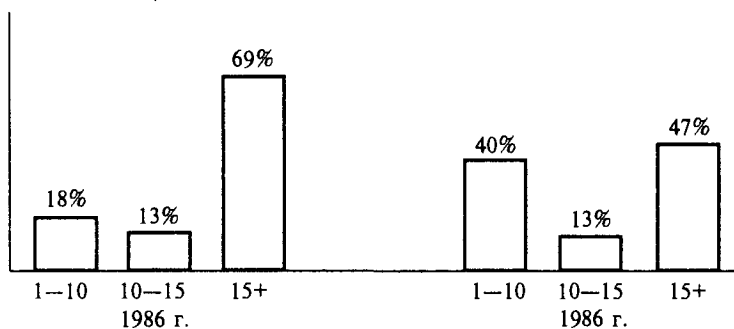


Рисунок 23.2. Изменение структуры облигаций по сроку погашения

Процентная структура рынка
казначейских облигаций



Процентная структура рынка
корпоративных облигаций



ственно, пенсионные фонды и страховые компании, которым нужны были высокодоходные и одновременно достаточно качественные облигации, стали основными покупателями долгосрочных корпоративных облигаций. Представлялось, что такие долгосрочные вложения соответствовали самой природе обязательств этих организаций. Существовали очень строгие ограничения на качественную структуру портфеля облигаций: например, не больше 10% облигаций класса А или не больше 60% класса АА. В те «славные времена» кредитный рейтинг облигаций был стабильнее, чем сегодня, так что такое рейтинговое нормирование структуры портфеля было и оправданным и разумным.

В условиях ограниченности выбора кредитных инструментов прежний стиль максимизации дохода имел смысл. Тогдашний подход был более обоснован, чем может показаться с сегодняшних позиций. Это, пожалуй, еще один пример того, как оценки прошлого определяются невежеством современников: если учесть существовавшие ограничения, придется признать, что те люди действовали совершенно разумно.

Казначейские облигации

Существовали и другие сегменты рынка. Рынок краткосрочных инструментов состоял преимущественно из векселей Казначейства США. В 1970-х годах на основе депозитных сертификатов и коммерческих векселей возник довольно важный рынок. Казначейство США и различные правительственные агентства выпускали кратко-, средне- и долгосрочные облигации. Однако срок жизни среднесрочных казначейских облигаций был меньше 7 лет, а долгосрочных — 25—30 лет. Так что даже по казначейским облигациям кривая доходности была неоднородной и содержала большие разрывы. Более того, закон запрещал Казначейству США выпускать облигации с купонной ставкой более 4,25%. (Этот причудливый закон все еще действует, хотя уже в 1973 г. Конгресс узаконил определенные исключения.) Когда в середине 1960-х годов ставки процента поднялись выше этого уровня и надолго там остановились, все долгосрочные казначейские облигации сильно подешевели. В результате рынок казначейских облигаций превратился в «полумертвый» вторичный рынок. Но когда долгосрочные 3,5- и 4,25-процентные казначейские облигации стали продавать по особой цене для уплаты налогов штатов, «полумертвый» рынок стал рынком «похоронным». Попросту говоря, стало возможным вносить облигации по их полной *номинальной* стоимости в счет налога на наследство. Поскольку при высоких ставках процента эти облигации можно было купить с немалой скидкой, собравшийся умирать инвестор мог купить на 70 центов этих облигаций (облигации-венки) и заплатить полновесный доллар налогов. Такое достаточно специализированное использование скоро стало основным для рынка долгосрочных казначейских облигаций, что привело к росту цен на них и к понижению доходности ниже купонного уровня.

Все, вместе взятое, сделало относительно мало доходный и чисто вторичный рынок долгосрочных казначейских облигаций решительно непригодным для нормальных долгосрочных инвесторов (см. табл. 23.1).

Таблица 23.1. Изменение структуры портфелей (в млрд дол.)

	1970 г.		1985 г.	
	Казначейские	Корпоративные*	Казначейские	Корпоративные*
Частные пенсионные фонды	2,1	29,4	134,1	97,1
Пенсионные фонды штатов и муниципалитетов	5,1	35,1	78,5	114,9

* Включая облигации частных компаний и конвертируемые облигации.

Такая сегментация рынка и подход «купил и держи» были характерны для рынка облигаций только до 1970 г. Эта достаточно жесткая структура принудила менеджеров сосредоточиться исключительно на повышении доходности путем вложения новых доходов, которые они *должны были* инвестировать, в покупку новых выпусков корпоративных облигаций.

Силы изменений

После 1970 г. эти традиции рынка облигаций были подорваны действием новых сил, из которых достойны быть отмеченными следующие:

- рост инфляции и сопутствующий рост процентных ставок;
- возобновление эмиссии долгосрочных облигаций Казначейства США, после того как в 1973 г. было отменено ограничение величины купонного дохода уровнем 4,25%;
- невероятный рост дефицита бюджета США и сопутствовавшее взрывное расширение рынка облигаций Казначейства США (см. рис. 23.3);
- дерегулирование процентных ставок, направляющих деятельность финансовой системы;
- интернационализация рынков кредитных ресурсов и рынков капитала в целом;
- разрыв связи (по крайней мере, в практике корпораций) между сроком реализации проектов капиталовложений и сроком погашения облигаций, эмитируемых для их финансирования;
- корпорации и правительственные организации изменили отношение к финансовому рычагу (уровню задолженности в структуре капитала);
- взрыв популярности программ управления пассивами (битва была выиграна столь искусно, что многие просто забыли, что никто никогда не отрицал необходимости управлять пассивами финансовых организаций);
- страховые компании, банки и ссудосберегательные организации начали предлагать публике новые инструменты, учитывающие изменчивость процента;
- у финансовых организаций возросла изменчивость издержек по пассивам;
- многие финансовые организации из простых инвесторов стали оптовыми посредниками;
- произошло взрывное расширение частных и публичных пенсионных фондов;
- управление инвестициями перестало ориентироваться на «отношения» и превратилось в конкурентный бизнес, ориентированный на краткосрочную доходность (сначала на рынке обыкновенных акций, а затем и на рынке облигаций).

**Рисунок 23.3. Изменение структуры рынка облигаций:
объем публичного размещения**



Эти фундаментальные изменения финансовой системы с годами получили отражение в изменении стиля инвестирования, в развитии новой техники инвестирования и, естественно, в появлении новых инструментов, обеспечивающих постоянный доход.

Все эти изменения можно обобщить одним словом — новая *гибкость*. Традиционный сегментированный рынок, подчинявшийся простому правилу «купил и держи», исчез, и ему на смену пришел новый, для которого главным было ненасытное стремление к гибкости со стороны как инвесторов, так и поставщиков кредитных инструментов. Все участники этого изменившегося рынка обнаружили, что им угрожают снижение нормы прибыли, повышенная изменчивость пассивов, изменяющаяся деловая среда и обострение конкуренции (как на отечественных, так и на международных рынках). Чтобы выдерживать ежедневно растущее давление конкуренции, участникам рынка капитала потребовались очень гибкие инструменты и подходы к инвестированию.

Активное управление вложениями в облигации

Понять эволюцию стратегии инвестирования в облигации можно только с учетом сопутствовавших этому процессу изменений процентных ставок. Одна из кривых на рисунке 23.1 изображает динамику

доходности акций корпораций коммунального хозяйства класса AA. В этой довольно-таки зажатой среде инициатива менеджеров ограничена. Традиционная сегментация рынка была настолько сильна, что менеджерам обычно не приходилось задумываться о выборе стратегии. Средства вкладывались в четко очерченный сектор рынка; менеджеры не скапливали наличных, по крайней мере надолго; не их делом было играть на разнице доходности долгосрочных и краткосрочных инструментов. Все-таки в определенных ситуациях облигации вовлекались в торговлю, обычно в погоне за доходом или из нужды в деньгах. Такого рода торговые операции осуществлялись, по большей части, исходя из знания об эмитенте или об узком секторе хозяйства. Аналитик опережал рынок в подыскании бумаг, кредитный рейтинг которых в ближайшее время должен был понизиться или повыситься. Смыслом активного управления считался обмен облигаций. Сам термин *обмен облигаций* говорит о том, что это были чисто тактические операции.

Обмен с чистой прибылью

«Дедушкой» всех операций по обмену облигаций является обмен с чистой прибылью. Идеальным вариантом такого обмена является обмен одной облигации из портфеля на точно такую же, но при этом с большей доходностью до погашения. Цель в том, чтобы получить за время жизни облигации больший доход.

Идея такого обмена настолько проста и наглядна, что можно только гадать, как на эффективном и конкурентном рынке удавалось найти возможности для таких операций. Разгадка заключается в том, что соблюдение традиционных правил ведет к возникновению островков рыночной неэффективности. С течением времени перемены накапливаются и возникают значительные прибыльные возможности. Сами очевидность и привлекательность их создают стремление к большей гибкости. Наконец, эта борьба за то, чтобы дополнительная гибкость позволила реализовать очевидно прибыльные операции, перевешивает устойчивость традиционных ограничений, большая часть рыночной неэффективности оказывается реализованной с прибылью, а в результате стремление к гибкости еще более усиливается.

Главным источником возможностей для обмена с чистой прибылью было соединение устойчивого роста процента, начавшегося в середине 1960-х годов, с различными ограничениями бухгалтерского учета, которые мешали различным фондам провести переоценку убыточных активов. Из-за этих ограничений многие фонды сохраняли в своих портфелях малоприбыльные облигации намного дольше, чем следовало бы. Однако сама обесцененность такого рода облигаций порой делала их особенно привлекательными для нетрадиционных инвесторов. Например, старые долгосрочные облигации Казначейства США ценились выше, чем было

оправдано их доходностью, потому что на них возник особый спрос как на выгодный инструмент уплаты налогов на наследство. В других случаях по корпоративным облигациям с фондом погашения, которые периодически подлежали обязательному выкупу, часто устанавливалась более высокая цена, чем на сопоставимые облигации с текущим купоном. Для некоторых организаций в то время были привлекательными сильно обесцененные облигации, поскольку убытки по ним покрывали налоговые обязательства по приросту капитала.

В каждом из таких случаев первоначальный владелец облигации вдруг обнаруживал, что кому-то другому она, может быть, намного полезнее, чем ему. Иными словами, рынок готов был платить за эту бумагу более высокую цену, а значит, принимал ее меньшую доходность. В свою очередь инвестор вкладывал вырученные средства в облигации, сопоставимые по срокам погашения, но с большим купонным доходом, что повышало его доход в целом.

Чем выше рос процент, тем привлекательнее были операции по обмену с чистой прибылью. Конечно, чтобы воспользоваться этими притягательными возможностями, нужно было ослабление абсолютных запретов на переоценку и реализацию убыточных активов. Ограничения начали снимать в конце 1960-х, и процесс этот затянулся почти до середины 1970-х годов. Для разрешения проблемы убыточных активов были созданы разные компенсирующие бухгалтерские приемы. Законодательные собрания многих штатов узаконили специальные правила, позволяющие пенсионным системам штата признавать убытки по облигациям при условии, что они будут возмещены за определенный срок дополнительным доходом от их обмена.

Были созданы и другие возможности, позволившие крупным фондам получить выгоду от этих возможностей и совершить обмен с чистой прибылью. Учетные фикции расцвели пышным цветом. Были разработаны формулы по расчету коэффициентов покрытия убытков и/или методы списания потерь по облигациям на будущие доходы от портфеля. Изобретения бывали крайне причудливы. Многие формулы противоречили друг другу или были ущербны с позиций инвестирования. Например, часто встречались ошибки в расчете дохода от реинвестирования купонов и в вычислении сложных процентов. Тем не менее практически все формулы покрытия убытков обеспечивали достаточно внушительный рост доходности до погашения. В предшествующие годы, когда признание убытков было совершенно запрещено, во многих портфелях скопились облигации, доходность которых нуждалась в повышении. Это привело к значительному объему сделок по обмену с чистой прибылью. Многие солидные пенсионные фонды потратили годы на то, чтобы избавиться от мало доходных казначейских и корпоративных облигаций.

С экономической точки зрения главным было то, что фонды начали активно искать подходящие сделки. К тому же и менеджеры начали понимать, что в результате обычной деятельности рынков ценные бума-

ги могут претерпеть такие изменения, что перестанут отвечать потребностям фонда. Иными словами, движение времени и деятельность рынков могут понудить менеджеров к действиям, нацеленным на постоянное приспособление портфелей к целям организации.

Ориентация на краткосрочную выгоду

Осознание того, что портфель облигаций нуждается в постоянном обновлении, способствовало созданию атмосферы, в которой могло появиться активное управление активами. Этому же способствовали изменения традиционно стабильных взаимоотношений, которые были характерны для сообщества профессиональных инвесторов. Задолго до этого такие изменения начались на рынке акций, и именно на рынках акций были введены новые критерии управления инвестициями — показатели совокупной доходности. Эффективных менеджеров рынка акций эти показатели особенно привлекали тем, что они давали высокую оценку их собственной деятельности.

На рынке облигаций показатель общей доходности приживался намного медленнее. Природный традиционализм рынка облигаций укреплялся привычкой к другому показателю — долгосрочной доходности, который считают вполне достаточным. Но карьерные притязания и появление нового поколения менеджеров рынка облигаций выдвинули краткосрочные показатели совокупной доходности. Сочетание этих тенденций в практике управления портфельными инвестициями и в сообществе профессиональных инвесторов привело к открытию нового направления в сделках с облигациями — замещающего обмена.

Замещающий обмен

В начале 1970-х годов процентные ставки были относительно стабильными. Новое поколение менеджеров рынка облигаций стремилось к извлечению преимуществ из высоколиквидных облигаций, составлявших часть портфелей пенсионных фондов. Новые менеджеры осознали, что эта ликвидность достигается ценой пониженной доходности, и вознамерились сделать саму ликвидность источником постоянной выгоды. В центре их деятельности оказались краткосрочные сделки и, в частности, замещающий обмен.

Для проведения замещающих обменов портфельный менеджер отслеживает разницу цен (или доходности) внутри групп взаимозаменяемых облигаций. Когда разрыв доходности между любыми двумя облигациями одной группы делается максимальным, осуществляется обмен — в надежде на быстрое и прибыльное обращение*, когда в будущем разрыв

* Сделки. — *Примеч. переводчика.*

вернется к более нормальному уровню. В сущности, замещающий обмен представляет собой продажу переоцененных облигаций и покупку недооцененных. Поскольку в каждой группе облигации очень похожи друг на друга, замещающий обмен не влечет за собой почти или вовсе никаких изменений в сроках погашения и в риске непогашения.

Менеджеры рассчитывали, что состояние недо- или переоцененности суть временные отклонения, и что обмен даст выгоду от сравнительно быстрого возврата к более нормальному соотношению цен. Поскольку на рынке облигаций доминируют большие организации, существовало множество причин для возникновения таких временных нарушений рыночного равновесия.

Доход от любого единичного замещающего обмена по необходимости очень ограничен. Но обращение сделки может оказаться очень убедительной демонстрацией успеха менеджера. Обменяв *A* на *B*, а затем опять *B* на *A*, менеджер возвращает портфель в исходное состояние, но при этом с некоей прибылью. Для многих менеджеров четко проведенная цепочка замещающих обменов открывала путь к еще большей гибкости инвестирования. В этой ситуации, естественно, аналитик ценных бумаг должен удостовериться, что результатом обменов не оказывается понижение инвестиционного класса портфеля. Если разрыв цен возникает из-за того, что кто-то другой обнаружил факт снижения кредитоспособности, прибыльное завершение круга обменов может оказаться под угрозой.

Секторное управление

Межсекторный обмен

К 1972 г. это стремление к гибкости и эффективности начало проявляться в росте операций по обмену между секторами. В основе эта более яркая форма активного управления облигациями представляет собой изменение секторной структуры портфеля. При этом менеджер пытается получить выгоду от изменяющихся стоимостных соотношений секторов рынка. Менеджер может, к примеру, обменять облигации корпораций коммунального хозяйства на облигации промышленных компаний или облигации канадских правительственных агентств на облигации правительственных агентств США. Сектора можно выделять по-разному — по типу эмитента, как это сделано выше; по типу облигаций — дисконтные и с текущим купоном, например, по кредитному рейтингу — класса *A*, *AA* и пр.

Проведению межсекторных обменов сильно помогли общие изменения рынка облигаций. Повышение доходности по отношению к периоду конца 1960-х годов провело четкую границу между облигациями с текущим купоном и более старыми дисконтными облигациями. Расши-

рение эмиссии корпорациями, не входящими в сектор коммунального хозяйства (промышленными и финансовыми), увеличило возможности межсекторных обменов. Появление рынка ипотечных ценных бумаг, последовавшее за эмиссией сквозных облигаций Государственной национальной ассоциацией ипотек (GNMA), создало большие возможности для межсекторного обмена, и активнейшая работа с этими бумагами продолжалась несколько лет.

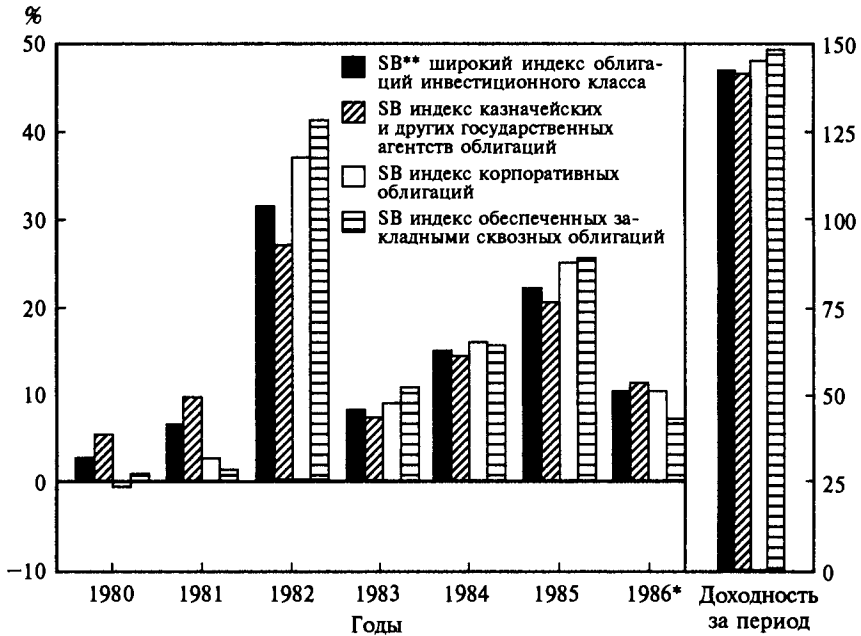
Сквозные облигации GNMA дают несколько классических примеров межсекторного обмена. Например, в конце 1973 г. доходность сквозных облигаций GNMA невероятно выросла относительно доходности корпоративных и прочих облигаций. Причина была ясна — ссудосберегательные организации, бывшие главными покупателями этих инструментов, остались без денег. (Сквозные облигации GNMA были предназначены для проникновения на рынок пенсионных фондов. Но эта цель еще не была достигнута, поскольку менеджеры пенсионных фондов отпугивала несомненная сложность этих облигаций и сопутствующие проблемы учета.) По мере того как доходность этих облигаций относительно корпоративных все росла, ситуацию заметили несколько корпоративных инвесторов. Менеджеры пенсионных фондов, которые пошли на массивные межсекторные обмены со сквозными облигациями, получили немалую прибыль, когда в следующие несколько месяцев превышение их доходности над доходностью корпоративных облигаций уменьшилось.

В силу природы вещей, в межсекторных обменах участвуют значительные пакеты облигаций. Благодаря этому они куда сильнее воздействуют на структуру и доходность портфеля облигаций, чем замещающие обмены по формуле 1 : 1.

Измерение доходности

Уменьшение разницы в уровне доходности имело особое значение в свете возраставшей популярности измерений доходности. Первый индекс доходности рынка облигаций — индекс доходности высококачественных долгосрочных корпоративных облигаций — создала в 1972 г. корпорация *Salomon Brothers*. В то время большинство менеджеров пенсионных фондов, отвечавших за инвестирование на рынках облигаций, использовали этот индекс для оценки инвестиционных операций. В последующие годы, когда кругозор менеджеров рынка облигаций расширился и они начали примериваться к рынку капитала, стали популярными индексы доходности с более широкой базой, такие, как: индекс государственных/корпоративных облигаций корпорации *Shearson Lehman*, индекс облигаций корпорации *Merrill Lynch* и широкий индекс корпорации *Salomon Brothers* (см. рис. 23.4). Совместное влияние межсекторных обменов и измерений доходности подталкивало все большее число менеджеров к тому, чтобы в качестве критерия заместить

Рисунок 23.4. Годовая доходность (до 1 августа 1986 г.)



* До 1 августа 1986 г.

** SB — Salomon Brothers.

доходность облигации ее «стоимостью». Наибольшей краткосрочной доходности не достичь, если сохранить устаревшую ориентацию на самые доходные ценные бумаги. В краткосрочной перспективе наивысший прирост относительной цены возможен для облигации и/или для сектора облигаций. Эти резкие колебания относительных цен способны просто стереть краткосрочные результаты более высокой доходности. Менеджеры охотятся за наивысшей текущей стоимостью и они будут бороться за этот «дешевый» сектор, даже если при этом придется отказаться от облигаций высшей доходности. Таким образом, максимизация доходности до погашения перестала быть высшей ценностью рынка облигаций и уступила место критерию краткосрочной эффективности.

Прогнозирование процента: управление сроком погашения

В общем и целом межсекторный обмен не изменяет структуру исходного портфеля по срокам погашения: длинный портфель остается длинным, а среднесрочный — среднесрочным. Эта характеристика секторов

не зависела от направления движения процентных ставок. Менеджеры портфелей облигаций в пенсионных фондах и в страховых компаниях все еще чувствовали, что для них естественно вкладывать деньги на длинном рынке, именно сюда они их и вкладывали. Хотя временами у них накапливались средства для вложения на более длительный период, эти менеджеры и не пытались связывать серьезные инвестиционные решения с прогнозом изменения процентных ставок.

Все это начало изменяться в 1973 г. К этому времени измерение эффективности уже устоялось. В начале 1973 г. процентные ставки начали расти, и этот рост продолжался на протяжении большей части 1974 г. и привел к значительному обесценению типичного портфеля облигаций. Обесценение достигало 25% и затронуло позиции всех менеджеров, работавших с облигациями: тех, кто осуществлял замещающие обмены и межсекторные обмены, пассивных и предприимчивых менеджеров и т.д.

Было несколько исключений. Некоторым менеджерам повезло или они были проницательными и предвидели, к чему приведет рост процента, а потому и переключили значительные части своих портфелей на краткосрочные облигации. Эти несколько менеджеров сохранили рыночную стоимость своих портфелей и заслуженно выиграли. Понятно без слов, что результаты этого переключения на краткосрочные бумаги привлекли внимание тех, кто занимался обменом, ориентируясь на относительные стоимости, тем более что удачливые менеджеры и не думали скрывать свои блистательные достижения.

Крах цен на облигации в 1973—1974 гг. был не первым, но впервые его разрушительные результаты оказались *вполне видимыми* благодаря распространившейся практике отслеживания эффективности портфелей. Эта наглядность коренным образом изменила стиль управления портфелями облигаций. Во-первых, стало ясно, что случайная структура продолжительности жизни облигаций может обеспечивать доходность куда более высокую, чем даже самые успешные замещающие или межсекторные обмены. Во-вторых, укрепилось впечатление, что менеджеры в состоянии предвидеть направление изменений процентных ставок. В результате многие инвестиционные менеджеры приняли стратегию, в основе которой лежал прогноз движения процента. Получив прогноз о направлении изменения процента, эти менеджеры соответствующим образом изменяли структуру своих портфелей по срокам погашения. Результаты такой перестройки портфелей бывали поразительными — средний срок погашения облигаций колебался от одного крайнего значения к другому.

Доверие к прогнозированию процента было усилено двумя волнами успеха: ряд менеджеров сумели правильно предвидеть рост процента в 1973—1974 гг., а затем — перелом динамики и падение процента в 1975—1976 гг. Вторая волна успеха просто добавила масла в уже пылавший костер. Вскоре активное управление облигациями начали отожде-

ствлять с предвидением динамики процента. Одаренные сторонники этой стратегии были убеждены, что движение процента можно предвидеть и что единственная полезная роль облигаций в том, чтобы приносить максимальный доход в игре со сроками погашения. Примечательно, что веру в прогнозируемость процента разделяли даже спонсоры фондов, которые полностью принимали теорию эффективности рынков, когда речь шла об их портфелях обыкновенных акций. Подстройка считалась невозможной, когда речь шла о предвидении движений рынка акций, но оскорбительный термин *подстройка* практически никогда не применяли к операциям растущей группы менеджеров, исходивших из предсказуемости рынка облигаций.

Эта роза отцветала сравнительно долго. По мере того как в 1970-х и в начале 1980-х годов одна волна взлета процента сменяла другую, сами рынки изменились. По мере успехов политики дерегулирования и диверсификации источников кредита (см. рис. 23.3) делалась все более трудной оценка факторов, влияющих на движение рынка облигаций. К тому же и самый рост инвестиционных фондов, стремившихся извлекать прибыль из прогнозирования процента, сделал рынок намного более изменчивым и менее предвидимым. Трудно предвидеть будущее рынка, все участники которого пытаются делать деньги на правильности прогнозов.

Но какими бы ни были причины, становилось все труднее от цикла к циклу поддерживать незапятнанной репутацию стратегии прогнозирования процента. Передовики этого движения один за другим начинали спотыкаться. Их ошибки обходились очень дорого. В предвидении серьезных изменений уровня процента они очень радикально меняли состав своих портфелей, и когда прогноз процента оказывался ошибочным, потери умножались. Движения рынков делались все хаотичнее, успехи — мизернее, и вера в возможность предвидения процента начала испаряться.

Продолжительность: поиск более осмотрительных подходов к управлению риском

В начале 1980-х годов спонсоры фондов явно стремились обуздать чувствительность своих портфелей облигаций к движению процента. Утратив доверие к способности своих менеджеров предвидеть изменения процента, спонсоры стремились к тому, чтобы управление портфелями облигаций служило более широким целям фондов. Все это происходило в ситуации беспрецедентно высоких процентных ставок, которые породили множество новых финансовых инструментов. Эти инструменты оказались вполне пригодными для более адекватного управления чувствительностью к ставке процентов. Главным из этих инструментов был показатель *продолжительности*.

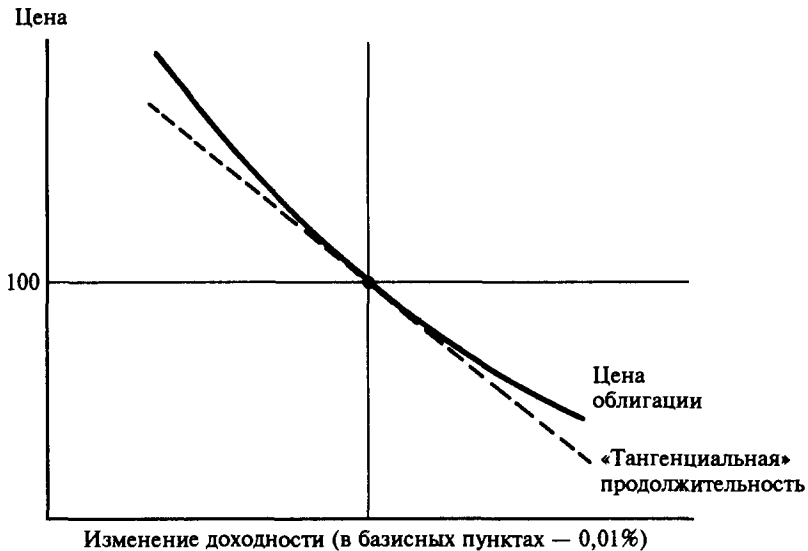
Показатель продолжительности начали использовать для измерения чувствительности к изменению цен в конце 1970-х годов. В новых условиях, когда главными стали критерии доходности, в центре внимания оказалось изменение рыночной стоимости портфеля. В случае портфелей облигаций ключевым стал критерий чувствительности цены отдельного выпуска облигации к изменению уровня процента. В прежние времена для приблизительной оценки чувствительности можно было обходиться показателями срока жизни облигации или средним сроком погашения портфеля, но новая инвестиционная ситуация потребовала более точных показателей. Стало возможным тщательно измерять эффективность деятельности менеджеров за квартал и даже за месяц. Результаты работы конкретного менеджера начали сопоставлять с результатами работы других менеджеров, а также с динамикой индексов фондового рынка. Теперь менеджерам портфелей облигаций понадобилось знать, какова чувствительность к проценту их портфелей по сравнению с чувствительностью других портфелей и главных индексов.

Для таких измерений плата при погашении — это слишком грубый инструмент. Для измерения чувствительности цены облигации берется совокупный доход от нее — сумма купонных платежей, взносы в фонд погашения и плата при погашении. Все эти компоненты дохода входят в уравнение, определяющее текущую стоимость (цену облигации) при данной ставке дисконтирования (ее доходность). Расходы на погашение представляют собой только один из компонентов дохода. Для достаточно долгосрочных облигаций плата при погашении может быть лишь малой частью ее текущей стоимости. Понятно, что более надежный показатель должен учитывать текущую стоимость всех компонентов дохода, чтобы получить формулу процентного изменения цены облигации в ответ на малые изменения ставки дисконтирования. То, что измеряет эта формула, называют *продолжительностью* облигации.

Дополнительный интерес концепции продолжительности придавало то, что она допускала два разных толкования. С одной стороны, это и в самом деле был лучший измеритель средней жизни облигации. С другой стороны, она измеряла чувствительность «тангенциальной» цены (см. рис. 23.5). На первый взгляд между чувствительностью цены и продолжительностью жизни нет ничего общего. Но стоит поразмыслить (или проделать несложные математические преобразования) и становится ясно, что для инструментов с постоянным доходом эти две характеристики практически идентичны.

Продолжительность имеет ряд преимуществ в качестве меры чувствительности цены: ее легко рассчитывать, если использовать в качестве веса рыночную стоимость. Исходя из продолжительности отдельных облигаций можно рассчитать среднюю продолжительность портфеля; различие продолжительности для двух портфелей характеризует различия в движении соответствующих цен.

Рисунок 23.5. Продолжительность облигации



При этом продолжительность была все еще не идеальным показателем. Это достаточно точный показатель, когда речь идет о мельчайших изменениях процента, которые не встречаются на практике. При больших изменениях процента показатель продолжительности дает только приблизительный ответ, и чем больше изменение доходности, тем меньше точность. Если говорить точнее, ошибка показателя продолжительности зависит от направления изменения процента. В целом ошибки особенно велики при падении процентных ставок. Когда речь идет о портфеле, показатель продолжительности рассчитывают исходя из предположения, что для всех облигаций действует общая ставка процента. Но когда межсекторные разрывы растут, а движения рынка меняют кривые доходности до погашения, это предположение не кажется убедительным.

Проблему усложняет то, что многие облигации предполагают право досрочного погашения. Это создает так называемую проблему выпуклости, которая резко ограничивает эффективность показателя продолжительности как измерителя чувствительности цены к изменениям процента. Например, большинство корпоративных облигаций (так же как облигации многих государственных агентств и долгосрочные казначейские облигации) могут быть отозваны с рынка в некий определенный момент будущего. Обычно эмитент имеет право отозвать облигации, если рыночный процент падает существенно ниже величины купонного

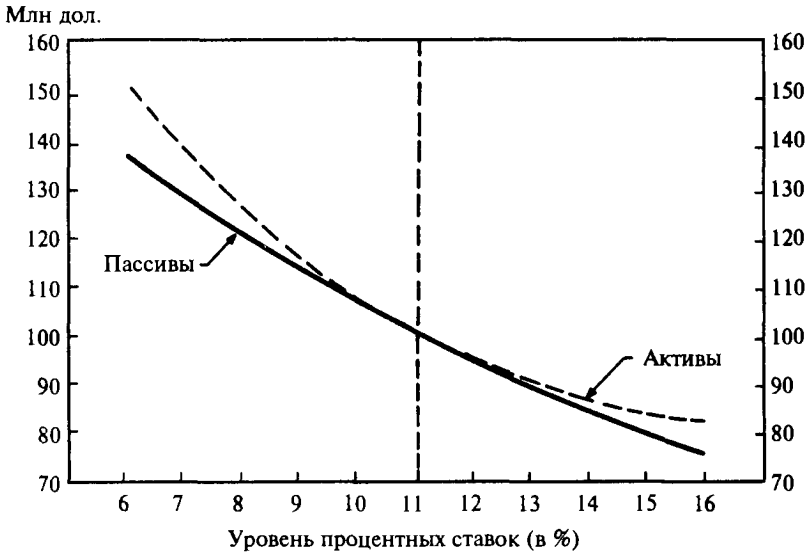
процента. Поэтому когда рыночный процент оказывается ниже купонного, на реакцию цены начинает действовать угроза досрочного погашения. Схожее, но гораздо более сложное явление имеет место в случае облигаций, обеспеченных закладными, где должник по закладной может досрочно ее погасить, чтобы перезаложить по более высокой ставке процента.

В силу всего этого при низком уровне процента чувствительность цен портфеля оказывается резко сниженной. Показатель продолжительности для такого портфеля, рассчитанный по срокам погашения, не в силах учесть этот «эффект неблагоприятной выпуклости». Но когда уровень процента высок, как это было в 1970-х и в начале 1980-х годов, проблемы низких процентных ставок мало заботили менеджеров рынка облигаций. Поэтому простой показатель длительности широко использовался для измерения ценовой чувствительности портфелей.

Иммунизация доходности

В такой ситуации у показателя продолжительности есть еще один источник привлекательности. Так же как срок погашения был слишком грубым измерителем чувствительности цены, доходность облигации до погашения не пригодна для оценки дохода, который может быть получен от облигации за период времени. В период высокого процента некоторые менеджеры портфелей облигаций стремились «запереть» высокий доход на определенный период времени. Для этого нельзя просто купить и сохранять традиционные купонные облигации, поскольку существует проблема реинвестирования: будущие купонные поступления нужно вложить по будущей ставке процента. Простая стратегия «купил и держи» не гарантирует высокой доходности, поскольку этот будущий процент вполне может оказаться ниже, чем тот, при котором облигация была куплена.

Определенные возможности для такого «запирания» доходности открывает новая техника, основанная на концепции продолжительности, — иммунизация облигации. Представим себе, например, что при текущей ставке 14% менеджер поставил целью обеспечить на следующие пять лет 14% дохода с учетом сложных процентов. Проблемой является реинвестирование купонных доходов, поскольку в будущем процент может стать ниже текущего уровня 14%. Ясно, что пятилетние облигации с 14-процентным купоном не годятся. Решением могла бы быть пятилетняя облигация с нулевым купоном по ставке 14% годовых. Но в тот период еще не было широкого предложения облигаций с нулевым купоном. (Даже сегодня полный временной спектр облигаций с нулевым купоном возможен только для низших значений доходности, обеспечиваемых казначейскими облигациями США.) Чтобы гарантировать высокую доходность купонной облигации, нужно реинвестирова-

Рисунок 23.6. Концепция иммунизации

ние купонного дохода иммунизировать от будущих изменений процента. В 1952 г. очень умную схему такой иммунизации разработал британский актуарий Ф.М. Редингтон¹.

Главная идея заключается в создании портфеля активов, стоимость которых совпадает с текущей (приведенной) стоимостью запланированных пассивов, у которых чувствительность к изменениям процента такая же, как на рисунке 23.6. Иными словами, при определенном наборе изменений процентных ставок рыночная стоимость этих активов всегда будет больше, чем текущая стоимость пассивов. Такая схема гарантирует, что при изменении процента изменения дохода от реинвестирования и от прироста капитала будут взаимно компенсироваться. Если процент понизится, то уменьшение дохода от реинвестирования будет перекрыто возрастанием стоимости активов.

Основной механизм иммунизации покоится на нескольких измерениях текущей стоимости. Во-первых, текущая стоимость активов (обычно их рыночная стоимость) должна уравновешивать текущую стоимость пассивов. Во-вторых, активы и пассивы должны иметь равный средний срок, взвешенный по текущей стоимости соответствующих доходов, то есть как раз продолжительность как мера среднего срока. Поэтому модель продолжительности оказывается первым ключом к процедуре им-

¹ Redington F.M. Review of the Principles of Life-Office Valuations//Journal of the Institute of Actuaries, 1952, Vol. 78, No. 3.

мунизации. (Но для воспроизведения ситуации, отраженной на рисунке 23.6, нужны условия второго порядка, даже для относительно простых изменений процентных ставок.)

Процедура иммунизации предполагает постоянное изменение состава портфеля. Портфель должен постоянно обновляться, чтобы сохранить условия, отраженные на рисунке 23.6. Однако каждый приход или расход денег нарушает эти условия и делает необходимым новое уравновешивание иммунизированного портфеля. Такое восстановление баланса является неотъемлемым элементом процесса иммунизации.

Идея иммунизации доходности быстро привлекла внимание менеджеров рынка облигаций, хотя, кажется, ее больше обсуждали, чем применяли на практике. Проблема заключалась в том, что для ряда задач действительно требовалось гарантировать получение заданной доходности. Техника иммунизации начала работать только в рамках управления пассивами пенсионных фондов, которое стало актуальным с ростом интереса корпораций к предназначенным портфелям облигаций.

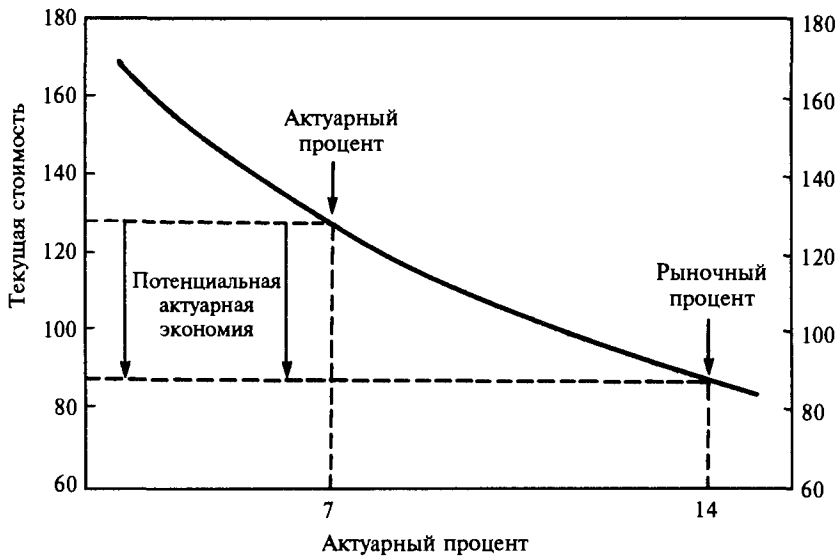
Предназначенные портфели облигаций

В начале 1980-х годов произошел взрывной рост специализированных портфелей облигаций, предназначенных для финансирования будущих пенсионных обязательств корпораций. Известны несколько обозначений методов конструирования таких специализированных портфелей — предназначенные, иммунизированные, уравновешенные по горизонту, уравновешенные по деньгам и пр. Главной целью такого рода подходов было снизить неопределенность доходов по долгосрочным инвестициям, предназначенных для погашения определенных обязательств. Такое снижение неопределенности, в свою очередь, создавало ряд прямых и косвенных преимуществ на корпоративном и институциональном уровнях.

Эти выгоды оказывались особенно большими, когда ставка рыночного процента была выше, чем актуарная ставка дисконтирования, используемая для оценки величины обязательств. В то время многие корпорации испытали сокращение уровня прибыли и доходов, а отчисления в пенсионные фонды стали обременительными. Одновременно процентные ставки выросли настолько, что многие корпорации — владельцы пенсионных фондов увидели в облигациях уникальную инвестиционную возможность — если не в краткосрочной, то в длительной перспективе. Взаимодействие этих обстоятельств создало у корпораций сильное желание снизить издержки на пенсионные фонды и готовность обратить значительную часть своих активов в форму облигаций.

Предназначенный портфель идеально решал эту задачу. Основная схема показана на рисунке 23.7. Представим себе, что на балансе пенсионного фонда есть пассивы с актуарной ставкой доходности 7%. При дисконтировании по этой ставке актуарная текущая стоимость этих обя-

Рисунок 23.7. Текущая стоимость пожизненных пенсионных обязательств



зательств составляет примерно 128 млн дол. Допустим теперь, что эти обязательства могут быть покрыты, почти доллар в доллар, с помощью уравновешенного по деньгам предназначенного портфеля стоимостью 88 млн дол. при 14-процентной рыночной доходности, возможной в период формирования портфеля. Более того, предположим, что эта процедура может быть реализована без каких бы то ни было дополнительных предположений, так что даже актуарий фирмы легко ее одобрит.

Разрыв в 40 млн дол. между двумя этими числами дает сокращение стоимости обязательств фонда на 31 млн дол. Это сокращение будет реализовано постепенно рядом последовательных платежей. Привлекательность такого подхода понятна: он обеспечивает существенную отсрочку выплат в пенсионный фонд.

Именно это было изначальным стимулом развития предназначенных портфелей. В последующие годы роль предназначенных портфелей в финансировании пенсионных фондов существенно выросла как в отношении решаемых задач, так и в отношении их финансовой роли для корпораций, принявших эту технику финансирования. Теперь этот метод используют не только компании, испытывающие напряжение с доходами или прибылью. Многие ведущие актуарии приняли технику предназначенных портфелей (в той или иной форме) и она заняла свое законное место в ряду инструментов, используемых для планирования

пенсионных фондов корпораций. В последнее время этот метод начали использовать корпорации с очень устойчивым финансовым положением. Фактически, его все чаще используют корпорации с *избыточно* профинансированными пенсионными фондами.

С позиций инвестирования в облигации проблема и здесь заключается в гарантировании дохода. Но целевой функцией теперь является не рассчитанный по методу сложных процентов доход, а обеспечение плановых пенсионных выплат в течение многих лет. Понятно, что для такого рода программы кредитный риск по облигациям должен быть сведен к нулю, и аналитик должен удостовериться в качестве отдельных выпусков.

Термины *предназначенный* и *иммунизированный* часто используются как синонимы. Но полезнее для обозначения конкретных подходов использовать следующие термины — *горизонтально уравновешенные, уравновешенные по деньгам* и *иммунизация*. Тогда термин *предназначенные* можно будет использовать для обозначения совокупности методов конструирования портфелей облигаций, предназначенных для погашения фиксированного набора обязательств.

Уравновешивание по деньгам

Простейшим методом является уравновешивание по деньгам. Типичной задачей является погашение обязательств в соответствии с графиком на рисунке 23.8. Постепенно уменьшающиеся платежные обязательства возникают перед пенсионными фондами, выплачивающими пожизненные пенсии.

Целью является создание такого портфеля облигаций, который за счет доходов от купонов, от досрочного и своевременного погашения облигаций обеспечивал бы своевременное покрытие плановых обязательств. Точнее говоря, цель в том, чтобы накануне каждого запланированного платежа иметь достаточные средства и гарантировать, что обязательства могут быть погашены только за счет доходов предназначенного портфеля.

Идеальный вариант такого портфеля изображен на рисунке 23.9. При идеальной уравновешенности каждый доллар дохода по купонам и от погашения облигаций в тот же день расходуется на финансирование запланированных выплат. Такое решение может показаться идеальным. Но оказывается, что такое точное уравновешивание портфеля, даже если оно осуществимо, обычно не является оптимальным.

На деле намного больше число приемлемых облигаций, для которых даты погашения купонов и основной суммы не совпадают с плановыми графиками погашения обязательств фонда. Обычно здесь можно подобрать облигации с большей доходностью, чем у тех, по которым даты погашения точно соответствуют графику оплаты плановых обязательств.

Включение в портфель таких более доходных облигаций естественно снижает издержки по портфелю. Если такие облигации включить в портфель, сбалансированный по деньгам, придется в ожидании даты

Рисунок 23.8. Динамика обязательств пенсионного фонда

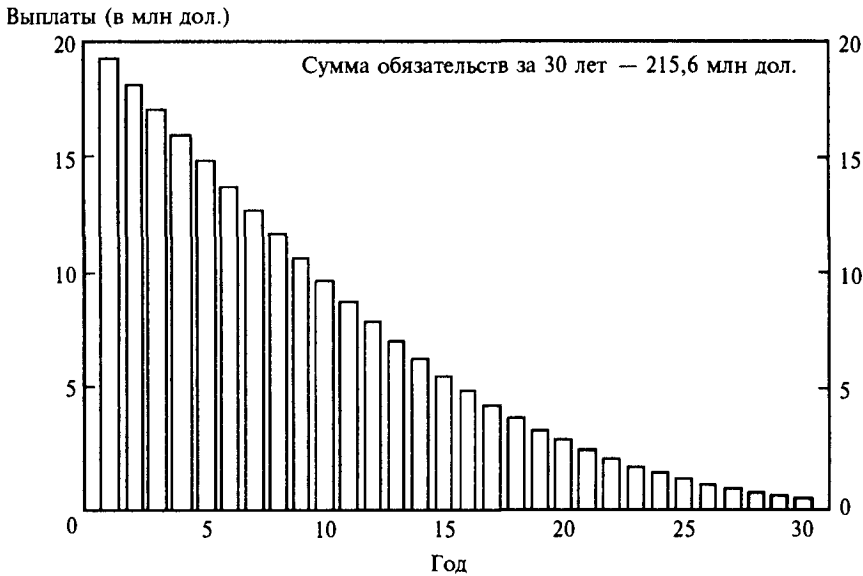
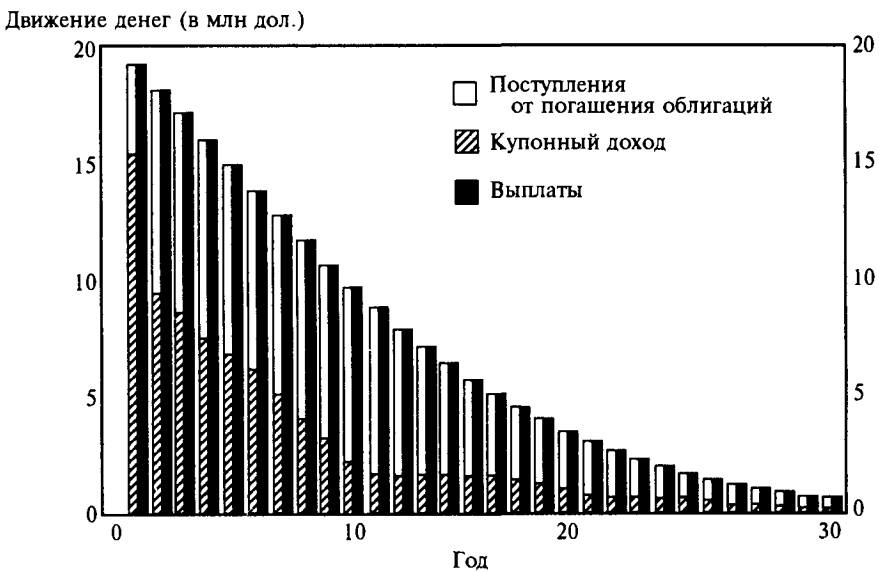


Рисунок 23.9. Точно уравновешенный портфель



плановых выплат накапливать доход, поступающий по облигациям, то есть нужно реинвестировать эти поступления на определенное время.

На практике портфели, сбалансированные по деньгам, подлежат ряду ограничений, диктуемых как логикой проблемы, так и степенью консерватизма организаций, финансирующих фонды (спонсоров). Ограничения относятся к возможностям досрочного погашения облигаций, к их качеству, типу эмитента, к диверсификации по видам инструментов и эмитентов, к использованию активов из прежде существовавших портфелей и т.п.

Энергичное управление портфелем, сбалансированным по платежам, может дать изрядную экономию средств. Но при этом сам подход представлял собой довольно ограниченный пошаговый подход к решению проблемы.

Иммунизация плана погашения обязательств

Чтобы достичь большей гибкости и, быть может, снижения издержек, менеджеры портфеля нуждаются в такой процедуре финансирования плановых выплат, которая не была бы связана условием поступления средств к каждому плановому платежу, особенно когда речь идет об отдаленном будущем. Оказалось, что концепция иммунизации пригодна для решения проблемы графика плановых платежей.

В применении к этой задаче нужно выразить поток платежных обязательств через их текущую стоимость и продолжительность. В этом случае иммунизация может быть достигнута также через поддержание баланса между текущей стоимостью и продолжительностью активов и пассивов. Главное различие здесь в том, что доход от активов и от их продажи нужно использовать для финансирования расходов, требуемых плановым графиком погашения обязательств. Как видно из рисунка 23.10, это несколько усложняет процесс иммунизации.

Концепция иммунизации позволяет конструировать портфели самой разной структуры при соблюдении одного условия: чувствительность к изменению процента должна удовлетворять ряду ограничений, чтобы кривая доходности активов всегда оставалась выше кривой пассивов. Это расширяет гибкость в выборе структуры портфеля, но также означает, что возможность своевременного погашения обязательств оказывается в зависимости от предпосылок, на которых покоится теория иммунизации. Действительное поведение рынков облигаций не всегда обеспечивает соблюдение таких предпосылок, как параллельность перемещения кривой доходности, постоянная величина межсекторного разрыва и т.п.

Например, развитая Редингтоном концепция требует, чтобы процентные ставки размещались только на плоской кривой доходности, допускающей только параллельные сдвиги. Хотя современная техника

Рисунок 23.10. Процесс иммунизации

позволяет осуществлять иммунизацию при более разнообразном поведении кривых доходности, успех иммунизации все еще зависит от некоторых последствий движений рынка.

Уравнивание по горизонту

Рассмотрение методов уравнивания платежей и иммунизации показало, что должным образом сбалансированная комбинация этих двух инструментов может стать основой очень полезного подхода. Ряд

возможных комбинаций такого рода был реализован на практике. В 1983 г. была предложена концепция уравнивания по горизонту. Уравнивание по горизонту и есть разновидность такого рода ценного сочетания лучших характеристик обоих подходов.

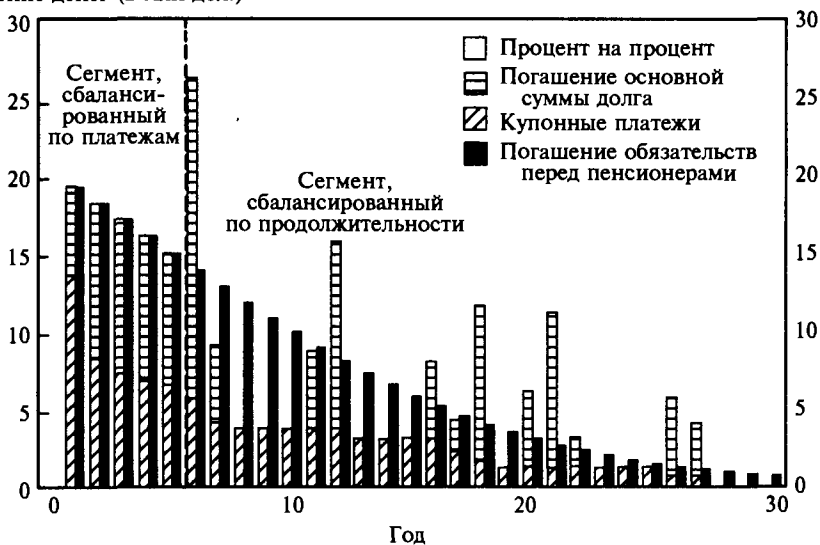
Центральная концепция уравнивания по горизонту проиллюстрирована на рисунке 23.11. Главное здесь в том, что разумно выбранный горизонт делит поток платежей обязательств на два сегмента. Затем создается единый интегрированный портфель, который одновременно, но по-разному обслуживает два сегмента обязательств. В первом сегменте портфель должен обеспечить точную сбалансированность доходов и расходов фонда вплоть до намеченного временного горизонта. Эта сбалансированная по платежам часть портфеля подлежит тем же ограничениям, что и любой сбалансированный по платежам портфель.

Примем для простоты, что горизонт планирования равен 5 годам. Корпорация, финансирующая пенсионный фонд, будет уверена, что в эту первую пятилетку сбалансированный по горизонту портфель обеспечит доход, достаточный для погашения всех пенсионных обязательств. Обязательства последующего периода будут покрыты сегментом, сбалансированным по продолжительности, сконструированным в соответствии с принципами иммунизации.

Рисунок 23.11 показывает типы денежных потоков, создаваемых сбалансированным по горизонту портфелем в пятилетний период. В нашем

Рисунок 23.11. Портфель, сбалансированный по горизонту

Движение денег (в млн дол.)



примере годовые платежи отличаются почти идеальной сбалансированностью. Однако после 5-го года в сегменте, сбалансированном по продолжительности, динамика поступления доходов по активам может отличаться, и даже очень значительно, от планового графика платежей. При этом поток доходов имеет такую структуру, что система в целом удовлетворяет требованиям чувствительности к изменению процентных ставок (то есть продолжительности активов и пассивов взаимно уравновешены), а также ряду других второстепенных условий.

Такая структура открывает больший простор для эффективного управления и портфель может выполнять предначертанные задачи, даже если за первые 5 лет он не подвергнется обновлению. Так что чисто теоретически организация, финансирующая пенсионный фонд, имеет возможность первые 5 лет погашать пенсионные обязательства и ни о чем не беспокоиться. Если процентные ставки не выскочат за пределы достаточно широко обозначенного диапазона, даже при полной пассивности менеджеров портфеля в первые 5 лет кривая доходности активов останется выше кривой пассивов.

Практическая реализация программы иммунизации наталкивается на непараллельность движений кривой доходности. Риск изменения формы кривой доходности большей частью устраняется при горизонте уравновешивания от 3 до 5 лет. Причина проста — наиболее резкие изменения формы кривой доходности происходят при куда меньших сроках погашения.

За преимущества, даруемые методом выравнивания по горизонту, приходится платить дополнительным риском. Портфель, выровненный по горизонту, просто по определению содержит активы меньшей стоимости, чем связанный куда большими ограничениями портфель, полностью сбалансированный по платежам. В силу этого не может быть гарантий, что в любой момент портфель, выровненный по горизонту, может быть преобразован в портфель, полностью сбалансированный по платежам. Более того, хотя портфель без дополнительного балансирования сохранит сбалансированность по платежам в первый период, возможны такие изменения рынка, что в период, сбалансированный по длительности, доходов портфеля может не хватить для погашения пенсионных обязательств. Так что по величине удельных издержек и по риску недостаточности доходов метод выравнивания по горизонту оказывается где-то между портфелем, сбалансированным по платежам, и результатами чистой иммунизации.

Дополнительное преимущество выравнивания по горизонту заключается в том, что во втором сегменте плановый график платежей бывает обычно с немалым запасом. Поэтому с течением времени платежные обязательства делаются менее напряженными. Выравнивание по горизонту позволяет минимизировать издержки по портфелю при обслуживании более определенных ближайших обязательств, не став при этом заложником обязательств, сумма которых может измениться с годами.

Иммунизация при условии

Уже давно осознано, что процедура иммунизации, нацеленная на максимальную при данных условиях рынка доходность портфеля, также создает наибольший риск будущего неисполнения обязательств, то есть дефицита доходов фонда. Одновременно экономисты осознали, что наличие «подушки» ниже этого максимального уровня доходности облегчает процедуру иммунизации и дает ей дополнительную гибкость. Обеспечивающая гибкость «подушка» делает возможным активное управление в рамках консервативно структурированного портфеля.

Когда в 1981 г. процентные ставки подскочили до беспрецедентного уровня, стала приемлемой минимальная доходность, существенно более низкая, чем максимально возможный уровень рыночного процента. И когда рыночная ставка была 15%, минимальная доходность в 14% считалась в высшей степени удовлетворительной. При этом амортизирующем разрыве величиной в 100 базисных пунктов (от 15 до 14%) можно обеспечить портфелю определенную гибкость. На практике амортизирующий разрыв в 100—200 базисных пунктов дает поразительно большие возможности для активного управления. При наличии такой амортизирующей «подушки» можно несколько раз подряд отступать назад — как перед опускающейся циркулярной пилой — и при этом остаться выше обещанного минимального уровня. Именно достижение такого уровня гибкости с помощью достаточной амортизирующей «подушки» привело к развитию концепции иммунизации при условии.

Ключевая идея заключается в том, что у менеджеров есть возможность осуществлять активную стратегию до тех пор, пока они обладают определенной положительной амортизационной «подушкой». Если в результате движения рынка эта амортизационная «подушка» исчезнет, включится иммунизированный портфель и первоначально обещанный минимальный уровень доходности будет все-таки обеспечен.

Предположим, к примеру, что менеджер портфеля в силу природного оптимизма решил держать портфель 30-летних 15-процентных по номиналу облигаций. Тогда длительность будет равна 7 годам, что намного больше, чем пятилетний горизонт. Этот портфель явно не будет иммунизирован. На деле минимальное неблагоприятное изменение (то есть повышение рыночного процента) немедленно создаст угрозу недостаточности активов, сумма которых была рассчитана исходя из рыночной ставки 15%. Но если фонд готов удовлетвориться минимальной доходностью, соответствующей уровню в 14%, то 30-летние облигации могут выдержать довольно значительные колебания цен.

Если доходность упала, активная стратегия оказывается успешной, и создаваемый избыточными активами запас прочности может только вырасти вместе с повышением эффективности портфеля 30-летних облигаций. Это успешное движение сделает доход портфеля за 5 лет много большим, чем предполагалось исходя из первоначальной рыночной

ставки в 15%. Но если процентная ставка поднимется, запас прочности станет меньшим и активы портфеля окажутся минимально достаточными для покрытия обязательств. На деле стоимость 30-летних облигаций снизится до минимального уровня обеспечения обязательств только при росте процента на 350 базисных пунктов. Здесь запас прочности окажется полностью уничтоженным, и портфель надо будет иммунизировать, чтобы обеспечить минимальную доходность, гарантируемую ставкой 14%. В этом примере портфель выдерживает неблагоприятное повышение рынка более чем на 350 базисных пунктов, даже будучи составленным из самых долгосрочных облигаций рынка.

Каково соотношение иммунизации при условии и классической иммунизации? Классическая иммунизация характеризуется высоким уровнем альтернативных издержек в силу отказа от прибыли, возможной при успехе активного управления портфелем. Иммунизация при условии использует эту возможность получения прибыли в обмен на разрыв между ставкой иммунизированного процента и минимально приемлемой доходностью. Если говорить вообще, с позиций предназначенного портфеля, иммунизация при условии предполагает несколько большие первоначальные издержки на компоновку портфеля, что должно обеспечить гибкость операций с активами. Если активное управление портфеля будет удачным, это изъятие активов из портфеля может существенно снизить издержки финансирования плановых платежей по обязательствам.

Новые инструменты с постоянным доходом

В результате стремления инвесторов и эмитентов к повышению гибкости, в конце 1970-х и в 1980-х годах появился целый спектр новых инвестиционных инструментов. В сочетании с новыми стратегиями управления портфелем, о которых мы говорили выше, эти новые инструменты дали возможность участникам рынка с большей точностью и надежностью решать свои задачи в условиях все более изменчивого и конкурентного окружения.

Кривая доходности казначейских облигаций

Узаконив исключения из закона, запрещавшего эмиссию долгосрочных казначейских облигаций с доходностью выше 4,25%, правительство США начало в 1973 г. эмитировать облигации по всему спектру доходности. Это сопровождалось ростом бюджетного дефицита, что стало причиной усиленной эмиссии облигаций всех сроков. Рынок казначейских облигаций на *практике* познал свою предписанную *теорией* роль быть точкой отсчета для буквально всех секторов рынка облигаций.

В каждом секторе этого рынка доходность облигаций измеряется относительно уровня кривой доходности казначейских облигаций с таким же сроком погашения.

Инструменты с плавающей ставкой

В конце 1970-х годов появился совершенно новый класс инструментов, соединявших свойства долгосрочной облигации с чувствительностью к краткосрочным колебаниям процента. Для облигации с плавающей ставкой купонный процент определяется как определенная функция от величины некоего индекса процентных ставок на дату погашения купона. В результате величина купонных выплат плавает вместе с уровнем процентных ставок. Первыми освоили облигации с плавающей ставкой международные банки, которым потребовалось установить связь между процентом по привлекаемым долгосрочным займам и плавающим процентом по предоставляемым ими ссудам. В условиях высоких и нестабильных процентных ставок эти инструменты быстро стали популярными, поскольку эмитентам нужно было размещать долгосрочные обязательства, но при этом не попадать в опасную зависимость от величины процента в период размещения. Поскольку типичные облигации с плавающей ставкой обеспечивали большую доходность, чем краткосрочные облигации (по крайней мере, в США), они быстро обрели популярность среди инвесторов, которые предпочитали работать с краткосрочными долговыми инструментами.

Фьючерсы и опционы

В 1975 г. на Чикагской товарной бирже были предложены публике первые процентные фьючерсы, основанные на сквозных облигациях Государственной национальной ассоциации ипотек. Вскоре (в январе 1976 г.) Чикагская товарная биржа запустила в обращение фьючерсные контракты на казначейские векселя. Контракты на казначейские векселя быстро стали популярными и оборачивались в больших объемах. В 1977 г. Чикагская товарная биржа начала торговлю фьючерсами на казначейские облигации, которые приобрели непревзойденную популярность у инвесторов. В США в ходу также следующие фьючерсные контракты: на депозитные сертификаты, на депозитные сертификаты рынка евродолларов и на муниципальные облигации. На фьючерсных рынках других стран в торговле участвуют контракты на казначейские облигации Великобритании, Японии и на депозитные сертификаты рынка евродолларов.

В США первоначальный спрос на фьючерсные контракты был предъявлен спекулянтами, работавшими с товарными фьючерсами. Но традиционные участники рынка облигаций быстро освоили использование фьючерсов для эффективного страхования (хеджирования) операций, и с тех пор область применения фьючерсов начала расширяться. Дилеры и коммерческие банки первыми начали использовать фьючерсы для страхования своих запасов. Позднее пенсионные фонды и в меньшей степени страховые компании стали использовать фьючерсные контракты для защиты портфелей от колебаний процентных ставок или для страхования операций по перераспределению активов. В последнем случае фьючерсы служат своего рода высоколиквидным мостом, который дает фонду возможность приобрести желаемые активы, а уж затем спокойно оформить сделки. Сравнительно недавно пенсионные фонды корпораций освоили использование фьючерсов для проведения новой динамичной процедуры страхования активов.

Опционы на фьючерсы по казначейским облигациям появились впервые на Чикагской срочной товарной бирже в 1982 г. Эти опционы стали популярны у институциональных инвесторов. Эмитент, стремящийся «заморозить» текущую ставку процента на некоторое время и готовый платить за это страховую премию, может использовать для этого опционы. На стороне активов опционы могут в течение ограниченного времени защищать от изменений стоимости инвестиционного портфеля. Опционы интегрированы в определенные формы динамического хеджирования. В дополнение к опционным контрактам, которыми торгуют на биржах, часто идут продаваемые на внебиржевом рынке форвардные контракты на ставку процента.

Многие обычные облигации включают возможности (опционы), которыми награждает себя эмитент и на которые неявно вынужден соглашаться инвестор. Например, при эмиссии корпоративных облигаций обычно обозначаются цены, при которых инвестор может досрочно выкупить облигации. Эти права досрочного погашения представляют собой фактически сложную систему опционов, которые обеспечивают эмитенту определенные экономические выгоды в условиях достаточно большого падения процентных ставок. То же самое в случае облигаций, обеспеченных залладными: эмитент (конечный должник по залладной) сохраняет за собой право (опцион) при определенных обстоятельствах досрочно выплатить ссуду. Опционы и обычные ценные бумаги нередко объединяют в пакет, который обеспечивает более привлекательные условия выплаты доходов. Например, когда в 1985—1986 гг. процентные ставки понизились, было сконструировано немало таких «синтетических» пакетов, в которых опционы использовали для компенсации риска досрочного погашения, существующего для сквозных ипотечных облигаций с высоким купоном.

Облигации, первично размещаемые с дисконтом

Практика изначального размещения облигаций с умеренным дисконтом издавна существовала на различных рынках, когда эмитентам приходилось слегка снижать цену новых выпусков облигаций относительно номинала, чтобы обеспечить соответствие с текущим рыночным процентом. Рынок безналоговых облигаций знавал выпуски *грошовых облигаций* с почти нулевым — 0,05% — купоном. (Эти грошовые выпуски представляли собой малый компонент серийных муниципальных не облагаемых налогом облигаций.) Но в 1980 г. возникла новая волна облагаемых налогом облигаций, первично размещаемых с дисконтом. Купонный процент по этим выпускам был существенно ниже рыночной доходности, а потому цена размещения составляла от 35 до 85% номинальной цены облигации. Они были предвестниками совершенно нового семейства облигаций сначала с низким, а потом и с нулевым купоном, которые оказали глубокое воздействие на рынок облигаций в целом.

Сначала облигации, первично размещаемые с дисконтом, были выпущены ради определенных налоговых преимуществ, которые были привлекательны в ситуации высокого рыночного процента. Эмитенты таких облигаций получали немалую выгоду при тогдашних налоговых правилах, которые позволяли им вычитать сумму процентов из налогооблагаемого дохода (позднее это правило исчисления налогов было изменено). Инвесторов эти облигации привлекали тем, что при высокой ставке рыночного процента облигации, первично размещаемые с дисконтом, очень надежно защищали от перспективы досрочного погашения и обеспечивали большую продолжительность, защищающую от необходимости в период жизни облигации реинвестировать доходы по низкой ставке процента. В конце концов, эта комбинация выгод привела к созданию облигаций с нулевым купоном, когда при достижении даты погашения гасились одновременно проценты и номинальная цена. Такого рода ценные бумаги выпускали многие корпоративные и международные эмитенты, и эти бумаги сохраняли какое-то время немалую популярность на рынке. Аналитик ценных бумаг при расчете издержек на обслуживание долга должен включать наращивание дисконта (то есть ежегодное увеличение балансовой стоимости облигаций, купленных со скидкой к номиналу) в состав процентных расходов. Соответствующие денежные выплаты нужно, разумеется, относить на год погашения облигаций.

Облигации с нулевым купоном

Поскольку по облигациям с нулевым купоном промежуточные платежи отсутствуют и все выплачивается только в срок погашения, надежность эмитента очень важна. Это, естественно, подняло интерес к обли-

гациям с нулевым купоном, базирующимся на ценных бумагах Казначейства США. Разодрав казначейскую облигацию США на купоны, можно получать купонные платежи (а также погасить саму облигацию), которые можно использовать как базу для инструментов с одноразовым платежом. Время от времени эти разодранные казначейские бывали доступны, но в ограниченном количестве, так как правила Казначейства неблагоприятны для таких операций.

В 1982 г. в связи с изменениями Налогового кодекса Казначейство США сняло эти ограничения. Инвестиционные дилеры немедленно приступили к производству разного рода инструментов с одноразовым платежом, базирующихся на разодранных казначейских облигациях. Эти инструменты были очень популярны, и значительная часть некоторых выпусков казначейских облигаций была преобразована в такие специализированные кредитные инструменты. В качестве сокращенных наименований разновидностей таких бумаг выбирали названия видов из семейства кошачьих: *TIGERS* (казначейские расписки инвестиционного роста), *CATS* (сертификаты наращивания на казначейские ценные бумаги) и т.п. На основе этих новых ценных бумаг возник сравнительно ликвидный рынок, на котором были только инструменты с одноразовым платежом, покрывавшие весь спектр кривой доходности. Наконец-то сбылась мечта теоретиков — получить практически для каждого момента будущего назначаемую рынком ставку дисконтирования (хотя и не без небольших искажений, неизбежных на реальном рынке капитала). Теоретически, любая ценная бумага с постоянным доходом может быть разложена на отдельные доходы, а затем эти доходы можно оценивать в соответствии с конкретным сроком получения (погашения).

В условиях высокого процента эти одноразовые облигации нашли множество применений. Это был идеальный инструмент для инвесторов, желавших гарантировать получение определенной доходности за период. Для инвесторов, которым нужны были облигации с точно обозначенной длительностью, это также было полным решением проблемы. В случае предназначенного портфеля, когда стоит задача увеличить приход денег к определенной дате, облигации с разовым платежом были отличным решением.

Операции по раздиранию казначейских облигаций шли до 1985 г., когда в дело вступило само Казначейство. Было объявлено, что отныне по требованию держателей оно само будет раздирать казначейские облигации на отдельные кредитные инструменты. В сущности, правительство США приняло на себя роль дилера, который разделяет казначейские облигации на компоненты и регистрирует каждый по отдельности. На этой новой основе рынок одноразовых кредитных инструментов продолжал процветать до тех пор, пока в 1984 г. процент не начал устойчиво падать.

Процентные свопы

Еще одним феноменом 1980-х годов было быстрое развитие рынка процентных свопов. Процентный своп — это контракт, по которому одна сторона обязуется произвести ряд фиксированных купонных платежей в обмен на получение от другой стороны плавающих купонных платежей. Обмен платежами, получаемыми при погашении облигации, не производится. В случае процентного свопа инвестор, владеющий облигацией с фиксированными платежами, может согласиться обменять свои поступления по купонам на купонные платежи по облигации с плавающей ставкой.

Процентные свопы могут использовать и инвесторы, такие, как ссудосберегательные организации и страховые компании (свопы по активам), и эмитенты (свопы по пассивам). Процентные свопы могут охватывать бумаги с самыми разными сроками погашения, а в сделке могут участвовать несколько сторон. Для инвесторов и эмитентов — это мощный инструмент увеличения гибкости, который находит множество применений. Начавшись в 1982 г. с нуля, к 1986 г. рынок процентных свопов вырос до 200 млрд дол.!

Эмитенты могут использовать процентные свопы для сокращения финансовых издержек. Представим себе, к примеру, что данный эмитент хотел бы привлечь средства под обязательства с плавающей ставкой, но для инвесторов он привлекательнее как эмитент долгосрочных обязательств с фиксированным процентом. Тогда эмитент может эмитировать долгосрочный долг по льготным ставкам, а затем обменять процентные расходы по обслуживанию долга на купонные платежи по долгу с плавающей ставкой на более выгодных условиях, чем если бы он сам эмитировал долг с плавающей ставкой. Другой пример свопа по пассивам. Представим себе, что эмитент уже размещенного долгосрочного долга чувствует, что процент будет падать. Он может получить выгоду от снижения процента, если обменяет процентные расходы по своему долгу на процентные расходы по займу с плавающим процентом.

Инвестор может использовать процентный своп для преобразования доходов портфеля, составленного из бумаг с фиксированным доходом, в доход с плавающей ставкой и наоборот. Более того, поскольку плавающий компонент дохода по облигациям представляет собой, в сущности, доход от краткосрочной облигации, он может быть использован для хеджирования расходов на финансирование или будущих займов. Заметьте, что у процентных свопов нередко бывают учетные преимущества. Например, действуя как контрхеджирование для существующей инвестиционной позиции, своп может уменьшить процентный риск по облигациям существующего портфеля. Используя свопы, можно изменить чувствительность портфеля к изменению процентных ставок и характеристики приносимого портфелем потока денег, не продавая облигации, то есть не увеличивая свои налоги.

Процентный своп — это важный инструмент повышения гибкости. Даже из нашего краткого описания понятно, почему рынок процентных свопов так быстро и мощно разросся.

Корпоративный заемщик, который выпускает обязательства с переменным процентом или вовлекается в процентные свопы, крайне осложняет жизнь аналитика ценных бумаг, который пытается определить издержки на привлечение денег. Единственное практичное решение заключается в том, чтобы произвольно выбрать некую среднюю ставку процента.

Движение к структуризации управления

В 1980-х годах произошли обширные изменения в целях и стиле управления портфелями облигаций. В некоторых отношениях это был период разочарований и сужения будущих перспектив. В других отношениях тогда были заложены основы для лучше определенного и более реалистичного понимания роли облигаций для разного рода фондов.

Инвесторы в значительной мере освободились от иллюзий по поводу возможности менеджеров рынка облигаций систематически «подстраиваться» к колебаниям рынка облигаций и получать доход выше среднего за счет предвидения переломов в движении процента. Статистика доходов с начала 1980-х годов свидетельствует, что большинство активных менеджеров не смогли добиться более высокой систематической доходности, чем широкие индексы доходности рынка облигаций в целом. Сами менеджеры рынка облигаций почувствовали потребность в новом подходе, который обеспечивал бы более гарантированную доходность.

Какое-то время решением казалось конструирование предназначенных портфелей. По мере того как фонд за фондом переходил к созданию предназначенных портфелей, укреплялось впечатление, что происходит ускоренный переход от активного управления портфелями к структурированным формам управления облигациями. Предназначенные портфели и в самом деле сняли многие проблемы, порожденные раскованным активным управлением. Но в значительной части привлекательность системы предназначенных портфелей была обусловлена высокими процентными ставками и страховыми спредами, которые определяли ситуацию на рынках в начале 1980-х годов. Предназначенные портфели не могли служить стратегией управления облигациями на *все* времена и для решения *всех* задач.

По мере падения ставок процента после 1981 г. возникла явная потребность в новом структурированном подходе к управлению портфелями.

Главным элементом любого структурированного подхода является систематический контроль над уровнем процентного риска. Контролируя и сопоставляя чувствительность портфеля к изменениям процента с

чувствительностью базового индекса, профессиональный менеджер рынка облигаций способен преследовать серию активных стратегий, и их результаты больше не будут полностью зависеть от того, удастся ли угадать движение процента. Главные выгоды таковы: 1) менеджеры могут использовать свой профессионализм для повышения уровня относительной доходности; 2) спонсоры фондов получают возможность рассчитывать на определенный уровень совокупной доходности, который довольно определенным образом связан с эффективностью рынка облигаций в целом.

Чем больше менеджеров рынка облигаций начинают измерять свою эффективность относительно уровня эффективности широкого рыночного индекса или относительно достижений других фондов, и по мере того, как они отказываются от прежней политики подстройки, достигаемый ими уровень доходности начинает приближаться к значениям широкого рыночного индекса. Чтобы приблизиться к уровню доходности рынка в целом, менеджеры используют ряд методов. В эти методы входят составление разного рода расчетных индексов и контроль длительности относительно этих индексов. Наконец, в 1985 и 1986 гг., когда спонсоры фондов поставили целью получение доходности на уровне рынка в целом при минимальных издержках на управление (особенно компании с очень крупными фондами), деньги пошли в индексные фонды.

В тот момент многие фонды хотели, чтобы доходность портфелей облигаций совпадала с уровнем широкого рыночного индекса доходности. Деньги пенсионных фондов рекой текли в индексные фонды, которые просто воспроизводили структуру рынка облигаций в целом. Эволюция стиля управления на рынке облигаций с отставанием на несколько лет следовала тем же путем, что и управление на рынке акций. Определенная степень приверженности некоторым формам активного управления сохраняется, но сами приемы активного управления подчинены задачам структурированного контроля рисков.

Структура контроля рисков может иметь разные формы. Например, можно потребовать, чтобы доходность портфеля была близка к доходности индекса. Возможен тщательный контроль отклонений от предписанной стратегии — так, чтобы показатель доходности портфеля не мог отклониться от уровня индекса больше, чем на какую-то определенную величину. Либо контролируемым параметром может быть выбрана продолжительность, целевое значение которой устанавливают совместно со спонсором. Выбранное целевое значение продолжительности может быть существенно короче или длиннее продолжительности индекса. Недавно для управления риском на рынке облигаций была использована техника *динамического хеджирования*. Динамическое хеджирование — это процедура изменения продолжительности портфеля в соответствии с определенными методическими принципами и ради достижения доходности, близкой к доходности опциона за тот же период. Итак, первой реакцией

на разочарование в активном управлении, пытавшемся подстроиться к динамике процента, было переключение на конструирование очень специализированных предназначенных портфелей или ориентация на следование широким индексам рынка облигаций. Можно ожидать, что в будущем, по мере роста внимания к управлению пассивами, разовьются стили управления портфелями облигаций, которые будут в большей степени нацелены на решение проблемы активов и пассивов.

В определенной мере пассивы давили на сознание менеджеров даже в золотые дни стратегии предназначенных портфелей. Но можно представить себе намного более обобщенный подход, который будет включать целый спектр активных стратегий, ориентированных на базовые индексы, которые непосредственно связаны с пассивами. Возможность точного измерения и оценки степени отклонения от стратегии точного соответствия между доходами и обязательствами фонда может свести к минимуму риск невыполнения плановых обязательств. Главным элементом будет базовый индекс, охватывающий чувствительность к изменению процента и другие характеристики пассивов и позволяющий построить целевой ориентир для каждого фонда. В таких условиях каждый активный менеджер сможет использовать свои профессиональные навыки для повышения доходности относительно целевого ориентира, благодаря чему стратегии активного управления не смогут выйти за пределы структуры, нацеленной на достижение конечной цели фонда.

На рынке облигаций больше возможностей сконструировать такой базовый индекс, чем на рынках акций. (Может быть, это и является главной отличительной чертой облигаций как класса активов.) Менеджерам и спонсорам фондов следует к своей выгоде использовать естественные преимущества рынка инструментов с фиксированным доходом.

Глава 24

Выбор ценных бумаг с фиксированным доходом

Чтобы выбрать для инвестирования ценные бумаги с фиксированным доходом, аналитик начинает с анализа финансовых отчетов, а затем оценивает кредитоспособность компании и привлекательность ее облигаций и привилегированных акций как объектов инвестирования. Но основой всех выводов является анализ финансовых отчетов.

Систематическая оценка

Систематическая оценка бумаг с фиксированным доходом нужна для того, чтобы отобрать для инвестирования те финансовые активы, которые предлагают инвестору наиболее привлекательные договорные условия получения прогнозируемого дохода. В этом процессе отбора главной целью аналитика является определение того, повысилась или понизилась кредитоспособность фирмы по отношению к некоторому определенному уровню безопасности. Попутно следует решить задачу разграничения типов и условий отдельных выпусков ценных бумаг.

Второй причиной для тщательной оценки финансового положения компании является потребность инвестора в акции в измерении рискованности предприятия. Рискованный компонент ставки процента, по которой дисконтируются будущие доходы от акций, явно выводится из

тех же источников, которые использует инвестор рынка облигаций, пытающийся оценить надежность своих вложений.

Третьей целью систематического анализа является оценка способности компании финансировать будущий рост с помощью долга или с помощью долга и акций. Любой осмысленный прогноз будущего роста прибыли от использования полного капитала предполагает доступ к некоторым или ко всем секторам рынка капитала, на котором можно финансировать экспансию без чрезмерных издержек или без обременительных ограничений на свободу корпоративных решений.

Неиспользованная возможность заимствовать

Просто по определению, максимальная сумма средств, которую может позаимствовать компания, не принимая слишком ограничивающих обязательств, в точности равна той сумме, которую кредиторы готовы ссудить, не требуя таких ограничений. Поэтому важно определить необременительный для компании уровень долга, который кредиторы готовы предоставить по ставке, существующей для ценных бумаг инвестиционного класса.

Разница между действительным долгом компании и уровнем ее способности брать ссуды является показателем неиспользованной возможности заимствовать. Главной слабостью многих анализов обыкновенных акций является игнорирование условий, на которых может быть профинансирован будущий рост. Ответ на этот вопрос дает приведенный в главе 25 пример вычисления неиспользованной возможности заимствовать. Нельзя полагаться на оценку перспектив компании, если она не опирается на анализ того, как будет финансироваться рост с использованием долга и собственного капитала. Подлежат оценке также возможность погасить долг, обязательства по аренде и плановые операции по выкупу собственных акций.

Удостоверение о конфискации?

В период буйной инфляции 1970-х годов облигации были заклеены как «удостоверения о конфискации». На покупателя облигаций смотрели как на балбеса, покупающего контракт, по которому он заработает меньше, чем съест инфляция. В последующие годы чрезвычайной инфляции уровень реальной совокупной доходности (купонный доход плюс или минус изменение цены облигации минус изменение индекса потребительских цен) корпоративных облигаций почти на 18% в год превосходил уровень инфляции, так что инвесторам пришлось умерить свой сарказм.

Понятно, что по своей природе облигация — штука непривлекательная. Вместо ограниченных прав на участие в будущей способности

получать прибыль (в качестве акционера) владелец облигации получает преимущественное право на денежные доходы заемщика и обещание погасить облигацию к определенному сроку. Прибыльный рост принесет инвестору чувство уверенности и утешения, но не повысит доходность облигаций, принадлежащих кредитору. Зато снижение прибыльности несет обоим тревогу и обесценение их ценных бумаг.

Право досрочного погашения корпоративных облигаций к тому же гарантирует инвестору, что из его портфеля будут уходить победители и останутся проигравшие. Инвестор, к примеру, купил в момент выпуска в 1980 г. высококачественную облигацию компании Southern Bell Telephone с купоном $12 \frac{7}{8}\%$ со сроком погашения 5 октября 2020 г. В следующем году инвестор обнаружил, что из-за роста процента его облигация стоит всего лишь $75 \frac{1}{8}$. (Высокое инвестиционное качество облигации даже не обсуждается.) В начале 1986 г. падение процента обеспечило приличную прибыль. В январе 1986 г. при рыночной ставке процента $10 \frac{3}{4}$ облигация с купоном $12 \frac{7}{8}\%$ стоила 119,21. Но радоваться было рано, потому что компания решила отозвать этот выпуск по цене 110,61 и вместо него выпустила облигации с купоном $10 \frac{3}{4}$ со сроком погашения в 2025 г. Зато инвесторы, которые в августе 1963 г. купили облигации компании с купоном $4 \frac{3}{8}$ и сроком погашения в 2003 г., пережили в 1981 г. падение цен на них до 30 и к концу 1986 г. цена восстановилась только до 62, так что им еще много лет предстоит получать ежегодный доход в $4 \frac{3}{8}\%$. От права досрочного погашения, зачастую ценой некоторого уменьшения доходности, защищает покупка дисконтированной облигации. Доходность до погашения облигаций Southern Bell с купоном $4 \frac{3}{8}$ была 8,85% при цене 62, а облигации с купоном $8 \frac{1}{4}\%$ со сроком погашения в 2016 г. обещали доходность 9,13%.

Тем не менее у инвесторов бывают такие обстоятельства, что фиксированные купонные платежи и погашение в срок играют важную роль как инструмент установления логичных отношений между активами и пассивами. Именно для таких потребностей нужно, чтобы всякий раз при выборе облигаций наличествовали убедительные гарантии поступления платежей в соответствии с условиями эмиссии. Отказаться от акций и не получить таких гарантий было бы очень плохой сделкой: вы мало участвуете в прибылях компании, но зато полностью участвуете в убытках от неожиданной инфляции. А уж упорствовать в получении убытков по кредиту и вовсе непростительно.

Избежание убытков

Поскольку при вложении средств в облигации главное — это избежать убытков, отбор облигаций есть искусство отказа. Это процесс исключения и отбрасывания, а не поиска и принятия, разве что инвестор намеренно собирает сильно диверсифицированный портфель со-

мнительных по качеству облигаций, обещающих, как правило, очень щедрое вознаграждение. (Мусорные облигации обсуждаются в главе 25.)

Наказание за ошибочный отказ от покупки облигации редко бывает существенным, зато решение о покупке ненадежных облигаций может обойтись очень дорого. Поэтому при выборе облигаций для *вложения средств* чисто количественные правила отбраковки очень логичны и существенны. При этом кредитоспособность следует рассматривать как оценку компании. Надежность облигаций измеряется способностью эмитента погасить *все* обязательства даже при неблагоприятных финансовых и экономических обстоятельствах, а не контрактными обязательствами по отдельному выпуску.

Корпоративный долг в перспективе

В течение многих десятилетий суммарная задолженность нефинансового сектора в США составляла стабильную долю валового национального продукта (ВНП) в текущих ценах (см. табл. 24.1).

Заметный рост долга нефинансового сектора в 1984 и 1985 гг. (на 358 млрд дол., или на 31,2% за два года) есть явный сигнал для аналитика ценных бумаг — нужна повышенная бдительность. Утрата доверия к заемщикам — это заразная болезнь не только потому, что кредиторская задолженность одной фирмы является дебиторской задолженностью другой, но и потому, что даже на отдельные случаи финансового неблагополучия инвесторы и кредиторы отвечают ужесточением критериев инвестирования.

В 1985 г. чистая задолженность нефинансовых корпораций по облигационным займам составила 73,9 млрд дол. (за предыдущие 5 лет средний

Таблица 24.1. Суммарная задолженность нефинансового сектора в США (в % к ВНП)

Год	Всего	Федеральное правительство	Правительства штатов и местные власти	Нефинансовые организации	Семьи
1960	137,6	45,2	13,7	37,9	40,9
1970	136,4	28,4	14,2	47,8	46,2
1980	138,1	25,7	10,6	50,6	51,2
1981	135,8	25,7	9,8	50,3	50,0
1982	142,5	28,4	10,0	52,9	51,0
1983	146,7	32,9	10,3	52,1	51,4
1984	149,8	34,1	10,1	53,2	52,4
1985	161,4	37,3	11,5	56,6	56,0

Источник: Board of Governors of the Federal Reserve System. Division of Research and Statistics; а также Federal Reserve Bulletin, 1986, August, p.511—524.

уровень долга был 26,3 млрд дол.), при этом было изъято из обращения акций на 77 млрд дол. Причинами снижения чистой стоимости корпораций, только отчасти перекрытого накоплением нераспределенной прибыли, были поглощение компаний, выкуп компаний в кредит с переводом в частный сектор, реструктуризация и скупка собственных акций. В силу этого величина финансового рычага (то есть процента долга в структуре капитала) быстро выросла, и соответственно расширился рынок низкокачественных субординированных долговых инструментов. Высокодоходные облигационные фонды стали одним из самых популярных представителей отрасли взаимных фондов. В 1985 г. фонды корпоративных облигаций, преимущественно высокодоходных, увеличили свои чистые активы почти на 9,5 млрд дол. и составили 24 млрд дол. В 1986 г. их рост был равен 17,5 млрд дол. Среди крупных покупателей были и такие финансовые организации, как ссудосберегательные ассоциации и страховые компании.

Покрытие процента

Процентные платежи

При оценке кредитоспособности до сих пор центральным остается традиционный показатель покрытия процентных обязательств чистой прибылью до уплаты процентов и налогов. Но критерий адекватности покрытия должен быть скорректирован для учета существенного изменения уровня процентных ставок. Рассмотрим простой пример. В 1966 г. чистая прибыль промышленной компании XYZ до уплаты процентов и налогов составляла 20 млн дол., и при этом у компании было 100 млн дол. долга по ставке 4%. Покрытие процентных расходов, то есть отношение суммы процентов к чистой прибыли, равно 5, значит, облигации можно отнести к инвестиционному классу. Спустя два десятилетия компания XYZ выросла и по-прежнему процветала. Теперь ее прибыль до уплаты процентов и налогов составляла 60 млн дол., а долг увеличился только вдвое — до 200 млн дол. Но в результате операций по рефинансированию старых выпусков облигаций и размещению новых средняя ставка выросла до 10%. Коэффициент покрытия процентных обязательств съезжился до 3 (60 млн дол. дохода, деленные на 20 млн дол. процентных обязательств), а в результате компания сильно снизила свой инвестиционный статус. (Заметьте к тому же, что экономические выгоды, создаваемые финансовым рычагом, существенно уменьшились.)

Статистика значения показателя покрытия процентных расходов потеряла почти всякий смысл. Более того, этот показатель никогда и не был адекватной заменой действительного показателя покрытия расходов на обслуживание долга, то есть покрытия общих расходов на выплату процентов плюс расходы на погашение основной суммы долга (если предположить, что возможность обслуживания долга определяется не

Таблица 24.2. Покрытие расходов на обслуживание долга (в млн дол.)

	1966 г.	1986 г.
Обслуживание долга		
Не облагаемые налогом процентные расходы	4,0	20,0
Годовой фонд погашения до уплаты налогов*	20,8	37,0
	24,8	57,0
Источники средств на обслуживание долга		
Чистая прибыль до уплаты процентов и налогов	20,0	60,0
Амортизационные отчисления, отложенные налоги и другие неденежные проводки	20,0	60,0
Всего денежных доходов	40,0	120,0
Покрытие процента денежными доходами	10,00×	6,00×
Покрытие всех расходов на обслуживание долга денежными доходами	1,61×	2,11×

* Чтобы вычислить доналоговый эквивалент расходов на погашение долга, используют коэффициент: $100/(100 - \text{Ставка налога})$, при этом предполагается, что в 1966 г. налог был 52%, а в 1986 г. — 46%.

ликвидационной стоимостью активов, а способностью получать прибыль). Если бы задолженность компании XYZ в 1966 и 1986 гг. подлежала равномерному погашению в течение 10 лет, покрытие расходов на обслуживание долга можно было бы рассчитать, как в таблице 24.2. В соответствии со здравым смыслом очевидно, что когда компания увеличивается на 200% и только половина этого роста финансируется за счет долга, ее кредитоспособность, а также инвестиционное качество ее облигаций растут в результате увеличения степени надежности. Если бы в 1966 г. проценты по долгу были ближе к уровню 1986 г., тогда, естественно, сопоставление оказалось бы в пользу 1986 г.

Обслуживание долга

Сдвиг акцента с покрытия только процентов на покрытие всех расходов на обслуживание долга не устраняет вопроса о чувствительности коэффициентов к величине процента. На практике проблема полной сопоставимости между заемщиками и положения одного заемщика в разные периоды не имеет общего решения. Анализируя ценные бумаги с фиксированным доходом, эту проблему приходится каждый раз решать заново и определять «нормальные» расходы на обслуживание долга, чтобы минимизировать нестабильность коэффициентов покрытия. Пересчет отчетных процентных платежей по новым выпускам облигаций класса А из предположения о 10-летней скользящей средней можно считать нормальным уровнем процента для этих целей, если оставить в

стороне вопрос о влиянии на кредитоспособность потерь или прибыли от разовых событий или от своевременных краткосрочных заходов на рынок капитала.

Сравнительно новой является проблема большого объема облигаций с переменной ставкой. Та же проблема часто возникает со срочными банковскими ссудами. Поскольку никто на свете не в состоянии предсказать уровень процента на 10 или более лет вперед, аналитику остается принять на этот счет какую-либо правдоподобную гипотезу и приступить к количественным проверкам. Если облигации могут быть отнесены к инвестиционному классу только при самых низких значениях процента, их следует отвергнуть. И такое решение тем разумнее, что покупатель облигаций и так идет на риск возможного в будущем повышения рыночного процента.

Чтобы оценить динамику изменения кредитоспособности компании за ряд лет, можно использовать простой коэффициент — отношение суммы долга к чистой посленалоговой прибыли, то есть показатель того, сколько лет нужно компании, чтобы погасить долги. Поскольку при этом мы игнорируем расходы на выплату процентов (хотя они и вычитаются из чистой прибыли, пригодной для распределения среди акционеров), изменение процентных ставок оказывает незначительное влияние на величину этого показателя.

Общий критерий кредитоспособности

Компания получает открытый доступ к рынкам капитала по разумным ставкам процента, если она способна в срок погашать все деловые обязательства, поддерживая при этом определенный запас прочности, который гарантирует платежеспособность даже в случае неблагоприятных обстоятельств. Дело аналитика ценных бумаг определить, насколько адекватен запас надежности относительно наличных деловых рисков. Понятно, что для оценки стабильности и прибыльности аналитик должен анализировать компанию в ее целостности.

Активы как источник платежных средств

Способность компании погасить долги за счет ликвидации активов — это полезный показатель, но только в том случае, если стоимость активов в значительной мере независима от стоимости бизнеса в целом. От зависимой финансовой компании вроде General Motors Acceptance Corporation не ждут, что она сможет погасить свои долги за счет прибыли. В удачные годы, каким был 1985 г., чистая прибыль составила только 1,4% совокупного долга. Запас прочности образует не способность получать прибыль, а превышение суммы собираемой дебиторской задолженности над суммой долга. Ниже приводится расчет показателей покрытия

долга (в млрд дол.). Игнорируются все активы, кроме дебиторской задолженности. Кредиторская задолженность перед материнской компанией учтена в составе второстепенного (субординированного) долга.

$$\frac{\text{Наличные и дебиторская задолженность}}{\text{Первостепенный долг}} = \frac{66,64}{60,34} = 1,10\times.$$

$$\frac{\text{Наличные и дебиторская задолженность}}{\text{Сумма долга}} = \frac{66,64}{65,79} = 1,01\times.$$

Другим показателем является рассчитанная следующим образом «подушка» собственного капитала:

$$\frac{\text{Собственный капитал} + \text{Второстепенный долг}}{\text{Первостепенный долг}} = \frac{10,60}{60,34} = 17,6\%$$

$$\frac{\text{Собственный капитал}}{\text{Сумма долга}} = \frac{5,15}{65,79} = 7,8\% \quad (\text{отношение долга к собственному капиталу равно } 13\times).$$

Кроме того, активы являются источником погашения долга в следующих случаях:

- плата за добычу природных ресурсов;
- дебиторская задолженность при сбыте произведенной продукции в рассрочку;
- транспортное оборудование — подвижной состав на железных дорогах, самолеты и нефтяные танкеры;
- нефтепроводы, работающие по контракту «бери или плати», то есть предусматривающие неустойку за отказ от покупки;
- аренда оборудования — коммуникационного и производственного, вычислительной техники;
- заложенные под недвижимость.

Для аналитика значимыми факторами являются качество обеспечения и кредитоспособность пользователя.

Суждение аналитика о кредитоспособности эмитента облигаций опирается на условия соглашения о погашении долга. При кредитовании закупок самолетов авиакомпанией, к примеру, нет нужды подстраховывать возврат кредита с помощью соглашений об аренде, об условной продаже или о залоге движимого имущества, если, конечно, соглашение о кредите лишает заемщика права закладывать самолеты. Современное оборудование, если оно в хорошем состоянии, достаточно ликвидно и является хорошим обеспечением ссуд для авиалиний, для которых характерна слабость кредитных позиций.

Когда существует избыток мощностей нефтеналивных танкеров, залоговая стоимость танкера может упасть крайне низко, но если его без команды зафрахтует крупная международная нефтяная компания, танкер станет первоклассным обеспечением кредита. Это типичный пример того, как кредитоспособность зависит от способности пользователя актива обслуживать долг. Промышленные облигации, обеспеченные доходами, стали сегодня важным инструментом рынка капитала. Репутация малоизвестного муниципалитета или графства есть нечто нематериальное. Внимания аналитика требует только тот, кто его кредитует, как правило, — это крупная компания.

Обеспечение кредита собственностью, которая принадлежит заемщику и используется в его бизнесе, почти никак не повышает ценность большинства долговых инструментов. Используемое специализированное имущество ценно только своим вкладом в получение прибыли. Реальным источником кредитоспособности является прибыльная деятельность. Право на заложенные активы утратило ценность и в результате изменения процедуры банкротства: сегодня господствует стремление провести реорганизацию, чтобы сохранить бизнес, вместо того, чтобы ликвидировать банкрота и заплатить долги в соответствии со старшинством претензий. По закону о банкротстве передача кредиторам заложенного имущества может задерживаться на довольно длительные сроки, и это уменьшает потенциальную ценность залога. Поэтому инвестор, покупающий облигации, прежде всего должен заботиться о том, чтобы не попасть в скверную ситуацию, а не о поиске защиты на случай возникновения такой ситуации.

Так что если младшие облигации компании недостаточно надежны, вряд ли стоит вкладывать деньги в старшие облигации. Можно сказать иначе: если компания кредитоспособна, следует покупать более доходные облигации, а это, чаще всего, как раз младшие или второстепенные обязательства. Ограничить инвестирование только первостепенными облигациями — это то же, что заявить об отсутствии доверия к оценкам кредитоспособности.

Нужно сделать оговорку по поводу второстепенных облигаций: если за первостепенные облигации нужно заплатить только отказом от небольшой дополнительной доходности, может, и стоит заплатить за скромную защиту от непредвиденных событий. Если инвестора заботит ликвидность облигаций, то опять-таки стоит предпочесть старшие облигации в расчете на то, что их цены менее изменчивы.

Способность получать прибыль как источник платежей

Для большинства корпоративных облигаций источником платежей является прибыль компании. Электростанция, обслуживающая расширяющуюся территорию, может досрочно погасить выпуск облигаций, эмитировав другой выпуск, но рефинансирование возможно для нее

только в силу того, что рынок знает об ее способности получать прибыль. От капиталоемких промышленных компаний ждут, что они погасят облигационные займы, хотя при этом сумма размещенного ими на рынке долга может возрасти по мере роста предприятия.

Рассмотрим статистику невыполнения обязательств по облигационным займам (см. табл. 24.3). Легко заметить, что случаи непогашения долга делаются более частыми в периоды спада или депрессии.

Пожалуй, лучше было бы взять показатель непогашения облигаций для низкокачественных выпусков, но такое случается и с выпусками инвестиционного класса (см. табл. 24.4).

Распределение случаев непогашения облигаций по отраслям (см. табл. 24.5) показывает, что динамичность и прибыльность отрасли не гарантируют успеха. Можно предположить, что на инвесторов могут действовать представления о престиже отрасли, лишая их обычной осто-

Таблица 24.3. Невыполнение обязательств по погашению корпоративных облигаций

Период	Количество случаев непогашения (в %)
1900—1909 гг.	0,90
1910—1919 гг.	2,00
1920—1929 гг.	1,00
1930—1939 гг.	3,20
1940—1949 гг.	0,40
1950—1959 гг.	0,04
1960—1967 гг.	0,03
1968—1977 гг.	0,16
1978—1985 гг.	0,10

Источник: *Altman E.I. and Nammacher S.A. Investing in Junk Bonds. New York: John Wiley & Sons, 1987, p.107.*

Таблица 24.4. Рейтинг непогашенных выпусков облигаций (в %)

	Первоначальный рейтинг	За год до отказа от платежей	За 6 месяцев до отказа от платежей
BBB	22,4	7,8	1,4
BB	19,8	11,3	7,9
B	40,5	42,6	41,1
CCC	17,3	33,3	41,1
CC	0,0	5,0	8,5
	100,0	100,0	100,0

Источник: *Altman E.I. and Nammacher S.A. Investing in Junk Bonds. New York: John Wiley & Sons, 1987, p.131.*

Таблица 24.5. Отказ от погашения корпоративных облигаций по отраслям, 1970—1985 гг.

	Число заемщиков	Сумма долга (в млн дол.)
Промышленные корпорации (58,6%)		
Розничная торговля	14	669,9
Машиностроительные	18	573,4
Компьютеры, электроника, связь	21	574,4
Нефть и газ	18	1101,4
Строительство	12	209,4
Смешанные	<u>17</u>	<u>737,2</u>
	100	3865,6
Инвестиционные фонды, вкладывающие в недвижимость (5,7%)	12	379,2
Финансовые услуги, аренда (8,8%)	10	579,0
Транспортные компании (26,9%)		
Железнодорожные	9	1291,3
Авиатранспорт	6	303,0
Другие	<u>6</u>	<u>181,1</u>
	21	1775,5
Всего (100,0%)	143	6599,3

Источник: *Altman E.I. and Nammacher S.A. Investing in Junk Bonds. New York: John Wiley & Sons, 1987, p.133.*

рожности и провоцируя на принятие специфических рисков, которые они во всех других случаях сочли бы недопустимыми. Примером является история с компанией Viatron Computer Systems. Компания предложила, но не смогла поставить дешевую и эффективную систему наподобие той, что потом оказалась очень эффективной. Компания Viatron, однако, пребывала в состоянии банкротства в тот год, когда она предложила рынку свои конвертируемые не обеспеченные залогом облигации.

Давным-давно были определены три критерия кредитоспособности: *наличие залога* (активы как источник погашения долга), *прибыльность* и *характер*. Третий критерий слишком часто считают данным и оценивают неадекватно. Нет нужды искать сведения о скандалах с Ivar Kreuger и International Match Corporation, чтобы найти примеры нечестности в делах. Компании Equity Funding, Flight Transportation, Itel, Saxon, U.S. Financial, Westgate отвечают за 6% потерь держателей облигаций (см. табл. 24.5), а убытки инвесторов были еще значительнее.

Уровень прибыльности, оправдывающий вложения в облигации, зависит как от деловых позиций (положение в отрасли, отношения с потребителями, создание новой продукции, качество маркетинга и управления и пр.), так и от финансовых позиций (ликвидность, достаточность капитала, ценообразование, контроль издержек, планирование прибыли и пр.). Важно учитывать и состояние отрасли. Даже этот крат-

кий перечень говорит о том, что многое зависит от самой компании. Тем не менее остается вопрос: можно ли вообще измерить надежность способности компании получать прибыль? Стоит обратиться к работам, посвященным предсказанию банкротств, поскольку в этих работах сделаны попытки найти те финансовые показатели, которые могут предостерегать о возможности краха корпорации.

В центральной работе Бивера и Альтмана¹ есть масса свидетельств того, что та или иная комбинация финансовых коэффициентов может заблаговременно выявлять вероятных банкротов. Z-оценка Альтмана получила развитие в модели ZETA, которой торгует Роберт Халдеман под именем «ZETA-оценка кредитного риска»². Для получения конечной оценки используют 7 финансовых коэффициентов:

- 1) *кумулятивная прибыльность* — отношение суммы нераспределенной прибыли к совокупным активам;
- 2) *стабильность прибыли* — показатель стандартного отклонения величины прибыли до выплаты процентов и доходов за 10 лет от трендовой линии, отнесенный к совокупным активам;
- 3) *капитализация* — среднегодовое за пятилетний период значение рыночной стоимости обыкновенных акций, вычисляемое как отношение полной капитализации первостепенных обязательств, учитываемых по номинальной стоимости или по ликвидационной стоимости, и обыкновенных акций по рыночной цене;
- 4) *размер* — сумма материальных активов;
- 5) *ликвидность* — отношение текущих активов к текущим пассивам;
- 6) *обслуживание долга* — коэффициент покрытия процентных выплат;
- 7) *общая прибыльность* — отношение прибыли до уплаты процентов и налогов к совокупным активам.

В феврале 1987 г. средние оценки ZETA следующим образом соотносились с кредитным рейтингом компаний:

Рейтинг S&P	Средняя оценка ZETA	Рейтинг S&P	Средняя оценка ZETA
AAA	8,78	BB	1,47
AA	6,82	B	-0,59
A	5,19	CCC	-8,36
BBB	2,87	Рейтинг не присвоен	0,41

Источник: Zeta Services, Inc. Analysis Book. Hoboken, New Jersey, 1986—1987. Winter. Bond rating analysis table, p. 1.

¹ *Beaver W.* Financial Ratios as Predictors of Failures//Journal of Accounting Research, 1967. January; *Altman E.I.* Financial Ratios, Discriminant Analysis and the Prediction of Corporate Bankruptcy//Journal of Finance, 1968, September. Детальный обзор вопроса см.: *Altman E.I.* Corporate Financial Distress. New York: Wiley, 1983.

² Zeta Services, Inc. 5. Marineview Plaza, Hoboken, New Jersey. Оценки по модели ZETA регулярно рассчитываются для более чем 4800 компаний.

Результатом этого анализа и выявления возможных кандидатов на банкротство оказываются показатели, помогающие аналитику определять компании, которые, по мнению инвесторов, являются кандидатами на рост или понижение кредитного рейтинга. Если значение ZETA-оценки падает ниже 2,9, значит, рейтинг компании обречен стать ниже BBB, то есть выпадает из группы бумаг инвестиционного класса³.

Роль отчетных показателей

Судить о защищенности и надежности займов можно только по данным об эффективности компании. Чтобы определить степень обеспеченности долга, аналитик стремится измерить показатели качества, которые уже продемонстрировали свою надежность и, тем самым, дают надежду на будущее. Исследование возможностей благоприятного изменения дел в будущем — это занятие для покупателей мусорных облигаций и сомнительных акций.

В отдельных случаях, когда речь идет о солидных и надежных заемщиках, аналитику достаточно изучить отчетные данные о прибыльности и ликвидности, чтобы установить защищенность займов при неблагоприятном развитии экономической ситуации. Но в обычном случае единственно надежными источниками анализа являются откорректированные отчеты о прибылях и убытках и балансовые отчеты. О необходимых корректировках мы уже рассказали в части 2 этой книги.

Отчетность, особенно очищенная от приукрашивания, является также лучшим источником для понимания перспектив развития. Для исследования перспектив лучше всего брать новейшие данные о чувствительности к макроэкономическим и отраслевым факторам. Аналитик может многое понять благодаря пристальному наблюдению за тем, как компания реагирует на превратности товарных рынков.

Покрытие долга: стабильность и изменчивость

Покупатель облигаций обычно принимает неизбежность процентного риска, особенно в случае долгосрочных облигаций, но не намерен принимать кредитный риск, да еще и без соответствующей компенсации. Предпочтительнее иметь небольшой, но стабильный показатель покрытия долга, чем в среднем более высокий, но очень изменчивый.

Критерии оценки способности компании выплатить долг должны в первую очередь учитывать отраслевые характеристики (и во вторую — характеристики компании). Если в силу самой природы бизнеса компания получает стабильный приток денег, приемлема очень небольшая степень покрытия долга. Именно в силу стабильности доходов производители электроэнергии демонстрируют множество примеров высокока-

³ Рассмотрение рейтингов см.: *Hawkins D.F., Brown B.A., and Campbell W.J. Rating Industrial Bonds.* Morristown, New Jersey: Financial Executives Research Foundation, 1983.

чественных выпусков облигаций. Впрочем, даже в этой области развитие атомных электростанций сильно перевернуло сложившиеся показатели роста и стабильности. Жизнь постоянно напоминает нам, что нельзя уж слишком полагаться на традиционные правила и соотношения.

Перестройки

Если компания решительно меняет структуру бизнеса или финансирования, аналитику приходится перерабатывать и пересматривать важнейшие статистические показатели. Если при этом есть возможность выделить какой-то отраслевой сектор, часть данных за прошлые периоды можно использовать без радикальной переработки. В других случаях при конструировании будущих финансовых отчетов аналитику приходится опираться на свое воображение и здравый смысл.

Если перестройка затрагивает в основном финансирование компании, задача аналитика сравнительно проста. В случае выкупа компаний в кредит, например, у руководства отсутствует возможность занимать средства, и направление развития бизнеса в известной степени предопределено. Неизбежно ограничение капиталовложений, и потребуются какое-то время на погашение кредита, взятого на выкуп акций. Когда в структуре капитала происходит сравнительно небольшое вытеснение долга собственными средствами, такого рода последствия обычно не возникают.

Определение кредитоспособности

Руководителям корпоративных финансов, кредиторам и инвесторам полезно использовать широкое определение кредитоспособности. Когда речь идет не о кратковременных спекуляциях, а об инвестициях в акции и облигации, инвестор должен оценить следующие три фактора:

- 1) способность компании при неблагоприятном положении в отрасли или в экономике в целом продолжать деятельность, не допуская больших потерь или сокращения производства;
- 2) способность компании в течение достаточно длительного времени отвечать по текущим обязательствам и обслуживать долговые обязательства даже при возникновении неблагоприятной ситуации;
- 3) способность компании получить доступ к новым источникам финансирования, чтобы обновить или расширить критически важные для нее направления бизнеса даже при возникновении неблагоприятной ситуации.

Поскольку достоверная оценка таких факторов в принципе невозможна, при прогнозировании величины и стабильности будущих доходов важна оценка степени обеспеченности кредитов.

Глава 25

Критерии инвестирования в облигации

Чтобы системным образом осуществлять постоянную отбраковку облигаций, нужно единообразно применять критерии кредитоспособности. Возможны совершенно оправданные исключения, но начинать нужно с определенных критериев, позволяющих отделить облигации, непригодные для инвестирования. Попытки узаконить такие критерии для финансовых организаций оказались неудачными, потому что в качестве критериев использовали статистические коэффициенты, которые могут и не отражать основные характеристики экономической и отраслевой ситуации, определяющие будущие сделки.

Классическим примером является принятое в 1929 г. штатом Нью-Йорк решение о том, что облигации железнодорожных компаний могут быть использованы сберегательными банками и доверительными инвестиционными фондами при меньшем, чем до этого, значении прибыльности. Как раз накануне серьезного ухудшения в экономическом положении железных дорог объем железнодорожных облигаций, признаваемых законом как «безопасное» вложение капитала, был увеличен на 64,3%. По 22% этих облигаций в следующее десятилетие, которое пришлось на эпоху Великой депрессии, выплаты были прекращены.

Как бы то ни было, но само наличие количественных критериев заставляет аналитика со вниманием отнестись ко всем предлагаемым отступлениям от этих критериев.

Критерии надежности

Природа бизнеса

Отчетные финансовые показатели позволяют оценить, в какой мере бизнес характеризуется динамичностью роста, стабильностью, чувствительностью к циклическим колебаниям экономической активности или к политическим (неэкономическим) факторам.

Оборачиваемость капитала. Стабильность такого рода характеристик в ходе циклических колебаний деловой активности легко отследить, сравнивая годовые значения коэффициента оборачиваемости капитала (объем сбыта, деленный на полный капитал).

Пример. Компания American Home Products давно отличается стабильностью роста, который мало зависит от изменений технологии и от цикла деловой активности. Первая половина прошлого десятилетия отличалась замечательной стабильностью коэффициента оборачиваемости капитала, но во второй половине периода произошли следующие изменения:

1976 г.	2,49×	1981 г.	2,50×
1977 г.	2,59×	1982 г.	2,49×
1978 г.	2,60×	1983 г.	2,32×
1979 г.	2,57×	1984 г.	2,15×
1980 г.	2,58×	1985 г.	2,04×

В середине 1980-х годов аналитик должен был задаться вопросом: достиг ли бизнес зрелости? Может быть, компания накапливает избыточный капитал? Может быть, предыдущая стабильность была артефактом, результатом того, что объем сбыта компания показывала в текущих ценах, а сумму капитала — по первоначальной стоимости? Компания дала утвердительный ответ на все вопросы. В 1984 г. компания изъяла из производства товаров для дома в объеме 10% от объема сбыта в 1983 г. Кроме того, компания вкладывала деньги в приобретение других компаний и в производство медикаментов, а в 1984—1985 гг. скупила 3,2% размещенных на рынке собственных акций и запланировала еще одну такую же операцию в том же объеме. Популярный коэффициент оборачиваемости капитала — «лучший друг аналитика» — оказался надежным ключом к пониманию изменений в характере бизнеса.

Можно было бы предположить, что результатом уменьшения оборачиваемости капитала станет снижение прибыльности на капитал, но в случае American Home Products этого не случилось, потому что величина прибыли выросла настолько, что и прибыльность капитала выросла с 29 до 30% в конце 1970-х годов и до 31,3% в 1974—1975 гг. Аналитик, конечно, предпочел бы, чтобы причиной повышения эффективности стали изменения оборачиваемости капитала, поскольку это более ста-

бильный показатель, но и повышение прибыльности можно считать похвальным источником роста эффективности.

Прибыльность. Второй полезной характеристикой природы бизнеса является его прибыльность. Сопоставление того, как год от году меняется прибыльность на собственный капитал (часто не удается получить более информативный показатель прибыльности на полный капитал), с таким же показателем для индекса Standard & Poor 400 позволяет получить показатели прибыльности, скорректированные по уровню инфляции и по циклически изменяющимся факторам. Информационные службы предоставляют отраслевые данные об инвестициях, что позволяет сравнить уровень, рост и стабильность прибыльности. Этот аспект отбора облигаций почти совпадает с тем, что приходится делать при оценке обыкновенных акций (часть 4).

Размещение. Местоположение бизнеса может иметь значение, если речь идет об учете политического риска вложений за рубежом. Американские инвесторы должны понимать, что при размещении заводов и других производственных ресурсов за рубежом возникает дополнительный риск. Кредитные инструменты, обеспеченные такими активами, не могут быть столь же надежными, как если бы они были обеспечены отечественными производственными активами. Размещение производственных мощностей на территории США может оказаться очень значимым фактором, если его не уравнивают доступность ресурсов, близость товарных рынков, низкие расходы на транспорт и на рабочую силу, особенности государственного регулирования. Впрочем, перечисленные нами факторы обычно отражены в величине прибыльности.

Рост. Как уже отмечалось, показатели, характеризующие рост способности поставлять товары и услуги, нет смысла экстраполировать на будущее, но они могут быть полезны для оценки развития рынков. При такого рода измерениях всегда возникает проблема чувствительности к экономическим и отраслевым циклам. В большинстве случаев достаточно бывает осуществлять измерения между двумя точками наивысшего подъема или наибольшего спада и не обращаться к довольно сложной технике вычислений трендовых линий по методу наименьших квадратов¹.

Более серьезной является проблема, созданная инфляцией 1970-х годов. Чтобы устранить эффект общего повышения уровня цен, можно использовать дефлятор ВВП, индекс производственных цен или что-либо в этом роде. За 15 лет, с 1970 по 1984 г., отчетная прибыль компании American Home Products росла на 12% в год, при том что объем сбыта устойчиво рос менее чем на 11% в год. Что это означает? Как учесть

¹ Верный способ избежать эту проблему описан в главе 2 (см. рис. 2.2).

средний темп инфляции в 7% за год? Следует ли считать, что *реальный* темп роста составлял 4%? Но ведь оценивая способность выплачивать долг, мы учитываем доход не в реальных, а в номинальных долларах.

Для прогнозирования будущего роста важнее другой аспект — потребность в капитале. Стабильность коэффициента оборачиваемости капитала, отсутствие серьезных изменений в характере бизнеса помогают аналитику оценить вероятную потребность в капитале и методы финансирования. При оценке уже размещенных или готовящихся к выпуску облигаций следует оценить достаточность неиспользуемой способности брать кредит для финансирования капиталовложений.

Стабильность прибыли. Устойчивость и стабильность прибыли являются ключевыми факторами при определении кредитоспособности. Представим себе, что нам нужно выбрать между компанией *A*, для которой средний коэффициент покрытия долга равен 2, но не опускается ниже 1,75, и компанией *B*, для которой этот коэффициент равен в среднем 3, но колеблется от 4 до 0,5. Инвестору следует предпочесть компанию *A*. Может быть, компания *B* никогда и не попадет в ситуацию неплатежеспособности, но если инвесторы заподозрят, что это возможно, цена выпуска упадет. Мы уже подчеркивали, что при выборе облигаций нужно избегать те выпуски, цена которых может зависеть от ощущения финансовой слабости.

Если нестабильность имеет циклический характер, это не так важно, потому что предполагается, что направление цикла изменится. Но когда речь идет о влиянии политических факторов или технологических изменений, можно предположить, что тенденция не только сохранится, но и усилится со временем. То же можно сказать и о силах конкуренции. В некоторых случаях знание о перспективах конкурента может быть не менее полезно для анализа, чем любая информация об изучаемой компании.

На экономическое положение отрасли влияют не только внешние, но и внутренние факторы. В таких очень капиталоемких отраслях, как авиалинии, привлечение значительного — относительно общей структуры капитала — объема кредитов делает невозможным высокий рейтинг их облигаций. При знакомстве с финансовыми отчетами аналитик легко определяет примерное соотношение постоянных и переменных издержек. Если доля постоянных издержек высока, нужно тщательнее отслеживать изменения в структуре производимой продукции и в относительной величине привлеченного долга.

Никакие количественные показатели стабильности не могут быть решающим критерием для отклонения облигаций. Общее правило, согласно которому если компания в неблагоприятных обстоятельствах не в силах обслуживать долг, то от ее облигаций следует отказаться, нуждается в оговорках. Аналитик должен выяснить, какие факторы стали причиной неблагоприятной ситуации и можно ли ожидать ее повторения.

Размер. Обычно компании с большим объемом материальных активов более кредитоспособны, чем малые, просто потому, что рынки их знают лучше, ассортимент производимой ими продукции шире, а доступ к рынкам капитала у них более легкий. Любое количественное ограничение размера при выборе облигаций для инвестирования не может не быть произвольным. Компания American Motors с объемом продаж в 4 млрд дол. является одной из небольших компаний в автомобилестроении. Компания J.M. Smucker, у которой годовая реализация продукции не превышает 300 млн дол., а собственный капитал — 100 млн дол., является ведущей на рынке джемов и варенья и уже много лет стабильно растущей и неизменно прибыльной компанией, кредитоспособность которой не вызывает сомнений.

В период Великой депрессии подтвердилось то, что было известно и прежде: размер компании является элементом механизма, поддерживающего способность компании погашать долги, то есть способствует стабилизации прибыли. Вычисленные У. Бреддоком Хикманом данные за период с 1900 по 1943 г. показывают зависимость между размером компании и долей непогашенных выпусков облигаций (см. табл. 25.1).

Таблица 25.1. Непогашенные выпуски промышленных облигаций, 1900—1943 гг.

Сумма активов эмитента	Процент непогашенных выпусков
До 5 млн дол.	38,0
От 5 млн до 99 млн дол.	25,3
От 100 млн до 199 млн дол.	17,2
Свыше 200 млн дол.	3,4

Источник: *Hickman W.B. Corporate Bond Quality and Investor Experience. Princeton: Princeton University Press for National Bureau of Economic Research, 1958, p.495.*

Опыт 1981—1982 гг. свидетельствует, что в период рецессии прибыльность малых компаний особенно уязвима. В таблице 25.2 приведены данные о падении годовой прибыльности на собственный капитал (после уплаты налогов) для промышленных компаний в период с III квартала 1981 г. по III квартал 1982 г.

Есть смысл не только в том, чтобы измерять размер компаний относительно крупнейших компаний отрасли, но и в том, чтобы использовать критерий минимальной абсолютной величины компании. Сам по себе размер, естественно, не гарантирует прибыльность и финансовую силу, но говорит о привычной кредитоспособности. Поэтому мы считаем, что эмитент облигаций инвестиционного класса должен

**Таблица 25.2. Падение годовой прибыльности на собственный капитал
(в %)**

Размер активов	1981 г.	1982 г.	Изменение
До 5 млн дол.	16,1	9,1	-43,5
От 5 млн до 10 млн дол.	14,6	8,0	-45,2
От 10 млн до 25 млн дол.	11,4	10,4	-8,8
От 25 млн до 50 млн дол.	10,6	7,8	-26,4
От 50 млн до 100 млн дол.	13,0	5,0	-61,5
От 100 млн до 250 млн дол.	12,5	7,4	-40,8
От 250 млн до 1 млрд дол.	12,2	6,8	-44,3
Свыше 1 млрд дол.	13,6	10,0	-26,5
Для всех промышленных корпораций	13,4	9,2	-31,3

Источник: Federal Trade Commission. Quarterly Financial Report for Manufacturing, Mining and Trade Corporation. Third quarter 1982, p.XXIII.

иметь собственный капитал в размере не менее 50 млн дол. в среднем за пять предыдущих лет. Здесь достаточно самых простых вычислений: сложить высшие и низшие значения цен на акции, разделить на 10 и умножить на число акций, размещенных на конец периода. Мы считаем, что нет необходимости устанавливать минимальный размер активов для корпораций из регулируемых отраслей: электро- и газоснабжение, телефонные компании.

Обычно промышленные компании с минимальным собственным капиталом (по нашему критерию) размещают облигаций на 10—25 млн дол. Минимальный размер выпуска не оговаривается, поскольку это может повлиять на ликвидность, но не имеет отношения к процессу анализа.

Условия выпуска

Условия выпуска, защищающие его (либо наоборот) от последствий колебаний процента, заслуживают внимания со стороны портфельного менеджера. Аналитик ценных бумаг должен описать эти характеристики выпуска и удостовериться, что инвестор вполне понимает их смысл, а также интересы и возможности эмитента. К тому же аналитик должен убедиться, что защищающие условия оговорены в соглашении о выпуске, что они сформулированы так, что способны обеспечить надежность выпуска, оправдывающую инвестирование в него.

Ранний срок погашения. С точки зрения безопасности краткосрочность облигации, дающая право на ее погашение вскоре после покупки, считают привлекательной чертой, поскольку полагают, что чем короче срок, тем меньше возможная неопределенность. Поэтому инвес-

торы при покупке краткосрочных облигаций склонны пользоваться менее жесткими критериями отбора.

Эта логика неверна. Когда срок погашения близок, у инвестора есть привилегия на быстрое погашение, а эмитент озабочен рефинансированием выпуска. Близость срока погашения вовсе не гарантирует погашения. Компания должна располагать либо деньгами, либо прибыльностью и финансовым положением, которые позволяют привлечь новые долги. Корпорации часто эмитируют краткосрочные облигации только потому, что слабость их финансового положения не позволяет рассчитывать на размещение долгосрочных облигаций по приемлемой ставке. Короче говоря, каким бы ни был срок до погашения, критерии выбора смягчаться не должны.

Обеспеченные обязательства. Уже отмечалось, что не следует переоценивать наличие активов, обеспечивающих выпуск. Точнее говоря, транспортное оборудование, торговые помещения, сдаваемые внаем автомобили и прочие доходные активы, являются хорошим обеспечением долга, если приносят пользователю прибыль. Но для кредитора эти источники прибыли интересны не как возможное пополнение собственных активов, а как гарантия того, что облигации и проценты по ним будут погашены в срок.

Хотя владелец первостепенных обязательств должен видеть гарантии надежности прежде всего в прибыльности эмитента, условия выпуска должны обязывать эмитента не допускать действий, подрывающих интересы инвесторов, наращивать кредитоспособность компании и уметь выпутываться из неблагоприятных обстоятельств. Нет возможности (да это и не нужно) превращать эти рекомендации в строго сформулированные правила, но бесспорно, что наличие таких рекомендаций повышает защищенность держателя первостепенных обязательств.

Условия второстепенных и первостепенных долгов заслуживают специального рассмотрения, потому что возможности для выпуска первостепенных обязательств могут оказаться безграничными, а защищенность второстепенных обязательств от разбавления — очень слабой. В этом случае ясно, что инвестор может полагаться только на гарантированную прибыльность эмитента, а другие источники надежности вполне призрачны.

Защищающие условия. Обычно в условия договоров об эмиссии облигаций входят следующие защищающие условия.

- *Запрет приоритетных закладных.* При прочих равных, обычным и желательным является условие облигационного соглашения, запрещающее параллельный выпуск облигаций, обеспеченных приоритетными закладными на одну и ту же собственность.

- *Условие равного и пропорционального обеспечения.* Если выпуск не обеспечен активами эмитента, следует предусмотреть, что никакая собственность компании не может быть залогом другого выпуска без того, чтобы создать равные и пропорциональные гарантии для данного выпуска.
- *Залог за деньги.* Обычно не ограничивают право эмитента заложить за деньги приобретенную впоследствии (после выпуска) собственность.
- *Ограничения на дополнительную эмиссию или на другие формы наращивания долга.* Многие облигационные выпуски защищены от возможности разбавления данного выпуска и от наращивания суммы долга относительно собственного капитала. В случае компаний коммунального хозяйства условием наращивания долга является увеличение собственного капитала, а в случае промышленных корпораций — повышение прибыли. Практическое значение этого условия меньше, чем может показаться, потому что в обычном случае дополнительно эмитированный долг еще нужно успешно разместить на рынке.
- *Требования к оборотным средствам.* Только для облигаций промышленных компаний возможно требование поддерживать определенное соотношение суммы долговых обязательств и чистых текущих активов. При этом величина отношения, как и наказание за нарушение этого условия, бывает разной. В большинстве случаев наказанием бывает запрет на выплату дивидендов или на капиталовложения в основной капитал до тех пор, пока не восстановится требуемое соотношение текущих активов и долга. Запрет на выплату дивидендов и на выкуп собственных акций есть мера разумная и применяемая, но более строгое наказание, которое засчитывает недостаточность оборотных средств относительно суммы долга как «факт несостоятельности», является неэффективным и даже вредным для самого держателя облигаций. Ведь банкротство не помогает кредиторам, а вредит им. В случае выпусков, размещенных закрытым образом, а также для срочных банковских займов обычно идет на смягчение этого условия.
- *Выкупные фонды и серийные погашения.* Фонды погашения полезны двояким образом. Продолжающееся сокращение объемов отдельных выпусков повышает их надежность и облегчает выкуп при наступлении срока погашения. Важно и то, что демонстрация рыночного спроса на дополнительную эмиссию выпуска полезна для эмитента и для инвесторов. Когда главным обеспечением выпуска является истощимый актив, создание выкупного фонда является незаменимой формой защиты прав инвесторов. Особенно хорошо, когда величина отчислений в выкупной фонд соотнесена с величиной прибыли. Когда компания American Sugar Refining выкупила свои 7-процентные привилегированные акции, частью оплаты послужили 5,30-процентные не обеспеченные залогом облигации, подлежащие погашению в

1993 г. В соглашении о выпуске был пункт, по которому в выкупной фонд отчисляется меньшая из сумм — либо 10% чистой прибыли, либо сумма, достаточная для погашения облигаций в срок. Прибыль компании оказалась более чем достаточной, и последние 23% выпуска выкупной фонд погасил досрочно. Облигация, которая в середине 1986 г. шла по 81, в январе 1987 г. была погашена по 101 $\frac{1}{2}$. Условие об отчислениях в выкупной фонд наталкивается на ту же проблему, что и условие о соотношении долга и оборотных средств. В облигационных договорах регулярно обговаривается, что неспособность эмитента делать установленные взносы в выкупной фонд является основанием для объявления его неплатежеспособным и дает право предъявить выпуск к немедленному погашению. Это условие почти никогда не выполняется. Держатели облигаций предпочитают дать отсрочку по внесению платежей в выкупной фонд, вместо того чтобы запустить механизм банкротства.

В связи с наличием условия о перекрестном невыполнении обязательств и других статей аналитик должен изучить условия всех займов компании и ее соглашений об аренде, а не только анализируемый выпуск. Не редкость, что самые жесткие ограничения накладывают договора о банковских займах, но эти договора, во-первых, могут быть пересмотрены, а во-вторых, могут быть погашены задолго до срока погашения облигаций.

Право досрочного погашения облигаций и требования о создании выкупного фонда важны для портфельного менеджера, который конструирует портфель для обеспечения определенных целей и потребностей, но эти условия имеют совсем другое значение для аналитика ценных бумаг. Последнего все эти условия интересуют лишь в той степени, в какой они влияют на способность заемщика обслуживать долг, не прерывая движения вперед — к новым проектам и новым возможностям.

Показатели прибыльности

Простое отношение балансового показателя нераспределенной прибыли к совокупным активам может показаться безнадежно устаревшим критерием, но при этом несет важную информацию о прибыльности, о возрасте (проверенности рынком) и о росте компании. Не приходится игнорировать роль этого коэффициента как признака банкротства. При использовании показателя нужно соблюдать обычные меры предосторожности, гарантирующие его неискаженность. Например, очень успешная компания, ряд лет выплачивавшая очень большие дивиденды по обыкновенным акциям, может — в силу трансферта сумм из счета нераспределенной прибыли в счет объявленного (уставного) капитала — показать низкий уровень нераспределенной прибыли, дающий заниженное представление об ее прибыльности.

Количественный критерий не устанавливается, но если значение коэффициента 40% или более, значит, компания имеет долгую историю прибыльности. Для капиталоемких компаний 25% и более считается также очень хорошим показателем. Если показатель имеет меньшее значение, аналитику следует покопаться в статистике. Этот показатель прибыльности лучше и надежнее, чем данные о выплачиваемых дивидендах.

Защита активов

Ликвидность. За пределом таких капиталоемких отраслей, как перерабатывающая промышленность, сфера коммунального хозяйства, транспорт, лесоперерабатывающая и другие отрасли, характеризующиеся низкими значениями коэффициента оборачиваемости капитала, чистые текущие активы должны быть равны 100% суммы долгосрочного долга. Не менее информативно отношение суммы текущих активов к сумме пассивов.

Для оценки ликвидности по-прежнему пригоден коэффициент ликвидности (отношение текущих активов к текущим пассивам).

Результатом более эффективного управления текущими активами может быть более низкое, чем стандартные 2 : 1, значение этого коэффициента, но 1,75 : 1 может быть только у финансово сильной компании.

Лучшим показателем ликвидности является коэффициент быстрой ликвидности (текущие активы за вычетом запасов, деленные на текущие пассивы), и он пригоден для всех отраслей. Чтобы иметь высокий кредитный рейтинг, значение этого коэффициента должно быть 1 : 1. Исключением являются компании, которые научились экономить на сумме кассовых остатков и на активах, приравненных к наличности. Важнее динамика этого показателя, а не его значение за отдельный год.

Пример. Коэффициенты за 1985 и 1986 гг. для компании Monsanto показаны в таблице 25.3. Ухудшение этих коэффициентов вызвано приобретением в 1985 г. компании G. D. Searle & Company. В годовом отчете компании за 1985 г. (стр. 35) прямо сказано о ликвидности и структуре капитала: «Чтобы после приобретения компании Searle вернуться к нормальному уровню долга и финансовых показателей, компания начала ликвидацию нескольких направлений бизнеса и активов... В конце 1985 г. коэффициент ликвидности компании Monsanto составлял 1,4 : 1, а в начале 1984 г. — 2,2 : 1. Руководство компании стремится достичь уровня 2 : 1». Отметив, что отношение долгосрочного долга к совокупному капиталу составляет 38%, а в 1984 г. это отношение было равно 18%, годовой отчет сообщает: «Руководство полагает, что в среднем соотношение суммы задолженности и совокупной капитализации должно составлять 33%». Из текста отчета ясно, что финансовая политика корпорации нацелена на обеспечение соответствия критериям, которые гарантируют надежность погашения финансовых обязательств компании.

Таблица 25.3. Коэффициенты компании Monsanto (в млн дол.)

	1985 г.	1984 г.
Коэффициент ликвидности		
Текущие активы*	3497	2830
Текущие пассивы	2378	1202
Коэффициент	1,47 : 1	2,35 : 1
Коэффициент быстрой ликвидности		
Текущие активы за вычетом запасов	2180	1758
Текущие пассивы	2378	1202
Коэффициент	0,92 : 1	1,46 : 1
Покрытие пассивов		
Текущие активы*	3497	2830
Сумма пассивов	5470	2739
Коэффициент	0,64 : 1	1,03 : 1

* Включены посленалоговые резервы ЛИФО.

Амортизирующая «подушка». В случае корпораций коммунального хозяйства счет основных средств свидетельствует о наличии обеспечения по облигациям. Такое вряд ли верно для транспортных и промышленных корпораций. В случае промышленных компаний инвестора при неблагоприятных обстоятельствах защищает только *амортизирующий капитал*. Этот капитал представляет собой не балансовую стоимость активов, а полную стоимость действующей компании. Прежде чем вложить средства в облигации, инвестор должен убедиться, что бизнес стоит намного больше того, чем он владеет.

Облигации промышленных компаний надежны, когда компания стоит втрое больше, чем ее совокупный долг. Чтобы считать промышленную или транспортную компанию кредитоспособной, ее амортизирующий капитал должен вдвое превышать номинальную сумму ее долга. Но при всей желательности полной оценки капитала, которая описана в части 4, она требует времени и усилий, не оправдываемых задачей инвестирования в облигации. В качестве замены мы рекомендуем — сознавая всю ненадежность рыночных оценок — использовать среднюю рыночную стоимость собственного капитала за пятилетний период.

По этому показателю на конец 1984 г. компания Monsanto имела значительную неиспользованную способность принимать долг, поскольку средняя за пять лет рыночная стоимость собственного капитала составляла 382% от суммы долга. К концу 1985 г. в результате поглощения компании Searle амортизирующий капитал съезился до 168%, но потом в силу сокращения долга опять увеличился. Строго говоря, 200% амортизирующего капитала необходимы для того, чтобы облигации обладали инвестиционным классом, и этому соответствует ситуация, когда долг составляет 1/3 в структуре капитала. Если средняя рыночная сто-

имость собственного капитала составляет только 133% от балансовой стоимости активов, 40% долга от балансовой капитализации все еще приемлемы. На конец 1985 г. индекс Value Line, составленный по показателям 900 компаний промышленных, транспортных и розничной торговли (исключая железнодорожные), дал следующую усредненную структуру капитала: 32% — долг, 2% — привилегированные акции и 66% — обыкновенные акции по балансовой стоимости. На тот момент отношение рыночной оценки акций к их балансовой оценке составляло 1,58². Показатель амортизирующего капитала является только дополнением, но не заменяет в качестве критерия инвестиционной пригодности облигаций показатель покрытия долговых обязательств прибылью.

Защита прибылью

В предыдущей главе мы уже говорили, что кратность покрытия процентов чистой прибыли до выплаты процентов и налогов стала реальной проблемой из-за широких колебаний уровня процента в 1970-х годах. Для вычисления покрытия процентных обязательств можно использовать скользящую среднюю за 10-летний период, оканчивающийся в 1986 г., которая составляет 12% для новых выпусков корпоративных облигаций инвестиционного класса (с рейтингом А). Может быть, стоит по той же ставке капитализировать рентный доход, чтобы избежать искажений, создаваемых неблагоприятными условиями при открытии нового финансирования.

Если величина процентных платежей нормальна, минимально достаточным обеспечением облигаций служит пятикратное покрытие средним доналоговым доходом для промышленных компаний и трехкратное — для транспортных. (При этих вычислениях используют сумму всех процентных обязательств, не вычитая капитализированных процентов, а в случае компаний коммунального хозяйства — достаточно большие статьи скидок на средства, израсходованные на строительство.) В тех случаях, когда прибыль компании колеблется в очень широких пределах, критерием для большинства заемщиков является двойное покрытие процентных платежей прибылью за самый неудачный год.

Для вычисления среднего покрытия процентов следует брать достаточный период, охватывающий один или два полных цикла, то есть 5—10 лет. Спады 1980 и 1981—1982 гг., к примеру, дают достаточную возможность для проверки обеспеченности долгов, хотя в ряде отраслей продолжительность спада была более длительной — в сельскохозяйственном машиностроении, в металлургии и др. Использование для вычисления минимального покрытия данных за самый неудачный год позволяет выявить малейшие признаки хронической нестабильности уровня прибыли.

² Value Line, Inc. The Value Line Investment Survey. New York, 1986, July 25, p.951—954.

Но лучшим показателем защиты, создаваемой способностью получать прибыль, конечно, является покрытие всех расходов на обслуживание долга. Этот коэффициент вычисляется как отношение чистой прибыли до выплаты процентов и налогов плюс другие неденежные проводки к регулярной величине процентных выплат на полную сумму долга плюс расходы на погашение долга в доналоговом исчислении. Этот показатель должен быть равен 2 и не падать ниже 1 в самый плохой год. Следует учесть и обязательства по аренде, естественно, но доля арендных платежей, идущая на погашение основной суммы аренды, не должна увеличиваться на величину налогов, так как эти суммы вычитаются из налогооблагаемой прибыли. Изменчивость и динамика этого коэффициента не менее важны, чем абсолютный уровень покрытия, и нуждаются в тщательном анализе.

Для электростанций используют отношение чистого притока денег к полному капиталу; для долговременных активов таких предприятий 6% и выше считается приемлемым уровнем. Этот показатель окупаемости основных средств характеризует способность таких компаний финансировать капиталовложения за счет внутренних ресурсов.

Резюме

Минимальные количественные требования к облигациям инвестиционного класса таковы:

1. Нераспределенная прибыль составляет 40% активов, а в капиталоемких отраслях считается достаточным уровнем 25%.
2. Показатели роста и прибыльности должны выглядеть достаточно привлекательными относительно общего уровня экономики и других отраслевых компаний.
3. Стабильность уровня прибыли; убыточные годы или очень редки или вовсе не случаются.
4. Минимальный размер, измеряемый средней за пять лет рыночной стоимостью собственного капитала, — 50 млн дол.
5. Достаточная защита от чрезмерного наращивания приоритетных долговых обязательств.
6. Чистая сумма текущих активов равна 100% суммы долгосрочных долгов.
7. Коэффициент ликвидности не меньше чем 1,75 : 1.
8. Коэффициент быстрой ликвидности 1 : 1.
9. Амортизирующая «подушка», измеряемая средней за пять лет рыночной стоимостью собственного капитала, составляет 200% всех долговых обязательств.

10. Средняя доналоговая прибыль пятикратно превышает процентные расходы для промышленных и трехкратно — для транспортных компаний, а прибыль самых плохих лет — вдвое.
11. Среднее покрытие всех расходов на обслуживание долга равно 2, а в самые плохие годы — 1.

Возможны случаи, когда приходится пренебрегать этими критериями, и аналитик должен уметь обосновать свое решение. Если, к примеру, по какому-либо критерию компания выглядит уж очень хорошо, можно пренебречь тем, что по другому она еле проходит в ранг инвестиционных.

Сомнительно надежные облигации

Второстепенный долг

Если эмитент кредитоспособен, второстепенный долг может быть рекомендован инвесторам. Но есть опасность, что будут эмитированы долговые инструменты более высокого или такого же ранга, так что в результате надежность покрытия окажется сниженной. Желательно присутствие в облигационном договоре условий о величине оборотных средств, отношения долга к собственному капиталу, об ограничениях на выплату дивидендов и на выкуп собственных акций. Условия соглашений по первостепенному долгу также могут служить защитой для второстепенного долга.

Принципиально важно требование о создании выкупных фондов, позволяющих упорядочить процесс погашения облигаций, хотя в случае финансовых проблем у должника его невозможно принудить к своевременным отчислениям в этот фонд. На практике величину отчислений в выкупные фонды привязывают к прибыли, и это помогает избежать проблем, поскольку в хорошие годы осуществляется активное погашение второстепенного долга.

Падшие ангелы

Высококачественные облигации, потерявшие свой статус, заслужили название *падшие ангелы*. Крупные электрические компании Consumers Power, Long Island Lighting и Public Service of New Hampshire, так же как крупные авиалинии и производители стали, дали стране изрядный объем таких некогда приемлемых или даже сильных долговых обязательств. Эти облигации создают потенциал рискованных, но в будущем потенциально прибыльных спекуляций. Анализ конкретных выпусков такого рода эмитентов заслуживает самого пристального внимания.

Многие держатели такого рода облигаций считают их сохранение в портфеле делом неуместным, чрезмерно рискованным и малоприятным. Поэтому цены на них бывают много ниже, чем их ликвидационная стоимость. В таких ситуациях время и усердие могут хорошо вознаградить людей знающих и опытных. Цены — союзник аналитика; медленная реакция — худший враг.

Незнакомые заемщики

Ценные бумаги с фиксированным доходом, эмитированные незнакомыми рынку заемщиками, которые проходят богатый рисками период становления, непривлекательны. Нет такой разумной ставки процента, которая оправдывала бы этот риск. Некоторые виды участия в собственности в форме конвертируемости или варрантов с правом покупки акций являются единственной возможностью разумной сделки с таким заемщиком.

Если условия незнакомого выпуска содержат «впрыскивание собственности», можно сформировать диверсифицированный портфель, потенциальная доходность которого оправдывала бы риск. При этом диверсифицировать следует не только экономические сектора и отрасли, но и сроки. В периоды всеобщего оптимизма, граничащего с эйфорией, на рынке появляется множество незнакомых выпусков, и результаты для инвесторов бывают почти ужасными. Впоследствии могут возникнуть определенные возможности, но в большинстве случаев если уж рисковать, то лучше купить обесценившиеся обыкновенные акции.

Мусорные облигации

Мусорными называют преимущественно большие выпуски второстепенных и не имеющих обеспечения облигаций, выпускаемые в ходе перестройки корпораций или выкупа их в кредит с переводом в частный сектор. Поскольку аналитик должен обосновывать надежность долга стоимостью предприятия в целом, ни при каких обстоятельствах он не может признать за такими облигациями инвестиционный класс. Уплаченная за компанию цена почти по определению является суммой ее инвестиционной стоимости и премии за право контроля. Даже если на рынке эти облигации недооценены, 25—50-процентная премия сильно снижает масштаб недооцененности.

Среди кандидатов на выкуп в кредит немало достаточно солидных и вполне стабильных компаний, которые не нуждаются в больших вливаниях капитала и собирают достаточно денег для погашения долга. Создание большого финансового рычага (то есть резкое увеличение доли долга в структуре капитала) — практика, известная в операциях с собственностью, — может сделать инвестирование привлекательным для

кредиторов, но только при том условии, что они готовы получить ценную бумагу, которая является одновременно акцией и облигацией. В мусорной облигации нужно видеть две составляющие: очень ненадежное долговое обязательство плюс клочок бумаги, который, если все пойдет хорошо, может превратиться в нормальное долговое обязательство. Это условное обязательство, довольно похожее на варранты или другие формы участия в будущем предприятия. Экономист должен оценить соотношение составляющих кредита и собственности в мусорной облигации и их рискованность.

Изначальное отсутствие надежных гарантий оправдывает премию за риск, заложенную в проценте по мусорным облигациям, которая должна скрасить ожидание погашения старшего долга. Главный вопрос для инвестора — адекватность величины этой премии за риск, и аналитик должен скрупулезно оценить риск банкротства предприятия³.

Только будущее покажет, в какой степени волна эмиссии мусорных облигаций была обоснована расчетами, используемыми при анализе ценных бумаг. Авторы убеждены, что стремление «не отстать от поезда» было причиной неверных решений, и что впереди много трудных ситуаций, из которых придется выпутываться, а в результате будет потеряно много денег. Недостаточно заявить о наличии неиспользуемой способности заимствования, чтобы появился собственный капитал. Он возникает только при наличии определенных производственных и финансовых возможностей. Чрезмерные долги всегда собирали свою дань с держателей ценных бумаг, и мы не уверены, что в этом случае будет как-нибудь иначе.

³ Отличный анализ этого рынка и премии за риск см.: *Altman E.I. and Nammacher S.A. Investing in Junk Bonds. New York: John Wiley & Sons, 1987.*

Глава 26

Выбор привилегированных акций

Привилегированные акции являются разновидностью корпоративных ценных бумаг с фиксированным доходом. Поскольку они существенно отличаются от облигаций по своим свойствам и критериям выбора, привилегированным акциям посвящена эта глава. В центре внимания будут привилегированные акции промышленных компаний, с которыми чаще всего приходится иметь дело аналитикам.

Свойства ценных бумаг

Налоги

До тех пор пока 80% дохода корпораций от дивидендов освобождены от подоходных налогов, инвесторы будут любить привилегированные акции. При 34-процентном федеральном подоходном налоге корпорация выплачивает только 6,8% прибыли от дивидендов. Взаимные фонды кассовых резервов корпораций достигали значительных объемов, активно эмитировались различные инструменты с плавающим процентом для работы с этим рынком. Коммерческие банки активно размещали привилегированные акции с плавающей процентной ставкой, которые сконструированы для уменьшения процентного риска.

Налоговые льготы для корпораций оказывают выраженное воздействие на рыночные цены и доходность. Второстепенные выпуски привилегированных акций часто продаются с меньшей доходностью, чем более старшие и обеспеченные активами облигации той же компании. Вот, к примеру, доходность по двум кредитным инструментам на конец 1986 г. (в %):

Компания	Доходность облигаций	Доходность привилегированных акций
E. I. Du Pont de Nemours	8,65	7,00
General Motors	8,80	6,98
Standard & Poor's High Grade Industrials	9,31	7,15

Из приведенных данных следует, что частные лица и организации, не имеющие таких налоговых льгот, как у корпораций, не станут инвестировать в привилегированные акции, но предпочтут купонные облигации кредитоспособных компаний. Исключением являются бессрочные инструменты, которые могут быть привлекательны большой продолжительностью или правом конвертации. С точки зрения аналитика, конечно, присутствие в структуре капитала привилегированных акций заставляет поставить вопрос об уместности.

Общая ситуация

В структуре корпоративного капитала привилегированные акции представляют собой одновременно права на собственность компании и амортизирующий капитал для ее долговых обязательств. Если сравнивать с обыкновенными акциями, то привилегированные акции с их приоритетным правом на участие в прибыли и в активах, дивиденды по которым выплачиваются из посленалоговой прибыли, являются дорогостоящей разновидностью старших ценных бумаг. Но привилегированные акции могут быть полезными для поддержания высокого рейтинга долга и создания финансового рычага, обеспечивающего рост прибыли и дивидендов по обыкновенным акциям.

Договор на выпуск привилегированных акций в принципе неудовлетворителен, так как он не дает инвестору ни законного права на проценты и погашение основной суммы, которое дают обычные облигации, ни права на участие в остатке прибыли, как обыкновенные акции. Тем не менее привилегированные акции могут быть привлекательным и надежным инструментом с фиксированным доходом, если их природные слабости будут компенсированы силой компании-эмитента. В сущности, надежность привилегированных акций обеспечивают те же элементы защиты, что и в случае высококачественных облигаций. Но в

неблагоприятных обстоятельствах привилегированные акции явно более уязвимы, чем облигации. И в последние десятилетия их владельцам приходилось в целом хуже, чем покупателям облигаций. Отсюда следует, что отбирать привилегированные акции для инвестирования нужно еще строже, чем облигации. Помимо того что они более уязвимы для неблагоприятных деловых и финансовых обстоятельств, они в силу большей продолжительности более уязвимы для колебаний цен и подвержены большему процентному риску.

Современный статус привилегированных акций

Большинство промышленных корпораций отказались от эмиссии привилегированных акций, потому что с финансовой точки зрения они бессмысленны. Для того чтобы выпуск привилегированных акций имел действительно инвестиционный класс, компания должна быть достаточно сильной, чтобы оказаться в состоянии эмитировать равного объема облигации, годовые издержки на обслуживание которых были бы меньше. Использование второстепенных не обеспечиваемых облигаций дает заемщику любую нужную степень гибкости. Объем размещенных на рынке привилегированных акций существенно снизился в результате действия выкупных фондов, которые осуществили их замену на обычные облигации. Привилегированные акции продолжают использовать только корпорации коммунального хозяйства, которые имеют возможность перекладывать свой подоходный налог на конечного потребителя.

Новые выпуски привилегированных акций не вполне инвестиционного класса эмитируют новые предприятия частного сектора, не имеющие других возможностей для привлечения долга. Если полностью учесть потери капитала, оказывается, что такие ценные бумаги даже в широкодиверсифицированном портфеле дают малую прибыль. Тому, кто вкладывает деньги в этот сектор рынка капиталов, следует настаивать на определенном участии в прибыли, превосходящей выплаты дивидендов по привилегированным акциям.

Право на дивиденды

Право привилегированных акций на участие в прибыли и в активах является преимущественным только по отношению к правам обыкновенных акций. Инвесторы требуют, чтобы права привилегированных акций на дивиденды были кумулятивными, то есть должны быть выплачены все дивиденды, причитающиеся по привилегированным акциям с момента эмиссии, прежде чем могут быть выплачены какие-либо дивиденды по обыкновенным акциям. При реорганизации корпорации кредиторы могут получить кумулятивные привилегированные акции, но уже это сигнал того, что они обеспечены неопределенным и недостаточным потенциалом получения прибыли.

В период Великой депрессии, когда реальность преимущественного права привилегированных акций на дивиденды прошла жесточайшую проверку, почти в половине случаев пропуска дивидендов по обыкновенным акциям в тот же год прекращались выплаты по привилегированным. Почти в четверти случаев выплата привилегированных дивидендов задерживалась более чем на три месяца. В этот период очень затянувшегося спада почти 65% привилегированных акций, по которым задерживались дивиденды, получали бы проценты в срок и в полном объеме, если бы они имели форму облигаций. Сам статус привилегированных акций ставит их в менее выгодное, если сравнить с держателями облигаций, положение.

Имеющиеся данные по 243 выпускам промышленных привилегированных акций показывают, что в 1930-е годы 41% этих акций приносил дивиденды ежегодно. По 24% возникали сравнительно небольшие задержки с дивидендами, но по остальным 35% задержанные дивиденды, если были выплачены вообще, то только в ходе изменения структуры капитала компании¹.

Причиной такого положения стало право директоров принимать решения о приостановке дивидендов по привилегированным акциям. Поскольку главным принципом является верность интересам владельцев обыкновенных акций, ничего удивительного, что когда из-за неблагоприятной экономической ситуации приходится отказываться от выплаты им дивидендов, то следом идет приостановка дивидендов по привилегированным акциям. При этом денежные поступления компания направляет на модернизацию оборудования, разработку новой продукции, выплату долга и другие благие цели, которые в отдаленной перспективе принесут пользу и владельцам привилегированных акций, но главная-то выгода достанется владельцам обыкновенных акций. В сущности, у владельцев привилегированных акций легко получить беспроцентную ссуду и без утомительных переговоров об условиях ее погашения — достаточно просто приостановить выплату привилегированных дивидендов.

Поэтому владельцы привилегированных акций сталкиваются с задержкой доходов, чего не бывает с держателями облигаций. Возможность таких ситуаций автоматически делает привилегированные акции неприемлемыми, поскольку весь смысл вложения денег в инструменты с фиксированным процентом в том, чтобы иметь надежный источник доходов. К тому же угроза задержки или снижения дивидендов является причиной сильной изменчивости рыночных цен на привилегированные акции. Когда дивиденды перестают выплачивать «ради будущих выгод акционеров», рыночная цена резко падает, в чем выражается несогла-

¹ *Murray R.F. Preferred Stocks of Industrial Corporations. Ph.D. dissertation. Graduate School of Business Administration. New York University, 1942, p.46.*

сие рынка с директорами по вопросу о том, что именно идет на пользу привилегированным акциям.

Право голоса

Обычно привилегированные акции не дают право голоса, разве что дивиденды не выплачивались в течение четырех, шести или восьми кварталов. В такой ситуации владельцы привилегированных акций могут выбрать двух или более директоров, но почти никогда большинство совета. Им может быть также предоставлено право отдельно проводить голосование по вопросам слияния или реструктуризации, но все это малозначительно. Получение права голоса с задержкой и невозможность оказывать реальное влияние на управление компанией лишают право голоса, даваемое привилегированными акциями, практического значения. Эффективным могло бы стать предоставление владельцам привилегированных акций права переизбрать весь совет директоров в случае задержки дивидендов на год, но эта группа акционеров редко бывает в состоянии набрать новый, независимый от руководства корпорации состав совета директоров. Анализ привилегированных акций с позиций инвестора должен исходить из предположения, что инвесторы не могут рассчитывать на использование права голоса для защиты своих привилегированных интересов.

Право на активы

Преимущественное право на активы должно было бы обеспечивать полное покрытие при ликвидации компании до того, как будут сделаны какие-либо выплаты по обыкновенным акциям. На практике и это право может оказаться пустым звуком.

Пример. 7-процентные привилегированные акции компании Liggett Group, каждая из которых имеет 8 голосов при голосовании по любым вопросам, без права досрочного погашения с номиналом 100 дол. в апреле 1980 г. из-за высоких процентных ставок продавались по $60\frac{1}{4}$. 102 231 размещенная акция предположительно давала право на 10 323 100 дол. дохода от предложенной за поглощение суммы 606,957 млн дол. Предложение заключалось в покупке 39,8% акций по 70 дол. за штуку, и такой же должна была быть цена при последующем слиянии. Директора компании решили, что предложенные условия «полностью отвечают интересам компании и ее акционеров» и что «предложена хорошая цена за акцию». Инвесторы-то думали, что их привилегированные акции стоят не меньше 100 дол., но оказалось, что лишь 70 дол., так как юристы решили, что продажа компания не является ее ликвидацией. Небольшая группа акционеров попыталась реализовать право на переоценку акций, но, за единственным исключением, отказались от затеи из-за перспективы больших расходов и длительной процедуры. Три года спустя они пришли

к соглашению — 73,50 дол. за акцию плюс проценты и оплата части расходов на юристов. Разумную цену привилегированных акций явно следовало бы устанавливать исходя из отсутствия права на досрочное погашение — ценное условие, перекрывающее предпочтительное право на активы. В прежние годы компания признавала ценность этого условия, поскольку выкупила значительную часть выпуска по цене много большей, чем 100 дол. Очевидно, что директора компании Liggett Group, которые так упорно боролись за права обыкновенных акций, не чувствовали такой же ответственности перед старшими «владельцами» компании.

С учетом проблематичности реализации преимущественного права на активы инвесторы были совершенно правы, когда для упорядочения процесса погашения обратились к механизму выкупных фондов. Аналитик должен установить, является ли соответствующее условие в договоре об эмиссии привилегированных акций просто признанием их преимущественных прав, или это прямое обязательство эмитента. Покупатель привилегированных $4\frac{1}{2}$ -процентных акций компании Cleveland Cliffs Iron, рассчитывающий на выкупной фонд, куда ежегодно отчислялись 15% консолидированного чистого дохода, мог купить в 1961 г. эти акции с доходностью $5\frac{1}{4}$ %, когда долгосрочные государственные облигации приносили 3,85% в год, а в 1975 г., когда казначейские облигации приносили $8\frac{3}{8}$ % в год, погасить их по цене $101\frac{1}{2}$.

Жалея своих затрат времени и труда на тщательное изучение условий функционирования выкупного фонда, инвесторы порой достигают исключительных результатов. Компания Crown Zellerbach в течение ряда лет выкупила свои привилегированные акции с доходом 4,20 дол. на акцию и выкупила большую часть выпуска. В январе 1979 г. эти акции продавались по 63, а 2 апреля 1979 г. они были погашены по $102\frac{1}{2}$, то есть со значительной выгодой.

Критерии высокого качества привилегированных акций

Учитывая природную слабость договоров об эмиссии привилегированных акций, хорошо защищенный контракт должен отвечать всем минимальным критериям, определяющим надежные облигации. Но привилегированные нуждаются еще и в дополнительных гарантиях надежности, настолько серьезных, чтобы руководству компании даже не приходило в голову отложить дивиденды по привилегированным акциям. Наконец, требования к стабильности бизнеса должны быть более строгими, чем при инвестировании в облигации, поскольку если у высокоприбыльной компании возможны краткосрочные периоды убытков, очень вероятно, что в эти периоды она будет приостанавливать дивиденды по привилегированным акциям, даже несмотря на то, что ее средняя прибыль будет вполне достаточной для продолжения выплат.

Критерии надежности

Нет нужды еще раз детально повторять все общие и особенные критерии надежности, о которых мы говорили в главах 24 и 25 в связи с вопросом об инвестировании в облигации. Все эти критерии применимы, но в случае промышленных привилегированных акций нужны дополнительные оговорки.

Природа бизнеса

Критическими факторами являются финансовые показатели и все другие свидетельства прибыльности, роста и стабильности. Равно важны размер и конкурентное положение, поскольку они влияют на устойчивость и величину прибыли. Короче говоря, выпуски инвестиционного класса могут быть эмитированы только большими, сильными и надежными компаниями.

Устойчивость и величина способности приносить прибыль нуждаются в особом внимании. Отраслевая статистика выплаты дивидендов по привилегированным акциям полезна для оценки конкретного выпуска. В суровых условиях Великой депрессии статистика выплаты дивидендов по привилегированным акциям не показала отклонений от ранее сложившихся тенденций. Ниже приведены данные о проценте привилегированных акций, по которым выплачивались дивиденды в 1931—1940 гг.²:

Растущие отрасли	88
Производство потребительских товаров	84
Циклические отрасли	48
Падающие отрасли	32

Важное значение имеет информация о выплате дивидендов по обыкновенным акциям за последние 5—10 лет. Отрасль, которая не способна создать растущий поток дивидендов по обыкновенным акциям, вряд ли в состоянии эмитировать качественный выпуск привилегированных акций, разве что возможен небольшой выпуск таких акций компанией, почти не имеющей долговых обязательств. Но понимание природы бизнеса, о котором мы говорили в связи с инвестированием в облигации, имеет большее значение, чем статистика выплаты дивидендов.

Условия выпуска

Так же как их двойник в семье облигаций — второстепенные не имеющие обеспечения облигации, привилегированные акции обычно

² Murray R.F. Preferred Stocks of Industrial Corporations, p.90—91.

имеют подчиненный статус относительно многих видов долга и обязательств по аренде. Обычно в договоре присутствуют условия, ограничивающие выпуск ценных бумаг более высокого или равного статуса. Кроме того, сумма расходов на обычные дивиденды и на выкуп собственных обыкновенных акций часто бывала ограничена величиной прибыли, остающейся после выплаты дивидендов по привилегированным. Поскольку многие из этих защищающих статей больше не включаются в договора о выпуске привилегированных акций, аналитик должен тщательно изучить условия всех существующих долговых обязательств, чтобы выяснить, в какой мере они защищают законные права привилегированных акций. Но высказанные в главе 25 оговорки о действительности защищающих условий еще более справедливы в отношении привилегированных акций.

Если компания управляется плохо, владельцам привилегированных акций лучше всего соединиться с держателями обыкновенных акций для замены руководства. Если бизнес пребывает в упадке в силу действия внешних факторов, которые не могут быть изменены усилиями руководства компании, защищающие условия никому ничем не помогут, и даже могут оказаться помехой.

Статистика прибыльности

Отношение нераспределенной балансовой прибыли к активам, равное 40% или более (25% или более в случае капиталоемких компаний), является важным критерием и в случае привилегированных акций (см. главу 25). Для этих вычислений не нужна корректировка балансовых отчетов, если не говорить о необходимости включить внебалансовые активы и пассивы. Поскольку этот показатель никак не зависит от структуры капитала, он в равной мере уместен при анализе как облигаций, так и привилегированных акций.

Защита активов

Ликвидность. Показатели ликвидности, о которых мы рассказывали в связи с облигациями в главе 25, в равной степени применимы, когда стоимость привилегированных акций по номинальной или по ликвидационной стоимости (то, что выше) прибавляется к сумме долга. Чистые текущие активы должны быть не меньше 100% этой суммы (об исключениях уже сказано в главе 25). Коэффициент ликвидности должен быть равен 1,75 : 1, а коэффициент быстрой ликвидности — 1 : 1. Поскольку выплата и величина привилегированных дивидендов сильно зависят от решения руководства компании, аналитик должен быть особенно внимателен при анализе уровня и динамики этих коэффициентов ликвидности.

Амортизирующий капитал. Когда величина отложенных подоходных налогов велика, их истолкование существенно влияет на вычисление коэффициента покрытия активами. Используя данные таблицы 19.1 для компании American Brands, балансовая величина покрытия суммы долга и привилегированных акций совокупными активами равна 2,11, если отложенные налоги учтены в составе обязательств, как и следует делать в случае ликвидации компании. В случае растущего предприятия, когда отложенные налоги учитываются в составе собственного капитала, значение коэффициента увеличивается до 2,60³.

Если перейти к средней за пять лет рыночной стоимости собственного капитала, то величина амортизирующего капитала будет равна 272% суммы долгосрочного долга и привилегированных акций:

$$2796,4 / (748,7 + 95,7 + 137,5 + 47,3) = 2,72 \times$$

Это значительно больше, чем критерий надежности амортизирующего капитала, который равен 200%. В случае компании American Brands среднерыночная стоимость акционерного капитала на конец 1985 г. составляла 145% балансовой стоимости активов, откуда следует, что репутация фирмы имеет немалую экономическую ценность.

Структура капитала. Когда речь идет о привилегированных акциях, отсутствие обеспеченных долговременных долгов — это хороший признак; это такое же преимущество, как владение первой закладной на имущество, а не второй. Поэтому неудивительно, что привилегированные акции, перед которыми не стоят облигации, имеют лучшую репутацию, чем когда компании имеют долгосрочные и обеспеченные активами долговые обязательства. Но отсюда не следует, что наличие облигаций делает привилегированные акции непригодными для инвестирования. Например, в период Великой депрессии с 1931 по 1940 г. до 30% обязательств промышленных компаний по привилегированным акциям погашались всегда в срок, если им не предшествовали долговые обязательства, превышавшие 5% структуры капитала. И напротив, если долг в структуре капитала был выше 15%, непрерывность выплаты привилегированных дивидендов оказывалась под угрозой. Исключение составляли компании в растущих или стабильных отраслях⁴.

Понятно, что структура капитала не единственный фактор, подлежащий учету. Производственный рычаг (отношение постоянных издержек к полным издержкам, то есть показатель капиталоемкости производ-

³ При вычислении этого и предыдущего коэффициентов прочие текущие пассивы должны быть вычтены из суммы пассивов. Вычисления таковы: $3664,6 / 1734,6 = 2,11 \times$, и $3664,6 / 1411,1 = 2,60 \times$.

⁴ Murray R.F. Preferred Stocks of Industrial Corporations, p.100.

ства), даже не будучи умноженным на финансовый рычаг (долю долга в структуре капитала), делает вложения в привилегированные акции сомнительными; а совместное действие обоих видов рычага делает почти без исключений привилегированные акции непригодными для инвестирования.

Защита способности получать прибыль

Измерение. Достаточность и устойчивость прибыли особенно важны в случае таких уязвимых кредитных инструментов, как привилегированные акции. Поэтому прямая задача аналитика — измерение защищенности способности получать прибыль. Единственным полезным показателем покрытия дивидендов является отношение доналоговой прибыли к сумме доналоговых процентов и привилегированных дивидендов, приведенных к доналоговой величине⁵. При ставке налога 34% приведение к доналоговой величине, то есть умножение на дробь $100/(100 - \text{Налог})$ ведет к росту показателя в 1,5 раза⁶. В типичном случае вычисление покрытия процентов и дивидендов выглядит следующим образом:

	Млн дол.	Коэффициент покрытия чистой прибылью
Чистая прибыль до уплаты процентов и налогов	200	—
Процент по старшим облигациям	20	10,0×
Процент по второстепенным облигациям	5	8,0×
Привилегированные дивиденды $-10 \times 1,5$	15	5,0×

Понятно, что когда коэффициент покрытия привилегированных дивидендов достаточно большой, положение с покрытием облигаций еще надежнее. Аналитики знают, что если покрытие обязательств по облигациям на грани приемлемого, покрытие привилегированных дивидендов заведомо не отвечает установленным критериям.

Достаточность. Поскольку для облигаций лучшим показателем достаточности прибыли является покрытие полных расходов на обслужива-

⁵ Показатель отчетной прибыли на одну привилегированную акцию совершенно бесполезен и может только ввести в заблуждение. К счастью, он уже вышел из широкого употребления.

⁶ Легко подсчитать, что уменьшение ставки налога на корпорации с 46 до 34% уменьшает множительный коэффициент с $1,85\times$ до $1,50\times$, благодаря чему положение привилегированных акций относительно облигаций в структуре капитала усиливается.

ние долга, для привилегированных акций нужен аналогичный показатель, который рассчитывается так:

Чистая прибыль до уплаты процентов и налогов + Неденежные обязательства

Процент по долгу	+ 1,5 ×	Расходы на погашение облигаций	+ 1,5 ×	Привилегированные дивиденды	+ 1,5 ×	Фонд выкупа привилегированных акций
------------------	---------	--------------------------------	---------	-----------------------------	---------	-------------------------------------

Средняя величина этого коэффициента покрытия должна быть не ниже двух раз, а в самые плохие годы — не ниже 100%.

Стабильность. При анализе привилегированных акций нужно особое внимание уделять стабильности прибыли. Опыт показывает, что по достижении некоторого минимального значения покрытие не имеет значения. Приемлемый уровень покрытия в сочетании со стабильностью лучше характеризует инвестиционные достоинства, чем в среднем высокое покрытие в сочетании с отдельными убыточными годами. Статистические ряды позволяют достаточно точно оценить чувствительность уровня прибыли к действию внешних экономических факторов. Но изменения технологий, управления и финансовой структуры могут потребовать корректировки прошлой информации с учетом новых обстоятельств. При формировании расчетов и ожиданий на отдаленное будущее главное значение имеют качественные факторы.

Лучшим показателем стабильности прибыли, абстрагирующимся от наличия или отсутствия долга в структуре капитала, является изменчивость прибыли на полный капитал. Отношение прибыльности за худший год к средней прибыльности за три предыдущих года позволяет проводить межотраслевые сопоставления. Чтобы выявить влияние структуры капитала, можно использовать отношение покрытия суммы старшего долга за худший год к средней величине покрытия за три предыдущих года.

Очевидно, что если покрытие прибылью достаточно и стабильно, можно говорить об инвестиционном классе привилегированных акций. Лучше стабильность при скромном коэффициенте покрытия, чем нестабильность при очень хорошем среднем уровне покрытия. Только при таком сочетании можно говорить об инвестиционном классе выпуска.

Коротко о критериях

Отметим минимальные количественные требования, при выполнении которых промышленные привилегированные акции можно считать пригодными для инвестирования.

1. Нераспределенная прибыль составляет 40% от активов, а в капиталоемких отраслях считается достаточным уровень 25%.

2. Показатели роста и прибыльности должны выглядеть достаточно привлекательными относительно общего уровня экономики и других отраслевых компаний.
3. Стабильность уровня прибыли; убыточные периоды вовсе не случаются.
4. Минимальный размер компании-эмитента, измеряемый средней за пять лет рыночной стоимостью собственного капитала, — 100 млн дол.
5. Чистая сумма текущих активов равна 100% суммы долгосрочных долгов и привилегированных акций по ликвидационной стоимости.
6. Коэффициент ликвидности не меньше чем 1,75 : 1.
7. Коэффициент быстрой ликвидности 1:1.
8. Амортизирующий капитал, измеряемый средней за пять лет рыночной стоимостью собственного капитала, равен 200% суммы всех долговых обязательств и привилегированных акций по ликвидационной стоимости.
9. Средняя доналоговая прибыль в 5 раз превышает сумму процентных расходов и привилегированных дивидендов для промышленных и в 3 раза — для транспортных компаний, а прибыль самых плохих лет — в 2 раза.
10. Среднее покрытие всех расходов на обслуживание долга и привилегированных акций равно 2, а в самые плохие годы — 1.

Исключения из этих правил возможны, но, учитывая внутреннюю уязвимость всех контрактов о выпуске привилегированных акций, только после самого тщательного анализа.

Привилегированные акции как часть собственного капитала

В случае банкротства — формального или нет — привилегированные акции могут оказаться настоящим акционерным капиталом, если вообще есть о чем говорить, а обыкновенные акции тогда обращаются в своего рода варранты или другие формы условных прав. При таком развитии событий владельцы привилегированных акций должны создать комитет или группу представителей при совете директоров, чтобы защитить свои интересы в ходе реорганизации.

Разрешение таких ситуаций может занять очень много времени, но изредка бывает так, что возможные результаты оправдывают тщательный анализ. В условиях крайне низких рыночных цен привилегированные акции бывают сильно недооцененными относительно обыкновенных. Но бывает и так, что компании, как феникс из пепла, возникают из-под груза чрезмерных долгов.

Часть 4

**Оценка
обыкновенных акций
и условных прав**

Глава 27

Инвестирование в обыкновенные акции в конце 1980-х годов: долг аналитика ценных бумаг

Обыкновенные акции в портфеле ценных бумаг

В прежних изданиях аргументация в пользу включения обыкновенных акций в типичный портфель ценных бумаг выглядела следующим образом: 1) можно рассчитывать на то, что купленная *по разумной цене* представительная подборка обыкновенных акций обеспечит большую совокупную доходность, чем облигации; 2) инфляция подорвала доверие к надежности облигаций и сделала обыкновенные акции необходимым инструментом защиты. Понятно, что если покупать акции по завышенной цене — в силу завышенной рыночной конъюнктуры или завышенного курса модных акций, о надежности и привлекательности вложений в акции придется забыть.

Можно ли и сегодня доверять этой логике? Из нижеследующего читатель поймет, что сегодня нет необходимости доказывать разумность инвестирования в акции. Но сохраняются неизменными правила выбора и оценки акций для инвестирования.

Всем известно, что обыкновенные акции являются признанным инструментом инвестирования, и это подтверждается результатами обследования 37 компаний¹. Нормальный уровень обыкновенных акций в составе пенсионных и долевых фондов, созданных этими компаниями, составлял 57%. (Нормальным считается уровень, который существовал бы, если бы относительные цены всех видов активов были адекватны, то есть если бы рынки ценных бумаг пребывали в равновесии.) Целевая задача портфеля определяет, конечно, структуру его активов, но в долгосрочных инвестиционных портфелях примерно $\frac{2}{3}$ стоимости обычно отдается под обыкновенные акции.

В этой главе рассматриваются три аспекта обычного подхода к управлению портфелем обыкновенных акций: 1) факторы, делающие столь динамичными методы управления пакетами акций; 2) стили управления портфелями и 3) определение основных подходов к инвестированию с позиций аналитика ценных бумаг.

Силы изменений

Есть четыре главных фактора, требующих постоянного изменения подхода к управлению портфелем акций. Во-первых, рост рынка и сегодняшний размер институциональных фондов (пенсионных и дарственных), что стимулирует развитие сложных структур управления. На 30 сентября 1986 г. активы 1000 крупнейших пенсионных фондов превышали 1,339 трлн дол.² Поскольку в большинстве крупных фондов в управлении участвуют множество относительно самостоятельных менеджеров, повышается значение вопроса о стиле управления. Сегодня при выборе менеджера стиль считается не менее важным фактором, чем эффективность. Менеджеры в ответ стараются четко определить собственный стиль и с особенной тщательностью заботятся о его соблюдении.

Вторым фактором является растущая разборчивость спонсоров, снабжающих фонды деньгами. Рост интереса к стилю управления побудил к развитию количественных оценок стиля.

Третий фактор повышения динамичности подходов к управлению портфелями — конкуренция инвестиционных организаций за право управления институциональными фондами. В силу этого менеджеры, стремящиеся повысить эффективность и контролировать риск, уделяют усиленное внимание поиску стиля, наиболее отвечающему их способностям. Сюда входит и создание системы отслеживания характеристик пор-

¹ Исследование было проведено в 1982 г. FRS Associates, Los Altos, California. Суммарная стоимость акций долевых и пенсионных фондов 37 компаний составила 86 млрд дол.

² См. Pension & Investment Age, 1987, January 26, p.1.

тфеля, позволяющей контролировать качество последнего и обеспечить единство стиля.

Четвертым фактором является прогресс инвестиционных технологий, выражающийся в выработке количественных критериев качества инвестиционной политики, в измерении эффективности и факторов, ее определяющих, в анализе риска и определении характеристик нормального портфеля.

Совокупное действие этих четырех факторов способствовало повышению интегрированности управления инвестициями и поставило во главу угла процесс своевременного отбора и приобретения акций. Этот процесс (стиль) можно анализировать с двух точек зрения — управления портфелем и анализа ценных бумаг.

Стили инвестирования и управление портфелем

С точки зрения управления портфелем определенный способ организации инвестирования, или стиль, может иметь форму активного управления или пассивного. Пассивное управление направлено на достижение уровня эффективности, свойственного определенным индексам фондового рынка (таким, как S&P 500), или на другие приемлемые образцы инвестирования (к примеру, на подобранную группу акций роста). Пассивному менеджеру не нужен аналитик ценных бумаг. Он использует разнообразные статистические и рыночные технологии для конструирования индексного фонда.

Активное управление, напротив, стремится к достижению эффективности большей, чем у избранного образца. Есть четыре основных стиля инвестирования в обыкновенные акции: диверсифицированный, недиверсифицированный, ротационный и модульный. Ниже приводятся характеристики каждого стиля³.

Диверсифицированное управление означает вложение средств во все значимые отрасли и отсутствие сильных и длительных предпочтений в пользу каких-либо конкретных отраслей или секторов хозяйства. При этом, как правило, отрасль, которую менеджер считает нейтральной, должна быть представлена в портфеле пропорционально ее рыночному весу. Единственным источником дополнительной прибыли является отбор относительно недооцененных акций в каждой отрасли или секторе.

Недиверсифицированный подход предполагает сильное предпочтение в пользу одного или нескольких секторов рынка. Примерами могут

³ Существует альтернативное определение стилей. Агентство Trust Universe Comparison Services использует следующие шесть категорий: роста, малого роста, диверсифицированные, стоимостные, секторные и подстроечные. По данным: *Knisely R.L., Jr. Performance Evaluation: How Do You Compare Management Styles? // Pension Worlds, 1985, October, p.19–21.*

служить организации, инвестирующие по большей части в такие различные секторы рынка, как: растущие компании с большой капитализацией, качественные акции, малые компании, доходные или ситуационные акции.

Ротационный подход есть нечто среднее между диверсифицированным и недиверсифицированным. Сходство с диверсифицированным подходом проявляется в том, что средства вкладываются во все сектора и отрасли рынка, без выраженных предпочтений какого-либо сектора или отрасли. Отличие заключается в том, что рыночный вес сектора или отрасли не считается нейтральным. Для инвестирования выбираются только те отрасли и сектора, которые считаются привлекательными. Поэтому факторами взвешивания могут служить рост, доход, качество или размер.

Модульный подход сформировался совсем недавно. Модуль — это группа акций, которые в силу их экономических, финансовых или иных характеристик могут быть сочтены сопоставимыми, с точки зрения инвестора (например, быстрорастущие акции, доходные акции или иностранные выпуски). Имея полный набор модулей, менеджер может составить портфель, ориентированный либо на отдельные сектора, либо на все главные сектора. Таким образом, этот подход может привести к созданию либо диверсифицированного, либо специализированного портфеля.

Подходы к инвестированию и анализ ценных бумаг

Четыре активных стиля управления инвестированием могут в равной степени опираться на результаты анализа компании или отрасли. Но сейчас мы будем говорить о том, что уместнее обозначить не как стили, а как «базовые» подходы к отбору акций и времени операций. Следующие подходы ставят перед аналитиком довольно разные задачи:

- 1) перекрестный подход;
- 2) подход с позиций предвидения:
 - а) краткосрочный отбор;
 - б) выбор акций роста;
- 3) ориентация на запас надежности:
 - а) стоимость при нижнем и среднем положении рынка;
 - б) оценка конкретных акций.

Перекрестный подход

Этот подход известен как пассивное управление. Выбор акций подчинен принципу диверсификации. Если взять такой индекс акций, как S&P 500, цель этого подхода в том, чтобы инвестор получал не мень-

ше, чем крупнейшие корпорации США. При этом нет необходимости в анализе ценных бумаг.

Предвидение: краткосрочный отбор

Рекомендации Уолл-стрита и соответственно последующие операции инвесторов и спекулянтов слишком часто базируются на краткосрочных прогнозах. Речь идет не о вычислении реальной ценности, а об игре на относительной доходности. В соответствии с этим подходом акции с наибольшим моментом доходности за квартал (определяется физическим объемом торгов и вектором изменения цен) принесут наибольший доход, а когда темп роста доходности достигнет максимума, — время их продавать. Аналитики много работают над оценкой перспектив на ближайшие 6—12 месяцев, тщательно оценивают объем продаж, цены и издержки. Такое внимание к краткосрочному прогнозу оправдывают, как правило, ссылкой на утверждение, что на более длительные прогнозы нельзя полагаться.

При всей убедительности этого аргумента можно только пожалеть, что так много сил расходуется на эти прогнозы. Стоимость акций не зависит от их ожидаемой доходности в этом или следующем году. Она зависит от средней ожидаемой способности приносить прибыль и дивиденды, а также от общих перспектив более отдаленного будущего. Когда акции покупают в расчете на ближайшие перспективы, главная опасность в том, что в их цене, быть может, уже нашли отражение те преимущества или неблагоприятные обстоятельства, на которые рассчитывает покупатель. При этом во многих случаях не уделяется почти никакого внимания цене и тому возможному обстоятельству, что в ней уже отражены ожидания высокой доходности.

Ориентация на краткосрочность проявляется и в действиях некоторых профессиональных инвесторов. В 1986 г. коэффициент оборачиваемости акций на Нью-Йоркской фондовой бирже (объем проданных акций, деленный на среднее число котирующихся акций) был равен 64%, а в 1976 г. — 23%⁴. О повышении этого коэффициента говорит динамика средних за трехлетние периоды:

Годы	Оборачиваемость (в %)
1975—1977	22
1978—1980	30
1981—1983	42
1984—1986	56

⁴ New York Stock Exchange Fact Book. New York: New York Stock Exchange, Inc., 1987.

О краткосрочности ориентаций говорят также показатели оборачиваемости портфелей. Опрос 778 менеджеров денежного рынка, проведенный компанией CDA Investment Technologies, Inc., показал, что за четыре квартала 1986 г. у 141 крупной инвестиционной компании оборачиваемость портфеля акций за год превысила 100%⁵. По данным другого обследования, в 1983 г. среднегодовая оборачиваемость портфелей пенсионных фондов составила 62%, а 10 годами ранее — только 21%⁶. Очевидно, что период владения акциями существенно сократился, и одна из причин этого в том, что спонсоры пенсионных фондов стремятся оценивать работу менеджеров по их квартальной эффективности.

Прогнозирование: выбор акций роста

Отбор на основе ближайших перспектив можно критиковать за мимолетность и поверхностность критериев. Эта критика не затрагивает выбора, основанного на долговременных перспективах, на инвестиционной ценности акций. В прошлом ряд знаменитых компаний продемонстрировали намного большую, чем в среднем, способность к росту и прибыльности. Акции таких растущих компаний считали особенно пригодными для долгосрочного инвестирования.

Очевидно, что инвестор, который способен опознать растущую компанию, когда ее акции стоят еще не слишком дорого, обречен на длительный успех. Некоторые инвесторы обладают бесспорной способностью с поразительной точностью делать правильный выбор, и они хорошо заработали благодаря своей способности точно предвидеть. Доступен ли хотя бы отчасти такой успех массе внимательных и разумных инвесторов? Вопрос распадается на три части: 1) что такое «растущая» компания? 2) есть ли методы более или менее точного выявления таких компаний? 3) в какой степени уплаченная цена оправдана ожидаемым ростом?

Что такое «растущая» компания? Мы не знаем общепризнанного определения *растущей компании*. В данной книге мы будем считать, что это — компания, работающая на растущем рынке продукции или услуг, которая в предыдущие 5 или 10 лет росла ежегодно в среднем не менее чем на 12%, и, похоже, что так будет и дальше. Эта скорость роста на 60% больше, чем долгосрочный прогноз роста индекса S&P 500 (7,5%)⁷. Это правило о 12-процентном росте не относится к компаниям,

⁵ Spectrum Turnover Report. 1986, December 31. CDA Investment Technologies, Inc. Silver Spring, Md.

⁶ Will Money Managers Wreck the Economy? // Business Week, 1984, August 13, p.86—93.

⁷ См. главу 32 «Ставка капитализации для прибыли и дивидендов».

пережившим спад (циклический или по другой причине) и теперь восстанавливающимся. Такие акции не входят в наше определение акций роста; это, скорее, пример того, как цена акций сближается с их инвестиционной ценностью или стоимостью.

Существуют ли методы выявления таких компаний? Наш природный энтузиазм по поводу отличной статистики и поразительно благоприятных отраслевых перспектив несколько умеряется трезвым размышлением. Из опыта известно, что даже самые успешные компании обычно следуют традиционной S-образной кривой роста. Все начинается с преодоления полосы препятствий, затем следует период ослепительного процветания и непрерывного роста, а потом наступает зрелость, характеризующая прекращением экспансии, а также, быть может, утратой лидерства и даже, может быть, прибыльности. Так что компания, которая слишком долго наслаждалась плодами растущей прибыльности, именно по этой причине может пребывать в точке перелома тенденций: завидная прибыльность стимулирует конкуренцию.

Поэтому тот, кто ищет растущую компанию, оказывается перед дилеммой. Если выбрать новую компанию, которая только начала разбег, можно наткнуться на проблемы малой компании, о которых мы говорим ниже. Если же, напротив, выбрать компанию, которая демонстрирует рост на протяжении уже нескольких деловых циклов, есть опасность, что впереди период зрелости или даже упадка.

Оценка малых компаний на ранних этапах их жизненного цикла представляет ряд проблем. Во-первых, возможности финансового анализа ограничены тем, что: 1) нет достаточных статистических данных для анализа тенденций; 2) трудно оценить конкурентные факторы; 3) возможности успеха ограничены скудностью финансовых и управленческих ресурсов и 4) неопределенное будущее зависит от технологических или других нефинансовых факторов.

Во-вторых, рост таких компаний не отличается плавностью ускорения или замедления. Успех, если он завершает дело, приходит в виде серии прорывов на товарные рынки. Определение времени этих прорывов чрезвычайно важно для процесса оценки.

Возможно, удастся набросать картину финансовых достижений на ближайшие три—пять лет. Модель компании, готовой перейти на следующую фазу роста, с ожидаемым уровнем производства и прибыли, может оказаться приблизительно верной картинкой развивающегося предприятия, обладающего потенциалом истинного становления. При вычислении текущей стоимости такой фирмы нужно брать ставку дисконтирования, отражающую присутствующий риск.

Аналитик ценных бумаг может не справиться с оценкой такого будущего. Этот факт важен, поскольку инвестор должен понимать, что он делает ставку на процессы и на людей, для объективного анализа которых нет достаточных оснований. Но если возможен систематичес-

кий и достаточно правдоподобный анализ, усердие аналитика будет вознаграждено.

Так называемый «эффект малой компании» представляет собой залог того, что подобранный портфель малых компаний принесет инвестору в длительной перспективе больший доход — даже с учетом их ненадежности, — чем диверсифицированная группа более крупных и более зрелых компаний. Этот эффект размера отражает систематическую недооценку малых компаний и свидетельствует о неадекватности идей об эффективности рынка.

Эффект малых компаний можно измерить, например, с помощью индекса Wilshire 5000, дающего равновзвешенный индекс цен и взвешенный по стоимости индекс полной доходности. Десятилетний период заканчивается 31 декабря 1986 г. (изменчивость измерена средним квадратическим отклонением, показанным в скобках) (в %):

	1 год	2 года	5 лет	10 лет
Wilshire 5000 равновзвешенный индекс цен (не учитывая дохода)	21,2	30,8	26,3 (18,0)	24,7 (15,1)
Wilshire 5000 взвешенный по стоимости индекс полной доходности (включая доход)	16,1	24,1	18,4 (9,7)	14,9 (13,0)

Сопоставление двух индексов показывает, что даже при исключении дивидендов акции с малой капитализацией существенно эффективнее акций с большой капитализацией. Если равновзвешенный индекс был бы основан на полной доходности, разница в эффективности была бы еще большей.

Выявление растущей компании или растущей отрасли не такое простое дело, как может показаться. Для этого недостаточно проанализировать статистику, нужны специальные исследования и оценки экспертов.

В какой степени цена отражает ожидаемый рост? Третья проблема самая серьезная. Предположим, что мы с определенной степенью уверенности выбрали растущую компанию. Какую цену стоит заплатить за ее акции?

Оценка, опирающаяся на долгосрочный прогноз высокой эффективности, рискует оказаться ошибочной. Чтобы снизить вероятность ошибок, мы предполагаем, что 1) высокие темпы роста сохранятся не более семи лет и 2) аналитик будет использовать прогноз величины прибыли или дивидендов на четвертый год, что соответствует среднему значению за семилетний период. При любом методе анализа инвестор должен быть убежден, что цена — с учетом риска и ожидаемого роста — разумна. Иными словами, нужны точные количественные критерии разумности цены.

Мы рассматривали преимущественно не достоинства, а опасности, связанные с инвестированием в акции роста. Надо отдавать себе отчет, что если анализ растущих компаний проведен грамотно, разумно и

тщательно, он должен обеспечить немалый успех. Опытные инвесторы, с успехом работающие в этом секторе рынка, являются живым свидетельством того, что этот путь плодотворен.

Ориентация на запас надежности

Третий подход к выбору акций для инвестирования основан на принципе надежности. Аналитики, убежденные в том, что акции *стоят больше*, чем за них просят сегодня, и уверенные в будущем успехе компании, включают ее акции в инвестиционный портфель. При этом можно пользоваться двумя методами инвестирования. Первый заключается в том, что нужно покупать при *низком рынке*. При этом нужно покупать достаточно представительные и активные акции. Второй подход заключается в том, что нужно находить *отдельные* выпуски недорогих акций. Такие акции могут быть доступны даже когда уровень рынка в целом не особенно низок. В любом случае запас надежности обеспечивается тем, что выявленная аналитиком внутренняя ценность (стоимость) акции выше ее рыночной цены. Если это условие соблюдено, инвестор вкладывает деньги правильно. Но два эти метода существенно различаются, о чем речь ниже.

Низкий рынок. В низшей точке циклического рыночного спада обычно удается выделить недооцененные выпуски с помощью метода, используемого при оценке отдельных акций или составных индексов, таких, как S&P 500 или 400, или список промышленных акций Dow-Jones. Здесь сходятся аналитический (то есть стоимостной) и перекрестный подходы, поскольку при очень низком уровне рынка практически все акции оказываются недооцененными.

Хроническая недооценка прибыльности корпораций в 1974—1982 гг. вновь сделала актуальным инвестирование в недооцененные акции. Беспрецедентная волна слияний, поглощений и выкупа корпораций в кредит с переводом в частный сектор стали закономерным ответом финансовых менеджеров и инвесторов, которые занялись поиском компаний с сильно недооцененной прибыльностью. На наш взгляд, эта волна слияний и поглощений подтверждает преимущества аналитического подхода к инвестированию.

Нормальный рынок. При более или менее уравновешенном состоянии рынка трудно найти первоклассные акции по приемлемой цене. В такой ситуации недооцененными могут оказаться только определенные облигации и привилегированные акции, а также второстепенные обыкновенные акции. Последние в большинстве случаев оказываются дешевыми по чисто *количественным* критериям, но их перспективы на будущее достаточно средние. Можно добиться неплохой отдачи, но качественная картина будет неизбежно посредственной.

В результате некоторые компании с устойчивой репутацией, надежным финансовым положением, занимающие видные позиции в отрасли и имеющие хорошие перспективы на отдаленное будущее, но не обещающие ускоренного роста, оказываются недооцененными фондовым рынком. Это особенно заметно в годы пониженной прибыльности, когда такие акции продаются довольно дешево. Этот последний критерий — цена должна быть существенно ниже, чем внутренняя стоимость — дает возможность делать безошибочный выбор при инвестировании в обыкновенные акции.

Оценка отдельных выпусков. Аналитик ищет недооцененные ценные бумаги. Дело в том, что нужно рекомендовать для инвестирования группу акций, текущая цена которых в достаточной степени ниже их действительной стоимости. Подход, предполагающий индивидуальную оценку каждого выпуска для выявления его действительной стоимости, далеко не нов, но многие в 1960-х и в начале 1970-х предпочли ему вложение в акции роста. Это была эпоха «однозначных решений»: нужно было, не глядя на цену, покупать и держать акции роста. В результате возник двухъярусный рынок, на котором привилегированные акции роста — «стильная компашка» — имели завышенное в два—три раза отношение цены акции к прибыли на акцию. Все это тянулось до длительного спада 1973—1974 гг., когда случился обвал цен на акции роста и инвесторы опять вернулись к стоимостному подходу. Это изменение подхода особенно заметно в идущем поиске кандидатов для слияний и поглощений.

Готовы к прошлой войне

Военных всегда критикуют за то, что они готовятся к прошлой войне. Та же беда и с инвестиционными стратегиями. Задним числом становятся понятны особенности и возможности прошлого рыночного цикла, так же как неиспользованные методы защиты и неиспользованные стратегии. Даже после обвала фондового рынка в 1973—1974 гг., когда открылись изумительные возможности для инвестирования, обрела популярность идея подстройки к рынку. Даже инвесторы, избегающие участия в стадных движениях рынка, были просто не способны заботиться о долговременном росте.

Подъем, длившийся с августа 1982 г. по июнь 1983 г., опирался на технологии, возобновление хозяйственного роста и внебиржевые акции. Индекс внебиржевых котировок поднялся на 105,8%, тогда как котировки индекса S&P 500 выросли только на 66,9%. Как раз когда рынок был близок к пику, процветал рынок первоначального публичного предложения, а рискованные товарищества просто купались в деньгах.

Но с июня 1983 г. по июль 1984 г. индекс внебиржевых котировок упал на 31,5%, а индекс S&P 500 — только на 13,6%. В ответ на падение внебиржевых котировок во второй половине 1983 г. в 1984 г. стал популярен возврат к «аналитическому инвестированию в стиле Грэма и Додда»⁸.

В этих примерах поучительно то, что после завершения каждой фазы обещаний и прибыли менее удачливые менеджеры рынка денег начинают осваивать стратегии более удачливых менеджеров, тогда как сами стратегии уже утратили свою эффективность.

Пассивное управление

Пассивное управление, когда портфель подбирают под индекс, вновь входит в моду после каждого сжатия эффекта малых компаний. Активные инвесторы, как правило, не составляют портфели пропорционально рыночному весу выпусков, а стараются обеспечить равновзвешенность. Когда рынок ведут большие испытанные компании, активные менеджеры в среднем склонны согласиться с понижением общей доходности. Когда ситуация благоприятна для не столь крупных и менее зрелых компаний, активное управление приносит довольно хорошие результаты даже с учетом увеличивающейся изменчивости.

Существуют, конечно, и другие причины для перехода к стратегии пассивного управления: очень высокая концентрация активов, временное непонимание динамики различных секторов рынка и акцент на общерыночный уровень, а не на доходность отдельных ценных бумаг. Программы страхования портфелей, к примеру, сконструированы так, что они более эффективны для индексных портфелей, которые точно повторяют траекторию фьючерсных контрактов. Опционы, выписываемые на портфель акций, также работают лучше, когда менеджер может сосредоточиться на достойной оценке опциона, а не на оценке подпирающих его акций. Сторонники индексирования международных пакетов акций приводят еще один аргумент: во многих странах финансовая отчетность не позволяет использовать основную технику анализа.

На приливы и отливы средств в пассивно управляемые пулы акций больше всего влияет опыт недавнего прошлого. Это почти неизбежно. Редко удается предсказать, сможет ли активное управление дать хорошие результаты в следующей фазе рынка. Два поколения авторов этой книги убеждены, что в рамках циклических движений рынка, при наличии всех разнонаправленных тенденций и факторов, последовательная и добросовестная приверженность ориентации на внутреннюю стоимость дает хорошие результаты и позволяет действовать почти без всякого риска.

⁸ Два последовавших года оказались благоприятными практически для всех групп акций.

Внимание к внутренней стоимости

Результатом усиления нестабильности рынка акций в конце 1960-х годов стали значительные прибыли и потери инвесторов. Диверсификация опять в моде, а доверие к идее, что источником запаса надежности является прежде всего учет внутренней стоимости, стало более широким. Инвесторы начали возвращаться к тому, что полезно измерять абсолютную эффективность ценных бумаг, а не только их положение относительно группы равных.

Эти тенденции благоприятны для сторонников фундаментального анализа стоимости компаний, отраслей и секторов. Но это еще не все. В условиях длительного подъема рынка, начавшегося в августе 1982 г., внимание часто отвлекалось от отдельных компаний к рынку сертификатов на акции и к таким арифметическим конструкциям, как индексы, средние и композиты, которые сконструированы так, чтобы замаскировать или устранить индивидуальные различия между акциями. Большой объем ежедневных сделок, отражаемый в учетных книгах депозитарной трастовой компании, говорит об активной деятельности арбитражеров, об операциях со слишком большими для брокеров и дилеров пакетами акций, о хеджировании портфельных рисков и об избыточности усилий, направленных на контроль всех форм рыночного риска. Меньшая часть этой бешеной активности представляет собой инвестиционные операции, направляемые систематическим анализом и оценкой корпораций.

Наблюдателя, склонного размышлять об эффективности рынков ценных бумаг, осуществляющих распределение скудных ресурсов капитала, эта сцена могла бы серьезно встревожить. Но аналитик, профессионально осуществляющий оценку действующих компаний, может только радоваться тому, что внимание его конкурентов и других инвесторов отвлечено от серьезного дела — анализа ценных бумаг, что создает для него исключительные возможности — выявить недооценку не только отдельных компаний, но целых отраслей и секторов. Вместе с такими возможностями приходит уверенность в том, что в конечном итоге движение инвестиционного капитала подчиняется фундаментальным экономическим принципам.

Глава 28

Стоимостной подход — «за» и «против»

Цель анализа ценных бумаг в том, чтобы помочь инвестору в выборе привлекательных выпусков. Как аналитик приходит к выводу о привлекательности выпуска?

В издании 1962 г. мы констатировали, что, несмотря на заметный прогресс, многие исследования компаний, проводимые брокерскими домами Уолл-стрита, концентрируются на прогнозе прибыли на следующие 12 месяцев. Выводы типичных исследований имели качественный характер и отвечали на вопрос о положении и перспективах компаний.

Сегодня в результате использования модели дисконтирования дивидендов и совершенствования методов анализа большее внимание уделяется более долгосрочному прогнозированию. Одновременно развивались количественные методы изучения компаний, и произошел переход к более определенным оценкам стоимости или прибыли, так что акции могут быть признаны «дешевыми» или «привлекательными» в соответствии с соотношением вычисленного значения стоимости или цены и текущей рыночной цены.

Перспективы стоимостного подхода

Аналитик может более надежно или профессионально оценивать обыкновенные акции, если сможет определить объективную величину

стоимости (см. обсуждение в главе 4), которая не связана с рыночными котировками и поэтому позволяет сопоставить эти два показателя. Тогда аналитик мог бы давать инвестору совет покупать, когда цена оказывается равной или ниже стоимости, или в каком-то диапазоне значений, и соответственно продавать, когда цена окажется существенно выше стоимости. Было бы хорошо, если бы эта идея всегда срабатывала. Но очевидно, что здесь есть некие трудности и ограничения, в противном случае такой подход давно стал бы стандартным. Мы признаем существование этих трудностей, но верим, что идея оценки внутренней стоимости в основе своей разумна.

Наша точка зрения в самом общем виде заключается в том, что исчисление внутренней стоимости поможет инвестору выбрать выпуск обыкновенных акций, которые обеспечат приемлемые дивиденды и поддержание прибыльности, которые смогут оправдать заплаченную цену. Если бы удалось достичь такого результата, общее поведение фондового рынка приносило бы инвесторам только радость. Но для аналитика труднее всего как раз задача прогнозирования или контроля рыночной цены. Есть опасность, что наиболее привлекательные с позиций стоимостного анализа акции хороши именно потому, что они относительно непопулярны на рынке. Рынок против них и нет уверенности, что они обретут популярность в обозримое время.

Сформулируем нашу позицию иначе. На стоимостной подход не приходится рассчитывать как на метод быстрого получения прибыли на фондовом рынке; вообще говоря, сомнительно, что возможен какой-либо метод, обеспечивающий такого рода результаты. Удачные вложения в обыкновенные акции — это многолетние и, как правило, многоходовые операции. Результаты такого инвестирования измеряются величиной дохода, получаемого от дивидендов, и суммарным изменением рыночных котировок акций, и лучше, если котировки растут, причем цены лучше бы измерять в аналогичных точках делового цикла. Инвестирование в обыкновенные акции, управляемое вычислениями стоимости и, при возможности, опирающееся на достаточный запас надежности, с гораздо большей вероятностью принесет со временем хорошие результаты, чем инвестирование, направляемое поверхностным анализом, рыночной модой или краткосрочным предвидением.

Стоимостной метод: практическое применение и полезность

Чтобы установить, насколько полезны результаты оценки внутренней стоимости, нужно ответить на несколько вопросов.

1. Какого рода оценки делались в прошлом и насколько надежными они были?

2. Какого рода обыкновенные акции лучше, а какие хуже поддаются стоимостному анализу?
3. В какой мере полезность стоимостного анализа зависит от таких дополнительных факторов, как запас надежности и диверсификация?
4. Что лучше для инвестора — несовершенная оценка или никакая?

Оценка акций — опыт судебных разбирательств

Самую большую коллекцию формальных и завершенных оценок обыкновенных акций можно найти в судебных архивах. Направленность соответствующих судебных разбирательств можно разделить на три группы: 1) для установления величины налогов на наследство и на дарение; 2) для проведения реорганизации, рекапитализации и слияния или ради других целей, выдвинутых самой компанией; 3) для определения суммы обязательств корпорации перед группой акционеров, несогласных с политикой руководства.

В ходе судебных разбирательств акции оценивают не потому, что они особенно пригодны для оценки, но просто потому, что в силу каких-то личных или корпоративных обстоятельств такая оценка оказывается необходимой. На деле большая часть судебных оценок направлена на не очень-то пригодные для оценки акции. В ходе типичного разбирательства по поводу налогов на дарение или наследство приходится заниматься акциями «закрытой или частной корпорации», обычно небольшой по размеру, которая, с точки зрения Уолл-стрита, подвержена будущим неопределенностям в большей степени, чем средняя компания. Реорганизацию корпораций затевают в силу неплатежеспособности, что само по себе говорит об уязвимости для превратностей бизнеса. Это же до известной степени справедливо и для процедур рекапитализации, которую затевают для избавления от неподъемных обязательств по привилегированным акциям, сам выпуск которых говорит о низкой прибыльности в прошлом.

Но в значительной части судебных разбирательств процесс анализа ценных бумаг в общем стал главным методом установления их стоимости. При этом часто приходится устанавливать факт возникновения убытков и их сумму в результате неверной финансовой информации или ее отсутствия. В таких случаях от аналитика ждут установления таких фактов, которые в глазах любого разумного инвестора важны для принятия решения. При таком подходе соответствующую компанию неизбежно оценивают исходя из предположения, что истинные факты были полностью известны.

Оценка, основанная на будущей прибыльности

Исторический обзор показывает, что в результате начавшихся в 1930-х годах изменений юридического понимания стоимости оно сближилось с синонимичным понятием, используемым опытными инвесто-

рами. В прошлом оценки, предпринимавшиеся прежде всего для установления суммы налога, зачастую следовали жесткой формуле, основанной на учете прошлой прибыли и балансовой величины собственного капитала. Предполагалось, что либо в будущем прибыльность будет такой же, как в прошлом, либо (самое несообразное) стоимость зависит только от прошлой прибыли и существующего собственного капитала. Верховный суд давно держится того мнения, что в случаях реорганизации стоимость компании должна определяться в соответствии прежде всего с ее ожидаемой прибыльностью¹.

Сходным образом, при разборе дел о налогах нормальной стоимостью считается цена, которую информированный покупатель согласится заплатить информированному и готовому участвовать в сделке продавцу. В обычных случаях, когда бизнес нужно оценивать как действующее предприятие, а не по ликвидационной стоимости, критерии те же, что и у Верховного суда, и в обоих случаях принимается концепция стоимости, используемая инвесторами.

В общем, сегодня в ходе судебных разбирательств акции оценивают так же, как инвесторы, и сталкиваются при этом с теми же проблемами. У аналитиков ценных бумаг есть преимущество перед судебными экспертами — они, до известной степени, вольны выбирать акции для оценки.

Пригодность и непригодность акций для оценки

Нужно уметь отличать выпуски акций, пригодные для стоимостного анализа, от тех, которые менее пригодны для этого.

Рабочая посылка заключается в том, что на основании прошлого можно составить примерное представление о будущем, поскольку деятельность корпораций в известной степени инерционна. Но когда это не так, прошлые финансовые и производственные показатели больше не могут быть использованы для прогнозирования, и сам анализ ценных бумаг теряет смысл. Поэтому эта техника более полезна в случае старших ценных бумаг (которые в известной мере защищены от изменений), чем в случае обыкновенных акций; она эффективней в случае внутренне стабильных компаний, и она более оправдана в нормальных условиях бизнеса, чем в периоды большой неопределенности и радикальных изменений.

Компания, пригодная для анализа. Компания Dayton Hudson Corporation, которая управляет цепями универмагов, магазинов одежды и книжных магазинов, является примером устойчивости и непрерывно-

¹ См., к примеру: Consolidated Rock Products Company et al., v. Du Bois. 312 U.S. 510 (1941); Case v. Los Angeles Lumber Products Company, Ltd. 308 U.S. 106 (1939); Group of Institutional Investors and Mutual Savings Bank Group v. Chicago, Milwaukee, St. Paul & Pacific Railroad Company. 318 U.S.; 523 (1943). Ecker v. Western Pacific Railroad Corporation. 318 U.S. 448 (1943).

Таблица 28.1. Показатели Dayton Hudson Corporation (в %)

Год	Чистая прибыльность	Доходность полного капитала
1976	3,5	10,9
1977	3,8	11,9
1978	3,3	10,6
1979	3,7	11,6
1980	3,4	10,9
1981	3,2	11,1
1982	3,5	11,6
1983	3,5	12,1
1984	3,2	12,3
1985	3,2	11,6
Средняя за 1976—1980 гг.	3,5	11,2
Средняя за 1981—1985 гг.	3,3	11,7

Источник: Value Line, Inc. The Value Line Investment Survey, 1987, March 6, p.1639.

сти бизнеса, которые делают возможным эффективный анализ внутренней ценности. Данные, приведенные в таблице 28.1, иллюстрируют устойчивость и непрерывность бизнеса в период 1976—1985 гг.:

- Среднегодовой темп увеличения продаж во второй половине периода (16,9% в 1981—1985 гг.) сопоставим с показателем за первое пятилетие (19,5% за 1976—1980 гг.).
- Значения коэффициента чистой прибыльности за два подпериода почти равны (3,5 и 3,3%), а колебания этого показателя в отдельные годы были очень невелики.
- Доходность полного капитала за оба подпериода были почти равны (11,2 и 11,7%).

Компания, мало пригодная для анализа. Компания Argow Electronics, Inc., крупный поставщик электронных и компьютерных компонентов, а также переработчик свинцового лома, является примером деятельности, которую очень трудно анализировать с позиций внутренней стоимости. В таблице 28.2 приведены такие же данные, как в таблице 28.1.

- Среднегодовой темп увеличения продаж в 1981—1985 гг. составил 8,7%, а в 1976—1980 гг. — 32,2%.
- Из-за убытков в 1982 и 1985 гг. невозможно рассчитать сопоставимые средние значения чистой прибыльности за пятилетия, но из годовой отчетности видно, что значения этого показателя очень нестабильны — от 3,6 до 0,3%.

Таблица 28.2. Показатели Argow Electronics, Inc. (в %)

Год	Чистая прибыльность	Доходность полного капитала
1976	0,7	4,5
1977	3,6	11,0
1978	3,1	11,5
1979	2,1	7,4
1980	2,3	10,9
1981	0,3	5,0
1982	убытки	убытки
1983	0,9	6,2
1984	1,7	8,8
1985	убытки	0,8

Источник: Value Line, Inc. The Value Line Investment Survey, 1987, February 6, p.1032.

- С показателем доходности полного капитала те же трудности. Заметьте, что в прибыльные годы значения показателя колеблются от 11,5 до 4,5%.

Дополнительно усложняет качественный анализ то, что в декабре 1980 г. во время пожара в отеле погибли 13 ведущих администраторов, включая генерального директора, что прервало непрерывность управления.

Лучшие отрасли для оценивания. Обыкновенные акции корпораций коммунального хозяйства обладают стабильностью и предсказуемостью, которые делают их идеальным объектом для оценки. В теории сама по себе изменчивость прибыли не препятствует оценке, если только можно с достаточной определенностью установить факторы прибыльности. Но на практике, чем изменчивее результаты деятельности, тем менее прогнозируемы факторы прибыльности. Так что для оценки наиболее пригодны те отрасли, в которых в периоды спадов не происходит большого сокращения прибыли. К таким отраслям, помимо корпораций коммунального хозяйства, относятся компании страхования жизни, переработка продуктов питания, производство медикаментов, производство алкогольных и безалкогольных напитков и табачных изделий, аптеки, производство предметов домашнего обихода и пр.

Используя в качестве показателя прибыльности рентабельность чистого акционерного (собственного) капитала, таблица 28.3 демонстрирует, что в течение 6 лет подряд восемь отраслей отличались очень стабильной прибыльностью. Стоит отметить тот факт, что три географические группы производителей электроэнергии из года в год показывают одинаковую доходность. Но в последние год-два компании, строящие атомные электростанции, пошли на значительное снижение цен, что серьезно подорвало их прибыльность.

Таблица 28.3. Рентабельность чистого собственного капитала в стабильных отраслях, 1980—1985 гг. (в %)

Отрасль	Рентабельность чистого собственного капитала					
	1980 г.	1981 г.	1982 г.	1983 г.	1984 г.	1985 г.
Производство электричества — восточные штаты	10,1	11,0	11,7	12,7	12,9	12,8
Производство электричества — центральные штаты	10,1	11,0	11,7	12,7	12,9	12,8
Производство электричества — западные штаты	10,1	11,0	11,7	12,7	12,9	12,8
Производство безалкогольных напитков	16,8	18,3	16,4	17,1	18,0	16,2
Производство алкогольных напитков и табачных изделий	18,1	17,3	16,5	16,6	18,5	17,2
Аптеки	16,5	17,1	16,2	16,4	17,5	15,9
Производство продуктов питания	14,8	14,5	13,9	14,2	15,4	15,6
Производство предметов домашнего обихода	16,2	16,3	15,8	16,3	15,3	13,2
Страхование жизни	12,7	12,8	10,9	11,5	11,9	12,2
Производство медикаментов	16,1	16,4	16,9	16,7	16,2	14,1

Источник: Value Line, Inc. The Value Line Investment Survey, 1985, March 29 — June 7 and 1987, January 2 — March 27.

В состав многих довольно нестабильных отраслей входят несколько компаний, имеющих стратегические или управленческие преимущества перед остальными, что и позволяет им работать с высокой эффективностью даже в трудные времена. Такие компании обладают собственной стабильностью, и это делает их пригодными для стоимостного анализа.

Здесь, однако, нужно отметить, что хотя будущую прибыльность (скажем, на ближайшие семь лет) стабильных и сильных компаний можно оценить с достаточной точностью, сам этот факт может стать причиной настолько завышенной оценки акций, что они утратят всякую привлекательность для инвесторов. Акции компаний, демонстрирующих стабильность в периоды спадов и хорошие темпы роста в остальное время, обычно приобретают такую популярность у инвесторов, что их цена становится совершенно несообразной с прошлой и будущей величиной прибыли и дивидендов. Здесь перед нами уже знакомая проблема: акции инвестиционного класса зачастую продаются по спекулятивным ценам. Так что для правильного выбора акций для инвестирования совершенно недостаточно просто выделить «хорошие» компании².

² См.: *Graham B. The New Speculation in Common Stocks*, вступительный доклад на годовом собрании Национальной федерации обществ финансовых аналитиков, май 1958 г. Перепечатано в *Graham B. The Intelligent Investor*. 4th ed. New York: Harper & Row, 1973, p.292.

Факторы практической оценки: запас надежности и диверсификация

Если завышенная цена может сделать хорошие акции спекулятивными, может ли низкая цена обратить спекулятивные акции второстепенной компании в хорошие инвестиционные акции? Вопрос предполагает, что хотя неопределенность будущего и изменчивость цены акций компании могут быть выше среднего, ее минимальная стоимость, оцененная по самым консервативным и надежным критериям, может намного превышать текущую цену, так что на их доходность можно рассчитывать. Такая ситуация характерна для подавляющего большинства акций в нижней точке кризиса. Во все другие времена она характеризует акции множества компаний, которые почему-либо оказались непопулярными или ими просто пренебрегали. Так что на вопрос можно ответить твердым «да».

Когда цена акции существенно ниже ее внутренней стоимости, инвестор получает запас надежности, который способен погасить воздействие неблагоприятных обстоятельств и обеспечить удовлетворительные конечные результаты даже при том, что будущая эффективность компании окажется далеко не блестящей. Это тот же запас надежности, который, как мы уже выяснили, существенно важен при инвестировании в облигации и привилегированные акции. В случае обыкновенных акций он служит той же цели, что и для облигаций, но дает и дополнительное преимущество — нередко удается получить немалую прибыль благодаря исходному разрыву между значениями цены и внутренней стоимости.

По нашему мнению, запас надежности в форме отставания рыночной цены от внутренней стоимости является неизменным предварительным условием инвестирования во второстепенные акции. Имеет ли он такое же значение при инвестировании в лучшие акции?

Очевидно, что крайне желательно иметь изрядную защитную «подушку» между оценочной величиной внутренней стоимости и ценой, уплаченной за акции инвестиционного достоинства. Но обычно такая ситуация возможна только при общем низком уровне рынка. Означает ли это, что, имея дело с первоклассными акциями, аналитик должен забывать о концепции запаса надежности? Полагаем, что нет. Здесь эта характеристика просто принимает другую форму: сумма ожидаемых за ряд лет дивидендов должна быть выше, чем суммарный доход по банковскому депозиту. Например, инвестор, который в 1976 г. купил акции Abbott Laboratories, получил текущую доходность меньше, чем 2% ($10\frac{3}{4}$ цента дивидендов при покупной цене 5,75 дол.), но к 1986 г. дивиденды выросли до 0,84 дол., так что текущая доходность составила более 14% к цене 1976 г.

Запас надежности — в виде дифференциала цены или доходности или того и другого — не гарантирует от убытков. Это просто указание на то, что убытки маловероятны. Так что отдельные акции, будь то перво-

классные или второстепенные, купленные с запасом надежности, могут «скиснуть» и в силу особых обстоятельств обернуться убытком.

Группа из, скажем, 20 обыкновенных акций, как правило, обеспечивает усреднение везения и невезения. По этой причине диверсификация вложений является существенным элементом концепции оценки. Понятно, что аналитик вынужден относиться с большим доверием к собственным прогнозам прибыльности и дивидендов, когда они относятся к представительной группе акций в целом, чем когда речь идет о любом отдельном выпуске, и к оценкам прибыльности за период, чем за конкретный год.

Альтернативное поведение аналитика

Вообразите, что приходится оценивать обыкновенные акции, не особенно пригодные для процедуры формального анализа и оценки, поскольку в будущем компании слишком много неопределенностей, затрудняющих уверенную оценку ее возможной прибыльности. Следует ли аналитику отказаться от техники стоимостного анализа и обратиться к другим методам принятия решений? Обыкновенные акции, не допускающие уверенной оценки, не поддаются анализу. Иными словами, если рекомендации покупать или продавать акции нельзя обосновать формальными процедурами анализа и оценки, приходится обращаться к методам квазианализа или псевдоанализа. В такой ситуации аналитика и инвестора интересуют вероятное рыночное поведение акций в ближайшем будущем. При этом достаточно подробная аналитическая работа будет обслуживать преимущественно спекулятивное решение, какими бы именами его ни пытались облагородить.

Другой выбор заключается в том, чтобы делать, как все остальные, даже если цена кажется завышенной. Это так называемая теория еще большего дурака. Логика такова: «Я глупец, потому что так дорого плачу за эти акции, но должен найтись еще больший дурак, который заплатит мне еще дороже».

Надежность вложения денег в обыкновенные акции — в отдельные выпуски или в группу акций — немало зависит от способности инвестора или его советника-аналитика обосновать инвестирование результатами формального анализа и оценки. Попросту говоря, покупка обыкновенных акций не может считаться разумной частью инвестиционной программы, если никакие вычисления не подтверждают, что купленное стоит хотя бы того, что за него уплачено.

Практическая проверка стоимостного анализа

Чтобы судить о достоинствах стоимостного анализа и оценки, нужно оценить практические результаты его использования. Как можно измерить практичность этого подхода? В последние годы много внимания

уделялось измерению и вменению эффективности. Измерение определяет результаты работы портфеля, вменение — почему результаты оказались именно такими.

Для проверки удовлетворительности результатов стоимостного подхода могут быть использованы разные объективные методы. Например, в качестве «разумной покупной цены» можно взять цену, которая на 20% ниже центрального значения стоимости, то есть середины диапазона оценки внутренней стоимости. Верхнее значение диапазона — на 20% выше центрального значения, можно взять как значение «разумной продажной цены». Действительная цена должна достичь этого значения в обозримый период времени, скажем, в ближайшие четыре года. При нормальных условиях за четыре года центральное значение будет расти с той же скоростью, что и прибыльность. Акции, купленные с 20-процентной скидкой от величины внутренней стоимости и проданные с 20-процентной надбавкой к этой величине, принесут доход, превышающий 50-процентный рост курса. Инвестор получит также дивиденды и прибавку внутренней стоимости. Если предположить рост дивидендов на 4% в год, рост курса на 6% в год и 4 года выдержки в портфеле, годовой доход будет превышать 20%, что означает удвоение инвестированной суммы за 4 года.

Успех стоимостного подхода можно оценить по проценту акций, которые, будучи куплены со скидкой от центрального значения стоимости, были потом через четыре года проданы с надбавкой к этому значению. Результаты подлежат, разумеется, корректировке, чтобы устранить воздействие изменений общего уровня рынка. Избыточный доход по акциям, главным компонентом которого является цена, всегда измеряется по отношению к уровню рынка (S&P 500), и с поправкой на величину беты для акций.

Сравнение результатов стоимостного подхода относительно S&P 500

Вот несколько примеров эффективности стоимостного подхода:

	Совокупная годовая доходность за 1981—1985 гг. (в %)
First Manhattan Capital Management	21,7
Prudential Equity Management Associates	19,6
Trinity Investment Management	21,1
Windsor Fund	22,6
Standard & Poor 500	14,6

Вообще говоря, период 1981—1987 гг. был благоприятен для менеджеров, практиковавших стоимостной подход, но результаты были достигнуты при меньшем уровне общей изменчивости, измеряемой среднеквадратическим отклонением доходности.

Полезный показатель эффективности портфеля можно получить, сопоставив составленный аналитиком ранжированный список привлекательности акций с действительной доходностью этих акций в последующие 3—5 лет. В главе 2 приведен пример ранжирования на более короткий период (Value Line Timeliness Rankings), позволяющий определить наличие связи между рангом и последующим доходом инвесторов.

Ранжирование по коэффициенту «цена/прибыль»

В другом простом тесте в качестве главного критерия относительной стоимости используют коэффициент «цена/прибыль» (P/E). Предполагается, что акции, продаваемые при низких значениях коэффициента P/E, недооценены, в отличие от акций, продаваемых при высоких значениях этого коэффициента. Изучению этого вопроса были посвящены многие исследования. Одно из первых было проведено в 1960 г.³ Критики этих первых работ утверждали, что на результаты помимо коэффициента P/E влияют и другие факторы — малый размер фирм, риск и редкость операций перепродажи акций. В недавнем исследовании «была сделана попытка определить, действительно ли портфель акций с низкими значениями коэффициента P/E, сконструированный так, что все остальные факторы были под контролем, обеспечивает доходность выше средней»⁴. В соответствии со значением коэффициента P/E акции были разделены на пять групп (портфелей), так что в группу 1 попали акции с самым низким значением коэффициента P/E. Состав групп регулярно пересматривался в соответствии с поквартальными данными. Расчеты охватили 42 квартала, с начала 1970 г. по середину 1980 г. Были получены следующие результаты:

Портфель P/E	Скорректированная по риску годовая доходность (в %)
1	10,89
2	3,69
3	0,69
4	-5,35
5	-9,91

Исследование подтвердило предыдущие результаты и показало, что доходность акций с низким коэффициентом P/E выше, чем у акций с

³ *Nicholson S.F.* Price-Earnings Ratios // *Financial Analysts Journal*, 1960, July/August, p.43—45.

⁴ *Goodman D.H.* and *Peavy, III, J.W.* Industry Relative Price-Earnings Ratios as Indicators of Investment Returns // *Financial Analysts Journal*, 1983, July/August, p.60—65. Выборка включала по 40 акций каждой из трех отраслей — производство электронных компонентов, бумаги и переработка продуктов питания. Были использованы относительные значения коэффициента P/E, рассчитанные относительно отраслевых значений индекса P/E.

высоким значением этого коэффициента. Были выделены непродолжительные периоды, когда это правило не выполнялось, и прежде всего после того, как происходило заметное сужение диапазона значений коэффициента P/E.

Переоцененные и недооцененные акции

Фундаментальным принципом анализа ценных бумаг, который имеет вполне надежное подтверждение на практике, является утверждение, что большая часть значительных несоответствий между ценой и стоимостью будет устранена самим рынком, причем к немалой выгоде инвестора, который сможет использовать публикуемую информацию и технику анализа ценных бумаг для нахождения этих разрывов между ценой и стоимостью⁵. Но здесь есть важные ограничения. И природа фондового рынка, и психология инвесторов благоприятствуют существованию тенденции скорее покупать недооцененные, чем продавать переоцененные акции. Стоимостной подход помогает выработке методичности, помогающей расставаться с переоцененными акциями.

Примером переоцененности являются множество «шикарных» компаний, акции которых продаются намного дороже консервативной цены. Эти акции очень трудны для анализа. Равное замешательство испытываешь, когда приходится рекомендовать их покупку или продажу. В конечном итоге потенциальный убыток может составить 100% вложенных денег, но и выигрыш может многократно превысить первоначальные вложения.

Техника стоимостного анализа бесспорно полезна тем, что демонстрирует переоцененность многих новых выпусков при растущем фондовом рынке, и то же относится к циклическим второстепенным акциям при благоприятном для них рынке. Стоимостной анализ может показать, что инвестиционная компонента в цене акций невелика относительно спекулятивной компоненты.

Стоимостной подход и выбор времени инвестирования

Развиваемый в этой книге стоимостной подход является одним из нескольких методов определения абсолютной и относительной привлекательности обыкновенных акций. Тот, кто работает с этим подходом, должен использовать свои выводы как базу для составления портфеля

⁵ Понятно, что если бы эти разрывы можно было обнаружить без анализа, рынок уже внес бы свои корректировки. Наличие и масштаб этих несоответствий бывают всем видны только после их устранения.

акций, для продажи явно переоцененных акций и для замены менее привлекательных выпусков на более привлекательные.

Если можно установить, что такие-то акции продаются выше или ниже своего стоимостного диапазона, то же можно проделать и с рынком в целом, представленным соответствующими индексами. А значит, могут быть сделаны выводы о желательности вообще иметь обыкновенные акции в составе портфеля ценных бумаг. Например, если цены отдельных акций выше их стоимостного диапазона и привлекательные варианты для покупки найти не удастся, можно сделать логичный вывод, что рынок в целом переоценен. Может быть верным и обратный вывод, если окажется, что многие акции недооценены.

Следует понимать различие между применением стоимостного подхода к оценке уровня рынка и прогнозированием будущей динамики фондового рынка. Установление диапазона приемлемых цен неравнозначно предсказанию того, когда и в каком направлении этот коридор будет проломлен, да и случится ли это вообще. Этот вывод не противоречит классической рекомендации, обращенной к тому, кто пытается предвидеть будущее: «Не бойся предсказывать наибольшие и наименьшие значения цен фондового рынка и не бойся предсказывать время, когда эти пиковые значения могут быть достигнуты; но *никогда* не пытайся предсказывать то и другое одновременно!»

Глава 29

Роль статистики прибыльности

Горизонт прогнозирования, коэффициент реинвестирования и инвестиционная стоимость

В главе 28 мы рассмотрели стоимостной подход к оценке обыкновенных акций, базирующийся на прогнозе прибыльности и дивидендов на период 5—10 лет. Этот метод не распространен в практике Уолл-стрита, где прогнозируют прибыльность на более короткие или более длинные периоды времени. Для обычной компании, не входящей в группу «растущих» корпораций, принято давать прогноз прибыли на ближайшее время, но не обязательно на следующие 12 месяцев. Напротив, чтобы оправдать высокие значения мультипликатора прибыльности, обычные для акций роста, принято делать очень длительные прогнозы быстрого роста прибыльности. В атмосфере спекулятивного энтузиазма многие аналитики, благоволящие к такого типа компаниям, не затрудняются в изготовлении очень долгосрочных предсказаний.

Формула текущей стоимости

Акции роста. Финансисты согласны в том, что инвестиционная стоимость обыкновенных акций равна текущей (приведенной) стоимости

суммы всех ее будущих дивидендов¹. Это значит, что нужно делать прогноз дивидендов на, скажем, 40—50 лет². Мы не верим в то, что прогноз столь отдаленного будущего может быть достаточно точным, чтобы оказаться полезным. Но инвестор может исходить из допущения о «встроенном» темпе роста для *обыкновенных акций в целом*, который образуется при реинвестировании нераспределенной прибыли под процент, равный статистически выведенному темпу долгосрочного роста прибыли корпораций. Для *быстрорастущих акций*, напротив, прогноз прибыльности нужно ограничить, скажем, 4 годами (середина семилетнего прогноза), а привлекательные долгосрочные перспективы можно прогнозировать (с меньшей уверенностью) с использованием повышенного значения мультипликатора³.

Медленно растущие акции. Трудно утверждать, что руководство и акционеры компаний с медленно растущей прибылью будут терпеть такое положение сколь угодно долго. Рано или поздно акционеры потребуют ликвидации компании, либо туда придет новое руководство, либо старое поддастся давлению в пользу изменений, что приведет к более обычным показателям роста, чем те, которые кажутся вероятными в ближайшей и среднесрочной перспективе.

Взаимозаменяемость долларов дохода

Ясно, что *действительный* доллар дохода от акций роста стоит не больше, чем такой же доллар дохода от другого типа акций. А это значит, что если бы была возможна точная оценка суммы доходов (включая дивиденды) от акций роста и от обыкновенных акций за весь срок жизни каждой корпорации, мы должны были бы использовать *одну и ту же* ставку капитализации или дисконтирования. Использование одинаковой ставки дисконтирования прибыли порождает разные значения мультипликатора прибыли для разных компаний, определяемые темпом роста отдельных компаний. Аналитик должен стремиться к прогнозированию нормальной способности получать прибыль, скажем, на четыре года впе-

¹ *Williams B.J.* The Theory of Investment Value. Cambridge, Mass.: Harvard University Press, 1938, p.55.

² За пределами 40—50-летнего горизонта прогноза текущую стоимость всех будущих дивидендов можно не учитывать. Текущая стоимость 1 дол. через 50 лет при ставке дисконтирования 12% составит меньше 0,4 цента. Значительное уменьшение текущей стоимости дохода, подлежащего получению в отдаленном будущем, означает, что при ставке дисконтирования 12% текущая стоимость 25-летней ренты, приносящей по 1 дол. в год, равна 94% текущей стоимости такой же бессрочной ренты.

³ За исключением случаев, когда предполагается очень быстрый рост, четырехлетний прогноз дает *среднюю* оценку роста на ближайшие 7 лет. Например, предполагая, что темпы роста составят 10%, прогноз на четыре года даст рост на 46%. В среднем через 7 лет величина прибыли будет на 49% выше исходного уровня.

ред, но может предполагать, что и после этого темп роста компании окажется выше среднего уровня. Такое предположение оправдывает использование для прогнозирования роста быстрорастущей компании на пятый и последующие годы более чем средней величины мультипликатора. Например, аналитик может захотеть в случае средней компании заплатить за ее акции в 12 раз больше, чем прогнозная величина ее способности получать прибыль через четыре года, но в 18 раз больше той же величины в случае быстрорастущей компании. При этом он должен отдавать себе отчет, что увеличение мультипликатора на 50% может быть оправдано только предположением, что в ближайшие семь лет акции роста будут расти *более чем* вполупину быстрее, чем средние акции. Иными словами, нужно предположить, что период быстрого роста продлится и по прошествии семилетнего периода прогнозирования, который мы в этой книге рекомендуем. Многие компании демонстрировали быстрые темпы роста в течение пяти, десяти и даже 20 лет. Вопрос только о вероятности того, что быстрый рост сохранится на еще один длительный период. История свидетельствует, что только малая часть компаний, знаменитых быстрым ростом в прошлом, сохраняли столь же быстрый рост еще на длительное время. 50-процентная надбавка к величине мультипликатора разрушает любые запасы надежности, создаваемые недооценкой акций. Поэтому надбавка за негарантированный рост должна быть очень скромной.

Нераспределенная прибыль не взаимозаменяема

Мы уже отметили, что доллар прибыли, полученной быстрорастущей компанией, в точности равен доллару прибыли, заработанной любой другой компанией. Это совершенно бесспорно в том смысле, что не имеет значения, в чьем кошельке оказался этот доллар, — всякий может купить на него то, что может быть куплено за доллар. То же равенство верно и для долларов, выплаченных на дивиденды. Доллар дивидендов, выплаченный лучшей компанией страны, стоит не больше, чем последний доллар, выплаченный обанкротившейся компанией. Но при анализе ценных бумаг нужно иметь в виду, что *инвестиционная ценность (стоимость)* доллара нераспределенной прибыли быстрорастущей компании куда выше, чем если его реинвестирует посредственная компания, не умеющая добиться быстрого роста прибыли. Фактически, если доллар нераспределенной прибыли может быть реинвестирован по той же ставке реинвестирования в течение сколь угодно долгого времени, его инвестиционная стоимость будет прямо пропорциональна величине ставки реинвестирования.

Ставки реинвестирования и инвестиционная стоимость

Чтобы проиллюстрировать идею о разной стоимости нераспределенной прибыли, проанализируем простой гипотетический случай двух

компаний, каждая из которых получает прибыли 2 дол. на акцию и выплачивает на дивиденды 50% чистой прибыли (после выплаты налогов и процентов). Ставка дисконтирования для обеих компаний 10%. Компания *A* может в течение неопределенно долгого времени реинвестировать всю нераспределенную прибыль по ставке 20% годовых, а компания *B* — только 10% годовых. Для простоты предположим, что инвесторам равно милы доходы в виде дивидендов и в виде повышения курса акций, так что не нужно системы весов, чтобы отличить инвестиционную стоимость дивидендов от инвестиционной стоимости роста курса. Поскольку обе компании распределяют на дивиденды 50% прибыли, величина дивидендов для обеих будет равна 1 дол. В обоих случаях инвестиционная стоимость дивидендов равна 10 дол., поскольку ставка дисконтирования для обеих компаний равна 10%.

Но при этом в случае быстрорастущей компании *A* стоимость 1 дол. нераспределенной прибыли равна 2 дол., то есть равна инвестиционной стоимости 1 дол. нераспределенной прибыли, который будет бессрочно приносить по 20 центов прибыли в год; тогда как 1 дол. нераспределенной прибыли менее доходной компании *B* стоит только 1 дол., потому что может приносить годовой прибыли только на 10 центов. Можно сказать иначе: 1 дол. нераспределенной прибыли в компании роста будет приносить в будущем столько же прибыли, сколько 2 дол. нераспределенной прибыли в более стабильной компании. Это простое описание того, что происходит за один период или когда вся дополнительная прибыль уходит на дивиденды. Но если растущая компания оставляет нераспределенной 50% прибыли и реинвестирует эти деньги под 20%, ее цена в длительной перспективе будет расти еще быстрее в силу механизма сложных процентов. Главное здесь в том, что хотя между долларами прибыли этих компаний и нет никакой разницы, результатом различия в возможностях реинвестирования оказывается разная инвестиционная ценность соответствующей прибыли, так что критическим аспектом оптимизации стоимости оказывается процент нераспределенной прибыли.

Если 1 дол. нераспределенной прибыли компании *A* эквивалентен 2 дол. нераспределенной прибыли компании *B*, тогда инвестиционная стоимость 1 дол. нераспределенной прибыли компании *A* должна быть вдвое выше, и тогда можно утверждать, что инвестиционная стоимость *A* базируется на 3 дол. — 1 дол. дивидендов и 2 дол. эквивалентной нераспределенной прибыли компании *B*. Акции *A* было бы разумно продавать по 30 дол., а *B* — по 20 дол., что соответствует равной доходности в 10%. Смысл этого явно упрощенного примера в том, чтобы, не углубляясь в математические вычисления, показать, что величина мультипликатора зависит одновременно от процента нераспределенной прибыли и от ставки, по которой ее реинвестируют.

Выбор прогнозного периода — произвольный

В силу необходимости выбор периода прогнозирования произволен. Мы рекомендуем 5—10 лет, потому что так удастся охватить прогнозом хорошие, плохие и средние годы одного или более циклов деловой активности. Более того, примерно таков же горизонт планирования, к которому привыкли большинство менеджеров. Таков же и период *прошлой* прибыльности, который аналитики обычно анализируют с наибольшей тщательностью.

Более долгосрочные прогнозы труднее, но полезнее

Некоторые аналитики, хотя число их быстро уменьшается, все еще считают, что сколь-нибудь точная оценка будущих результатов достаточно трудна, так что распространять прогноз на 5—10 лет — это чистое безрассудство. Проблема с этой точкой зрения в том, что она подчеркивает то, что легче, а не то, что важнее и полезнее. Для инвестора оценка прибыли будущих лет важна лишь в той мере, в какой она указывает на *долгосрочную прибыльность*. Чтобы разумно истолковать результаты года, инвестору и аналитику нужно иметь хоть приблизительное представление о вероятном уровне прибыльности в течение ряда лет. Результаты отдельного года редко отражают ход дел в течение делового цикла. Аналитик может выделить деловой цикл, включающий оцениваемый год, найти средние показатели и затем использовать темпы роста, чтобы из середины периода получить величину прибыльности на конец периода. Удачливых аналитиков отличает готовность заниматься прогнозами даже заведомо зная, что они часто бывают ошибочными. Тот, кто не способен принимать решения или избегает трудных положений, возникающих в результате ошибок, обречен на прозябание и быстротечность карьеры в качестве аналитика ценных бумаг.

Прогноз прибыли

Способность получать прибыль и прогноз прибыли

Для оценки *способности получать прибыль* на какую-то дату, скажем, через пять лет, нужно выполнить следующие действия:

- 1) составить экономический прогноз;
- 2) оценить прибыль для S&P 500 или другого широкого индекса;
- 3) составить прогноз прибыли для сектора и отрасли;
- 4) дать прогноз прибыли для компании.

Длительность любого из прогнозов не может быть короче, чем интересующая нас дата, на которую мы определяем прибыль компании.

Проверка правдоподобности прогнозов

Очень поучительно сопоставить сумму прогнозных значений прибыли по отдельным компаниям с совокупной оценкой, скажем, для индекса S&P 500. Большие инвестиционные компании используют такие сопоставления, чтобы держать своих аналитиков в узде, поскольку первоначально оценка индекса дает, например, рост прибыли на 5%, а сумма оценок для отдельных компаний дает 15% роста прибыли. Этот разрыв отражает честолюбивые надежды аналитиков, усиленные вечным оптимизмом директоров компаний. Агрегированные отраслевые показатели можно использовать, чтобы напомнить аналитикам, что не могут все отраслевые компании в следующем году увеличить свою долю рынка, и что не могут они все показать результаты выше средних.

Макро- и микропрогноз

Число учитываемых при прогнозе переменных и постоянное изменение роли каждой не позволяют выработать определенную и рациональную технику успешного прогнозирования финансового развития. Чтобы объяснить серию успешных прогнозов, приходится ссылаться на превосходящую способность выделять и оценивать ключевые факторы, определяющие уровень прибыльности. При этом всякий прогноз по необходимости начинается с анализа прошлых результатов. Относительная ценность и значение такого анализа зависят от того, в какой степени можно рассчитывать на продолжение в будущем выявившихся в прошлом тенденций. В общем, чем шире анализируемый сегмент экономики, тем большей постепенностью отличаются изменения и тем инерционнее и устойчивее прошлые тенденции. Поэтому прогноз валового национального продукта — основного показателя национального производства оказывается более близким к действительности чаще, чем прогноз доходности обыкновенных акций в целом, а последний обычно бывает точнее, чем прогноз для отрасли или сектора экономики и, наконец, наименее точны прогнозы для отдельной компании.

Прогноз ВВП и прибыли корпораций

Чтобы прогноз уровня ВВП мог быть использован аналитиком ценных бумаг, он должен быть достаточно детализирован. Например, входящий в состав валовых частных вложений в домашнее хозяйство показатель расходов на строительство жилищ должен быть дополнен статистикой о начале строительства отдельных и многоквартирных домов, об

источниках и суммах средств по закладным, о процентных ставках по закладным, о средней стоимости жилищ, о расходах и о затратах труда. Если этих данных не будет, аналитику придется тратить время на их получение, вместо того чтобы заниматься анализом компаний.

Экономические прогнозы обычно включают прогноз прибыли корпораций, который частично отражается в показателе вклада корпораций в чистый внутренний продукт. Этот показатель не включает заработанную за рубежом часть прибыли корпораций, которая должна быть найдена отдельно.

Существует тесная связь между корпоративной прибылью, отражаемой в прогнозах ВВП, и совокупной прибылью широкого индекса публичных компаний, такого, как индекс промышленных корпораций S&P 400. Но есть несколько технических причин, препятствующих простому вычислению прибыльности индекса посредством умножения прибыли корпораций на некий коэффициент, а именно:

- частые изменения состава корпораций, входящих в индекс;
- операции слияния, поглощения и рекапитализации компаний;
- продажа акций с целью разводнения акционерного капитала или ради обратного результата;
- в индексе не находят отражения малые компании;
- при прогнозе прибыли корпораций в рамках прогноза ВВП активно используют идеи налогового и экономического учета.

Один из подходов к прогнозированию прибыли для рыночного индекса рассмотрен в главе 6, но возможны и многие другие походы.

Экономист или аналитик способны дезагрегировать прогноз прибыли рыночного индекса, но это приносит мало пользы. Аналитику намного проще дать самостоятельный прогноз прибыли для компании и отрасли. Чтобы достичь более правдивого соотношения прогнозных оценок аналитика и более широких прогнозов по индексу, нужно рабочее взаимодействие между аналитиками из разных рабочих команд.

Прогноз прибыли на акцию

Прогнозные оценки прибыли для большинства обыкновенных акций, естественно, как-то соотносятся с темпами роста народного хозяйства в целом и, в частности, с совокупной величиной прибыли на все обыкновенные акции. Но ни один формально-механический подход не дает настолько надежных результатов, чтобы их можно было использовать при принятии инвестиционных решений. Любой механический подход должен подпираться солидным знанием факторов, определяющих величину прибыли в компании, иначе работа аналитика окажется бесплодной. Обсуждением этих факторов мы займемся ниже.

Механические оценки

Каждый прогноз отчасти механистичен, потому что он всегда базируется на результатах статистического анализа прошлых показателей — на средних, показателях изменчивости и трендах (тенденциях). Для краткосрочного прогноза часто используют простое пролонгирование прошлых темпов роста на будущее. Насколько хорош такой подход? Чтобы оценить его полезность, применим его к акциям, входящим в индекс Dow-Jones.

Сначала в таблице 29.1 показаны для каждой акции процентные изменения прибыли между средними значениями за 1973—1975 гг. и 1978—1980 гг. (Лучше брать данные не за один год, а средние за трехлетний период, потому что так мы устраняем влияние редких событий.) Затем в таблице показан прогноз прибыли на акцию на 1983—1985 гг., рассчитанный исходя из предположения, что темпы роста будут такими же, как в первое пятилетие. Более того, мы рассчитали еще более наивный прогноз, исходя из предположения, что каждый выпуск акций будет расти с той же скоростью 67%, что и весь индекс в предыдущий период — от 1973—1975 гг. до 1978—1980 гг.

Наконец, показаны данные о действительной величине прибыли на акцию за 1983—1985 гг. и процентное изменение относительно уровня 1978—1980 гг.

Напрашиваются несколько выводов. Во-первых, ни один из использованных здесь методов прогноза не дает достаточно точных оценок прибыли на акцию за 1983—1985 гг. Мы продемонстрировали практическую непригодность простой экстраполяции для прогнозирования прибыли. Если в жизни и есть что-то вполне определенное, так это то, что будущее станет во многих отношениях не таким, как прошлое. Вероятность того, что разные изменения будут взаимно уравновешиваться, ничтожна, особенно когда нас интересует микроуровень (компания или отрасль). Во-вторых, в большинстве случаев прогноз, исходящий из темпов группового роста 67%, был точнее, чем исходящий из прошлых темпов роста отдельных компаний. Здесь проявляется влияние общеэкономических закономерностей на конкретные акции. Ни одна компания не свободна от влияния того, что происходит с ценами, заработной платой, уровнем безработицы, налогами, процентом и прочим в масштабе всего народного хозяйства.

Сопоставление динамики компаний отрасли показывает, что анализ отраслевых перспектив мог бы помочь в оценке потенциального развития отдельных компаний. Сталелитейная промышленность была неприбыльной, и обе компании — Bethlehem Steel и U.S. Steel — несли убытки наравне со всей отраслью. Электромашиностроение было на подъеме, и у обеих компаний — General Electric и Westinghouse Electric — прибыль на акцию была выше среднего. Основные химические компании переживали трудные времена. На компании Union Carbide неблагоприятная ситуация

отразилась в полной мере, но диверсифицированные компании Eastman Kodak и Allies Signal показали неплохую прибыль.

Доминирующие компании управляют своей судьбой

Несколько компаний, господствующих в своих отраслях, оказались в состоянии управлять изменениями прибыли. Примерами являются IBM, McDonald's и Philip Morris. Чтобы прогноз прибыли для компании был достаточно точным, необходим анализ будущего по крайней мере на трех уровнях — народного хозяйства в целом, отрасли или сектора и конкретной компании. Но даже здесь аналитику следует рассчитывать скорее на относительный, чем на абсолютный успех.

Громадные усилия направлены на предсказание величины прибыли в следующем квартале или в следующем году. Это внимание к отчетной прибыли, а не к общей способности компании получать прибыль может стать источником заблуждений. Аналитику выгодно то, что рынок реагирует на публикацию данных об отчетной прибыли вместо того, чтобы обращать внимание на факторы, определяющие инвестиционную стоимость и другие долгосрочные факторы.

Еще две проверки достоверности прогнозов прибыли

Теперь проанализируем два других метода прогнозирования прибыли. Первый составляет основу оценки разных акций фондовым рынком. Допустимо предположение, что чем выше значение рыночного мультипликатора текущей прибыли на акцию, тем оптимистичней представления о будущем росте. Второй метод прогнозирования прибыли используют крупные инвестиционные организации, осуществляющие анализ потенциала отдельных компаний.

Отношение «цена/прибыль» как неявный прогноз

В таблице 29.2 опять приведены компании, входящие в индекс Dow-Jones, но на этот раз в порядке убывания средней величины отношения «цена/прибыль» за 1978—1980 гг. В таблице также приведены данные о действительном процентном изменении прибыли на акцию между 1983—1985 гг. и 1978—1980 гг. Отношение «цена/прибыль» есть ожидание будущего роста, но корреляция между рыночными ожиданиями и действительным ростом за этот пятилетний период хоть и положительна, но незначительна. 10 акций с самыми большими значениями коэффициента «цена/прибыль» показали положительный рост прибыли в 8 случаях и ее падение в двух случаях; из шести акций с самыми высокими темпами роста пять входили в эту десятку. Из 10 акций с наименьшими значениями коэффициента только два выпуска показали прирост дохода, а четыре выпуска входили в группу из шести акций, показав-

Таблица 29.1. Механическая оценка прибыли на акцию компаний, входящих в индекс Dow-Jones

Компания	Прибыль на акцию (в дол.)			Оценки основаны на		Действительная прибыль за 1983— 1985 гг. (в дол.)	Изменения за 1978— 1980 гг. к измене- ниям за 1983— 1985 гг. (в %)
	1973— 1975 гг.	1978— 1980 гг.	Изме- нение (в %)	индиви- дуальных измене- ниях (в дол.)	измене- ниях группы в целом (в дол.)		
Alcoa	1,68	6,05	+260	21,78	10,11	2,27	-62
Allied Signal	2,90	2,80	-3	2,72	4,68	4,20	+50
American Can	4,41	5,58	+27	7,09	9,33	4,42	-21
American Express	1,10	2,41	+119	5,28	4,03	2,96	+23
Bethlehem Steel	6,04	4,74	-22	3,70	7,92	-4,36	d*
Chevron	2,54	5,16	+103	10,47	8,62	4,76	-8
DuPont	2,85	5,55	+95	10,82	9,27	5,13	-8
Eastman Kodak	2,61	4,21	+61	6,78	7,03	2,51	-40
Exxon	3,01	4,82	+60	7,71	8,05	6,66	+38
General Electric	1,62	3,04	+88	5,72	5,08	4,87	+60
General Motors	5,31	6,54	+23	8,04	10,92	12,78	+95
Goodyear	2,32	2,66	+15	3,06	4,44	3,27	+23
IBM	3,05	5,53	+81	10,01	9,24	10,16	+84
Inco Ltd.	3,22	1,65	-49	0,84	2,76	-1,14	-169
International Paper	4,83	7,29	+51	11,01	12,18	3,07	-58
McDonald's	0,77	2,10	+173	5,73	3,51	4,40	+110
Merck	1,37	2,45	+79	4,39	4,09	3,40	+39
Minnesota M&M	2,52	5,40	+114	11,56	9,02	5,99	+11
Navistar	3,53	1,75	-51	0,86	2,92	-4,90	d
Owens- Illinois Gl.	2,74	0,40	+114	11,56	9,02	5,99	+11
Philip Morris	0,79	2,02	+156	5,17	3,37	4,30	+113

Таблица 29.1 (окончание)

Компания	Прибыль на акцию (в дол.)		Изменение (в %)	Оценки основаны на		Действительная прибыль за 1983— 1985 гг. (в дол.)	Изменения за 1978— 1980 гг. к изменениям за 1983— 1985 гг. (в %)
	1973— 1975 гг.	1978— 1980 гг.		индивидуальных изменениях (в дол.)	изменениях группы в целом (в дол.)		
Procter & Gamble	1,93	3,50	+81	6,34	5,85	4,70	+34
Sears Roebuck	1,81	2,44	+35	3,29	4,08	3,78	+55
Texaco	4,55	5,98	+31	7,83	9,99	4,50	-25
Union Carbide	2,19	2,74	+25	3,43	4,58	1,03	-62
United Technologies	1,28	2,83	+121	6,25	4,73	4,24	+50
U.S. Steel	6,24	1,56	-75	0,39	2,61	-0,52	d
Westinghouse Electric	0,67	2,03	+203	6,15	3,39	3,03	+49
Woolworth	1,44	2,61	+81	4,72	4,36	2,28	-13

Примечание. С поправками на расщепление акций и на выплату дивидендов акциями.

* d — дефицит.

ших самое большое снижение дохода. Взаимосвязь наличествует, но аналитику это не дает никакой информации, которой уже не располагал бы рынок. Поскольку эти прогнозы уже нашли отражение в цене, которая определила величину отношения цены акции к прибыли на акцию, вряд ли можно рассчитывать, что рынок еще раз вознаградит инвестора за уже использованную информацию. Убытки и прибыли могут быть значительными только тогда, когда инвестор понимает ситуацию и действует не так, как рынок в целом.

Профессиональный аналитический прогноз

Прогнозы прибыли, осуществленные инвестиционными организациями, представлены в таблице 29.3. Сделанный в 1980 г. компанией Value Line прогноз прибыли на акцию за 1983—1985 гг. по 29 компаниям, входящим в индекс Dow-Jones, сопоставлен с действительными результатами. В 19 случаях прогнозные оценки отклонились от действительности более чем на 25%, что подтверждает: точная оценка абсолютного значения при-

Таблица 29.2. Отношение цены акций к прибыли на акцию и изменение прибыли на акцию

Компания	Среднее отношение P/E за 1978—1980 гг.	Изменение прибыли на акцию за 1983—1985 гг. к 1978—1980 гг. (в %)
Inco Ltd.	14,2×	d***
Merck	13,6	+39
IBM	12,3	+84
Procter & Gamble	11,6	+34
MMM	10,3	+11
McDonald's	10,2	+110
Eastman Kodak	9,1	-40
Philip Morris	8,9	+113
General Electric	8,4	+60
Sears	8,1	+55
United Technologies	7,6	+50
Allied Signal	7,5*	+50
DuPont	7,5	-8
American Express	7,0	+23
U.S. Steel	6,7**	d
American Can	6,5	-21
Exxon	6,2	+38
International Paper	6,2	-58
Goodyear	6,1	+23
Chevron	5,7	-8
Texaco	5,6	-25
Bethlehem Steel	5,5	192
General Motors	5,3**	+95
Westinghouse	5,3	+49
Union Carbide	5,1	-62
Owens-Illinois Glass	5,0	-7
Alcoa	4,5	-62
Woolworth	4,5	-13
Navistar	4,4**	d***
AT&T	****	****

* Год с незначительной прибылью исключен.

** Убыточный год исключен.

*** Дефицит.

**** Нет сопоставимых данных.

были отдельной компании очень трудно. Прежде чем читатель решит, что компания Value Line плохо справилась с прогнозом, отметим, что подавляющая часть ошибок прогноза имела причиной общемировой спад цен на основные товары сырьевой и перерабатывающей промышленности, такие, как нефть, сталь, цветные металлы, бумага, резина и химикаты. В 1980 г., когда готовился прогноз, все были уверены, что цены на такого рода продукцию будут расти, и что лидером роста будет нефть. Так что

Таблица 29.3. Прогноз прибыли на акцию, сделанный компанией Value Line, и действительные значения (в дол.)

Компания	Прогноз 1980 г. на 1983—1985 гг.	Прибыль на акцию за 1983—1985 гг.
Alcoa	7,75	2,27
Allied Signal	7,20	4,20
American Can	8,50	4,42
American Express	5,64	2,96
Bethlehem Steel	9,00	-4,36
Chevron	10,00	4,76
DuPont	8,70	5,13
Eastman Kodak	7,47	2,51
Exxon	10,00	6,66
General Electric	5,20	4,87
General Motors	13,00	12,78
Goodyear	6,50	3,27
IBM	9,90	10,16
Inco Ltd.	5,25	-1,14
International Paper	9,20	3,07
McDonald's	4,55	4,40
Merck	4,60	3,40
Minnesota M&M	9,25	5,99
Navistar	13,00	-4,90
Owens-Illinois Glass	8,00	4,14
Philip Morris	4,35	4,30
Procter & Gamble	6,53	4,70
Sears, Roebuck	4,20	3,78
Texaco	9,40	4,50
Union Carbide	4,17	1,03
United Technologies	5,25	4,24
U.S. Steel	8,30	-0,52
Westinghouse Electric	3,63	3,03
Woolworth	5,75	2,28

большая часть ошибок имеют причиной действие общеэкономических и сырьевых факторов, за учет которых аналитик несет только частичную ответственность. В данном случае неточность аналитических прогнозов может быть извинена тем, что экономисты не слишком точно предсказывают общее направление развития экономики.

Прогноз прибыли, опирающийся на анализ бизнеса

Из вышеизложенного можно сделать два вывода: 1) таблица 29.3 демонстрирует, что даже самый тщательный прогноз может оказаться ошибочным, особенно если он относится к одной компании; 2) таблица 29.2

в очередной раз показывает, что методы экстраполяции не дают надежных результатов, и что аналитик должен опираться на профессиональные знания и умения. Нужно анализировать сам бизнес. Для этого аналитик должен тщательно изучать эффективность и перспективы отрасли (или отраслей), в которой работает компания. Есть два подхода к анализу и составлению прогноза, и они могут быть использованы отдельно или совместно: метод *детального анализа* и анализ *отдачи вложений*.

Метод детального анализа

При использовании метода детального анализа мы вычисляем прогноз прибыли исходя из оценок будущего объема производства разных видов продукции, соответствующих цен, сбыта, а также производственных и непроизводственных издержек и налогов. Прогноз сбыта обычно получают из соотнесения сбыта с текущими и ожидаемыми экономическими и конкурентными условиями в отрасли. Издержки можно разделить на категории — на оплату труда, на сырье и материалы, на оплату услуг (электричество, вода и др.) и т.п., или они могут быть покрыты единой оценкой *нормы прибыли*.

Метод детального прогнозирования требует использования информации, поступающей как из самой компании, так и из других источников. Величину амортизационных отчислений можно вычислить исходя из отчетных показателей компании, ее амортизационной политики и данных о новых затратах на приобретение оборудования и производственное строительство. О величине расходов на оплату труда лучше всего узнать у самой компании, но иногда можно оценить эти расходы, если известны условия трудовых соглашений в промышленности и в отрасли, из общения с лидерами профсоюзов и из других источников. Лучшим источником информации о расходах на сырье и материалы являются другие аналитики, другие компании и отраслевые ассоциации, поставляющие соответствующие виды сырья и материалов.

В ходе анализа ценных бумаг важно знать о технологических изменениях. Речь идет не просто о разработке новой продукции, но также о новых материалах и технологиях. Роль технологических изменений может быть отодвинута другими влияниями — изменениями общественных ориентаций, иностранной конкуренцией, изменениями в образе жизни и пр. Может быть, и верно, что если вы сделаете лучшую на свете мышеловку, мир найдет тропку к вашей двери, но это не имеет никакого отношения к кабриолетам, если мир больше не желает ими пользоваться.

В 1970-х и 1980-х годах американцы пересмотрели свое понимание силы и слабости доллара и связи между валютным курсом и иностранной конкуренцией. Многие аналитики потратили массу сил на определение того, кто из отечественных производителей сильнее, а кто —

слабее, но реально вопрос стоял о том, выживет ли кто-либо из них под натиском иностранных конкурентов.

Роль управления

Чем отдаленнее горизонт прогноза, тем больше он зависит от верной оценки компетентности и единства руководства. В случае малых и средних компаний качество управления — это серьезный вопрос и замена одного или двух ключевых руководителей может означать для компании катастрофу или сказочный шанс. В крупных компаниях руководство иногда, несмотря на весь профессионализм и умения, становится негибким и неэффективным. Могут быть полезными несколько источников информации о руководстве. Во-первых, отчеты компании свидетельствуют о том, чего руководство сумело достичь, и это первостепенный источник для суждений о качестве руководства. Во-вторых, многое могут рассказать конкуренты, которые зачастую знают больше, чем можно было бы предположить, о знаниях, умениях, стратегии и тактике, организованности, характере, личных привычках и проблемах, свойственных руководству конкурирующих компаний. Порой этот источник выдает информацию, отягощенную личными симпатиями и антипатиями, завистью и т.п., но здесь всегда много и фактических сведений. К тому же то, как менеджеры отзываются о своих конкурентах, многое говорит о них самих. Если они не понимают, что и почему делают конкуренты, значит, они сами не на высоте.

Обычно аналитик вступает в контакт с отделом по связям с публикой. Здесь работают люди интеллигентные, обаятельные, дружелюбные и желающие помочь. Они сведут аналитика с людьми из высшего руководства, которые также производят наилучшее впечатление. Все непривлекательное и отталкивающее будет тщательно скрыто. В руководстве работают *приятные* люди, иначе бы им не добраться до верха. Они будут любезны и обаятельны. Единственный наш совет аналитику — в общении ищите *конкретную* информацию и оценивайте руководство по качеству его планов и стратегии: насколько хорошо или плохо эти планы были реализованы, и какие результаты были достигнуты.

Не упускайте из виду ситуацию, в которой приходится работать менеджерам. Очень немногие руководители способны добиться выдающихся успехов в отраслях, работающих в неблагоприятной ситуации, например, под сильным давлением иностранных конкурентов. Почти все руководители в быстрорастущих отраслях кажутся гениальными до тех пор, пока рост не замедлится.

Во всех корпорациях фактор управления приходится учитывать после того, как происходят *серьезные* изменения состава высшего руководства. После таких замен знание прошлых результатов перестает быть объяснением будущего, а для того чтобы судить о качестве нового управления, лучше всего — расспросить новых людей об их планах и стратегии.

Анализ отдачи вложений

Прогноз величины прибыли на акцию будет точнее, если исходить из оценки способности корпорации получать прибыль в целом, то есть из прибыльности всего капитала. Это значит, что нужны анализ и прогноз прибыли на весь капитал, а не только на собственный, то есть акционерный капитал компании. Иными словами, критерием прибыльности и первостепенным фактором оценки является отношение прибыли ко всему капиталу⁴.

Есть ряд оснований для того, чтобы в качестве критерия способности извлекать прибыль использовать именно показатель прибыли на полный капитал. Во-первых, используя отношение прибыли к капиталу вместо абсолютной суммы прибыли, мы узнаем о возможности капиталовложения и, следовательно, можем сопоставлять изменения прибыльности. Во-вторых, в отличие от отношения прибыли к акционерному капиталу, величина которой чувствительна к изменениям структуры капитала, отношение прибыли ко всему капиталу позволяет получать более последовательные измерения эффективности. В-третьих, поскольку отношение прибыли к полному капиталу не зависит от структуры капитала, мы можем сопоставлять прибыльность разных компаний.

При подготовке прогноза аналитик должен:

- 1) выбрать такое значение коэффициента прибыльности, которое было бы наиболее представительным для *средней* эффективности;
- 2) оценить среднюю величину совокупных капиталовложений.

При прогнозировании прибыли метод отдачи совокупных вложений может быть использован либо для широкой оценки, либо для детальной. При первом подходе аналитик может для оценки средней будущей прибыльности использовать коэффициент прибыльности за прошлые периоды, а для оценки средней обеспеченности капиталом сделать прогноз суммы нераспределенной прибыли и займов. При более детальном подходе аналитик должен основывать прогноз коэффициента прибыльности на анализе первичных факторов, определявших значение этого коэффициента в прошлом. Поскольку коэффициент прибыльности есть произведение коэффициента прибыльности сбыта (отношение чистой прибыли к объему сбыта) на коэффициент оборачиваемости капитала (отношение объема сбыта к полному капиталу), анализу подлежат все важные факторы, влияющие на изменение этих коэффициентов. Необходим прогноз величины капитала. Нужен прогноз (и лучше всего, если он будет автори-

⁴ Чтобы сделать более точными сопоставления эффективности, нужно из отчетного показателя прибыли на полный капитал вычесть сумму налогов, сэкономленных благодаря наличию долгосрочных долговых обязательств.

зован менеджерами) будущей структуры капитала и ее влияния на налоги. На величину капитала могут влиять: дополнительное размещение или выкуп акций по цене, отличающейся от балансовой стоимости; изменения в величине кратко- и долгосрочного долга; изменения в величине внебалансового финансирования. Впрочем, аналитик может получить прогноз величины капитала на основе прогноза объема сбыта, оборачиваемости капитала и нераспределенной прибыли.

Использование обоих, не вполне независимых методов прогноза — метода детального анализа и метода анализа отдачи вложений, позволяет аналитику контролировать получаемые оценки прибыльности.

Нужно оценить пригодность показателей

Прогнозирование прибыли требует тщательного анализа статистики, а значит, нужно оценить, в какой степени показатели прошлой производственной и финансовой деятельности пригодны для оценки будущего. Бывают ситуации, когда часть прошлых показателей приходится отбрасывать. Результаты производственной деятельности зависят от объемов производства, цен на продукцию и издержек. Аналитик должен учитывать все значительные изменения каждого из трех показателей и если изменения таковы, что производственная статистика теряет ценность в качестве базы прогнозирования, нужно искать другие подходы к прогнозированию. Изменения этих показателей происходят постоянно, но обычно они не настолько значительны, чтобы полностью разрушить базу прогнозирования. Впрочем, обратимся к более детальному рассмотрению.

Изменение структуры производства. Стремясь к диверсификации производства, компании создают новые производственные линии или покупают уже готовые. В любом случае у нас может не оказаться данных для характеристики и оценки новых производственных возможностей. Новая продукция может появиться в результате собственных исследований и разработок или в результате покупки патентов и лицензий. И в этом случае прошлая финансовая информация отсутствует, что крайне затрудняет прогнозирование будущих тенденций, средних, коэффициентов и т.п. Компания может отказаться от производства каких-то видов продукции из-за их неприбыльности или бесперспективности. В любом случае возникает разрыв между структурой и содержанием прошлой и будущей финансовой информации, что затрудняет прогнозирование прибыли и капитала.

Пример. В конце Второй мировой войны практически все американские производители сигарет представляли собой недиверсифицированные компании. По мере расширения кампании за охрану здоровья и профилактику легочных заболеваний и нарастания исков с требованиями оплатить ущерб для здоровья пострадавших от курения, компании приступили к диверсификации производства. Этот процесс ускорился в

1970-х и 1980-х годах. К 1985 г. компания American Brands (бывшая American Tobacco) уменьшила долю табачных изделий до 61% от объема сбыта; компания Philip Morris — до 46%.

Компания American Can уменьшила долю контейнеров и упаковок в структуре сбыта до 37%, а компания USX Corporation (бывшая U.S. Steel) сократила долю стали до 33%. В обоих случаях компании сочли, что долгосрочные перспективы для прежнего производства неблагоприятны и путем покупки новых производств, которые считали более перспективными, осуществили диверсификацию.

Изменения политики производства или сбыта

Причиной изменений в структуре производства и сбыта может быть отказ от крайне неприбыльных производств. Результатом исследований и конструкторских разработок могут быть как появление принципиально новых производственных линий, так и модернизация старых. Не менее значительными бывают изменения в случае отказа от собственного производства каких-то компонентов готовой продукции с целью их покупки на стороне или переноса производства за границу с целью сокращения издержек на рабочую силу. Изменения политики сбыта могут иметь разные формы. Можно увеличить или уменьшить послепродажное обслуживание продукции. Можно передать функции управления сбытом дилерской организации либо представителям производителя, или организовать сбыт по почте, или привлечь коммивояжеров, работающих за комиссионные. Можно реализовывать продукцию только на условиях полной предоплаты или в кредит, на реализацию. Можно предоставлять готовую продукцию в аренду или отказаться от этого способа кредитования потребителей. Задача аналитика — определить, как изменение политики сбыта повлияет на будущие финансовые показатели.

Пример. В первые годы развития телевидения в эту сферу ринулись большинство отечественных производителей радиоприемников, и все телевизоры производились исключительно в США и только из компонентов, выпускаемых опять-таки в США. Многие из этих компаний и сегодня продолжают поставлять на рынок телевизоры под своей маркой, но большая их часть производится на заводах стран Юго-Восточной Азии. Некоторые компании продолжают собственное производство телевизоров, но производства были перемещены на Дальний Восток или в Мексику. Незначительное число сохранившихся в США производств представляют собой почти полностью автоматизированные сборочные линии, работающие на импортируемых компонентах и узлах. В силу того, что компании заняты преимущественно сбытом, а не производством, а мировая конкуренция на этом рынке очень высока, прибыльность этой деятельности резко упала. Аналитик теперь имеет дело с совершенно другой структурой отчета о прибылях и убытках. Место больших расходов на оплату рабочей силы заняли амортизацион-

ные отчисления от вложений в дорогостоящие автоматизированные сборочные линии, а место добавленной стоимости от производства узлов и деталей заняли расходы на покупку этих компонентов.

Изменения в составе руководства. Финансовая статистика позволяет делать определенные выводы о качестве и характере руководства, так что решительное его обновление лишает аналитика возможности как-то учитывать его достоинства и особенности. К тому же в этой ситуации приходится ожидать значительных изменений в политике компании, проведения реорганизации и рационализации производства и управления, так что только будущие финансовые отчеты смогут что-то рассказать об особенностях и достоинствах нового руководства. Поскольку при этом невозможно полагаться на краткосрочные данные, может быть, придется выжидать несколько лет, прежде чем финансовые показатели опять станут пригодными для получения более или менее достоверных прогнозов.

Пример. Компания Gulf & Western, Inc., входила в состав очень диверсифицированного конгломерата, которым управлял Чарли Блюдорн. Конгломерат объединял более 100 производственных компаний и являлся, судя по всему, самой диверсифицированной среди компаний, представленных на Нью-Йоркской фондовой бирже. В итоге Уолл-стрит признал конгломерат неподдающимся анализу и не имеющим определенной направленности. После смерти господина Блюдорна акции конгломерата выросли на 8 пунктов. Новое руководство упростило его структуру, выделив три главных направления деятельности: развлечения, финансовые услуги и издательская деятельность. Стратегия нового руководства заключалась в том, чтобы просто перестроить компанию, сделать ее более управляемой и прозрачной (англичане называют этот процесс *рационализацией управления*).

Утрата некоторых особых преимуществ. Некоторые преимущества компании могут быть утрачены в силу того, что истек срок патента или договора о сбыте, оказалось исчерпанным месторождение полезных ископаемых и т.п. Пожалуй, простейшим примером такого разрыва с прошлым является ситуация горнодобывающей компании, которая почти исчерпала старое месторождение и готовится осваивать новое. Здесь прежняя прибыль явно не имеет никакого отношения к будущей, поскольку аналитик имеет дело с практически новой компанией. Схожие эффекты возникают, когда горнодобывающая компания исчерпывает высококачественные руды или месторождение, позволявшее вести добычу при малых издержках, что ведет к резкому сокращению прибыльности. Может быть, и так, что в результате освоения нового месторождения такая компания становится высокоприбыльной.

Пример. Компания Johns Manville — это пример того, как особые преимущества сменяются особыми неудобствами положения. В период своего расцвета компания была почти монопольным собственником за-

пасов высококачественного асбеста и занимала господствующее положение в отрасли. Это была одна из бесспорных монополий на территории США. Когда медики обнаружили, что асбест крайне вреден для здоровья, на компанию свалились иски о компенсации ущерба на миллиарды долларов, так что ей пришлось искать защиты в процедуре банкротства.

Пример. Производитель вискозы компания Industrial Rayon долгие годы лидировала среди производителей корда для автомобильных шин и синтетических тканей. Появление новых и более качественных материалов сделала ее продукцию ненужной. Компания исчезла.

Пример. В декабре 1981 г. в США действовали 4530 нефтебуровых вышек. Цены на нефть и газ были высоки и каждый *знал*, что в ближайшие 10 лет цена нефти еще раз удвоится и дойдет до уровня 80 дол. за баррель. Общемировые усилия по бурению новых нефтяных скважин оказались успешными, новая нефть позволяла противостоять монополистическим притязаниям ОПЕК и скоро возник избыток нефти. К середине 1986 г. число работающих нефтебуровых вышек сократилось до 600. Исторический опыт подсказывает, что прибыль от бурения нефтяных скважин и от предоставления соответствующих услуг была временно раздутой и что так не может длиться вечно. Разумны ли претензии к аналитикам, которые не сумели предвидеть временный характер этой сверхприбыли, — вопрос спорный. Очевидно, что большинство работавших в отрасли не задумывались о временном характере сверхприбыли; они явно рассчитывали на продолжение процветания, поскольку влезали в большие долги, чтобы вкладывать деньги в бурение новых скважин. В 1985 и 1986 гг. этот рынок съезжился, многие участники бурильного бума подали заявления о банкротстве, прошла волна поглощений, списания активов, словом, налицо были все результаты перепроизводства. Аналитик, способный предвидеть время перехода от спада к подъему и наоборот, может помочь в зарабатывании больших денег.

Диверсифицированные компании: проблемы прогнозирования

Диверсификация и конгломераты

Рост через поглощение. В 1950-х годах ряд предприимчивых финансистов, сумевших встать во главе компаний, начали процесс расширения путем поглощения все новых компаний. В большинстве случаев объектом поглощения были обыкновенные акции компаний, в обмен на которые материнская компания обычно выдавала привилегированные конвертируемые акции, которые получили презрительную кличку «китайские деньги». Значительная часть явного роста прибыли на акцию имела причиной единый учет процентов. Такой способ учета давал возможность через посредство тщательно продуманных поглощений «на-

рашивать» отчетную прибыль на акцию, при том что прибыльность буквально каждого подразделения компании падала!

Смешанные результаты. Результаты политики поглощений были неоднозначными. В ряде случаев поглощения осуществлялись исключительно ради кратковременного повышения прибыли на акцию при полном пренебрежении к перспективам долговременной прибыльности приобретаемых компаний. Иногда благодаря смене управляющих в богатой активами, но неэффективной и безынициативной старой компании, она преобразалась в высокоприбыльную и растущую. В других случаях у нового руководства просто отсутствовало понимание природы приобретенного бизнеса, а потому и результаты для него бывали неблагоприятными.

Рост был фальшивым. Поскольку мода на конгломераты возникла как раз когда Уолл-стрит обратил внимание на рост, рост прибыли на акцию сделал их настоящими фаворитами. Уолл-стрит изнывал от восторга по поводу «синергетичности» каждого нового поглощения, которое приносило новые возможности для всей компании. Как и в случае всех других причуд Уолл-стрита, цены акций взлетели слишком высоко, а когда выяснилось, что у этих колоссов глиняные ноги и что рост отчетных показателей намного превосходит рост действительной прибыли, мыльный пузырь конгломератного движения лопнул. Большинство компаний на продолжительное время оказались в яме.

Уроки для аналитика. История конгломератов очень поучительна. Диверсификация на направлениях, в которых руководство не ориентируется, обычно кончается плохо, разве что в результате поглощения приходит и остается толковое руководство. Лучшими вариантами диверсификации являются те, когда компания остается в тех отраслях, которые она хорошо знает. Рост посредством поглощений и возникающие в итоге манипуляции с отчетными показателями требуют от аналитика тщательного анализа действительного роста прибыли, чтобы выяснить, есть ли какая-либо реальность за ростом отчетной прибыли. Компания должна быть достаточно прозрачна и понятна для инвесторов, чтобы они могли иметь доверие к своей способности прогнозировать ее будущее. Инвесторы обычно избегают вкладывать деньги в плохо понятные компании, которые из-за этого не в силах реализовать свой рыночный потенциал.

Не то же самое, что диверсификация портфеля. Результаты диверсификации компании отличаются от результатов диверсификации инвестиционного портфеля. Диверсификация портфеля ведет к тому, что рост цен на одни акции компенсирует падение цен на другие акции, что обеспечивает стабилизацию доходности портфеля. В случае прибыли диверсифицированной компании тоже имеет место эффект компенсации, но он не относится к цене акций конгломерата, поскольку весь конгломерат бывает представлен на рынке только одним выпуском акций.

Два положительных фактора. Диверсификация обеспечивает компании два преимущества: 1) возможность перебрасывать капитал в те сферы деятельности, которые обещают в будущем лучшую отдачу; 2) есть база для перестройки тех отраслевых направлений, у которых не очень хорошие долговременные перспективы. Например, когда компания USX Corporation в 1982 г. приобрела компанию Marathon Oil, а в 1986 г. — Texas Oil and Gas, Уолл-стрит расценил эти операции не как *переход в* нефтяной бизнес, а как *уход из* черной металлургии. Точно так же были расценены сходные события в других отраслях.

Возможности ликвидации. Для сильно диверсифицированных компаний 1970-е и начало 1980-х годов были периодом ликвидации неприбыльных и неуправляемых филиалов и дочерних предприятий, которые продавали другим компаниям, собственным менеджерам или еще как-то избавлялись от них. Отраслевое разнообразие, которое 5—10 лет назад обещало замечательные перспективы, во многих случаях оказалось делом разорительным.

Разрывы и несопоставимость. Мода на диверсификацию усложнила жизнь аналитиков. Когда состав компании радикально меняется, прошлая финансовая информация мало помогает в прогнозировании ее будущего. Но если поглощена давно сложившаяся и известная компания, эту сложность можно обойти, просто объединив финансовые отчеты двух компаний, чтобы получить представление об их возможном прошлом (хотя это и не всегда возможно). Использование сегментированных данных полезно, когда одна компания приобретает сегмент другой. Это позволяет создать грубый набросок возможной истории объединенного целого. Когда компания вторгается в другую отрасль, так что ее больше нельзя отнести к категории «розничная торговля», «производство стали» и пр., возникает проблема классификации. Тогда любимый аналитиками метод анализа — сопоставление с другими отраслевыми компаниями невозможно.

Нужно осторожно оценивать временные факторы прибыльности. Знающий аналитик всегда внимателен к тем факторам прибыльности, которые, скорее всего, не будут действовать в будущем. Их роль такая же, как у разовых прибылей и убытков, которые аналитик должен устранять из отчетных результатов деятельности за такой-то год. Но в техническом смысле эти факторы отличаются от одноразовых событий, которые можно и должно удалить из результатов повседневной деятельности компании как события *экстраординарные*, тогда как здесь мы имеем дело скорее с *непродолжающимися* событиями.

Глава 30

Прогнозирование прибыли и дивидендов: концепция способности получать прибыль

Способность получать прибыль

Два подхода

В теории инвестиций концепция способности получать прибыль занимает определенное и важное место. Она объединяет динамику прибыли в прошлые годы с разумным расчетом на то, что если не случится ничего сверх обычного, прошлое повторится в будущем. Этот показатель может быть измерен либо величиной прибыли на обыкновенную акцию; либо отношением прибыли к собственному капиталу. Для взаимопроверки аналитику стоит использовать оба измерения. При использовании показателя прибыли на собственный капитал сначала рассчитывают доход на полный капитал, что является лучшим показателем эффективности, а затем из него получают величину дохода на собственный капитал. Такой подход гарантирует, что будут учтены изменения в структуре капитала и в цене привлечения старшего долга.

Статистика достаточно длительная, чтобы сгладить колебания

Но чем ни измеряй прибыль, глубина статистических рядов должна быть достаточной. Это важно по двум причинам: во-первых, значение показателя за один год менее убедительно и типично, чем за ряд лет, а во-вторых, результаты за достаточно длительный период — в виде средних показателей или трендовых линий — нейтрализуют искажающие влияние делового и отраслевого циклов.

Доход на полный, или собственный, капитал. По нашему мнению, при анализе доходности всегда следует использовать средние за период, хотя при анализе прибыли на акцию это может оказаться и неуместным. При использовании средних аналитик должен различать между простой арифметической средней для набора несвязанных значений и «нормальной» или «модальной» средней, связанной с определенной тенденцией движения. Различие между двумя измерителями способности получать прибыль проиллюстрировано на трех примерах в таблице 30.1.

Способность получать прибыль: PSA Inc. В случае PSA, Inc., которая управляет Юго-западной тихоокеанской авиалинией, в отдельные годы отклонения значений прибыли на акцию от средней настолько велики и хаотичны, что среднее значение за 10 лет практически не помогает аналитику прогнозировать будущий уровень прибыли. Однажды за 10 лет компания умудрилась заработать 2,23 дол. на акцию — точное значение средней за 10 лет, но в остальные девять лет значения показателя больше чем на 50% отклонялись от средней. Что касается показателя дохода на собственный капитал, только два года значения этого показателя были близки к среднему, все остальные были довольно разбросанными, а потому доход на собственный капитал, если оценивать последний по балансовой стоимости активов на акцию, не помогает в оценке способности получать прибыль. Понятно, что в такого рода случаях аналитик должен обратиться к детальному методу прогнозирования объемов производства и цен, чтобы вычислить величину доходов и расходов и получить оценку прибыли. Но даже в этом случае результат будет представлять собой оценку прибыли за отдельный год, а не оценку нормальной способности получать прибыль. Для спекулятивных компаний характерно, что почти невозможно оценить величину нормальной способности получать прибыль.

Способность получать прибыль: Sierra Pacific Resources. В отличие от компании PSA значения показателя прибыли на акции у Sierra Pacific отличаются высокой кучностью: они достаточно близки к значению средней за 10 лет — 1,80 дол. Такая особенность динамики обычно крайне благоприятна для прогнозирования прибыли, но и здесь возможны ошибки. Есть много примеров корпораций коммунального хо-

Таблица 30.1. Сопоставление показателей прибыли на акцию и доход на собственный капитал для трех компаний за 1976—1985 гг.

Год	McDonald's Corp.	Sierra Pacific Resources	PSA, Inc.
Прибыль на акцию* (в дол.)			
1985	3,32	1,95	3,88
1984	2,93	2,11	(0,90)
1983	2,55	1,70	(2,95)
1982	2,22	1,82	3,56
1981	1,94	1,48	6,19
1980	1,63	1,56	3,581
1979	1,39	1,96	5,28
1978	1,19	1,83	2,23
1977	1,00	1,90	0,61
1976	0,81	1,69	0,86
Средняя за 10 лет	1,90	1,80	2,23
Доход на собственный капитал* (в %)			
1985	20,9	12,5	13,3
1984	21,0	13,9	—***
1983	20,8	11,2	—***
1982	20,7	12,3	10,1
1981	21,0	9,9	20,4
1980	21,1	10,0	14,2
1979	21,6	12,7	25,3
1978	22,6	12,2	12,9
1977	23,4	13,2	3,8
1976	23,4	12,3	5,5
Средняя за 10 лет	21,7	12,0	13,2**

* Экстраординарные события опущены.

** Средняя за восемь прибыльных лет.

*** Значимые данные отсутствуют.

Источник: годовые отчеты компаний.

зайства, достаточно похожих на компанию Sierra Pacific, которые в силу регулирования тарифов, роста издержек на строительство, закрытия предприятий и под влиянием всяких других обстоятельств демонстрируют сильные отклонения от нормальной способности получать прибыль — обычно в сторону понижения. Заметьте, что в случае компании Sierra Pacific величина среднего дохода на собственный капитал также обещает надежность прогнозирования величины нормальной способности получать прибыль.

Способность получать прибыль: McDonald's Corp. Эта компания представляет собой интересный пример того, как показатель средней прибыли на акцию может создавать неверное представление о способности получать прибыль. В середине рассматриваемого нами 10-летнего периода прибыль компании McDonald's составляла примерно 1,90 дол. на акцию (то есть была равна средней за 10 лет), но в начале и в конце периода значения показателя очень сильно отличались от среднего значения. Прибыль компании постоянно росла и аналитик будет склонен использовать не среднюю, а значения за последние годы периода. А учитывая стабильность роста прибыли, легко обосновать, что лучшей оценкой способности приносить прибыль являются показатели последних лет.

Но в данном случае для оценки способности приносить прибыль, похоже, куда лучше использовать показатель дохода на собственный капитал. Вообще-то значение этого показателя все время очень близко к среднему за 10 лет, но легко видеть небольшую тенденцию к уменьшению дохода на собственный капитал. В начале периода он был чуть больше 23%, а в последние годы — чуть меньше 21%. Если определять способность приносить прибыль по величине дохода на собственный капитал, аналитик, учитывая тенденцию изменений этого показателя и среднюю величину акционерного капитала на 1986 г., может умножить 20,6% на балансовую стоимость активов на акцию 18,50 дол. и получить оценку величины прибыли — 3,79 дол. Эту величину можно рассматривать либо как оценку прибыли на акцию за 1986 г., либо как точечную оценку нормальной способности получать прибыль на середину 1986 г. Интересно, что компания Value Line в своем обзоре от 4 июля 1986 г. оценила прибыль на акцию за 1986 г. в 3,80 дол. Мы надеемся, что пример с McDonald's не наведет читателя на ложную идею, что в реальном мире можно таким простым способом вычислять оценку способности получать прибыль. Даже имея дело с такой прекрасной растущей компанией, как McDonald's, нужно для прогнозирования прибыли учесть ее финансовую историю и все внешние действующие факторы¹. Крайне редко бывает так, что по итогам рассмотрения аналитику не приходится обращаться к корректировкам. В большинстве случаев корректировки отчетных показателей необходимы.

В случае компании McDonald's нужно учитывать быстрый рост сети ресторанов мгновенного обслуживания. Безусловно, следует предположить, что все участники сначала разбирают лучшие места для размещения таких ресторанчиков, а все новые места будут менее привлекательными (и доходными). По мере того как большая прибыль тех, кто начинал первым, привлекает все больше конкурентов, должно наступить насыщение. Изменение структуры капитала должно навести на предположение, что нужно опираться на показатель доходности полно-

¹ *Briloff A. You Deserve a Break: McDonald's Burgers Are More Palatable Than Its Accounts // Barron's, 1974, July 8, p.5.*

го, а не собственного капитала. И, конечно же, внимание аналитика должно привлечь сокращение процента нераспределенной прибыли и увеличение процента дивидендов, поскольку это сигнал о возможном уменьшении потенциала роста.

Учет качественных факторов

При изучении статистики прибыли следует держать в уме важный принцип анализа ценных бумаг: количественные данные полезны только в той степени, в какой их поддерживает знание качественных факторов развития.

Почти во всех случаях длительная статистика стабильных прибылей, заработанных при изменявшихся экономических условиях, надежно указывает на внутреннюю стабильность бизнеса. Исследование природы бизнеса обычно позволяет выявить качественные факторы, создающие эту стабильность. Но неизбежны исключения. Два примера приведены в таблице 30.2.

Прибыль компании Caterpillar Inc. До 1982 г. компания Caterpillar накопила долгую историю устойчивого и независимого от деловых циклов роста, что обеспечило ее акциям репутацию голубых фишек. Замедление роста прибыли и возникшая в итоге нехватка средств отчасти имела причиной конфликты с профсоюзами, а отчасти было создано сильным долларом, который ослабил международную конкурентоспособность компании.

Таблица 30.2. Колебания величины прибыли на акцию (в дол.)

Год	Caterpillar Inc.	Enterra Corporation
1985	2,11	(0,73)
1984	(2,60)	(1,29)
1983	(3,12)	(1,94)
1982	(2,04)	3,17
1981	6,64	5,78
1980	6,53	3,28
1979	5,69	2,42
1978	6,56	2,34
1977	5,16	1,74
1976	4,45	1,37
1975	4,65	1,13
1974	2,67	0,73
1973	2,88	0,51
1972	2,41	0,34
1971	1,50	0,27

Примечание. Исключены экстраординарные и неповторяющиеся события.

Прибыль компании Enterra Corp. Статистика прибыльности компании Enterra служит еще одним примером того, как неожиданно длительный и устойчивый рост сменяется обратной тенденцией, и часто без малейших предупреждений, либо признаки смены погоды бывают столь незначительными, что их просто не видят на фоне блестящего прошлого.

Средняя прибыль или тенденция развития. По нашему мнению, качественным обыкновенным акциям в целом свойствен *постоянный* темп роста. Основываясь на факторах роста фондового рынка в целом, которые мы рассматриваем в главе 32, темп роста для рынка в целом можно оценить величиной 7,5% в год. Поэтому мы считаем, что при прогнозировании величины прибыли на акцию для типичной промышленной компании следует использовать тенденции развития. Отметим два факта: 1) в прежних изданиях этой книги мы рекомендовали использовать для оценки будущей прибыли *средние* значения прошлой прибыли на акцию; 2) прогнозируя прибыль на акцию, аналитик не должен использовать более высокие значения этого показателя, чем уже достигнутые. Эти взгляды были сформированы в условиях низкой инфляции и более низких темпов роста прибыли на акцию, чем в последующие десятилетия. К тому же полный отказ от признания прогнозов роста прибыли может побудить инвесторов к длительному воздержанию от инвестирования, если цены рынка в целом сформированы ожиданиями того, что будущая прибыль будет выше, чем когда-либо прошлом.

Усредняя прошлое, выявляй тенденции роста на будущее. Рекомендую использовать тенденции роста, мы вовсе не предполагаем, что нужно совсем отказаться от использования средних показателей. Арифметическая средняя не способна выявить существенные тенденции движения показателя прибыли на акцию, но это не означает, что экономический рост делает ненужным использование средних. Просто поразительно, сколь велико число компаний, для которых показатель прибыли на акцию, прежде всего в результате циклических колебаний, не поддается анализу с позиций тенденций развития. В таких случаях намного эффективнее для выявления темпов роста и прогнозирования будущей прибыли сопоставлять средние за определенные периоды, чем пытаться использовать методы анализа тенденций.

Выбор периодов. Идет ли речь о средних или о трендовых линиях, очень важно правильно выбрать период, данные по которому лягут в основу расчетов. Отчасти источником затруднений является изменчивость прибыли. Если продолжительность периода недостаточно велика, включение или исключение особенно удачного или особо неблагоприятного года существенно влияет на значение средней. Если инструментом анализа являются трендовые линии, чрезвычайное значение приобретают начальный и конечный годы. Причем это так в случае, когда для

расчета используются показатели только за эти два года, и когда мы рассчитываем коэффициенты регрессии. Примером может служить темп роста прибыли за 1972—1981 гг. для промышленного индекса Value Line. Если использовать для расчета только начальный и конечный годы, темп роста составит 11,5%. Если просто сдвинуть период на год вперед и рассчитать темп роста для 1973—1982 гг., мы получим только 4,8%. Если использовать для измерения тренда линейные уравнения регрессии, мы получим для периода 1972—1981 гг. темп роста 13,9%, а для периода 1973—1982 гг. — 12,1%². Легко видеть, что для вычисления трендовых линий лучше использовать уравнение регрессии, но и лучший статистический метод не свободен от влияния выбранного периода. Например, в 1982 г. прибыль для промышленного индекса была чуть меньше, чем в 1978 г., и при любом методе расчета темп роста за 1978—1982 гг. был бы отрицательным. Но это характеристика только данного цикла деловой активности, а не долговременная тенденция динамики прибыльности американских корпораций. Следует не забывать, что прибыль отдельных компаний намного менее стабильна, чем прибыль для индекса, а значит, и задача измерения роста компаний оказывается более сложной.

Краткосрочные изменения подчинены деловому циклу. Понятно, что изменения за непродолжительные периоды подчинены влиянию делового, а в некоторых случаях — отраслевого цикла. Поэтому принято для анализа тенденций роста брать более длительные периоды — 10–15 лет. Но даже для таких периодов выбор начальной и конечной даты периода имеет большое значение. К тому же чем продолжительнее выбранный для анализа период, тем вероятнее, что первые годы периода уже не характерны для текущей ситуации³.

Не стоит слишком полагаться на тенденции развития. Оценки, полученные в результате пролонгирования значений прибыли на акцию, не подчиняются математическим правилам и потому требуют осторожности. Выявленная тенденция достаточно часто оказывается ложной и цена ошибки растет из-за того, что оценки были получены на основании пролонгирования тенденций, а не анализа способности получать прибыль. Особенно велик соблазн использовать тенденции для прогнозирования способности получать прибыль в случае растущих компаний, но и

² Теоретически наилучшим является метод логарифмической регрессии, но при таких коротких периодах, как 10-летний, различие расчетных темпов роста оказывается незначительным.

³ В начале 1960-х годов достаточно было роста прибыли в течение пяти лет, чтобы заслужить репутации растущей компании. Это было особенно характерно в случае первого публичного предложения акций небольших компаний. (Хорошо известная газета восточных штатов публиковала рекламное объявление на 3/4 полосы: «Наш подход к инвестированию в акции роста», где было сказано: «Мы прогнозируем прибыль на базе роста за 3–4-летний период».)

Таблица 30.3. Тенденция изменений прибыли на акцию (в дол.)

Компа- ния	Год							Средняя за 7 лет	Тенденция
	1-й	2-й	3-й	4-й	5-й	6-й	7-й		
<i>A</i>	1,00	1,35	1,85	2,50	3,30	4,50	6,00	2,95	Рост
<i>B</i>	6,00	6,00	6,00	6,00	6,00	6,00	6,00	6,00	Стагнация
<i>C</i>	11,00	10,00	9,00	8,00	7,20	6,50	6,00	8,25	Падение

результаты здесь оказываются самыми плачевными, когда и прибыль и мультипликаторы не выходят на прогнозные значения.

Конфликт средних и трендов. В случае со статистикой прибыли существует фундаментальный конфликт между концепциями средних величин и трендовых оценок. В таблице 30.3 на упрощенном примере показано, что хотя в текущем году (год 7-й) все фирмы имели одинаковую величину прибыли на акцию, прибыль компании *A* отличалась выраженным ростом и низким значением средней за семь лет. Компания *C*, напротив, отличалась более высоким значением средней за семь лет прибыли и отрицательной динамикой роста. Компания *B* отличается неизменной величиной прибыли на акцию и занимает среднее положение между компаниями *A* и *C*. Эти гипотетические примеры позволяют сделать два важных вывода:

1. Чем сильнее тенденция роста прибыли на акцию, тем ниже значение средней за период относительно текущей величины показателя.
2. Чем более выражена отрицательная динамика роста, тем больше значение средней за период относительно текущей величины показателя.

Неизбежен важный вопрос о теоретическом и практическом истолковании статистики прибыли. Не является ли для будущего оценка тенденций не менее важной, чем величина средней? Если говорить конкретно, должен ли аналитик, оценивая вероятную эффективность компаний *A* и *C*, исходить не из величины средних значений прибыли на акцию, а из тенденций роста — на плюс 35% в год для компании *A* и на минус 10% в год для компании *C*? Иными словами, предполагает ли он, что у компании *A* в ближайшие 5 лет прибыль на акцию будет равна средней за семь лет — 2,95 дол., а составит следующий ряд значений — 8,09, 10,90, 14,70, 19,81 и 26,71 дол.? Соответственно для компании *C* в будущем нужно ожидать не среднюю прибыль 8,25 дол., а следующий ряд значений — 5,42, 4,90, 4,43, 4,01 и 3,62 дол.

Отвечая на этот вопрос, следует опираться не на формальную логику, а на здравый смысл. Обязательно нужно учитывать тенденцию роста

прибыли у компании *A*, но ведь не на 35% ежегодно. Всегда нужно помнить, что обычные экономические силы препятствуют неопределенно длительному продолжению необычно быстрого роста. Следует помнить, что *уровень прибыли* — это количественная информация, а *статистика роста прибыли* — это информация количественная и качественная одновременно. Сам факт роста изменяет факторы, определяющие будущий рост. Конкуренция, правила регулирования, закон понижения нормы прибыли с ростом масштабов производства — все это мощные препятствия на пути неограниченного роста, и точно также, хотя менее энергично, работают факторы, препятствующие бесконечному упадку. Так что вместо того, чтобы принимать за безусловную данность отчетливо проявившиеся тенденции (к чему так склонен бывает фондовый рынок), экономист должен выявить причины сильного роста и соотнести факторы, которые составляют силу компании, с общими препятствиями, возникающими на пути быстрого роста.

К деньгам ведет несогласие с рынком. Если есть ярко выраженная тенденция, о ней знает каждый, кто интересуется компанией. В той мере, в какой рынок привержен наивным экстраполяциям, тенденция находит полное отражение в цене акций. Если инвестор уверен, что тенденция сохранится, и знает, что таково же мнение других инвесторов, то даже если все они правы, эта тенденция, вероятнее всего, не обогатит никого из них. Цена этих акций может быть и вполне разумной, но только если тенденция сохранится. *Наибольшие доходы приносят не разумно оцененные акции*, а только те, цена которых намного ниже внутренней стоимости компании. В общем, инвестировать нужно в полном противоречии с общим мнением рынка. Рынок считает цену акций разумной, иначе он изменил бы ее. Инвесторы покупают эти акции, поскольку верят, что те недооценены, то есть они не согласны с рынком. Для акций, цены которых сильно зависят от тенденций — повышательных или понижательных, самое важное в том, что тенденция может и должна перемениться. Тот, кто предвидит изменение и действует соответствующим образом, сможет получить большую выгоду оттого, что рынок неверно оценил эти акции.

Предвидение изменений. Поскольку умение опередить изменение является ключевым элементом анализа ценных бумаг, аналитик много размышляет над изменениями и их причинами. Вот несколько главных вопросов.

- Сколько еще это может продолжаться?
- Какие факторы могут изменить эту тенденцию?
- Каков статус каждого из этих факторов?
- Какие признаки изменений следует отслеживать?

- Где можно найти сведения, которые подскажут, когда именно решающий фактор или событие начинают действовать?

Подсказку может дать изменение коэффициента. В главе 20 мы рассматривали анализ коэффициентов, но не говорили об использовании их предсказательного потенциала. Первая реакция многих заключается в том, что анализ коэффициентов — это море скуки, вычислений в столбик, и так оно прежде и было. Аналитики тратили прежде массу усилий на то, что сегодня легко и быстро исполняет персональный компьютер, но цель стоила того: анализ коэффициентов помогает ухватить момент, когда числа начинают изменяться. Навыки работы со средними, коэффициентами и тенденциями побуждают аналитика задавать вопросы о грядущих переменах.

С приходом опыта аналитик начинает понимать, как люди и компании ведут себя в атмосфере изменений. Если компания десятилетиями росла на 20% в год, а затем рост начал слабеть, руководство обычно не желает мириться с реальностью и пытается как-то компенсировать это замедление роста: урезая, к примеру, отдельные расходы — на исследования и конструкторские разработки, на программы переподготовки и на рекламу. Можно для компенсации замедления роста изменить правила учета, сделав их менее строгими и добиваясь того, чтобы отчетные показатели попадали на трендовую линию. Когда манипулирование правилами учета больше ничего не дает, могут появиться фиктивные операции, которые способствуют досрочному учету доходов. Просто поразительно, сколь часто анализ коэффициентов выявляет такую последовательность событий. Объем продаж перестал расти на 20% в год, и увеличивается только на 15 или 18%, но отчетная прибыль продолжает увеличиваться на 20%. Чтобы этого добиться, нужно как-то изменить правила учета. Можно уменьшить коэффициент амортизации и увеличить нормативный срок эксплуатации постоянных активов. Можно уменьшить какие-то другие расходы, чтобы сохранить прибыль на неизменном уровне. Какое-то время компания сможет поддерживать прежние темпы роста прибыли, но при этом качество прибыли будет падать. Обо всем этом аналитику расскажут коэффициенты.

Акции роста

Правила прогнозирования быстрого роста

Если результаты качественного анализа дают основания рассчитывать на продолжение роста, аналитик должен пресечь избыточный энтузиазм. Мы предлагаем следующие советы.

1. Прогнозируемые высокие темпы роста не должны превосходить уже достигнутые, с учетом сверхнормальных и нормальных прибылей. На наш взгляд, такое ограничение необходимо, потому что инвестиционную ценность представляет только достигнутая эффективность, так что нельзя *рассчитывать* ни на повторение крайне благоприятных прошлых ситуаций, ни на ускорение роста. Мы уже указывали, что в силу краткости периодов, на которых обычно базируются прогнозы уровня прибыли, чрезмерно высокая или низкая прибыль даже одного года может исказить прогноз. Аналитик строит прогноз либо на пролонгации тех значений прибыли, которые он считает наиболее характерными для способности компании получать прибыль, либо рассчитывая величину прибыли исходя из оценки будущих производственных перспектив.
2. Мы предлагаем прогнозировать рост на 7 лет вперед и оценивать акции по величине нормальной способности получать прибыль в середине этого периода — на четвертый год. Можно делать и более длительные прогнозы, но для других целей, не для оценки акций.
3. Мы также считаем крайне важным, чтобы предполагаемые на будущее темпы роста в обычном случае не превосходили 20% в год.

Заметьте, что 20% в год при использовании формулы сложных процентов дает более чем удвоение прибыли за четыре года и увеличение на 258% за 7 лет. Более того, такая скорость роста в три раза превосходит консервативную оценку роста прибыли на корпоративные акции в целом — 7,5% (см. главу 32). Наконец, за пятилетний период, завершившийся в конце 1985 г., только у 8% выпусков (из более чем 800 выпусков, охватываемых инвестиционным обзором компании Value Line) темпы роста прибыли на акцию были больше 20% в год, и только у половины этих компаний такой быстрый рост поддерживался более 10 лет. Ряд компаний, у которых средний рост прибыли на акцию за 10 лет составлял примерно 20%, большую часть прироста получили в первые 5 лет, а во вторые 5 лет развивались уже помедленнее. Большинство компаний, которые имели 20-процентный прирост прибыли на акцию в первое и во второе пятилетия, представляли собой малые высокотехнологичные компании. Во многих случаях динамика прибыльности свидетельствует, что высокие темпы роста представляют собой только результат выхода компании из глубокого кризиса, а не действительно высокие характеристики развития⁴.

⁴ Аналогичные исследования, на которые мы ссылались в четвертом издании этой книги, выявили в 1950-е годы гораздо меньший процент компаний с ростом прибыли на акцию 20% в год и более, поскольку в тот период прибыль не подстегивалась инфляционным давлением, как это было в десятилетие 1976—1985 гг.

Ограничение мультипликатора прибыли для растущих компаний

В предыдущем издании этой книги мы предложили ограничивать максимальное значение мультипликатора — примерно 20-кратной величиной прогнозируемой на четвертый год в будущем способности получать прибыль. Крах цен на акции роста в начале 1970-х годов показал, что это ограничение не защитило инвесторов от переплаты за акции роста. Принципиальным недостатком было то, что формула одновременно позволяла четыре года быстрого роста и надбавку к величине мультипликатора за такой высокий рост.

Можно испробовать другое правило, запрещающее платить более чем двукратную величину рыночного мультипликатора за текущую прибыльность. Этот рыночный мультипликатор относится к фондовому рынку в целом или, скажем, к индексу Standard & Poog 500. В главе 32, где рассматривается оценка фондового рынка, мы получаем значение рыночного мультипликатора (отношение цена/прибыль) 12,3. Если мы применим правило удвоения величины рыночного мультипликатора к компании А, то есть к компании роста из таблицы 30.3, максимальная цена ее акций будет $2 \times 12,3 \times 6,00$ дол. = 147,60 дол. Предложенный в четвертом издании предел инвестиционной стоимости представлял собой 20-кратную величину прибыли на акцию через четыре года. Если предположить 20-процентный годовой прирост прибыли, тогда допустимая цена будет равна $(6,00 \text{ дол.} \times (1,20^4) \times 20) = 248,80$ дол. Таким образом, предельная цена, устанавливаемая правилом *удвоенный рыночный мультипликатор умножить на текущее значение прибыли на акцию*, помогает сдерживать энтузиазм по поводу акций роста, но разве удвоенное значение мультипликатора является достаточным ограничением? Вероятно, нам поможет понять ситуацию рассмотрение спекулятивного компонента цены акций роста.

Инвестиции и спекуляции. Если определить инвестирование как оплату продемонстрированной прибыльности, а спекуляцию — как любую надбавку к этой величине, тогда наше правило «удвоенная величина рыночного мультипликатора» позволяет ввести в цену более чем 50% спекулятивного компонента. Так происходит потому, что величина рыночного мультипликатора 12,3 уже базируется на предположении о среднем росте акций на 7,5%.

Если в прошлом на акцию компании пришлось 6 дол. чистой прибыли, кажется разумным, что уровень прибыли 6 дол. должен как-то или даже существенно повлиять на оценку ее способности получать прибыль. Чтобы такой доход повторился и в будущем, нужно только, чтобы повторилась столь же благоприятная ситуация, что и в прошлом. В той мере, в какой оценка текущей прибыльности базируется на прошлой финансовой информации, она «воспроизводима», поскольку в прошлом при определенном наборе обстоятельств такая прибыльность уже была

реализована. Ведь используемая аналитиком величина 6 дол. прибыли на акцию уже очищена от влияния одноразовых и экстраординарных событий. Так что не нужно никаких чудес, чтобы действительная величина прибыли на акцию сравнялась с нормальной — по оценке аналитика — величиной способности получать прибыль. Та часть цены акции, которая основана на прошлых достижениях, может быть сочтена *инвестиционным* компонентом цены. Все, что сверх этого, является спекулятивным компонентом. Его величина зависит от способности компании:

- производить и продавать больше единиц продукции;
- продавать каждую единицу продукции по более высокой цене;
- продавать потребителям, которые в прошлом не были клиентами компании;
- снизить расходы на единицу продукции;
- создать новую, пользующуюся спросом продукцию.

Короче говоря, спекулятивный компонент определяется способностью компании развиваться и делать в будущем то, чего она не могла делать в прошлом. Этот компонент базируется на прогнозах, догадках, надеждах, экстраполяциях и даже мечтах.

Вторым компонентом спекулятивного риска является мультипликатор, применяемый к *будущей прибыли*. Если 20-кратный, скажем, мультипликатор применяют к величине прибыли на акцию, прогнозируемой на четвертый год в будущем, этот мультипликатор связан с ожиданиями, которые будут существовать через четыре года. Предполагается, к примеру, что через четыре года рынок будет убежден, что и в *последующий* период продолжится быстрый рост, причем настолько быстрый, что оправдает цену, которая в 20 раз больше сегодняшней прибыли на акцию. Если все эти предположения не оправдаются, через четыре года акции выпуска будут продаваться по цене меньшей, чем сегодняшняя предположительно «оправданная» цена!

Каково разумное соотношение мультипликатора для инвестиционно-го компонента цены и мультипликатора для явно более рискованного спекулятивного компонента? Если спекулятивный компонент вдвое рискованнее инвестиционного, за него стоит платить только половину. Цена акций, для которых инвестиционный и спекулятивный компоненты равны, должна бы быть ограничена $1\frac{1}{2}$ рыночного мультипликатора.

Можно сказать иначе. Если оценки роста прибыли и надбавки к величине мультипликатора окажутся неверными, инвестор остается с *доказанной инвестиционной стоимостью* в качестве вероятной рыночной цены. Он потеряет спекулятивную компоненту, которая, по нашему мнению, не должна превышать третьей части средств, инвестированных в акции. Если компания «заимствовала» прибыль у будущего — исполь-

зую операции, ускоряющие получение дохода, и манипулируя правилами учета, тогда даже наша оценка инвестиционной стоимости окажется завышенной и потери будут еще значительнее. В таких случаях не существует запаса прочности. Вместо этого существует нечто противоположное. Ведь когда спекулятивный компонент значителен, вместо запаса прочности возникает чрезмерно высокий *запас риска*.

Предел величины мультипликатора для акций роста. В 1973—1974 гг. крах цен на акции роста показал, что мы нуждаемся в более ограничивающем правиле, чем «20-кратная величина прогнозной оценки нормальной прибыли через четыре года». *Сегодня мы рекомендуем ограничить величину мультипликатора для текущей прибыли акций роста 1,5-кратным значением рыночного мультипликатора.* При величине рыночного мультипликатора 12,3 (см. главу 32) сегодняшняя граница цены в 18,5 раза превышает текущий нормальный уровень прибыли на акцию. Мы отдаем себе отчет, что сегодня почти ни один выпуск акций роста не проходит по этому критерию. Читатель может не соглашаться с границей, предложенной нами, но он должен согласиться, что какое-то ограничение необходимо.

Мы признаем, что наш замшелый консерватизм не даст инвестору вложиться во множество выпусков акций роста, на которых другие получают немалый доход. Мы полагаем, что на Уолл-стрите не так много гениев, и что большинство аналитиков ценных бумаг отличаются достаточно здравым смыслом. В этой книге мы предлагаем читателям принципы и технику анализа, которые нуждаются только в осмотрительности и здравом смысле и должны предотвратить рискованные вложения, которые могут оказаться успешными только под руководством гения или при громадном везении.

Падающие акции

Понижительная тенденция цен и установка аналитика

Когда, как в случае с акциями компании С, выражена тенденция падения прибыли на акцию, аналитик должен отнестись к этому со всей серьезностью. Он не должен предполагать, что кривая должна повернуть вверх, и не должен брать в качестве нормальной величины будущей прибыли среднюю прибыль за прошлые годы, поскольку эта средняя намного выше текущей величины прибыли. В равной мере следует воздерживаться и от такого рода поспешных выводов:

- перспективы компании безнадежны;
- ее прибыли, несомненно, иссякнут полностью;
- ее акции больше ничего не стоят.

И в этом случае изучение качественных аспектов положения компании должно дать ответ на вопрос — может ли *при некоторой цене*, относительно низкой, конечно, этот выпуск акций быть привлекательным вложением денег, несмотря на понижательную тенденцию. Здесь мы в очередной раз отождествляем подходы аналитика и разумного бизнесмена, оценивающего положительные и отрицательные достоинства некоего частного предприятия.

Должна наличествовать определенная способность получать прибыль. Подход аналитика должен быть таким же, как у менеджера, оценивающего возможность присоединения другой компании. При этом менеджер будет иметь прямой контроль над активами и пассивами, а значит, будет в состоянии перестроить компанию для максимизации ее стоимости. В этом отношении аналитик вполне беспомощен и целиком зависит от способности будущего руководства прекратить спад и организовать подъем компании. Имея в виду эту оговорку, первым должен быть вопрос о жизнеспособности компании. Если уже начались убытки, этот вопрос становится главным. Прежде всего, нужно выяснить — идет ли речь о временных убытках, с которыми вскоре будет покончено. Чтобы компания получила право на место в инвестиционном портфеле, она должна быть в состоянии получать прибыль, то есть у нее должны существовать прибыльные подразделения, которые могут быть отделены от остальной компании и при этом остаться прибыльными. Если этого нет, то все это чистая спекуляция, которую можно оценивать только по наитию.

После обслуживания долга доход остается положительным. Вторым аспектом выживаемости компании является вопрос о достаточности доходов для того, чтобы погасить по крайней мере ближайшие обязательства перед кредиторами, расплатиться по краткосрочным долговым обязательствам, выплатить проценты, арендные платежи и т.п. Следует тщательно проанализировать защитные оговорки кредитных и облигационных соглашений, чтобы выявить возможность банкротства.

Основа для изменения тенденций — активы. Когда выяснено, что компания будет жить, главным становится следующий вопрос: «Наличествуют ли элементы, позволяющие переломить тенденции падения?» В качестве таких элементов часто оказываются сильные позиции по текущим активам, ценные здания и оборудование, которые можно продать, резервы ЛИФО, скрытые активы, такие, к примеру, как избыточные накопления пенсионного фонда, и пр. Важно выявить, какие подразделения компании имеют такого рода активы, поскольку прежде всего именно малоприбыльные или убыточные подразделения нужно исследовать с точки зрения возможности ликвидировать активы для погашения долга, реинвестирования в другие направления деятельности и т.п.

Нужно найти причины спада. Очень важно составить перечень причин, отвечающих за упадок компании. Здесь нужно ответить на следующие вопросы:

- Продолжают ли действовать эти факторы или события?
- Когда их действие прекратится?
- Можно ли их контролировать?

Обычно в результате такого исследования аналитик выясняет, что риски слишком велики, и что нужно избегать вложений в падающую компанию. В небольшом числе случаев аналитик приходит к выводу, что со временем почти все недостатки компании могут быть устранены. Может быть, просто руководство заснуло и плохо управляет в принципе здоровым и прибыльным бизнесом. Компания может оказаться сильной и обильной активами, и ей просто нужно избавиться от ряда убыточных подразделений, а в остальных наладить контроль над расходами. Если при покупке акций можно быть уверенным, что определенная способность получать прибыль налицо, что цена невысока и что в течение срока, когда инвестор будет ждать перелома и начала подъема, будут выплачиваться приемлемые дивиденды, тогда есть немалый смысл в инвестировании. Так же как обожатели акций роста рискуют быть разочарованными величиной дивиденда и будущим курсом, хорошо выбранная компания с посредственной статистикой прибыли имеет потенциал существенного повышения курса и дивидендов. Наличие в портфеле диверсифицированной группы таких акций может немало способствовать росту его эффективности — лишь бы инвестор был достаточно терпелив и не требовал немедленного вознаграждения.

Дефицит — не количественная характеристика, а качественная

Когда компания сообщает о дефиците годового бюджета, его обычно выражают в сумме долларов на акцию или относительно процентных обязательств. Например, в 1983 г. компания *Armco Steel* после уплаты налогов имела убытки в размере 672,5 млн дол., или 10,27 дол. на акцию. О компании говорили, что она «заработала» дефицит в 3,6 раза больший, чем ее проценты по долгосрочному долгу. Сами по себе такие числа не поддаются истолкованию и их роль в формировании средних или трендов внушает серьезные сомнения.

Представим себе, что в последний год компания *X* потеряла 5 дол. на обыкновенную акцию, а компания *Y* — 7 дол. Оба выпуска продаются по 25 дол. Значит ли это, что акции компании *X* лучше, чем акции компании *Y*? Очевидно, нет, потому что в противном случае пришлось

бы признать, что чем больше акций было размещено на рынке, тем ценнее каждая акция. Если бы компания *Y* выпустила вдвое больше акций, на каждую пришлось бы потерь в размере 3,50 дол. и можно было бы считать, что каждая из них стоит больше, чем старая. То же относится к процентам по долгу. Предположим, что компании *X* и *Y* потеряли по 1 млн дол., и что компания *X* эмитировала 5-процентных облигаций на 4 млн дол., а компания *Y* — на 10 млн дол. Компания *X* заработала дефицит, в пять раз превышающий проценты по долгу, а компания *Y* — вдвое. Из всего этого никак не следует, что облигации компании *X* менее надежны, чем облигации компании *Y*. Ведь если бы это так и было, это означало бы, что чем меньше выпущено облигаций, тем хуже их положение — вывод совершенно абсурдный.

В общем, средняя величина прошлой прибыли непременно включает как прибыли, так и убытки, но предсказательная ценность средних, включающих убытки, меньше, чем в других случаях. Здесь дело в том, что чем больше разброс значений, отраженных в величине средней, тем случайнее последняя.

Интуиция

Если нет свидетельств обратного, мы принимаем данные статистики как базу для суждения о будущем, но аналитик обязан искать любые знаки того, что это не так. Здесь следует различать между видением или интуицией и обычным здравым смыслом. Способность предчувствовать будущее безмерно ценна, но аналитик не может полагаться на эту способность. (Имея такую способность, можно было бы прожить и без анализа.) От аналитика можно ожидать только умеренной способности предвидения, опирающегося на логику и опыт. Нельзя требовать от аналитика способности предвидеть такие события, как создание нефтяного картеля ОПЕК, рост исламского фундаментализма, возникновение войны между Ираном и Ираком, и многих других, так сильно повлиявших на динамику цен на нефть. Точно так же нельзя рассчитывать, что аналитик сможет задолго предсказать значительные сдвиги в составе рабочей силы, причиной которых стал массовый приход женщин на рынок труда, или что он сможет предсказывать изменения валютных курсов, оказывающих такое сильное влияние на торговые балансы народов. Конечно, когда события дают себя почувствовать, аналитик должен их учитывать и экстраполировать их возможное влияние. Короче говоря, аналитик — не пророк.

Компания Intertype Corporation — незначительные прибыли

Приведенные ниже примеры (из 3-го и 4-го изданий этой книги) воспроизведены здесь, чтобы продемонстрировать возможность точной

оценки обыкновенных акций, которая была сделана в момент инвестирования и, следовательно, с известным риском.

Пример. С марта по июль 1939 г. акции компании Intertype Corporation продавались по 8 дол. за штуку. Эта старая прочная компания была одним из лидеров в сравнительно небольшой отрасли (производство линотипов для типографий). В то время прибыли ее были крайне незаметны, и незаметно было никаких особых причин для оптимистических расчетов на будущее. Балансовый отчет, впрочем, внушал уважение, поскольку показывал, что на акцию приходится почти на 20 дол. чистых

Таблица 30.4. Intertype Corporation (в дол.)

Год	Прибыль на акцию	Дивиденды	Разброс цен на акции
1938	0,57	0,45	12 ³ / ₄ — 8
1937	1,41	0,80	26 ¹ / ₄ — 9
1936	1,42	0,75	22 ³ / ₄ — 15
1935	0,75	0,40	16 — 6 ¹ / ₈
1934	0,21	—	10 — 5 ⁵ / ₈
1933	0,77d*	—	11 ¹ / ₄ — 1 ⁷ / ₈
1932	1,82d	—	7 — 2 ¹ / ₂
1931	0,56	1,00	18 ¹ / ₂ — 4 ⁵ / ₈
1930	1,46	2,00	32 — 12
1929	3,05	1,75	38 ⁷ / ₈ — 17
Средняя за 1934—1938 гг.	0,87		
Средняя за 1929—1938 гг.	0,68		

* Дефицит.

текущих активов. В таблице 30.4 приведена статистика прибыли, дивидендов и цен на акции за десять лет.

Из-за сильной изменчивости прибыли на акцию и отсутствия тенденции роста большинство аналитиков сочли бы эту статистику непривлекательной, но главным был вопрос — можно ли рассчитывать, что компания останется на плаву и сумеет поддерживать такой же уровень при любых обстоятельствах. Сама характеристика отрасли, видимое положение компании в отрасли и сильная финансовая основа явно свидетельствовали — да, а отсюда вывод, что, купив акции по 8 дол., очень мало шансов впасть в убытки, но очень многое за то, что при благоприятных условиях цена акций удвоится. (За десятилетие 1928—1939 гг. было пять лет, когда цена акций была в 2—4 раза выше, чем в 1939 г.)

В этом рассуждении нет точного прогноза будущих тенденций. Это просто общий вывод, что компания будет работать как и прежде. Уолл-стрит склонен сомневаться, что такого рода логика применима к компании с такими нестабильными финансовыми показателями, и предпочитает считать, что такой вывод есть дело столь же трудное и рискованное, как и решение, что «растущая компания» продолжит расти. Мы-то считаем, что наш способ рассуждения о перспективах компании Intertype имеет два явных преимущества перед обычным способом оценки, который в то время (в 1939 г.) предпочитал акции компании Coca-Cola по 142 дол. (в 24 раза больше, чем тогдашний показатель прибыли на акцию, и в 35 раз больше, чем величина активов на акцию) и только потому, что более 15 лет подряд ее прибыль неуклонно росла.

Последствия

В 4-м издании этой книги было показано, что выбор компании Intertype был удачен. Сравнительные результаты приведены в таблице 30.5. При этом предполагается, что:

- 1) акции Intertype были куплены по 8 дол., а Coca-Cola — по 142 дол.;
- 2) учтены операции по дроблению акций и выплаты дивидендов акциями;
- 3) оба выпуска были проданы по цене закрытия на 31 декабря 1959 г.

Таблица 30.5. Сравнительные результаты компаний Intertype и Coca-Cola (в дол.)

	Harris-Intertype*	Coca-Cola
Рыночная цена на 31 декабря 1959 г.	98**	150
Цена покупки	<u>8</u>	<u>142</u>
Выигрыш на росте курса	90	8
Сумма денежных дивидендов	<u>35</u>	<u>102</u>
Общий доход	125	110

* В 1957 г. компании Intertype и Harris-Scybold слились. При этом 6 акций Intertype были обменены на 5 акций компании Harris-Scybold.

** После внесения корректировок на выплату дивидендов акциями и на дробление акций.

За 20 лет 8 дол., вложенные в компанию Intertype, принесли доход по 19,9% в год (по формуле сложных процентов), а вложение в акции Соса-Сола — только 4,1%. Более вероятен другой сценарий, по которому акции компании Intertype были бы проданы в 1946 г., когда их цена поднялась в 4 раза. Продажа их по средней для 1946 г. цене обеспечила бы годовой доход в размере 29,2%.

Пример с компанией Intertype является классическим по ряду причин. Динамика прибыли на акцию в 1929—1938 гг. прежде всего отражала крайне сложные деловые условия. В период Великой депрессии убытки терпели даже самые крепкие компании. Покупка оборотного капитала со скидкой — это одна из самых привлекательных и редких возможностей, и то же относится к возможности купить резко подешевевшие акции сильной компании. Низкая доходность акций Соса-Сола объясняется прежде всего тем, что за них переплатили как за акции роста, а также тем, что с 1939 по 1956 г. почти отсутствовал рост прибыли на акцию.

С какой прибылью соотнести цену?

Текущая прибыль как база рыночных цен

При рассмотрении влияния текущей прибыли на цену акций мы не стремимся проанализировать образование цен на фондовом рынке, но просто хотим дать общее представление о предмете. Влияние текущей прибыли на цену акций трудно определить, да оно и непостоянно. Иными словами, фондовый рынок не всегда одинаково учитывает текущую прибыль. (Не стоит заключать, что он должен бы. Текущую прибыль нужно оценивать относительно какого-либо «нормального» уровня.) Поясним на примере.

В 1940-х годах среднее отношение цены акции к прибыли на акцию равнялось примерно 12, но в ходе депрессии 1949 г. оно упало ниже 8. В 1950-х годах средняя величина этого коэффициента была примерно такой же, но диапазон колебаний был велик — от менее 7 до более 20. В период 1958—1972 гг. рыночная цена акций была в среднем в 17 раз больше прибыли на акцию, а в течение каждого года диапазон значений колебался от 15 до более 20. В 1974—1984 гг. величина коэффициента большей частью была меньше 10, а в 1979 г. даже ниже 7. После спада 1982 г. мультипликатор «цена/прибыль» начал расти и в середине 1987 г. равнялся примерно 15.

Текущая или будущая

Если прошлая динамика значений коэффициентов «цена/прибыль» имеет хоть какое-нибудь значение, то нет сомнений, что *в крайних*

ситуациях рынок не очень внимателен к этому коэффициенту, но зато сильно реагирует на ожидаемую в будущем прибыль на акции. В спокойные времена коэффициент держится на своего рода плоскости, перемещаясь вверх или вниз на 20%, что создает впечатление, что будущая прибыль будет такой же, как текущая.

Несмотря на то, что рынок время от времени демонстрирует невнимание к коэффициенту «цена/прибыль», о чем говорят и различные средние показатели, объявления о величине выплат на акцию и об изменении выплат в будущем часто приводят к существенным колебаниям цены акций. Как свидетельствуют реклама финансовых услуг и отчеты брокерских домов, значительная часть усилий аналитиков Уолл-Стрита посвящена прогнозированию краткосрочных изменений прибыли. Более того, многие выводы о том, что акции (за исключением акций роста) стоят дешево или дорого, основаны на расчете капитализации изменений курса и дивидендов в ближайшие 12 месяцев. Это признание того факта, что новейшие *объявления* о величине прибыли на акцию влияют на их цену, по крайней мере в краткосрочной перспективе.

Скорее всего, влияние объявлений о прибыли на акцию на цену акций незначительно, если объявление не содержит сигнала об изменении перспектив на будущее. Долгосрочный инвестор отдает себе отчет в том, что, покупая акции, он одновременно приобретает активы и обязательства, причем независимо от того, откуда они взялись или когда были приобретены. Поскольку прошлое изменить нельзя, о нем при покупке и не заботятся. Имеют значение только будущие прибыли, право на которые дают акции. Ценность акционерного капитала определяется способностью активов и пассивов создавать будущую прибыль.

Различие между ценой и стоимостью становится более отчетливым, когда аналитик осознает, что объявление о прибылях может на короткое время изменить цену акций, но при этом стоимость самой компании не изменится ни на грош.

Циклические и временные прибыли

Если текущая прибыль на акцию оказалась чрезмерно понижена под действием временных факторов, таких, как длительная забастовка или глубокий спад, это только незначительно изменит цену выпуска. По этой причине акции компаний, подверженных циклическим изменениям, часто продаются с таким соотношением цены акции и прибыли на акцию, которое было бы велико даже для лучших акций роста. Иными словами, если рынок привлек к тому, что прибыль на акцию равна 2 дол. и этот показатель временно упал до 0,10 дол., результатом может оказаться отношение цены к прибыли, равное 100. Если крайне низкая прибыль на акцию является результатом временного стечения обстоятельств, инвестор поступит разумно, если купит акции циклической

компании, когда для нее отношение цена акций к текущей прибыли велико (но мало к нормальной прибыли), а затем продаст эти акции, когда прибыль поднимется, а отношение «цена/прибыль» станет низким.

Сезонные эффекты. Нужно отдавать себе отчет, что рыночное восприятие уровня прибыли подвержено инерции. В январе рынок пребывает под впечатлением оценок результатов предыдущего года, и события наступившего года находятся отчасти в тени. К середине года начинают доминировать оценки данного года, но при этом проявляются действие расчетов на следующий год и память об итогах предыдущего года. К концу года о предыдущем годе обычно уже забывают, но начинает усиливаться действие расчетов на наступающий год. Некоторые инвестиционные организации пытались внедрить трехлетний подход к прибыли и наладить учет фактора сезонности, чтобы выявить «нормальное» влияние коэффициента «цена/прибыль». Проведенные ими исследования выявили явное наличие эффекта сезонности, но он оказался нестабильным, поскольку временами рынок склонен прогнозировать будущее на многие годы вперед, а временами — не более чем на 12 месяцев.

Инвестирование по критерию стоимости или предвидение динамики цен. Существуют по крайней мере два стиля инвестирования, основывающиеся либо на различных представлениях о текущей прибыли акций, либо на предвидении ближайшего будущего. Некоторые инвесторы заметили, что отдельные акции реагируют на сообщения о величине текущей прибыли и об оценках прибыли на ближайшее будущее. Эта информация целиком определяет их решения о покупке и продаже акций. Такой подход к инвестированию предполагает чрезвычайную краткосрочность мышления, высокие темпы обновления инвестиционных портфелей и высокие транзакционные издержки. Эта стратегия требует очень высокой точности оценок, системы быстрого обеспечения информацией и способности быстро реагировать на новую информацию.

Стоимостное инвестирование, напротив, невысоко ценит перспективы краткосрочных изменений прибыли и акцентирует роль фундаментальных факторов, от которых зависят долгосрочные тенденции развития и уровни долгосрочных дивидендов и прибылей. Влияет ли последний отчет или прогноз на цены и стоимости — это вопрос для аналитиков. Краткосрочные колебания цен на акции, порождаемые колебаниями величины прибыли, обычно рассматриваются как полезные возможности избавиться от переоцененных акций или купить недооцененные.

Профессиональный аналитик должен выбрать один из двух подходов, и это решение имеет жизненную важность для всей профессиональной карьеры. Мы настойчиво рекомендуем долгосрочный стоимостной подход, как более основательный и перспективный.

Прогнозирование дивидендов

Оценка будущих дивидендов обычно тесно связана с прогнозами будущей прибыли. Это объясняет тот парадокс, что для большинства компаний дивиденды важнее, чем показатель прибыли, но аналитики интересуются прежде всего факторами, влияющими на способность получать прибыль. Прибыль — это самый нестабильный компонент доходов, а денежный доход — это важнейший фактор решений о дивидендах. При отдельном рассмотрении вопроса о дивидендах аналитик будет руководствоваться прежней дивидендной политикой компании, оценкой финансового положения, величины доходов, необходимых для финансирования прогнозируемого роста, и учетом влияния новых условий.

Важнее то, что величина дивидендов в большой степени зависит от краткосрочной обеспеченности деньгами, и существует более сильная связь между величиной дивидендов и наличием денежных средств, чем между дивидендами и прибылью. Поэтому наиболее полезным коэффициентом является процент прибыли, выплачиваемой в качестве дивидендов. Но когда речь идет о длительной перспективе — 5 или 10 лет, дивиденды следует соотносить с действительной прибылью. Если величина дивидендов больше, чем прибыль, значит, компания проедает собственный капитал и имеет перспективу вылететь из бизнеса. В результате этого явного противоречия аналитику приходится предсказывать дивиденды ближайшего года исходя из прогноза денежных доходов, но для долгосрочного анализа дивидендной политики нужно брать сумму дивидендов за 5—10 лет и соотносить ее с суммой чистой прибыли за этот период. Этот подход следует использовать при анализе прошлого и при оценке достоверности прогнозов.

Мы надеемся, что в будущем и акционеры, и менеджеры начнут лучше понимать достоинства дивидендной политики, изначально ориентированной на способность получать прибыль и на внутреннюю стоимость компании, а не на произвольно определяемые «потребности бизнеса». (Такая политика позволит финансировать *значительные потребности* в дополнительном капитале за счет продажи ценных бумаг на приемлемых условиях.) В случае растущих компаний принятие ясно сформулированной и последовательно проводимой дивидендной политики обеспечит достаточную гибкость и уверенность в установлении уровня дивидендов, и при этом внушит акционерам уверенность в более справедливом и благоприятном отношении со стороны компании.

В настоящее время, однако, дивидендная политика многих компаний не очень тесно привязана к способности получать прибыль — в прошлом или в будущем. В силу этого дивиденды, являющиеся элементом *стоимости, независимой от прибыли*, зачастую играют главную роль в оценке обыкновенных акций. В двух следующих главах мы займемся тем, что, в сущности, можно назвать проблемой несоответствия между прибылью и дивидендами.

Глава 31

Роль дивидендов в оценке обыкновенных акций

Способность платить дивиденды и способность получать прибыль

Доход покупателя обыкновенных акций складывается из суммы дивидендов за время владения плюс (или минус) курсовая разница. Если акцию не продают, то есть ею владеют бесконечно долго, ее стоимость равна текущей стоимости дисконтированного потока дивидендных выплат¹. При таком подходе стоимость — это функция способности компании выплачивать дивиденды.

Долгосрочным фактором, определяющим способность компании выплачивать дивиденды, обычно считают ее будущие прибыли. Эта связь между прибылью и дивидендами позволяет рассматривать стоимость акций как функцию будущей способности получать прибыль. Результатом этого факта стал спор об относительном вкладе прибыли и дивидендов в значение стоимости. Другим результатом стало возникновение

¹ Если акция подлежит продаже в конце некоего периода N , ее цена будет равна текущей стоимости оставшегося потока дивидендных выплат (от года $(N + 1)$ до бесконечности), что дает ту же самую величину, как если бы ее вообще не перепродавали. Поэтому обычно и используют модель бесконечно долгого владения, если только инвестор не рассчитывает, что в году N ставка дисконтирования изменится.

двух основных типов моделей оценки: модели дисконтирования дивидендов (МДД) и модели капитализации прибыли (отношение цена/прибыль). Для нас эти две оценки — будущей способности платить дивиденды и способности получать прибыль — просто неразличимы. Поскольку источником дивидендов является прибыль, а показатель доли дивидендов в прибыли (1 — коэффициент нераспределенной прибыли) подлежит учету при прогнозе роста прибыли, оценка и прогнозирование способности корпорации выплачивать дивиденды должны быть составной частью тщательного и подробного изучения способности корпорации получать прибыль. Поэтому может быть использована любая из двух основных моделей. Аналитик ценных бумаг должен составлять прогнозы как прибыли, так и дивидендов, даже если организация использует для оценки акций только модель дисконтирования дивидендов.

Дивиденды и доля дивидендов в прибыли

Обсуждение дивидендной политики корпораций образует одновременно исходную точку и перспективу рассмотрения дивидендов и доли дивидендов в прибыли с позиций инвестора.

Дивидендная политика корпораций

Инвесторы никогда не рассчитывали, что корпорации будут отдавать им всю образующуюся прибыль. Считается, что акционерам на пользу разумная корпоративная политика, в соответствии с которой они удерживают часть прибыли ради следующих целей: 1) для усиления ликвидности и структуры капитала, то есть для повышения значения отношения текущих активов к текущим пассивам или собственного капитала к долгу; 2) для модернизации и повышения эффективности производства; 3) для расширения производства и освоения новой продукции; 4) для создания запасов на «черный день» и для поддержания уровня дивидендов в малоприбыльные годы. Этот разнородный перечень не содержит ключа для ответа на вопрос — какую часть прибыли стоит придерживать и не отдавать акционерам.

В таблице 31.1 приведены данные о динамике доли дивидендов в прибыли за 50 лет, с 1936 по 1985 г. В 1936—1945 гг. примерно 1/3 прибыли удерживалась корпорациями, а 2/3 выплачивалось на дивиденды. Примерно таким же это соотношение было до кризисных 1930-х годов. (За период 1871—1930 гг. средняя доля дивидендов в прибыли составляла 64%.) В 1946—1970 гг. в результате потребности корпораций в деньгах для финансирования расширения и под давлением инфляции доля дивидендов в прибыли сократилась до 50—60%. В результате ускорения инфляции в 1970-х годах эта доля снизилась до 40—50%. Под влиянием инфляции действительная величина прибыли — с точки зре-

Таблица 31.1. Доля дивидендов в прибыли для компаний, образующих индекс S&P, 1936—1985 гг.

Период	%
1936—1940 гг.	71
1941—1945 гг.	64
1946—1950 гг.	52
1951—1955 гг.	55
1956—1960 гг.	56
1961—1965 гг.	57
1966—1970 гг.	55
1971—1975 гг.	46
1976—1980 гг.	41
1981—1985 гг.	49

Источник: Security Price Index Record. New York, 1986, p.118—121.

ния поддержания производственных возможностей — оказалась завышенной. Совершенно ясно, что традиционная доля дивидендов в прибыли — 66% — перестала быть нормой и стандартом, и что под давлением инфляции сегодняшняя норма стала существенно ниже.

Довод в пользу щедрых дивидендов

Прежде чем рассматривать доводы в пользу того, что быстрорастущим удачливым компаниям выгодно отдавать на дивиденды как можно меньшую часть прибыли, рассмотрим причины, по которым инвесторы заинтересованы в щедрых дивидендах. Эта заинтересованность есть нечто большее, чем естественная радость от обильных дивидендов, и большее, чем резонное соображение, что корпорации ради того и существуют — зарабатывать прибыль и выплачивать владельцам соответствующие дивиденды. Демонстрация корпорацией способности выплачивать дивиденды является важным фактором. Более того, инвесторы знают, что чем больше доля дивидендов в суммарном доходе от вложений в акции (а изменчивость величины дивидендов намного меньше, чем изменчивость котировки акций), тем выше стабильность цен на акции. Чем выше эта стабильность, тем, при прочих равных, выше оценит рынок способность этой корпорации получать прибыль. Аналитик ценных бумаг должен наблюдать за склонностями инвесторов, которые проявляются в реакциях рынка, понимая при этом, что если предпочтения инвесторов иррациональны, это скажется в неадекватных ценах, что, в свою очередь, открывает замечательные возможности для инвестирования.

Нераспределенная прибыль не всегда бывает доступна. Длительный опыт научил инвесторов с подозрительностью относиться к обещаниям

благ, которые должны воспоследовать из реинвестирования нераспределенной прибыли. Во многих случаях накопление нераспределенной прибыли не дает ни соответствующего прироста прибыли и дивидендов, ни возобновления дивидендов на прежнем уровне. Этот важный момент можно проиллюстрировать примерами из практики сталелитейных компаний и компаний из аэрокосмической и оборонной промышленности.

Пример 1: Armco Inc. Отсутствие взаимосвязи между нераспределенной прибылью и последующими дивидендами хорошо иллюстрируют данные по занимающей пятое место в отрасли крупнейшей сталелитейной компании за период с 1962 по 1981 г. (в млрд дол.):

Чистая прибыль, пригодная для выплаты дивидендов	2370,5
Выплаченные дивиденды	1013,2
Нераспределенная прибыль	1357,3

В течение более 20 лет доля дивидендов в прибыли составляла в среднем 42,7%, и на конец 1981 г. сумма нераспределенной прибыли составила 1,862 млрд дол. Но в результате убытков, возникших в III и IV кварталах 1982 г., дивиденды были уменьшены от 45% (от суммы прибыли) до 30%. В 1983 и 1984 гг. компания была убыточна и дивиденды продолжали урезаться, пока в III квартале 1984 г. выплата дивидендов не была прекращена.

Пример 2: Fairchild Industries, Inc. В течение 14 лет, с 1970 по 1983 г., компания Fairchild накопила на каждую акцию нераспределенной прибыли на 18,74 дол., а выплатила в качестве дивидендов на акцию 4,88 дол., то есть 26% от суммы прибыли. Сумма накопленной нераспределенной прибыли выросла от 14 млн дол. до 194 млн дол. С III квартала 1984 г. по II квартал 1985 г. компания несла убытки. В III квартале 1985 г. дивиденды были сокращены с 20 центов на акцию — уровень, который поддерживался с I квартала 1981 г., до 5 центов.

Нераспределенная прибыль, не отраженная в рыночной цене акций. Тот факт, что нераспределенная прибыль может не найти полного отражения в цене акций, могут проиллюстрировать данные по компании Brad Ragan (см. табл. 31.2)². В оба пятилетних периода уровень дивидендных выплат был чрезвычайно низок. Низкая доля дивидендов в прибыли в 1980—1984 гг. сделала возможным накопление нераспределенной прибыли и повышение величины средней стоимости балансовых активов на акцию с 15,65 дол. в первом пятилетии до 19,57 дол. во

² Компания Brad Ragan, Inc. владеет крупнейшей сетью по восстановлению автопокрышек для вездеходов, используемых в горном деле, строительстве и на земляных работах. Сервисные центры компании расположены в 25 штатах. В штате Каролина компания владеет сетью магазинов, торгующих автомобильными шинами, запасными частями для автомобилей и бытовой техникой.

Таблица 31.2. Средние за пятилетие цена и балансовая оценка акций компании Brad Ragan, Inc. (в дол.)

Показатели в расчете на акцию	1975—1979 гг.	1980—1984 гг.
Прибыль	5,34	3,71
Дивиденды	0,50	0,60
Доля дивидендов в прибыли (в %)	9,4	16,2
Средняя балансовая стоимость акции	15,65	19,57
Цена* акции	9,97	12,21
Отношение цены акций к их балансовой оценке	0,64×	0,62×
Доходность собственного капитала (по балансовой оценке) (в %)	34,1	19,0

* Средняя высшего и низшего значений цены за год.

Источник: The Value Line Investment Survey, 1985, September 27, p.135.

втором пятилетии. Однако средняя цена акций за период 1980—1984 гг. составила только 12,21 дол., или 62% от балансовой стоимости акций. На каждый доллар нераспределенной прибыли инвестор получил только 0,57 дол.³ Совершенно понятно, что при таком рыночном окружении рыночная цена отразила далеко не всю сумму накопленной нераспределенной прибыли. Более того, способность бизнеса получать прибыль стала меньше, чем прежде.

Нераспределенная прибыль — это всегда риск. *Нераспределенная прибыль эквивалентна преимущественным правам на покупку акций, принадлежащих всем акционерам.* Еще вопрос, насколько эта форма привлечения акционерного капитала отвечает интересам акционеров. Следует помнить, что выплаченные по дивидендам деньги — это нечто определенное, тогда как нераспределенная прибыль — это риск. Если главной целью накопления нераспределенной прибыли является оборона, тогда стимулом накопления прибыли является конкурентное давление, а не свободный выбор, нацеленный на увеличение способности получать прибыль. Такого рода нераспределенная прибыль отражает давление таких факторов, как недостаточность амортизационных отчислений и устаревание основного капитала, а значит, эти средства не являются прибылью со строго экономической точки зрения. Их накапливают,

³ Частное от деления изменения цены акций (2,24 дол.) на изменение балансовой стоимости акций (3,92 дол.) показывает, во сколько рынок оценил каждый доллар нераспределенной прибыли: 2,24 дол./3,92 дол. = 0,57.

чтобы предотвратить ухудшение конкурентного положения компании. В силу этого не приходится ожидать, что такое принудительное реинвестирование многое добавит к реальной величине акционерного капитала. В таких случаях аналитику следует сделать вывод, что действительной прибылью являются суммы, выплаченные в качестве дивидендов, а нераспределенную часть прибыли следует оценивать со скидкой, поскольку она не доступна акционерам. В следующем разделе мы приведем доводы в пользу реинвестирования и соответствующие примеры.

Доводы в пользу реинвестирования

В рамках нашего рассмотрения определим успешную компанию как такую, которая получает на свой акционерный капитал доход больший, чем доходность относительно рыночной цены ее акций. Этот дифференциал достаточен для того, чтобы средняя рыночная цена акций была выше, чем их балансовая стоимость. Более того, предположим, что такой уровень доходности может поддерживаться при большом объеме реинвестирования прибыли. Из этого следует сделать логичный вывод, что с точки зрения доходности в интересах инвесторов реинвестирование такой компанией *всей* прибыли, пока падающая отдача вложений не сделает бессмысленным наращивание объема капитальных вложений.

Отражение нераспределенной прибыли в рыночной цене акций. Как видно из таблицы 31.3, которая содержит данные за 25 лет о соотношении рыночной цены и балансовой оценки акций компаний, образующих индекс Standard & Poor 400, рыночная цена акций значительного большинства крупных промышленных корпораций США была выше их балансовой стоимости. Этот широкий индекс показывает, что за период 1961—1985 гг. инвестор получал на каждый доллар реинвестированной прибыли в среднем 1,73 дол. За последние 10 лет это соотношение упало до 1,38 дол. Это недавнее уменьшение отношения между рыночной ценой и балансовой стоимостью акций показывает, хотя и не доказывает, что в последние годы дополнительная стоимость, создаваемая реинвестированием дополнительного доллара, была меньше одного доллара.

Данные по акциям трех ведущих компаний — IBM, Hewlett-Packard и General Electric за 15 лет, с 1971 по 1985 г., еще сильнее свидетельствуют в пользу реинвестирования (см. табл. 31.4). Для всех трех компаний характерна консервативная структура капитала, и она оставалась достаточно неизменной в эти 15 лет, так что финансовый рычаг не был важным фактором величины прибыли на балансовую стоимость акционерного капитала. Поскольку величина прибыли на акционерный капитал была достаточной и стабильной, эмиссия дополнительных акций не имела следствием разбавление позиций старых акционеров. Значения

Таблица 31.3. Рыночная цена и балансовая стоимость акций компаний, образующих индекс Standard & Poor 400

Год	Средняя цена (в дол.)	Средняя балансовая стоимость (в дол.)	Отношение средней цены к средней балансовой стоимости
1961	69,99	34,29	2,04
1962	65,54	35,60	1,84
1963	73,39	32,27	1,97
1964	86,19	39,20	2,20
1965	93,48	41,87	2,23
1966	91,08	44,55	2,04
1967	99,18	46,69	2,12
1968	107,50	49,00	2,19
1969	107,10	50,96	2,10
1970	91,29	52,18	1,75
1971	108,40	53,97	2,01
1972	121,80	56,81	2,14
1973	120,50	60,59	1,99
1974	92,91	65,33	1,42
1975	96,54	69,33	1,39
1976	114,30	73,55	1,55
1977	108,40	79,24	1,37
1978	106,20	85,97	1,24
1979	114,80	94,22	1,22
1980	134,50	103,51	1,30
1981	144,20	112,20	1,29
1982	133,60	117,35	1,14
1983	180,56	120,46	1,50
1984	181,26	122,80	1,48
1985	207,78	124,74	1,67
Средняя за 1961—1985 гг.			1,73
Средняя за 1976—1985 гг.			1,38

Источник: Standard & Poor. Security Price Index Record, 1986, p.110, 237; Current Statistics. 1986, November, p.30.

коэффициентов цена акций к балансовой стоимости акций для компаний IBM и Hewlett-Packard, для двух акций роста являются доводом в пользу низкой доли дивидендов в прибыли.

Таблица 31.4. Отношение чистой прибыли, пригодной для обыкновенных акций (NACE), к средней балансовой стоимости акций и к рыночной цене акций, а также отношение рыночной цены к балансовой стоимости акций, 1971—1985 гг.

Год	IBM			Hewlett-Packard			General Electric		
	NACE*/ балан- совая стои- мость**	NACE/ рыноч- ная цена	Цена акций/ балан- совая стои- мость	NACE/ балан- совая стои- мость	NACE/ рыноч- ная цена	Цена акций/ балан- совая стои- мость	NACE/ балан- совая стои- мость	NACE/ рыноч- ная цена	Цена акций/ балан- совая стои- мость
1971	17,2	2,9	5,9	10,5	2,2	4,7	17,3	4,6	3,8
1972	18,8	2,9	6,5	14,6	2,2	6,8	18,1	4,5	4,1
1973	19,3	3,6	5,4	16,2	2,2	7,2	18,2	4,9	3,7
1974	19,5	6,2	3,2	20,9	4,3	4,8	17,2	7,0	2,4
1975	18,5	7,0	2,7	16,4	3,4	4,8	15,0	7,5	2,0
1976	19,9	6,2	3,2	14,8	3,3	4,4	18,2	7,7	2,4
1977	20,7	6,9	3,0	16,0	5,5	2,9	19,5	9,2	2,1
1978	23,9	7,8	3,1	16,6	6,8	2,4	19,6	10,7	1,8
1979	21,2	7,3	2,9	18,0	6,6	2,7	20,3	12,4	1,6
1980	22,7	9,9	2,3	19,2	6,0	3,2	19,5	12,5	1,6
1981	19,1	9,4	2,0	18,0	5,6	3,2	19,1	12,0	1,6
1982	23,2	9,6	2,4	17,8	5,2	3,4	18,9	10,3	1,8
1983	25,4	7,7	3,3	16,3	4,1	4,0	18,9	8,5	2,2
1984	26,5	9,5	2,8	16,9	5,6	3,1	19,2	9,3	2,1
1985	22,4	7,7	2,9	13,0	5,6	2,3	17,7	7,9	2,2
Средняя за 1971—1985 гг.***	21,2	7,0	3,4	16,3	4,6	4,0	18,4	8,6	2,4
Средняя за 1976—1985 гг.	22,5	8,2	2,8	16,7	5,4	3,2	19,1	10,1	1,9

* Отношение NACE (чистая прибыль, доступная для обыкновенных акций) к балансовой стоимости эквивалентно показателю прибыли на собственный капитал во всех случаях, когда нет привилегированных акций. При наличии в структуре капитала привилегированных акций лучше использовать первый показатель, а не прибыль на акцию.

** Использована средняя (а не на конец года) балансовая стоимость. Рыночная цена представляет собой среднюю между высшей и низшей ценой за год.

*** Средная за 10 лет дана для сопоставления с отношением рыночной цены к балансовой стоимости для S&P 400 (табл. 31.3).

Источник: The Value Line Investment Survey, 1987, February 6, p.1013, 1099, 1102.

Компании с большой прибылью на собственный капитал. Чем выше у компании прибыль на собственный капитал (находящий отражение в средней величине мультипликатора прибыли), тем большую часть при-

были следует оставить в фонде нераспределенной прибыли. Уровень доходности реинвестированной прибыли должен предположительно быть существенно большим, чем доход, который смогут получить акционеры на выплаченные им дивиденды. Обычно высокой динамике прибыльности компании сопутствует наличие возможностей для прибыльного расширения компании. Для такого рода компаний, особенно из числа принадлежащих к высокотехнологичным отраслям, для акционеров выгоднее всего низкий уровень дивидендов и высокий уровень реинвестирования прибыли. Если следовать этой логике до конца, придется признать, что почти все успешно действующие компании должны следовать программе максимально возможного реинвестирования прибыли; деньги на дивиденды должны выплачиваться только в той мере, в какой у компании нет возможностей для прибыльного расширения или диверсификации.

Полученные выше выводы нужно воспринимать с достаточной осторожностью и оговорками. Невозможно гарантировать, что будущая доходность от реинвестирования будет столь же высокой, как в прошлом, или что она может быть высчитана аналитиком с приемлемым уровнем достоверности. Именно эта неустранимая неопределенность мешает акционерам и их второму «я» — фондовому рынку отказаться от врожденной склонности к получению денег на дивиденды в пользу теоретически выгодного процесса реинвестирования нераспределенной прибыли.

Получение наличных. Тот факт, что некоторые акционеры нуждаются в получении денежного дохода от своих акций, не является серьезным аргументом против полного реинвестирования прибыли, поскольку при реинвестировании эти доллары обретают повышенную рыночную ценность. Поэтому для инвесторов лучше в случае нужды продавать часть своих акций, но не получать денег на дивиденды. Компания может облегчить им получение наличных, если будет периодически выплачивать незначительные дивиденды, символизирующие полученную прибыль.

Пример. Обыкновенные акции компании Citizens Utility разделены на два класса: 64% акций класса *A* и 36% — класса *B*. Единственная разница между ними в том, что дивиденды по акциям класса *A* выплачиваются акциями, сумма которых эквивалентна денежным дивидендам на акции класса *B*. Цена всех акций одинакова и акции класса *A* можно в соотношении один к одному конвертировать в акции класса *B*. Такая уникальная организация акционерного капитала привлекает два вида клиентов: 1) инвесторов, желающих реинвестировать дивиденды и отложить налоги по соответствующим доходам, и 2) инвесторов, желающих регулярно получать дивиденды в размере 80% величины прибыли на акцию. Федеральное налоговое управление не склонно к принципиальному одобрению такой схемы организации дивидендов для других компаний.

Выводы

Данные, представленные в обоснование двух концепций — щедрых дивидендов и активного реинвестирования прибыли, свидетельствуют о наличии фундаментального различия между дивидендной политикой, подходящей для средних и ниже чем средних компаний, и для более эффективных или растущих компаний. Теоретически этот вывод предполагает полное реинвестирование прибыли компаниями, прибыльность которых существенно больше средней, поскольку трудно сформулировать четкие количественные критерии, определяющие уровень прибыльности, ниже которого выплата дивидендов оказывается более оправданной политикой⁴.

Модели дисконтирования дивидендов

В последние годы роль дивидендов для оценки обыкновенных акций сильно изменилась в результате расширяющегося использования недавно разработанной модели дисконтирования дивидендов. Эта модель требует прогнозирования уровня дивидендов на ряд лет вперед. В силу этого нужно большее внимание, чем в соответствии с моделью «цена акции к прибыли на акцию», уделять тому, какой будет доля дивидендов в прибыли компании. Хотя модель дисконтирования дивидендов начали широко использовать только в последние 10 лет, теория была разработана Дж. Б. Вильямсом в конце 1930-х годов⁵.

Структура моделей дисконтирования дивидендов

Концепция дисконтирования будущих доходов и расходов, чтобы получить их текущее (приведенное) значение, является стандартным инструментом финансового и экономического анализа. Основная идея заключается в том, что будущий поток дивидендов (D), будучи дисконтированным по некоторой ставке (K), имеет следующую текущую стоимость:

$$\text{Стоимость} = D_1/(1 + K)^1 + D_2/(1 + K)^2 + D_3/(1 + K)^3 + \dots + D_n/(1 + K)^n.$$

⁴ Поучительный обзор споров о дивидендах и результатов последних исследований в этой области см.: *March T.A. and Merton R.C. Dividend Behavior for the Aggregate Stock Market // The Journal of Business, 1987, January, p.1—40.* Авторы приходят к выводу, что цены фондового рынка воздействуют на изменения уровня дивидендов с большей последовательностью и позволяют лучше предвидеть будущий уровень дивидендов, чем отчетная прибыль.

⁵ *Williams J.B. The Theory of Investment Value. Amsterdam: North Holland Publishing Company, 1938.*

Чтобы разобраться в структуре моделей дисконтирования дивидендов и их ключевых параметров, стоит начать с простейшей модели. В принципе, продолжительность существования акционерной собственности, а значит, и потока дивидендов, которые должен предсказывать аналитик, бесконечна. Технически невозможно прогнозирование дивидендов на каждый год неопределенно долгого будущего, а потому необходимы упрощающие предпосылки. Они могут быть разными. Одна сводит дело к прогнозированию единственного показателя — среднего темпа возрастания дивидендов. Эта модель известна как *модель постоянного роста* (однопериодная модель). Эта модель задается следующим уравнением:

$$\text{Стоимость} = D/(K - g),$$

где D — ожидаемая величина дивидендов на ближайшие 12 месяцев; K — ставка дисконтирования; g — темп роста нормализованной способности получать прибыль.

Эта форма модели дисконтирования дивидендов представляет собой предельно упрощенный вариант. Она влечет потерю информации, важной для оценки будущего роста компании.

Логичной и типичной практикой является использование многопериодной, особенно трехпериодной модели. Такая модель дает больше информации относительно параметров роста фирмы и одновременно позволяет упростить задачу настолько, чтобы она стала решаемой. Первый период — это *стадия роста*. В зависимости от используемой модели аналитик может либо прогнозировать дивиденды как функцию постоянного темпа роста, либо давать конкретные значения на ряд лет выбранного для прогнозирования периода.

Второй период — это *переходная стадия*, на которой темп роста прибыли снижается (или растет), а процент прибыли, выплачиваемой на дивиденды, подстраивается под темп роста, ожидаемого в третьем периоде — на длительном этапе *стабильного развития*. Аналитик дает прогноз, обычно в некоторых предустановленных рамках, длительности переходной стадии. Спад (или рост) может быть линейным или экспоненциальным. Хотя некоторые модели позволяют аналитику выбирать между этими формулами изменения, большинство аналитиков для простоты используют формулу линейных изменений.

Предполагается, что на третьей стадии компания будет бесконечно долго расти с тем же темпом и выплачивать на дивиденды ту же долю прибыли, что и средняя фирма. Но только редкие организации осознают, что в редких случаях у аналитика могут быть основания для предсказания более быстрого или более медленного роста.

При переходе от однопериодной модели к трехпериодной возрастают требования модели к исходным данным. В силу этого становится необходимым более обширный и подробный анализ характеристик отрасли и компании. Целью, естественно, является информация. Трехпериодная

модель дает аналитику возможность прогнозировать будущий рост, а значит, получать более обоснованные оценки будущей прибыли.

Разделение будущего на три отдельных периода дает возможность гибко определять параметры дивидендной политики. Благодаря этому модели дисконтирования дивидендов позволяют делать вычисления при ограниченном объеме исходных данных, которые аналитик в состоянии прогнозировать.

Два основных типа моделей дисконтирования дивидендов

Отдельные пользователи склонны добавлять собственные характеристики в структуру будущих дивидендных выплат, что умножает разнообразие используемых моделей дисконтирования дивидендов. При этом все модели относятся к одному из двух основных типов. Одна дисконтирует будущий поток дивидендов по некоторой определенной ставке, чтобы получить оценки инвестиционной стоимости, которую можно было бы сопоставить с текущей рыночной ценой. Другая имеет целью получить оценки этой ставки дисконтирования (или внутренней ставки доходности), чтобы сравнить текущую стоимость предсказанного потока дивидендов с текущей рыночной ценой. Затем эта возможная ставка дисконтирования сопоставляется с некоторой целевой ставкой общей прибыльности, обычно скорректированной по риску выпуска акций. Большинство моделей дисконтирования дивидендов относится к последнему типу. Выбор между установлением ставки дисконтирования и нахождением цены и обратной процедурой зачастую есть вопрос удобства. Но установление ставки дисконтирования предполагает необходимость большего числа решений относительно ставки по ценным бумагам с фиксированным доходом и соответствующей премии за риск. Учитывая изменчивость процентных ставок во времени и повышенную неопределенность оценок роста дивидендов в отдаленном будущем, следовало бы настаивать на использовании разных ставок дисконтирования для каждого периода, но этот утонченный подход редко используется.

Перспективы модели дисконтирования дивидендов

Модель дисконтирования дивидендов обладает рядом привлекательных характеристик. Она обеспечивает структурный подход к оценке обыкновенных акций, систематическую обработку данных и строго определяет потребности в исходных данных. Благодаря наличию таких характеристик оказывается возможным при наличии ошибок в исходных данных определить природу этих ошибок и принять решение об их исправлении.

Много исследований было посвящено анализу моделей дисконтирования дивидендов и их характеристик⁶. Эти исследования породили две школы анализа. Одна стоит на том, что в силу своей структуры модели дисконтирования дивидендов благосклонны к высокоприбыльным акциям и к акциям с низким отношением цены акции к прибыли на акцию, в силу чего эти две группы акций выглядят незаслуженно более привлекательными, чем акции роста. Иными словами, эти модели неблагосклонны к растущим акциям. Другая школа стоит на том, что модели преимущественно нейтральны и симметричны. Она утверждает, что если и наблюдается асимметрия оценок, то это результат несбалансированности исходных данных и самого рынка. Что касается исходных данных, то причиной недостаточной нейтральности являются упрощающие предположения, например то, что в стадии стабильности у всех акций равные темпы роста и уровни дивидендных выплат из прибыли, а также природная консервативность аналитиков при оценке темпов роста быстрорастущих компаний⁷. Что касается рынка, хорошо известна тенденция оценивать малоприбыльные акции роста намного выше, чем высокоприбыльные и медленно растущие акции.

Мы приветствуем использование модели дисконтирования дивидендов, когда речь идет об устойчивых компаниях, характеризующихся стабильной способностью получать прибыль, и когда параллельно используются другие модели оценки. Мы придерживаемся того взгляда, что инвестор в любом случае должен одновременно использовать не одну модель.

⁶ См. напр.: доклад *Michaud R.O.* Another Look at Dividend Discount Model, представленный в мае 1985 г. в Институт количественных исследований финансов, Ки Бискейн, Флорида; *Einhorn S.G.* and *Shangquan P.* Using the Dividend Discount Model for Asset Allocation // *Financial Analysts Journal*, 1984, May—June, p.30—32; *Bethke W.M.* and *Boyd S.E.* Should dividend discount models be yield-tilted? // *Journal of Portfolio Management*, 1983, Spring, p.23—27; *Michoud R.O.* Should Dividend Discount Models be Yield-tilted? Comment // *Journal of Portfolio Management*, 1984, Summer, p.85—86; *Michaud R.O.* and *Davis P.L.* Valuation Model Bias and the Scale Structure of Dividend Discount Returns. *The Journal of Finance*, 1982, May, p.563—573; *McWilliams J.D.* and *Wei J.* Some Like To-matoes and Some Like To-matoes // *Journal of Portfolio Management*, 1981, Summer, p.43—47.

⁷ Если бы в качестве исходных данных использовали не сами дивиденды, а способность их выплачивать, можно было бы устранить тенденцию занижать показатели растущих компаний.

Глава 32

Ставка капитализации для прибыли и дивидендов

Как уже отмечалось, существуют два основных метода оценки обыкновенных акций — через капитализацию прибыли или дивидендов. В этой главе рассматриваются оба метода и для каждого предложен рыночный коэффициент капитализации. В ходе рассмотрения мы определяем предположения о рынке капитала, важные для вычисления капитализации, при этом экономические предположения согласуются с теми, которые мы использовали при прогнозировании прибыли и дивидендов. Чтобы сделать возможной оценку наших предположений относительно рынка капиталов, мы демонстрируем технику прогнозирования на материале нескольких инвестиционных и брокерских фирм.

Двухсторонний подход

Аналитики исследуют прошлое, чтобы получить оценку будущих дивидендов и прибыли. Точно так же им следует поступать при выборе коэффициента капитализации, в зависимости от обстоятельств принимать сложившийся уровень или вносить в него изменения. Для этого необходимо учитывать отношение цены акции к прибыли на акцию (мультипликатор прибыли) или ставку дисконтирования для конкрет-

ного выпуска акций, причем учитывать не только в связи с прошлыми тенденциями самого выпуска, но и в соотношении с рынком в целом.

Мы предлагаем получать коэффициент капитализации для компании (мультипликатор прибыли или ставку дисконтирования дивидендов) в два этапа. Прежде всего, следует получить *базовую норму капитализации* для обыкновенных акций в целом, то есть для представительной выборки компаний, вроде тех, что используются в известных индексах рынка. Затем нужно получить значение мультипликатора или ставки дисконтирования для конкретного выпуска акций, которое должно соотноситься с этой базовой величиной, но при этом отражать прошлое качество и долгосрочные перспективы конкретной компании. Такой двухсторонний подход обеспечивает надежность результатов оценки.

Базовая норма капитализации для рынка в целом

Выбор рыночных индексов

Существует целый ряд индексов или «средних» для обыкновенных акций, но в большинстве исследований прибыли, дивидендов, цен и других взаимосвязей используют два индекса, рассчитываемые агентством Standard & Poor, — составной индекс 500 акций (S&P 500) и индекс 400 промышленных акций (S&P 400).

Данные о прибыли и дивидендах по этим индексам вычисляются ежеквартально, а цены — ежедневно. В июле 1976 г. состав индекса S&P 500 был существенно изменен. До этой даты он опирался на данные об акциях 425 промышленных, 15 железнодорожных и 60 корпораций коммунального хозяйства. Пересмотренный индекс опирается на данные об акциях 400 промышленных корпораций, 40 корпораций коммунального хозяйства, 20 транспортных и 40 финансовых корпораций. Помимо данных о прибыли, дивидендах и ценах, агентство Standard & Poor поставяет также балансовые оценки для индекса S&P 400.

В своей настоящей форме индекс Standard & Poor рассчитывается с 1926 г., но индекс S&P 500 восходит к индексам Комиссии Коулса, которые начали рассчитывать с 1871 г. Это дает возможность для анализа некоторых закономерностей рынка обыкновенных акций за более чем 100-летний период. (Данные до 1900 г. отличаются большей фрагментарностью и менее надежны, чем данные за последующий период.)

Цены, прибыли и дивиденды для индексов рассчитывают по методу *базовых индексов*: текущее значение относят к среднему за базовый период 1941—1943 гг., значение которого принимают равным 10.

Далее мы будем работать преимущественно с индексом S&P 400, поскольку агентство Standard & Poor для этой серии предоставляет данные о балансовой стоимости, что позволяет вычислять прибыльность собственного капитала и отношение рыночной цены акций к

балансовой стоимости. Для индекса S&P 500 такие данные не предоставляются и соответствующие возможности отсутствуют.

Рыночные мультипликаторы прибыли

Мы намерены получить значение базового мультипликатора для рынка, который можно было бы использовать в прогнозировании. Прогнозирование всегда начинается с анализа прошлого. В таблице 32.1 представлены данные, устанавливающие взаимосвязь средних значений прибыли на акцию и цен акций, рассчитывавшихся для Комиссии Коулса и индекса S&P 500, а также для индекса S&P 400. Последний начали рассчитывать только в 1926 г.

Ряды динамических средних за пятилетние периоды оказываются очень изменчивыми, и нестабильность может только возрасти при переходе к годовым средним. Величина среднего отношения цена акции к прибыли на акцию за 115 лет — с 1871 по 1985 г., вычисленная как средняя из 16 средних за 20-летние периоды, равна 13,8 раза, то есть отношение прибыли на акцию к цене акции (доходность акций) равно в среднем 7,2%.

Таблица 32.1. Среднее отношение цены акции к прибыли на акцию для индексов S&P 500 и S&P 400 за 1871—1985 гг.

Конец периода	5-летний период		10-летний период		20-летний период	
	S&P 500	S&P 400	S&P 500	S&P 400	S&P 500	S&P 400
1880			11,2×			
1890			16,0		13,6×	
1900			16,1		16,1	
1910			13,2		14,7	
1920			9,7		11,5	
1930	14,7×	14,5×	12,3		11,0	
1935	18,0	18,9	16,4	16,7×	14,4	
1940	13,5	14,5	15,8	16,7	16,7	
1945	11,7	13,7	12,6	14,1	14,5	15,4×
1950	10,1	10,6	10,9	12,2	13,3	14,4
1955	10,7	11,5	10,4	11,1	11,5	12,6
1960	15,3	15,8	13,0	13,7	11,9	12,9
1965	18,8	18,8	17,1	17,3	13,7	14,2
1970	16,5	16,2	17,7	17,5	15,3	15,6
1975	14,2	14,8	15,3	15,5	16,2	16,4
1980	8,9	9,2	11,5	12,0	14,6	14,7
1985	10,3	11,0	9,6	10,1	12,5	12,8
Средняя	13,6	14,1	13,5	14,3	13,8	14,3

Источник: Standard & Poor's Statistical Service. Security Price Index Record, 1986, p.118—121; *Graham, Dodd, Cottle. Security Analysis. 4th ed. New York: McGraw-Hill, 1962, p.509.*

Данные по индексу S&P 400 покрывают 60 лет, с 1926 по 1985 г. Сопоставление диапазонов значений и средних значений отношения цены акций к прибыли на акцию по 12 пятилетним периодам дает следующие результаты:

Значение	S&P 500	S&P 400
Высшее	18,8×	18,9×
Низшее	8,9	9,2
Среднее	13,6	14,1

Значения мультипликаторов для двух индексов были достаточно сопоставимыми, но рынок слегка склонялся в пользу индекса S&P 400. Например, за 1961—1985 гг. среднее значение для S&P 500 было 13,8 раза, а для S&P 400 — 14 раз.

Мультипликаторы прибыли можно анализировать не по последовательным пятилетним периодам, а по более длительным периодам. Последующие данные, к примеру, можно сгруппировать следующим образом:

Период	Мультипликаторы цена акций к прибыли на акцию	
	S&P 500	S&P 400
1947—1957 гг.	10,1×	10,5×
1958—1972 гг.	17,6	17,7
1973—1985 гг.	10,1	10,5

Различие в величине значений мультипликаторов отражает ожидания более высокого роста для индекса S&P 400. Различие невелико, но достаточно устойчиво и составляет 0,5 в пользу индекса S&P 400.

Капитализация дивидендов для рынка в целом

Прогноз потока дивидендов является завершением целой цепи прогнозирования параметров экономики и рынка капиталов. Ниже мы рассмотрим эти прогнозы.

Прогнозирование параметров экономики и рынка капиталов. Чтобы получить прогноз потока дивидендов, нужно сначала получить прогноз прибыли корпораций и доли дивидендов в прибыли. Прибыльность американских корпораций зависит от уровня экономической активности в США. Соответственно, базовыми для этих расчетов оказываются прогнозы национального производства товаров и услуг, реального валового национального продукта (ВНП) и уровня инфляции (дефлятора ВНП). Имея эти исходные данные, можно составить прогноз номинального ВНП и совокупной прибыли корпораций, а затем — прибыли для индексов S&P 500 и S&P 400. Поскольку ожидаемая доходность акций

зависит от ожидаемой доходности облигаций, следующим этапом должно быть прогнозирование ставки процента для облигаций класса Ааа и надбавки за риск по вложениям в акции.

Базовые прогнозы. Таблица 32.2 содержит наши прогнозные оценки параметров, используемых для оценки индекса S&P 400. Долгосрочные прогнозы экономических параметров, прибыли и дивидендов были рассмотрены нами в предыдущих главах. Учитывая, что ожидаемый уровень инфляции равен 5,2%, долгосрочное значение процента для промышленных облигаций класса Ааа составляет 8,5%. Прогноз значения премии за риск вложений в акции равен 2,75%. Таким образом, ожидаемая доходность для индекса S&P 400 равна 11,25%, из которых 7,5% есть результат роста курса, который создается ростом прибыли и дивидендов. Оставшиеся 3,75% есть дивидендный доход. 14% доходности собственного капитала примерно равны средней величине этого показателя за 1976—1985 гг. — 13,8%.

Наш мультипликатор прибыли может быть рассчитан на основе оценок параметров, приведенных в таблице 32.2. Для вычислений будем использовать формулу: $V = D/(K - g)$. Иными словами, мультипликатор (V) равен сумме дивидендов (D), деленной на ставку дисконтирования (K), минус темп прироста дивидендов (g), равный 7,5%. Для простоты

Таблица 32.2. Долгосрочный прогноз индекса S&P 400 (в %)

Рост реального ВВП	2,7
Инфляция — рост дефлятора ВВП	5,2
Рост номинального ВВП	8,0
Рост посленалоговой прибыли корпораций	8,0
Рост прибыли для индекса	7,5
Доля прибыли, выплачиваемая на дивиденды	46,0
Рост дивидендов	7,5
Ставка процента для промышленных облигаций Ааа	8,5
Премия за риск вложений в акции	2,75
Ожидаемая общая доходность	11,25
Доходность собственного капитала	14,0

вычислений предположим, что в текущем году нормальная прибыль индекса равна 1 дол., а дивиденды — 46 центам (доля прибыли, уходящей на дивиденды, равна 46%), так что:

$$\text{Мультипликатор} = 0,46 \text{ дол.} / (0,1125 - 0,075) = 12,27 \text{ дол.}$$

В результате этих вычислений мы получили для индекса S&P 400 и делитель, представляющий собой дивидендный доход — 3,75% (0,1125 — 0,075), и значение мультипликатора прибыли — 12,3 раза (12,27 дол./1 дол. прибыли).

Чтобы оценить качество прогноза величины параметров из таблицы 32.2, мы сопоставим наши оценки с оценками, используемыми несколькими финансовыми организациями и брокерскими домами. Разброс значений используемых ими оценок следующий:

	Темп роста (в %)
Рост реального ВВП	2,0—3,0
Инфляция — рост дефлятора ВВП	4,5—6,0
Рост номинального ВВП	7,0—8,5
Рост посленалоговой прибыли корпораций	7,0—11,0
Рост прибыли для индекса	6,5—10,5
Доля прибыли, выплачиваемая на дивиденды	40,0—47,0
Рост дивидендов	6,5—10,5

Используемые этими организациями прогнозы величины процента и премии за риск вложений в акции были несопоставимы с нашими оценками, поскольку они работают с другими видами ценных бумаг с фиксированным доходом. Таким образом, наши оценки из таблицы 32.2 вписываются в диапазон оценок, получаемых ведущими профессионалами.

Конечная оценка рынка

Индекс S&P 400. Используя полученные выше значения коэффициентов капитализации и оценки нормальной прибыли, мы можем получить оценки для индекса S&P 400. Исходя из того, что на 1987 г. оценка нормальной прибыли равна 19,50 дол., а мультипликатора — 12,3 раза, величина индекса на конец 1986 г. равна 240, или, скажем, от 220 до 260. Рыночная цена индекса S&P 400 была равна 270 дол., или на 12% выше середины полученного нами диапазона значений.

Исходя из того, что 46% прибыли будет выплачено на дивиденды, в 1987 г. дивиденды вырастут за год до 9 дол., что соответствует 3,75% текущей доходности при цене индекса 240. Как это соотносится с действительностью? Следующие результаты вычисления средних за пятиле-

тие показывают, что наш прогноз роста 3,75% ниже, чем были в двух последних пятилетиях, но выше, чем в двух предшествующих (в %):

1966—1970 гг.	3,2
1971—1975 гг.	3,3
1976—1980 гг.	4,7
1981—1985 гг.	4,5
1986 г.	3,2

Снижения дивидендного дохода следовало ожидать, поскольку произошло снижение процентных ставок. В 1976—1985 гг. доходность промышленных облигаций класса Ааа доходила до 15%, а средняя доходность составила 11,1%. К концу 1986 г. доходность облигаций упала ниже уровня 9%.

Отношение рыночной цены акций к их балансовой стоимости. Для контроля полученных результатов можно прибегнуть к анализу отношения рыночной цены акций к их балансовой стоимости. При оценке стоимости индекса S&P 400, равной 240, величина этого отношения равна 1,76 раза. Приведенные ниже вычисления показывают, что эта величина выше той, что была в 1976—1985 гг., но ниже значения для предыдущего десятилетия 1961—1970 гг.¹.

Период	Отношение рыночной цены акций к их балансовой стоимости (раз)
1946—1950 гг.	1,16
1951—1955 гг.	1,34
1956—1960 гг.	1,76
1961—1965 гг.	2,00
1966—1970 гг.	2,00
1971—1975 гг.	1,74
1976—1980 гг.	1,28
1981—1985 гг.	1,38
1986 г.	1,97

Индекс S&P 500. Как уже указывалось в этой главе, для индекса S&P 500 значение мультипликатора прибыли должно быть чуть ниже, чем для индекса S&P 400. Поэтому мы предлагаем значение мультипли-

¹ В 1985 и 1986 гг. крупные промышленные корпорации произвели очень значительные списания активов, что подавило темп роста балансовой стоимости акций. К тому же восстановительная стоимость по балансу в целом выше, чем при калькуляции на базе первоначальной стоимости. В силу этого полученное нами значение коэффициента, скорее всего, завышено. По той же причине за 1987 г. наша оценка доходности к средним балансовым активам — 14,7%, была бы ниже, если бы в состав собственного капитала были включены отложенные налоговые обязательства, как, в сущности, и следует поступать, имея дело с индексом S&P 400.

катора 11,8 раза. Тогда, беря принятую оценку нормальной прибыльности, мы получаем для индекса S&P 500 стоимость 213 ($11,8 \times 18,00$). Рыночная цена индекса в конце 1986 г. была 242 дол., или почти на 14% выше нашей оценки внутренней стоимости.

Чтобы оценить качество нашего прогноза величины индекса S&P 500, можно сопоставить прогноз при значении общей доходности 11,25% (3,75% дивидендного дохода плюс 7,5% роста дивидендов) с историческими данными. Для периода 1946—1985 гг. среднегодовая доходность составила 12,6%. Если устранить высокие значения доходности в 1980—1985 гг., средняя за 1946—1979 гг. составит 11,5%, то есть слегка выше нашей оценки. Следующие данные о средних за пятилетние периоды напоминают нам об изменчивости показателя доходности капитала:

Период	Полная доходность (в %)
1946—1950 гг.	10,7
1951—1955 гг.	25,1
1956—1960 гг.	10,3
1961—1965 гг.	14,0
1966—1970 гг.	4,1
1971—1975 гг.	5,9
1976—1980 гг.	14,8
1981—1985 гг.	15,5

Источник: *Ibbotson R.G. Associates, Inc. Stocks, Bonds, Bills and Inflation: 1985 Yearbook. Chicago, 1985, p.90—91.*

Значение оценок рынка

Читатель должен понимать, к чему мы стремились в предыдущем рассмотрении, а чего мы и не пытались сделать. Это не было математическим или «научным» вычислением точных значений двух индексов фондового рынка на конец 1986 г. Но для контроля своих оценок и рассуждений аналитику нужно иметь представление о приемлемом или подходящем значении уровня фондового рынка в целом. Мы показали, как можно оценить этот уровень.

В 1962 г. наш подход к оценке рынка в целом был подвергнут критике. В то время мы говорили: «Многие аналитики утверждают, что вся идея оценки “индексов фондового рынка устарела и попросту бесполезна”». Сегодня наша позиция больше не нуждается в защите. Необходимость иметь оценки рынка в целом широко признана, поскольку будущая динамика отдельных выпусков акций определяется прежде всего тем, что происходит на рынке.

Разумный инвестор при высоком уровне фондового рынка вложит в акции меньшую часть своих средств, чем при нормальном или низком уровне рынка. Чтобы следовать такой политике, нужно иметь достаточно определенное представление о действительном уровне рынка. Тогда инвестор

тор, уверенный в том, что рынок не слишком высоко забрался, сможет уверенно набирать акции для своего портфеля.

Определение диапазона значений мультипликатора

Мы полагаем, что аналитик должен использовать более узкий диапазон значений мультипликатора, чем тот, что возможен на рынке. Основная идея нашей книги заключается в том, что фондовый рынок подчинен одновременно психологическим и арифметическим закономерностям. Это порождает хорошо известную тенденцию, когда цены акций — направляемые сменяющимися волнами оптимизма и пессимизма — доходят до крайних высших и низших значений. Именно в силу этого модные акции продаются по чрезмерно завышенным ценам, а непопулярные — по чрезмерно заниженным. Эти свойства рынка проявляются в чрезвычайно широком разбросе значений коэффициентов капитализации прибыли.

Поскольку диапазон значений мультипликаторов приходится сужать, нам не обойтись без произвольных решений. Нам сложно обосновать разумность нашего выбора, но предлагаем принять в качестве границ допустимого диапазона значения 6 и 18. Эти значения мультипликатора могут быть применены к текущим значениям «нормальной» прибыли. Выбранное нами значение мультипликатора 12,3 раза для средних промышленных акций инвестиционного класса (то есть для индекса S&P 400) попадает примерно в середину предложенного нами коридора значений. В главе 30 мы предложили правило, по которому цена за высококачественные акции роста должна не более чем на 50% превышать цену за средние акции, то есть надбавка за повышенные темпы роста должна быть ограниченной. Если принять в качестве базового значения мультипликатора 12,3, цена любых акций не должна больше чем в $18 \frac{1}{2}$ раза превышать текущую оценку нормальной прибыли, и только исключительные обстоятельства могут оправдать отступление от этого правила.

В теории минимальное значение мультипликатора может быть сколь угодно малым. Но крайне сомнительно, чтобы в сегодняшнем инвестиционном климате кто-то взялся оценивать акции, для которых мультипликатор прибыли меньше 6. Выбор такой нижней границы значений мультипликатора означает, что средние по инвестиционному классу акции окажутся почти точно в середине между акциями высшего и низшего класса.

Коэффициент капитализации для отдельных выпусков акций

Аналитику приходится выбирать конкретное значение мультипликатора, не имея возможности опереться на какие-либо формулы. Выбранное значение должно отражать качественные факторы, о которых мы говорили выше и которые будут определять долговременные перспективы развития компании. Можно, конечно, разработать рейтинговую сис-

тему, которая будет переводить балльные «оценки» перспектив роста, внутренней стабильности и качества управления в величину мультипликатора. Но стоит только заговорить о том, как может быть устроена такая система — даже для чисто иллюстративных целей, и читатель тут же припишет ей совершенно невозможные достоинства.

Оценка нематериальных факторов

Отношение продавцов и покупателей ценных бумаг к компании во многом определяется: 1) качеством управления и 2) перспективами отрасли. Невозможно отрицать жизненно важной роли обоих факторов, хотя учет их в процессе анализа — задача нелегкая.

Качество управления. Пытаясь в ходе принятия инвестиционного решения отразить качество управления, нам приходится решать две задачи. Во-первых, какими источниками информации для оценки качества управления располагает аналитик, если не считать уже достигнутых компанией результатов? Во-вторых, если даже удастся выделить положительное или отрицательное влияние управления из суммы достигнутых финансовых результатов, как отразить это влияние в величине отношения цены акций к прибыли на акцию?

Анализ отрасли: предостережения. В главе 9 были сформулированы два важных указания относительно анализа отрасли: 1) отраслевая информация существенно важна для оценки отдельных компаний; 2) аналитик должен остерегаться вторичных отраслевых анализов, с данными которых публика уже знакома и результаты которых уже нашли отражение в рыночных котировках. Отраслевой анализ может быть полезным для анализа ценных бумаг и для инвестирования в обыкновенные акции, если он содержит новые данные и по-новому раскрывает анатомию отрасли. Такие работы полезны в той степени, в какой они освещают важные факторы, которые будут действовать в будущем, но еще недооценены рынком.

Технико-финансовый анализ. В ряде отраслей одним из главных факторов успеха наряду с производством, маркетингом и управлением стали исследования и разработки. Существенный рост расходов на исследования и разработки свидетельствует о значении этого фактора для промышленности. В высокотехнологичных отраслях жизненный цикл продукции стал заметно короче, и доходы от сбыта новой продукции составляют все большую долю в сумме доходов от сбыта. В силу ускоренного устаревания продукции и технологических процессов бизнес стал более динамичным, а сфера исследований и разработок требует теперь повышенного внимания со стороны аналитиков.

Сегодня при исследовании отраслей необходимо уделять большее внимание анализу технико-финансовых вопросов. Важнейшим конечным результатом анализа по-прежнему остаются финансовые прогно-

зы, но надежность этих прогнозов во многом зависит от широты и глубины учета положения компании. Особое внимание следует уделять возможностям роста, которые возникают в результате совершенствования производственных процессов и создания новой продукции, и конкурентным угрозам, возникающим в результате происходящих в отрасли сдвигов и изменений. Более того, нарастающая диверсификация корпораций, к которой подталкивает в том числе давление технического и технологического прогресса, требует проведения межотраслевых исследований, которые должны ответить на вопрос о факторах, привлекающих корпорации в те или иные отрасли.

Перспективы и цена акций. Предсказывая относительно долгосрочные отраслевые перспективы, аналитик должен учитывать, что когда прогноз почти безошибочен, возможность получить на нем прибыль также почти нулевая. Скорее всего, текущие рыночные цены уже отразили или учли эти расчеты и ожидания. Так что аналитик может быть прав насчет будущего, но заблуждаться относительно цены на акции. Впрочем, можно заблуждаться и насчет будущего и насчет цен.

Подгонка под ответ. Зачастую процедура анализа ценных бумаг заключается в том, что исходя из общего знания и личных суждений формируется благоприятное представление о долгосрочных отраслевых перспективах, а затем проводится интенсивный анализ доступных материалов, чтобы подтвердить уже готовые взгляды. Ценность исследований, представляющих собой пусть ненамеренную подгонку под готовый ответ, сомнительна. Одна из опасностей заключается в том, что легко доступные и знакомые количественные оценки покажутся обещающими; ведь симпатии аналитика к отрасли и возникли под влиянием поверхностно оптимистических показателей. В результате аналитик готов расслабиться и отказывается от более глубокого изучения отрасли.

Опасайтесь идолов рынка. Углубленные исследования могут уменьшить, но не в состоянии вполне устранить опасности, сопряженные с долгосрочным прогнозированием отраслевого развития. Накопление информации делает суждения более проникательными и надежными, но до определенного момента. Поэтому оценки таких факторов долгосрочного развития, как качество и достоинства руководства, по необходимости остаются чисто качественными оценками.

Занимаясь перспективами отрасли, аналитик должен опасаться обожествления того, что, по выражению Френсиса Бекона, может оказаться только «идолами рынка». Уплата чрезмерно высокой цены за ожидаемые в будущем достижения — на основании очень высокого значения мультипликатора прошлой или текущей прибыли — это не деловой поступок. Когда ожидаемые достижения будут реализованы, инвестор вправе претендовать на вознаграждение своей проникательности, но если эти будущие свершения уже включены в цену акций, то можно рассчитывать только на отсутствие убытков. Это плохая сделка, особенно с учетом неопределенности будущего.

Цены на акции многообещающих компаний из перспективных отраслей, конечно, должны быть более высокими. Но, принимая этот факт, аналитик должен жестко ограничить размеры надбавки, уплачиваемой за блестящие перспективы. То, что рынок в целом зачастую оказывается неспособным на такое ограничение, превратило некоторые из наших лучших и самых сильных акций в спекулятивные и рискованные инструменты.

Фондовый рынок и аналитические оценки

Давая рекомендации о приобретении привлекательных акций, аналитик должен отдавать предпочтение тем выпускам, цена которых составляет меньший процент от оценки их внутренней стоимости. Уделяя должное внимание фактору стабильности, аналитик обычно составляет диверсифицированный список акций, давая особый «вес» их цене. Неизбежная слабость такого подхода заключается в том, что любые инвестиционные решения принимаются на основе оценок будущей прибыли и на более или менее субъективном установлении величины мультипликатора, применимого для этих прогнозных оценок.

Аналитику следует понимать разницу между оценками фондового рынка и аналитическими оценками. Фондовый рынок склонен вновь и вновь впадать в крайности; любимые акции инвесторов и спекулянтов необоснованно дорожают, а непопулярные акции столь же необоснованно теряют цену. Аналитик склонен к золотой середине. Он изучает рынок в целом и несколько сужает спектр устанавливаемых рынком оценок популярных и непопулярных акций. Это установка на разумное и обоснованное корректирование «заносов», свойственных рынку, и в конечном итоге такой подход обеспечивают более высокую эффективность инвестирования, чем тактика «следования за толпой».

Эта установка и соответствующая техника оценки исключают из инвестиционного перечня аналитика акции компаний, которые в прошлом добились самого впечатляющего роста и которые обещают самые блестящие перспективы в будущем. Исключение для этих акций он делает только в периоды сильного рыночного спада. Именно такие акции рынок оценивает наиболее щедро, а потому их цены почти всегда бывают выше той максимальной стоимости, которую им согласен приписать аналитик. При этом любая из такого рода акций способна показать еще больший рост курса — то ли потому, что консервативный аналитик недооценил потенциала компании, то ли потому, что рынок усиливает вполне иррациональную поддержку своего фаворита. Мы склонны полагать, что в таких случаях обычно имеет место чисто спекулятивное развитие и спекулятивный же рост цен, который аналитик не в состоянии предсказать и оправдать с уверенностью, достаточной, чтобы рекомендовать эти акции как объект для инвестирования.

Глава 33

Структура капитала

В главе 10, когда мы обсуждали использование ключевых коэффициентов при анализе финансовых отчетов, мы сделали краткое замечание об отношении между акционерной собственностью и всем капиталом компании. При прочих равных, чем выше это отношение, тем лучше кредитное положение компании, тем выше, следовательно, качество ее акций и выше значение мультипликатора для ее показателя прибыли на акцию. При этом структура капитала, состоящая только из акционерных средств, вовсе не является наиболее выгодным вариантом для владельцев компании. К рассмотрению этого вопроса мы сейчас и возвращаемся, поскольку он имеет отношение к нашему рассмотрению факторов, определяющих значение мультипликаторов для прибыли на акцию и для дивидендов. Возникают два вопроса:

1. Как с точки зрения теории влияют изменения в структуре капитала на величину мультипликаторов прибыли и дивидендов?
2. Как в среднем соотносит рынок эти факторы?

Для аналитика второй вопрос важнее, чем первый. Но для ясности изложения мы сначала рассмотрим первый вопрос, проиллюстрируем ситуацию примерами, даваемыми фондовым рынком, а затем сфор-

мулируем выводы для процесса оценки акций и для политики корпораций¹.

Теория структуры капитала

В последние 25 лет одним из самых противоречивых в области корпоративных финансов был вопрос о влиянии структуры капитала на рыночную стоимость корпорации. Начало спору положила теория, развитая в 1958 г. Модильяни и Миллером, которая утверждала, что рыночная стоимость корпорации не зависит от структуры ее капитала (отношения между величиной долга и собственного капитала)². Это оригинальное утверждение, сформулированное для ситуации, в которой нет налогов и других несовершенств рынка, было впоследствии переформулировано авторами для ситуации, в которой есть налоги³. Впоследствии возник целый поток теоретических работ, посвященных оптимальной структуре капитала. О том, в какой степени эта тема занимает умы ученого сообщества, свидетельствует тот факт, что в 1982 и 1984 гг. на годовых собраниях Американской финансовой ассоциации вступительные выступления президента ассоциации были посвящены рассмотрению оптимальной структуры капитала⁴.

Спор продолжается. Однако мнение большинства ученых и эмпирические данные свидетельствуют о том, что, как правило, разумное привлечение долга позволяет максимизировать рыночную стоимость корпорации. Иными словами, оптимальная структура капитала существует и финансовый рычаг влияет на стоимость корпорации⁵. Таким образом, структура капитала влияет на рыночную стоимость компании, а оптимальная структура капитала ведет к максимизации ее стоимости.

Гипотетические результаты изменений структуры капитала

Представим себе три схожие промышленные компании — *A*, *B* и *C* (*C* обозначает спекулятивная), каждая из которых располагает капита-

¹ Б.М. Фридман издал два отличных сборника статей на эту тему, которые были опубликованы издательством Чикагского университета: *The Changing Roles of Debt and Equity in Financing U.S. Capital Formation*, 1982; *Corporate Capital Structure*, 1985.

² *Modigliani F. and Miller M.H. The Cost of Capital, Corporation Finance and the Theory of Investment // American Economic Review*, 1958, June, p.261—297.

³ *Modigliani F. and Miller M.H. Corporate Income Taxes and the Cost of Capital: A Correction // American Economic Review*, 1963, June, p.433—443. Последующее развитие теории см. *Miller M.H. Debt and Taxes // Journal of Finance*, 1977, May, p.261—278.

⁴ *Modigliani F. Debt, Dividend Policy, Taxes, Inflation and Market Valuation // Journal of Finance*, 1982, May, p.255—273; and *Myers S.C. The Capital Structure Puzzle // Journal of Finance*, 1984, July, p.575—592.

⁵ Обстоятельное рассмотрение этих вопросов см. у *Van Horne J. C. Financial Management and Policy*. New Jersey: Prentice-Hall, Englewood Cliffs, 1986, p.275—307.

лом в 10 млн дол. и зарабатывает 1,6 млн дол. дохода до выплаты процентов и подоходных налогов. Все ценные бумаги компании *A* представлены 100 тыс. обыкновенных акций, не имеющих номинальной стоимости. У компании *B* имеется такое же число обыкновенных акций плюс на 3 млн дол. 10-процентных облигаций. У компании *C* имеется такое же число обыкновенных акций плюс на 8 млн дол. 10-процентных облигаций.

Пример 1. Для начала предположим, что независимо от структуры капитала рынок готов платить за каждую обыкновенную акцию в 11,6 раза больше, чем величина прибыли на акцию, и что облигации идут по номиналу. Расчет показателей для этой ситуации приведен в таблице 33.1.

Было бы просто потрясающе, если бы такие результаты стали действительностью. Суммарная стоимость акций компании *A* была бы на 22,5% выше, чем стоимость всего капитала, компании *B* — на 29,5%, а компании *C* — на 41,2%. Эта разница в стоимости компаний объяснялась бы исключительно различием в структуре капитала, в том числе величиной уплачиваемых налогов. Если бы наши предположения о соот-

Таблица 33.1. Влияние структуры капитала: одинаковое значение мультипликатора и номинальная цена облигаций (в тыс. дол.)

Структура капитала	Компания <i>A</i>	Компания <i>B</i>	Компания <i>C</i>
10-процентные облигации	0	3000	8000
Балансовая стоимость			
обыкновенных акций	10 000	7000	2000
Капитал — всего	10 000	10 000	10 000
Прибыль до уплаты			
процентов и налогов	1600	1600	1600
Процентные платежи	<u>0</u>	<u>300</u>	<u>800</u>
Прибыль после			
уплаты процентов	1600	1300	800
Подоходный налог (34%)	<u>544</u>	<u>442</u>	<u>272</u>
Чистая прибыль	1056	858	528
Стоимость обыкновенной акции			
при мультипликаторе 11,6 раза	12 250	9953	6125
Стоимость облигаций			
по номиналу	<u>0</u>	<u>3000</u>	<u>8000</u>
Общая стоимость компании	12 250	12 953	14 125
Коэффициент покрытия			
процентных расходов			
доналоговой прибылью		5,3×	2,0×
Доходность собственного капитала	10,6	12,3	26,4

ношении цен были верны, акционеры бесспорно выиграли бы от максимально возможной эмиссии облигаций и прославленная «чистая» структура капитала оказалась бы дорогостоящим заблуждением. Наши исходные допущения, конечно же, неверны. Обыкновенные акции этих трех компаний *не могут* иметь одинаковый мультипликатор прибыли, да и облигации не могут продаваться по одной и той же цене.

Пример 2. Теперь примем альтернативные допущения. Поскольку во всех наших компаниях суммы инвестированного капитала, доход до уплаты процентов и налогов и перспективы одинаковы, предположим, что их агрегированная оценка одинакова и отличается только тем, что процентные платежи снижают сумму налога. Иными словами, мы предполагаем, что у компаний одинаковый мультипликатор всей посленалоговой прибыли на капитал (прибыль плюс процент). Для простоты предположим также, что облигации продаются по номиналу. Оценка компаний при таких предположениях показана в таблице 33.2.

Таблица 33.2. Влияние структуры капитала: одинаковое значение мультипликатора посленалоговой прибыли и номинальная цена облигаций (в тыс дол.)

	Компания А	Компания В	Компания С
Прибыль после уплаты налога	1056	858	528
Процентные платежи	—0	300	800
Прибыль после уплаты налога плюс процент	1056	1158	1328
Мультипликатор для обыкновенных акций	11,6×	11,6×	11,6×
Стоимость компании	12 250	12 953	14 125

В соответствии с нашими предположениями, стоимость компании растет пропорционально росту долга — просто в силу экономии на налогах.

Более реалистичная реакция рынка

В таблице 33.3 представлена более реалистичная реакция рынка на структуру капитала наших трех компаний. Доля долга в структуре капитала компании В сочтена приемлемой. Долг составляет 30% капитала и коэффициент покрытия процентных расходов доналоговой прибылью равен 5,3. Оба показателя близки к верхней границе консервативной политики заимствования, характерной для обычной промышленной компании. Для такой компании умеренный финансовый рычаг, создаю-

щий экономию на налогах, дает акционерам ту выгоду, что мультипликатор прибыли оказывается чуть выше, чем в компании, не имеющей долга (компания *A*).

Таблица 33.3. Влияние структуры капитала: более реалистичные рыночные цены акций и облигаций (в тыс. дол.)

	Компания <i>A</i>	Компания <i>B</i>	Компания <i>C</i>
Предполагаемая цена облигаций		100	70
Сумма облигационного займа		3000	5600
Мультипликатор обыкновенных акций	11,6×	12,0×	6,0×
Стоимость эмитированных акций	<u>12 250</u>	<u>10 296</u>	<u>3168</u>
Рыночная стоимость компании	12 250	13 296	8768

Если для компании *A* мультипликатор равен 11,6 раза, а для компании *B* — 12 раз, и облигации обеих компаний идут по номиналу, тогда полная стоимость компании *A* составляет 12 250 тыс. дол., а компании *B* — 13 296 тыс. дол. Акции компании, имеющей в структуре капитала умеренную долю долга, стоят на 8,5% больше, чем акции не имеющей долга компании *A*.

Почему мультипликатор больше. Первоначальной реакцией на более высокое значение мультипликатора для компании *B* может быть изумление. Одним из результатов использования финансового рычага является большая изменчивость прибыли, чего рынки, как известно, не любят. При прочих равных, рост изменчивости прибыли должен вести к уменьшению мультипликатора. Но более важным эффектом правильно использованного финансового рычага является рост прибыльности собственного капитала. Компания *A* на собственный капитал 10 млн дол. заработала 1,056 млн дол. прибыли, или 10,6%. Компания *B* на 7 млн дол. собственного капитала заработала 0,858 млн дол. прибыли, или 12,3%. Если компания *B* с помощью небольшого ежегодного приращения долга сможет поддерживать выбранный уровень финансового рычага, она сможет реинвестировать нераспределенную прибыль с большей отдачей. Это означает, что при той же доле дивидендов в прибыли компания *B* сможет расти быстрее, чем компания *A*, или же она может иметь тот же темп роста, но платить более высокие дивиденды. О влиянии ставки реинвестирования на инвестиционную стоимость мы говорили в главе 29.

Другие важные соображения. Само собой понятно, что преимущества финансового рычага сильно зависят от условий заимствования, в том числе от ставки процента. Если условия займов (и/или привилегированных акций) достаточно консервативны, а прибыли стабильны, аналитику следует только чуть-чуть увеличить уровень мультипликатора прибыли или дивидендов. В других случаях можно просто игнорировать старшие ценные бумаги при выборе ставки капитализации. Рекомендации для финансовой политики корпораций рассматриваются ниже в этой главе — обычно акционерам выгоднее, если у компании есть умеренный долг, чем отсутствие оно.

Компания С: чрезмерный долг. Теперь рассмотрим другой крайний случай — компанию С. Ее структура капитала имеет отчетливо спекулятивный характер, обеспечивающий нестабильность и даже вероятность банкротства. Поскольку покрытие процентных платежей не очень надежно (доналоговая прибыль только в 2,0 раза больше, чем сумма процентных платежей), ее ценные бумаги явно не уместны в портфеле консервативного инвестора. По этой причине ее облигации будут обычно продаваться со скидкой от номинала, а обыкновенные акции — при относительно низком значении мультипликатора относительно ее средней или текущей прибыли. Присутствие в структуре капитала большого долга делает мало предсказуемой рыночную стоимость компании. При благоприятном финансовом климате компания С может быть оценена выше, чем составляющие ее капитал 10 млн дол., но при неблагоприятном или даже нейтральном настроении рынка цена вполне может оказаться ниже ее балансовой стоимости. В такие времена опасности, создаваемые избыточным долгом, могут более чем перекрыть выгоды, создаваемые мощным финансовым рычагом и экономией на налогах. Поэтому результаты вычислений в таблице 33.2, базирующихся на предположении, что мультипликатор прибыли для компании С будет таким же, как и у двух других компаний, неверны. Это предположение совершенно нереалистично и было сделано нами только для иллюстративных целей.

Избегать формальной оценки спекулятивных компаний. Когда приходится выбирать значение мультипликатора для будущей прибыли или дивидендов компании С, аналитик оказывается в затруднительном положении. В таблице 33.3 мы совершенно произвольно установили значение мультипликатора равным 6, поскольку решили, что он должен составлять примерно половину от мультипликатора для компании А. Сама структура капитала делает компанию С спекулятивной, то есть относит ее в категорию компаний, будущее которых непредсказуемо. Мы уже отмечали, что не следует слишком полагаться на результаты формальной оценки преимущественно спекулятивных компаний.

На спекулятивном рынке инвесторы обратят внимание не на высокий риск вложений в акции компании С, а на ее перспективы роста и

большую прибыльность ее собственного капитала, так что там ее мультипликатор может оказаться более высоким, чем для компаний *A* и *B*.

Реальные структура капитала и значения мультипликатора

Мы считаем оптимальной структуру капитала компании *B*, то есть наличие умеренного финансового рычага. Теперь обратимся к анализу структуры капитала и значения мультипликаторов прибыли для электростанций и ряда других отраслей, чтобы оценить реалистичность наших предпочтений.

Электрические компании

При всех возможных различиях производители электричества достаточно однородны и дают возможность анализировать взаимосвязь структуры капитала и величины мультипликаторов. В таблице 33.4 представлены суммарные данные для 102 электрических компаний за 1984 г.⁶

Таблица 33.4. Структура капитала и мультипликаторы прибыли для 102 компаний, производящих электричество, 1984 г.

Доля собственного капитала	Отношение цены акций к прибыли на акцию			Число компаний
	Высшее	Низшее	Медиана	
До 36%	8,7×	4,5×	5,0×	8
36—39%	9,4	2,2	5,6	27
40—43%	12,4	2,0	6,0	32
44—47%	8,4	5,6	6,6	26
49% и выше	11,1	4,7	6,7	9

У большинства компаний доля собственного капитала в структуре капитала составляет от 36 до 47%. Если для оценки величины мультипликатора в этой группе взять медиану отношения цены акций к прибыли на акцию, то при изменении доли акционерного капитала в структуре капитала от 45,5 до 37,5% (середина группового интервала)

⁶ The Value Line Investment Survey. Value Line, Inc., 1987, January 23, p.701—749; 1987, March 6, p.1715—1733; 1987, March 27, p.175—210. После 1984 г. вступили в действие целый ряд атомных электростанций, что создало проблемы с тарифами и подтолкнуло ряд компаний к диверсификации. В результате сейчас эта отрасль уже не столь однородна, как прежде.

значение медианы сокращается только на единицу — от 6,6 до 5,6 раза. Это подтверждает уже высказанное нами предположение, что в случае компаний с консервативной структурой капитала корректировки величины мультипликатора пропорционально доле долга должны быть минимальными, если они вообще нужны.

Отраслевые данные

В таблице 33.5 представлены данные о среднем проценте долгосрочного долга в структуре капитала и средние значения коэффициента цена акций к прибыли на акцию за 1982—1985 гг. для 25 основных отраслей промышленности США⁷. (При расчете доли долга учитывался только отраженный в балансе долгосрочный долг и не учитывались краткосрочные кредиты и внебалансовое финансирование.) Отрасли проранжированы по величине отношения цены акций к прибыли на акцию. Два факта бросаются в глаза. Во-первых, не существует выраженной зависимости между структурой капитала и величиной мультипликатора. Во-вторых, долгосрочный долг используется компаниями очень умеренно: только в трех случаях он составил более 35% в структуре капитала. Для пяти отраслей уровень долга был меньше 15%. В среднем для 25 отраслей доля долга в структуре капитала составила 24,3%.

Если для вычисления доли долга мы взяли бы не балансовую стоимость капитала, а рыночную стоимость размещенных акций, для большинства компаний доля долга оказалась бы более низкой. Например, если счесть индекс S&P 400 представительным для крупных промышленных компаний США, для них в 1982—1985 гг. среднее отношение рыночной цены акций к их балансовой стоимости равнялось 143%. Соответственно, вычисленная выше средняя доля долга в структуре капитала 24,3% сократилась бы до 17%. Отсюда можно сделать вывод, что при оценке собственного капитала по рыночной цене у многих больших компаний — примерно у 75%, доля долга в структуре капитала меньше 20%.

На основании этих данных мы делаем вывод, что в большинстве случаев величина доли долга не оказывает заметного влияния на мультипликатор прибыли, поскольку для большинства отраслей доля долга очень невелика, и структура капитала подавляющего большинства компаний попадает в довольно узкий диапазон, соответствующий нынешним финансовым условиям этой отрасли. Разница между крайними значениями финансового рычага не столь велика, чтобы оказать замет-

⁷ The Value Line Investment Survey. Value Line, Inc., 1987, January 2, p.334; 1987, January 9, p.401, 446, 500; 1987, January 16. P.551; 1987, January 23, p.812; 1987, January 30, p.851, 912, 954, 974; 1987, February 6, p.1001, 1027, 1078, 1118; 1987, February 13, p.1240, 1250; 1987, February 27, p.1451; 1987, March 6, p.1621, 1632; 1987, March 13, p.1829; 1987, March 27, p.113, 127, 138, 147, 211.

Таблица 33.5. Сопоставление средних значений доли долга в структуре капитала и мультипликатора прибыли по 25 отраслям за 1982—1985 гг.

Отрасли	Доля долга в структуре капитала (в %)	Цена акций к прибыли на акцию
Электроника	19,6	20,7×
Точное машиностроение	12,0	17,9
Нефтепереработка	51,3	17,5
Бытовое электрооборудование	17,3	16,1
Медицинские материалы и оборудование	21,0	15,1
Строительство	31,4	13,7
Автозапчасти	17,5	13,6
Компьютеры и периферийное оборудование	14,5	13,4
Производство химикатов	21,3	12,3
Производство упаковок	29,2	12,3
Фармацевтическая промышленность	11,8	12,2
Офисное оборудование	21,8	12,0
Химическая промышленность	30,1	11,7
Добыча природного газа (диверсифицированная отрасль)	46,4	11,7
Электронное оборудование	10,0	11,0
Розничная торговля	39,4	11,0
Туалетные и косметические товары	24,2	10,9
Мебельная промышленность	16,1	10,7
Жилищное оборудование	19,2	10,7
Резинотехническая и шинная промышленность	25,7	10,3
Текстильная промышленность	26,7	10,0
Пищевая промышленность	25,1	9,9
Аэрокосмическая и оборонная промышленность	14,6	9,5
Спиртные напитки, табачные изделия	32,7	8,4
Интегрированные нефтяные компании	29,0	6,7

ное влияние на величину мультипликатора. И даже незначительное влияние оказывается перекрытым гораздо более действенным фактором — ожидаемыми темпами роста.

Выводы: теория и действительная величина мультипликатора

Результаты проведенного анализа не очень противоречат нашему утверждению, что наличие умеренного долга делает стоимость компании выше. Это утверждение можно было бы считать окончательно доказанным, если бы оказалось, что мультипликатор прибыли для компаний с умеренной долей долга, в общем, не ниже, чем для компаний с меньшей долей долга или для вовсе не имеющих долга. Большинство доступных данных свидетельствуют, что так дело и обстоит. Эти результаты подтверждают нашу рекомендацию аналитику: если уровень долга сравнительно невелик, можно почти или совсем не учитывать небольшие его изменения.

Корпоративная политика капитализации

Пришла пора от вычислений и оценки акций перейти к вопросам корпоративной политики. Из нашего вывода, что стоимость компании *B* будет выше стоимости компании *A* *просто в силу преимуществ ее структуры капитала*, следует, что акционерам компании *A* было бы выгодно, если бы в структуре ее капитала 30% занимал долг. Многие менеджеры и опытные инвесторы не согласятся с этим выводом. Традиционно принято рассматривать наличие у корпорации долга как нечто неблагоприятное, а «чистый баланс», то есть такой, в котором весь капитал представлен только средствами акционеров, — как достойное одобрения достижение руководства.

В защиту долга

Нет нужды доказывать опасность чрезмерного долга, и история железных дорог прекрасно это подтверждает. Но было бы наивным делать отсюда вывод, что всякий долг плох и его следует избегать. Если бы это было так, тогда настоящего доверия заслуживали бы только те компании, которые никогда не привлекали кредитные ресурсы. Более того, как можно было бы считать вложения в облигации вложениями разумными и консервативными — как это принято у страховых компаний, сберегательных банков и фондов доверительного управления, если бы любой выпуск облигаций сам по себе считался признаком опасной и неразумной политики? Совершенно очевидно, что предубежденность против заемного капитала просто предрассудок, а не серьезный принцип корпоративных финансов.

На наш взгляд, вопрос о желательности или нежелательности привлечения заемного капитала должен решаться не в общем виде, а в соответствии с конкретными обстоятельствами. Для некоторых компаний даже минимальная задолженность может быть опасной, и они

просто не в силах занять на разумных условиях достаточно денег, чтобы операция имела смысл. А для большинства компаний сферы коммунального хозяйства стабильность их бизнеса позволяет привлекать довольно значительные долги, и их акционеры только выигрывают от привлечения дешевых денег (с учетом налоговой экономии). Типичная структура капитала у корпораций коммунального хозяйства включает 45—50% долга, 10% привилегированных акций и 40—45% обыкновенных акций.

В случае компаний из других отраслей не приходится судить об обеспеченности долговых обязательств по балансовой стоимости собственного капитала, поскольку нет гарантий, что прибыль будет соразмерна балансовым активам. (Железные дороги как раз и являются печальным примером того, что прибыль не соответствует стоимости активов.) Таким образом, главный критерий обеспеченности долга — не баланс компании, а, скорее, отчет о прибылях и убытках за ряд лет плюс оценка надежности будущих перспектив бизнеса.

Оптимальная структура капитала

Развитые в части 3 критерии отбора облигаций для инвестирования можно использовать также как критерии разумной финансовой политики. В большинстве предприятий в интересах собственников как раз такая доля долгосрочного долга, которая не бывает больше — и не намного меньше, величины, которую готовы предоставить в долг осторожные финансовые организации, с учетом текущих ставок процента и наличных деловых рисков. Именно такую долю долга можно было бы считать *оптимальной структурой капитала*. В типичном случае для промышленной корпорации разумно иметь в структуре капитала 30% долга.

Когда процентные ставки высоки, влияние данной доли долга на переменчивость прибыли велико. В некоторой точке цена привлечения долга может оказаться больше, чем доналоговая прибыль на собственный капитал, так что дополнительная эмиссия долга приведет только к снижению прибыльности собственного капитала. Временами акционерный капитал оказывается дешевле, чем старшие долговые обязательства, и тогда именно его и следует использовать. Очевидно, что критерии оптимальной структуры капитала изменяются вместе с движениями рынка и изменениями Налогового кодекса.

Факторы, благоприятствующие привлечению заемных средств

Как уже было сказано, достаточно крупной и обладающей приемлемой стабильностью доходов промышленной компании следует иметь достаточно большой долг, потому что благоприятный налоговый статус процентных расходов по облигациям в большинстве случаев уменьшает цену привлекаемых таким образом денег на 34% и делает эти заемные

средства более выгодным компонентом структуры капитала, чем средства акционеров. В нашем примере с компанией *B* 300 тыс. дол. доналоговой прибыли соответствовали 3 млн дол. заемных средств, тогда как остальные 1,3 млн дол. доналоговой прибыли соответствовали 9,953 млн дол. собственного капитала (см. табл. 33.1). Соотношение 1,3 : 1 в пользу заемных средств⁸.

На практике политика оптимизации структуры капитала выгодна для компаний, имеющих хорошее финансовое положение, в том числе очень малый или нулевой долг, и недостаточную прибыльность собственного капитала. Рыночная цена их акций обычно бывает устойчиво ниже их балансовой стоимости. Если такая компания за счет эмиссии старшего долга приобретет другую компанию со значительной способностью получать прибыль, акционеры первой компании окажутся в серьезном выигрыше. Либо такая компания может на заемные средства выкупить часть собственных акций, чтобы получить более сбалансированную структуру капитала.

⁸ В момент написания акции продаются с мультипликатором 16×, то есть доходность акций составляет 6,25%. Доходность по эмитируемым облигациям в настоящее время равна 8,75%, то есть с учетом налоговой экономии обходятся компании в 5,8%. А это означает, что в настоящее время (1987 г. — *Примеч. переводчика*) цена заемных средств только чуть ниже цены привлечения акционерного капитала.

Глава 34

Стоимость активов как фактор оценки обыкновенных акций

В главе 19 мы рассказали о технике вычисления величины чистой стоимости активов на акцию и ряда других показателей в расчете на акцию. В главе 34 мы рассматриваем значение таких вычислений для оценки и отбора обыкновенных акций.

Новое внимание к стоимости активов

В 1962 г. мы заявляли: «Главный факт тот, что, не считая ограниченного сектора рынка акций, фондовый рынок практически игнорирует стоимость активов». С тех пор ситуация несколько переменялась. Волна слияний и поглощений привлекла внимание к вопросу о стоимости активов, особенно в тех случаях, когда часть активов может быть распродана. Внимание аналитиков к активам корпораций побуждает также к использованию показателей доходности всего капитала компании и доходности собственного капитала. Наконец, появился новый показатель роста прибыли — рост нераспределенной прибыли, кратный доходности собственных средств. Это достижение аналитиков также способствовало росту внимания к анализу активов. Для иллюстрации представим, что на дивиденды уходит 40% прибыли, а значит, норма нераспределенной (реинвестируемой) прибыли равна 60%, и при этом до-

ходность собственных средств равна 20%. Темп прироста стоимости балансовых активов составляет 12% ($0,60 \times 0,20 = 0,12$). Если доходность собственных средств останется на уровне 20%, прибыль также будет расти на 12% в год.

Всегда осознавалось значение стоимости активов для таких отраслей, как коммунальное хозяйство, финансовые компании, деревоперерабатывающая промышленность, горнорудная, нефтяная и газовая. Эти отрасли кратко рассматриваются в конце этой главы.

Иллюстративные данные

Мы убеждены, что при анализе промышленных предприятий следует большее внимание уделять отношению рыночной цены акций к их балансовой стоимости. Соответствующие данные для 596 крупных промышленных компаний США приведены в таблице 34.1. На 21 марта 1987 г. почти для 60% этих компаний отношение рыночной цены акций к их балансовой стоимости превышало 200%, а для 10% — даже 500%.

Таблица 34.1. Соотношение рыночной цены акций и их балансовой стоимости

Отношение рыночной цены акций к их балансовой стоимости	Число компаний
От 50 до 100%	45
От 100 до 200%	196
От 200 до 500%	295
От 500 до 1000%	48
Свыше 1000%	12
Всего	596

Источник: The 1000 Largest U.S. Companies Ranked by Stock-Market Valuation // Business Week. Special Issue, 1986, April 18, p.62.

В таблице 34.2 сопоставлены среднегодовые цены акций и их балансовые оценки для 28 из 30 компаний, учитываемых индексом Доу-Джонса за 1971 и 1985 гг. Из приведенных в таблице данных следует, что величина отношения рыночной цены акций к их балансовой стоимости очень различна для довольно сопоставимых крупных компаний. В 1971 г. величина этого отношения для компании Coca-Cola (835%) была почти в 18 раз больше, чем для USX (бывшая U.S. Steel) (47%). В 1985 г. разрыв заметно сузился и величина коэффициента для компании Coca-Cola (332%) была в 5,5 раза больше, чем для компании Техасо (60%). Средняя

Таблица 34.2. Отношение рыночной цены акций к их балансовой стоимости для 28 компаний, учитываемых индексом Доу-Джонса за 1971 и 1985 гг.

	Средняя балансовая стоимость, 1985 г. (в дол.)	Средняя цена, 1985 г. (в дол.)	Цена к балансовой стоимости, 1985 г. (в %)	Цена к балансовой стоимости, 1971 г. (в %)
Allied Signal	33,00	40,95	124,1	99,5
Alcoa	40,12	35,30	88,0	95,5
American Can	22,80	28,80	126,3	91,7
American Express	21,59	45,45	210,5	460,9
Bethlehem Steel	17,58	16,80	95,6	54,8
Boeing	26,73	44,50	166,5	50,3
Chevron	44,31	35,05	79,1	97,2
Coca-Cola	7,40	24,55	331,8	835,0
DuPont	50,84	58,50	115,1	238,8
Eastman Kodak	29,82	47,20	158,3	571,8
Exxon	38,33	50,20	131,0	144,6
General Electric	29,07	64,75	222,7	368,0
General Motors	83,74	75,15	89,7	248,9
Goodyear	31,11	28,55	91,8	156,7
IBM	47,61	138,10	290,1	564,3
International Paper	66,32	51,05	77,0	142,9
McDonald's	15,91	44,20	277,8	757,1
Merck	18,21	57,05	313,3	800,3
Minnesota M&M	33,94	82,60	243,4	532,0
Philip Morris	18,35	41,80	227,8	276,1
Procter & Gamble	30,96	61,10	197,4	400,2
Sears, Roebuck	30,64	36,00	117,5	342,9
Texaco	56,10	33,65	60,0	139,6
Union Carbide	21,56	18,15	84,2	146,3
United Technologies	30,81	40,50	131,5	83,3
USX	44,58	28,70	64,4	47,0
Westinghouse Electric	21,22	36,10	170,1	202,5
Woolworth	17,57	24,80	141,1	168,0

Примечание. Компании AT&T и Navistar исключены в силу недостаточной сопоставимости.

Источник: Value Line, Inc. The Value Line Investment Survey, 1987, January 9 — April 3.

величина отношения цены рыночной акций к их балансовой стоимости для 28 компаний уменьшилась от 290% в 1971 до 164% в 1985 г.

Чистые активы в восприятии фондового рынка

Роль активов в частном бизнесе

Фактор активов имеет первостепенное значение при оценке большинства частных предприятий. Зачастую у частных собственников просто нет лучшего измерителя стоимости предприятия, чем балансовая стоимость его активов. Поэтому частные собственники, как правило, начинают и заканчивают именно этим показателем и все корректировки тогда сводятся к приплюсовыванию консервативно оцененной репутации.

Котируемые на бирже обыкновенные акции

Эта процедура не соблюдается при оценке котируемых на бирже обыкновенных акций. Но на основе изучения действительного поведения акций на рынке можно сделать вывод о взаимосвязи оценки материальных активов и репутации. Основные коэффициенты прямо противоположны тем, которые используют в случае частных предприятий. Так и должно было быть, если исходить из правдоподобного предположения, что величина рыночного мультипликатора для обыкновенных акций изменяется более или менее пропорционально проценту прибыльности на собственный капитал, иными словами: акции с высокими значениями доходности на собственный капитал имеют более высокое значение отношения цены акции к прибыли на акцию. Соответствующие выкладки приведены в таблице 34.3, которая основана на ряде сильно упрощенных предположений.

Таблица 34.3 отражает происходящее на рынке, на котором 10-процентная прибыль достаточна для того, чтобы акции продавались по их балансовой стоимости. Более высокая прибыль получает от рынка премию — надбавку за репутацию, то есть рыночная цена отражает нематериальные активы, не показываемые в составе материального собственного капитала. Наиболее существенным фактором является отрицательная репутация (отношение потенциальных инвесторов, а не потенциальных потребителей продукции предприятия), создаваемая низкой прибыльностью компании С. Иными словами, компании с низкой доходностью на вложенный капитал обычно продаются со скидкой от стоимости активов.

Прибыльность или будущий рост. Читатель может возразить, что выведение величины мультипликатора исключительно из уровня прибыльности собственного капитала противоречит нашим же повторяющимся

Таблица 34.3. Гипотетическое влияние балансовой стоимости на цены акций

	Компания А	Компания В	Компания С
Материальных активов на акцию (в дол.)	100	100	100
Прибыльность собственного капитала (в %)	10	14	8
Предполагаемый мультипликатор прибыли	10×	13×	8×
Рыночная цена	100	182	64
Цена репутации	0	82	-36
Прибыль, соотносимая с: материальными активами @ 10% (в дол.)	10	10	10
репутацией @ плюс или минус 5%	0	+4	-2
Прибыль, всего (в дол.)	10	14	8

утверждениям, что величина мультипликаторов фондового рынка определяется прежде всего ожидаемыми темпами будущего роста. Но это только видимость противоречия, поскольку обычно высокая прибыльность и хорошие перспективы роста проявляются одновременно.

Активы как отрицательный фактор стоимости. Вычисления в таблице 34.3 вызывают и более серьезное возражение, поскольку, чем больше активов, тем они меньше стоят, то есть некоторым образом часть активов обращается в пассивы (обязательства). Ведь если бы компания С имела не 100 дол. собственных средств на акцию, а 57 дол., значит, ее прибыль на собственный капитал была бы 14%, а не 8%, а потому и мультипликатор был бы как у компании В — 13×, и цена за акцию 104 дол., а не 64 дол. Означает ли это, что дополнительные 43 дол. активов на акцию компании С и в самом деле действуют как отрицательный фактор или виртуальный пассив с ценой не менее чем 40 дол.? А если так, то разве компания С не может уценить свои активы и росчерком пера существенно повысить свою прибыльность и, к радости своих акционеров, добавить 47% к цене своих акций?

Идея, пожалуй, очень заманчивая, но по большей части не практичная¹. Вряд ли можно такими явно наглыми финансовыми финтами

¹ Такого рода вещи действительно учили в 1930-х годах некоторые компании, которые уценивали стоимость зданий и оборудования до 1 дол. Правда, они при этом стремились к тому, чтобы избавиться от амортизационных отчислений.

одурачить аналитика ценных бумаг. К тому же, как мы уже говорили, для оценки прибыльности нужно использовать не только доходность собственного капитала, но и показатели доходности реализации.

Первое публичное размещение акций малых компаний. Хотя теория порицает рынок за игнорирование стоимости активов, аналитик может быть в этом смысле «рыночником», если будет при этом различать ситуации, в которых стоимость активов играет известную роль в установлении рыночной цены. Пример — котировка впервые появившихся на рынке обыкновенных акций малых компаний, особенно из высокотехнологичных отраслей. Здесь разница между методами оценки частных* предприятий и методами оценки фондового рынка порождает наиболее явные и угрожающие результаты.

В далеком прошлом различие между акциями, пригодными для фондового рынка, и неуместными на нем определялось исключительно размерами предприятия. Никогда не было проблемой найти среди миллионов малых предприятий изрядное число фирм, отличавшихся в предыдущие несколько лет высокими темпами роста и значительной прибыльностью собственного капитала. Такие благоприятные характеристики легче достижимы для малых компаний с суммой активов, скажем, до 1 млн дол., чем для больших корпораций с громадными активами. Ответственные инвестиционные банки не допускали малые компании на фондовые рынки именно из-за специфических рисков, создаваемых их размером. С 1960-х годов поток малых компаний начал просто захлестывать рынок. Большинству из них высокая доходность капитала и значительные темпы роста (обычно только за несколько последних лет) позволяли предлагать свои акции по цене, в несколько раз превышавшей сумму чистых активов, а итоговая рыночная цена оказывалась еще выше этого уровня.

Приобретение такого рода акций по ценам, в несколько раз превышающим их балансовую стоимость, неизбежно создает большой риск для покупателей в целом, и эти риски непосредственно связаны с их активами. Когда в прошлом случались периоды массового предложения таких акций — всегда на гребне рынка «быков» обязательным результатом бывало то, что цены на большую часть этих новых акций падали ниже их балансовой стоимости. Спустя еще какое-то время их признавали непригодными для публичного рынка в силу недостаточности размера фирм, и кончалось тем, что их кто-либо скупал по дешевке. Это означало, что сначала Уолл-стрит оценивал их более щедро, чем позволено для частной компании, а потом оценка менялась на противоположную и они оценивались много ниже, чем с позиций частного собственника.

* Не являющихся публичными. — *Примеч. переводчика.*

Фактор стоимости активов в крупных компаниях. Высокое отношение рыночной цены акций к их балансовой стоимости случается, естественно, и в случае больших процветающих компаний. Трудно найти доказательства того, что в случае ведущих компаний высокое отношение цены акций к их балансовой стоимости само по себе делает их покупку делом опасным и неразумным. Если здесь и есть опасность, то она заключается в очень высоком значении мультипликатора текущей или средней прибыли, иными словами, в слишком щедрой оценке будущей прибыли. В силу природы процесса рыночного оценивания обычно так и бывает.

Количественная корректировка стоимости активов

Существуют основательные причины для присвоения отдельного веса фактору активов в процессе оценки акций аналитиком, чтобы таким образом дезавуировать вычисления внутренней стоимости, когда вычисления, учитывающие другие факторы, дают высокие значения мультипликатора собственных средств. Одна причина в том, что при судебных оценках стоимость активов всегда учитывается. Иногда фактору стоимости активов присваивают вес в 25%(!). Тогда активы увеличивают потенциал компаний, цена акций которых сильно занижена, что и делает их вероятными кандидатами на слияние или продажу. Противоположный эффект может быть достигнут для компаний с высоким значением доходности собственного капитала, или для акций «с большой премией». Экономисты верят в то, что высокая прибыльность капитала привлекает конкуренцию и в итоге прибыльность падает. Поскольку высокие значения рыночных мультипликаторов балансовой стоимости и прибыли возникают в результате многих лет роста и высокой прибыльности, этот экономический «закон» может оказаться более действенным, чем можно было бы судить по краткосрочным перспективам роста.

Компании с большой премией — малая стоимость активов. Мы всегда избегали установления жестких и быстрых правил оценки фактора активов в случае премиальных компаний. В прежних изданиях этой книги мы советовали аналитику сокращать на четверть оценку способности приносить прибыль в тех случаях, когда она более чем вдвое превосходит стоимость активов. Эта формула никак не наказывает компании, у которых нехватка активов не превышает 50% от цены компании. Для иллюстрации рассмотрим компанию, от которой на ближайшие 4—7 лет ожидают роста на 20% в год и для которой мы выше рекомендовали брать значение мультипликатора текущей прибыли не более 18. Прибыль такой фирмы легко может достигать 20% на вложенный капитал, а значит, ее цена должна быть в 3,6 раза больше стоимости собственного капитала. Если аналитик применит предлагаемый в этом параграфе «дефлятор» стоимости активов, он урежет оценку ее способ-

ности получать прибыль примерно на одну девятую, то есть сократит значение мультипликатора до 16.

Очень немногие из практических аналитиков одобряют любое сокращение такого рода. Идея надбавки к стоимости активов является неотъемлемой частью самой концепции акций роста. Читатель должен сам решать: принимать ли наши идеи целиком, частично или полностью отвергнуть. В конечном итоге вопрос идет о различии между консерватизмом и оптимизмом.

Когда оценки равны стоимости активов. Только в меньшинстве случаев стандартные методы оценки, основанные на расчете ожидаемых дивидендов и прибыли, дают результат, примерно равный балансовой стоимости. Если предметом оценки является диапазон значений, то, чем шире диапазон, тем, естественно, выше вероятность, что стоимость активов окажется внутри этого диапазона. В таких случаях оценщик может взять величину чистых активов как достаточно удовлетворительную меру стоимости. Поступая таким образом, аналитик будет действовать в согласии с практикой судебных экспертов, а следовательно, окажется в согласии с традиционными идеалами владельцев частных компаний. Такая оценка будет существенно ниже, чем не менее традиционная Уолл-стритовская, поскольку в последние 100 лет рыночная цена акций в среднем была в 1,5 раза выше их балансовой стоимости.

Акции, рыночная цена которых ниже балансовой стоимости. Компаниям, акции которых стоят намного больше их балансовой стоимости, бесславно противостоят компании, не способные получить достаточно прибыли, чтобы подтвердить свою балансовую стоимость на рынке. Причины такой недостаточности прибыли бывают разными. Они могут корениться в самой отрасли, как мы наблюдали в случае громадных убытков вертикально интегрированных стальных компаний в 1982—1985 гг. В одном из отчетов о результатах анализа отраслевых проблем говорится: «Малый спрос на сталь и стальные изделия, мировой избыток производственных мощностей, чрезмерные расходы на оплату труда, устаревшие заводы и оборудование, а также разрушительное ценообразование стали причиной того, что последние четыре года оказались наихудшими за всю историю сталелитейной промышленности»².

Даже для компаний из одной и той же отрасли показатель прибыли на собственный капитал изменяется в широких пределах, результатом чего оказывается большой разброс значений отношения цены акций к их балансовой стоимости. В таблице 33.4 сопоставлены данные сжатого анализа 11 диверсифицированных химических компаний. Компании проранжированы в убывающем порядке значений среднего за 1983—1985 гг. отноше-

² Value Line, Inc. The Value Line Investment Survey, 1986, May 23, p.142.

Таблица 34.4. Сопоставление коэффициентов для диверсифицированных химических компаний, 1983—1985 гг.

Компания	Сбыт (в млн дол.)	Показатели в расчете на одну акцию			Коэффициенты		
		При- быль	Балан- совая стои- мость (в дол.)	Сред- няя цена	Цена акции к балан- совой стоимос- ти (в %)	При- быль к балан- совой стоимос- ти (в %)	Цена акции к прибы- ли на акцию
MMM Millipore Corp.	7530,3	5,99	33,14	81	244	18,1	13,5
Dexter Corp. American	330,6	0,94	7,90	17	215	11,9	18,1
Cyanamid Ethyl Corp. First	606,6	1,19	8,69	15	173	13,7	12,6
Mississippi Air Products	3642,8	3,47	34,01	49	144	10,2	14,1
Cabot Corp. International	1655,8	0,87	5,71	8	140	15,2	9,2
Minerals W.R. Grace National	249,1	0,79	8,26	11	133	9,6	13,9
Distillers	1733,0	2,12	18,26	24	131	11,6	11,3
	1572,7	2,31	21,03	26	124	11,0	11,3
	1540,7	3,49	38,82	40	103	9,0	11,5
	6046,8	2,83	44,42	43	97	6,4	15,2
	2374,3	1,75	30,13	28	93	5,8	16,0

Источник: Данные о прибыли и показатели в расчете на акцию взяты из ежегодных публикаций Value Line; там же взяты средние значения за трехлетние периоды для расчета коэффициентов. Данные о прибыли и балансовой стоимости скорректированы на привилегированные акции. The Value Line Investment Survey, 1986, December 12, p.1886.

ния цены акций к их балансовой стоимости. Заметьте, что между этим показателем и прибылью на собственный капитал существует довольно значительная корреляция. Логично было бы ожидать, что отношение цены акции к прибыли на акцию в той же степени совпадает с прибыльностью, что и отношение цены акции к ее балансовой стоимости, но это не так. В некоторых случаях значения коэффициента «цена/прибыль» отражают убежденность рынка, что нормальная способность получать прибыль выше или ниже средней прибыли за три года. Отсутствует корреляция между размером компаний и их эффективностью.

Нас интересует вопрос, должен ли аналитик учитывать величину чистых активов в качестве отдельного фактора, вне связи с недостаточной прибыльностью этих самых активов. Понятно, что в крайних случа-

ях активы подлежат отдельному рассмотрению. Рыночная стоимость компании, не получающей прибыли и даже не имеющей перспектив стать прибыльной, не может быть равной нулю. По той же причине акции действительно неудачливых компаний, для которых способность получать прибыль почти равна нулю, обычно продаются с высоким мультипликатором относительно их микроскопической прибыли — эффект Молодовского³. В таких случаях инвестор платит за активы малую толику их балансовой стоимости, рассчитывая, что так или иначе она даст отдачу — либо ее удастся сделать более производительной, либо продать все сразу, либо слить с каким-либо другим предприятием, либо — что бывает крайне редко — получить прибыль от распродажи по частям.

Не такая уж редкость, когда компанию, не окупающую собственные активы, продают или присоединяют к другой. Число таких операций стало велико в последние годы. При этом приобретающая компания получает материальные активы по цене, намного ниже их восстановительной стоимости с учетом амортизации, плюс определенные возможности сбыта и плюс какое-то число толковых работников. Можно сказать, что чем дольше и глубже компания погружается в состояние, когда ее цена уступает ее балансовой стоимости, тем сильнее разные силы давят на руководство с требованием добиться улучшения финансовых результатов, продать компанию либо пойти на слияние. В случае слияния чистые активы непременно учитываются в условиях сделки.

В свете вышесказанного было бы логичным предложить аналитикам как-то учитывать избыток чистых активов относительно оценки собственного капитала, основанной на прибыли и дивидендах. До сих пор мы этого не делали в силу собственного консерватизма и отсутствия ясных статистических фактов, но рост числа операций по слиянию и присоединению компаний является дополнительным доводом в пользу количественного учета избыточных активов. Мы предлагаем испробовать формулу, до некоторой степени схожую с той, которую мы рекомендовали для противоположного случая — для компаний с относительным недостатком активов (премиальных компаний). А именно: аналитик начинает учитывать чистые активы только в том случае, когда их стоимость на 150% превышает способность получать прибыль. Он может прибавлять к этой последней оценке $\frac{1}{3}$, на которую $\frac{2}{3}$ стоимости чистых активов превышает величину способности получать прибыль. К примеру, для компании способность получать прибыль равна 33 дол. на акцию, а балансовая стоимость активов — 100 дол. на акцию. При этом оценка акций в соответствии с величиной дивидендов и дохода на акцию составляет 30 дол. Если аналитик воспользуется нашей формулой, он прибавит к последней оценке $\frac{1}{3}$ разницы между 67 дол. и 30 дол., так что конечная оценка составит 42 дол. Но такую корректи-

³ Рассмотрение вопроса о том, как нематериальные активы влияют на вполне материальные результаты, см. в главе 20.

ровку не следует осуществлять, если есть предположение, что ликвидационная стоимость активов существенно ниже их балансовой стоимости. Инвесторы, естественно, стремятся купить акции по цене, намного ниже их оценки.

Стоимость чистых текущих активов

Те случаи, в которых рыночная цена акций или оценка их стоимости на основе прибыли и дивидендов оказывается меньшей, чем сумма чистых текущих активов, относимых на обыкновенные акции, представляется более ясной. (Читатель вспомнит, что при этом нужно вычесть из величины оборотных средств все обязательства и привилегированные акции, чтобы получить остаток, приходящийся на обыкновенные акции.) Опыт учит нас, что покупка крайне дешевых акций диверсифицированной группы компаний почти гарантированно приносит прибыль в течение приемлемого периода времени. Основанием для того, чтобы считать такую операцию «скупкой задешево», является то, что в ней стоимость чистых текущих активов принимается равной консервативной оценке их ликвидационной стоимости. На практике большинство таких компаний могут быть проданы по цене, равной стоимости их оборотных средств, если эти средства оценены достаточно консервативно.

Общее правило таково, что от реализации активов, отраженных в счете основных средств и в счете «прочие активы», можно получить средства для покрытия потерь, возникающих в процессе ликвидации. (Такое правило почти всегда используют при продаже бизнеса достаточно заинтересованному покупателю.) Используя стоимость оборотных средств как эквивалент «минимальной ликвидационной стоимости», можно перейти к обсуждению вопроса о взаимосвязи цены собственного капитала и стоимости бизнеса в случае продажи.

Обратимся к истории развития этой взаимосвязи. До 1920-х годов случаев продажи обыкновенных акций по цене ниже стоимости текущих активов практически не бывало. В 1920-х годах, когда общее внимание было привлечено перспективами роста, а все другие факторы попросту игнорировались, акции отдельных компаний из переживающих спад отраслей продавались по цене, уступающей стоимости их оборотных средств. С приходом Великой депрессии в начале 1930-х годов такая практика стала широко распространенной. Наши вычисления показывают, что на Нью-Йоркской фондовой бирже в определенный период 1932 г. почти 40% всех промышленных компаний котировались дешевле, чем стоимость их чистых текущих активов. На самом деле многие акции продавались по цене, уступающей даже сумме чистых денежных активов. Б. Грэм в статье 1932 г., посвященной размышлениям обо всем этом, писал, что, судя по рыночным ценам в целом, американский бизнес

«скорее мертв, чем жив»⁴. Представляется очевидным, что рынок позволил своему пессимизму зайти слишком далеко, чтобы компенсировать, конечно же, безрассудный оптимизм 1920-х.

Доля акций, не покрывающих стоимость текущих активов, — это показатель уровня рынка

В 1937 г., когда рынок «быков» взмыл до предела, эта ситуация исчезла, но затем разразился спад и опять около 20% всех промышленных акций продавались по цене, не покрывающей стоимость текущих активов. В последующие годы изменение доли таких акций на Нью-Йоркской фондовой бирже являлось достаточно надежным показателем положения фондового рынка. Когда число таких акций было велико, рынок созрел для покупки акций; когда число таких акций было слишком незначительно, можно было смело считать, что рынок опасно перегрет.

В мае 1946 г., к примеру, на рынке трудно было найти акции, которые бы предлагались по цене, не покрывающей стоимости текущих активов компании. В 1947—1950 гг. возникает новая и еще более экстраординарная фаза этого явления. Устойчивая высокая прибыльность позволила многим компаниям нарастить объем оборотных средств, но господствовавшее настроение осторожности не давало ценам акций двигаться вверх с той же скоростью. Результатом было не только то, что цены многих акций в эти годы были постоянно ниже, чем сумма оборотных средств, но, что было еще более странным, причиной столь низких цен было как раз то, что компании показывали столь большие прибыли. Но в период 1947—1950 гг., если в этом и было что-то помимо нерасчетливости рынка, это должно было быть только одно — общее неверие в будущее на фоне весьма высокой эффективности предприятий.

Угнетенность рынка проявляется в обилии акций, цена которых не покрывает стоимость оборотных средств. Примерами могут служить рынки «медведей» в 1974 и 1982 гг. В эти годы было нетрудно найти прибыльную компанию с очень малой вероятностью будущего банкротства, цена которой была ниже стоимости ее оборотных средств. Даже при средних состояниях рынка можно было составить диверсифицированный портфель таких компаний. В начале 1987 г., когда писалась эта глава, а индекс Доу-Джонса был равен 2400, такого типа акций было очень немного. Используя преимущества (или недостатки) нашего опыта, можно заключить, что почти полное исчезновение обесцененных акций является признаком того, что рынок опасно перегрет. Всегда существуют компании, рыночная цена которых уступает стоимости их балансовых активов, а когда большую часть последних представляют оборотные средства, их цена оказывается меньше стоимости оборотных средств работающей компании. Фондовый рынок, цены которого таковы, что не существует жизнеспособных компаний, цена которых усту-

⁴ См. три статьи Б. Грэма в Forbes Magazine от 1 июня, 13 июня и 1 июля 1932 г.

пает стоимости их оборотных средств, скорее всего сильно переоценен. Следует признать, что в соответствии с мышлением «новой эпохи» рынок может оставаться в таком перегретом состоянии годами.

Денежные активы — особый фактор оценки

Цена некоторых компаний слишком низка как раз в силу того, что их денежные активы чрезмерно высоки. Это парадоксальное суждение может быть истинным потому, что денежные активы не приносят дохода или приносят очень малый доход. Компания, у которой нет ничего, кроме наличных на банковском счете, неспособна зарабатывать достаточно, чтобы поддерживать рыночную цену, равную сумме денежных активов. Не такая уж редкость компании настолько богатые наличностью, что они оказываются нищими в смысле соотношения способности получать прибыль и балансовых активов.

Налоговые аспекты ситуации, когда цена акций уступает стоимости активов

Читатель может поразмышлять над тем фактом, что 34% участия Министерства финансов США в прибылях прибыльных компаний соответствует тем же 34% участия в большинстве видов потерь. Убытки от основной деятельности относят либо на прибыль предыдущих лет, либо на прибыль будущих периодов. При определенных условиях они могут принести выгоду прибыльной компании, которая поглощает убыточную, имеющую право на налоговый «кредит». Примерно так же падение стоимости предприятия до уровня, существенно уступающего стоимости его чистых активов (которые и должны бы образовывать базу для взимания с него налогов), может быть компенсировано примерно на треть. Для этого нужно создать условия, при которых эти потери могут быть компенсированы прибылью той же или другой компании. Смысл этого загадочного высказывания в том, чтобы указать, что те же самые налоговые преимущества, которые приносят выгоду компаниям, имеющим право отнести убытки на прибыль будущих периодов, возможны в случае компаний, цена которых на рынке оказывается ниже стоимости их активов, даже если у них и не будет никаких потерь в производственной деятельности. Продажа активов по ценам, соответствующим рыночной цене акций, станет источником потерь, которые можно отнести на прибыль прошлых или будущих периодов.

Проблемы взаимоотношений акционеров и менеджеров

В довольно большом числе случаев у компаний, акции которых продаются по цене, не покрывающей стоимость оборотных средств, бывает обескураживающе низкая прибыльность. Либо им случилось претерпеть крупные убытки, либо их прибыль была недостаточной, чтобы оправ-

дать цену, равную оборотным средствам. При таких условиях одних только текущих активов недостаточно, чтобы создать инвестиционную стоимость, которая превышала бы их рыночную цену. Такого рода акции ставят перед нами вот какую проблему. Почему акционеры позволяют руководству компаний продолжать работать при столь неудовлетворительных результатах? К этому вопросу мы вернемся в главе 36.

Корректировка на стоимость чистых текущих активов

Мы предложили произвольно сокращать оценку способности получать прибыль, когда она более чем вдвое превосходит стоимость активов. Сходная, хотя и противоположно направленная корректировка может быть осуществлена, когда стоимость одних только чистых текущих активов превосходит оценку способности получать прибыль. Мы предлагаем прибавлять половину этого превышения к оценке способности получать прибыль и рассматривать результат как окончательную оценку.

Отрасли, для которых стоимость активов важна

Корпорации коммунального хозяйства

Главными характеристиками корпораций коммунального хозяйства является то, что тарифы на их услуги регулируются и привязаны к стоимости активов, определяющих их прибыль. Калькуляция тарифов обычно учитывает практически все балансовые активы, хотя бывает и так, что некоторые все же относят к «неоправданным расходам». Некоторые активы, находящие отражение в тарифах, — это просто бухгалтерские проводки, такие, как «компенсация вложений собственного капитала в строительство», и часть показываемой в отчетах прибыли представляет собой такой же вздор. Корпорации коммунального хозяйства никогда не продаются по балансовой стоимости, потому что «допустимая» доходность, заложенная в тарифах, несопоставимо ниже рыночной доходности, а действительная доходность не достигает уровня допустимой.

Финансовые компании

Для большинства групп *финансовых* предприятий фактор стоимости активов играет большую роль, чем для промышленных компаний. Поскольку их активы представляют собой преимущественно деньги, инвестиции и дебиторскую задолженность, отчетная величина чистых активов достаточно точно соответствует их ликвидационной стоимости, которая требует определенных корректировок, таких, как скидки по взносам, по которым срок страховки еще не истек. Со стоимостью

активов теснейшим образом связаны, конечно, инвестиционные фонды открытого типа. Это является закономерным результатом их неизменной политики эмиссии и выкупа акций по цене, приблизительно равной текущей ликвидационной стоимости. У закрытых инвестиционных компаний, которые не обязаны выкупать свои акции по требованию, соотношение стоимости активов и цены акций может меняться в значительных пределах. При этом диапазон колебаний этого соотношения все-таки существенно уже, чем у промышленных компаний.

До недавнего времени отношение цена акции к стоимости активов на акцию для банков и страховых компаний изменялось в довольно узком диапазоне, границы которого со временем менялись. Довольно удивительно, что сегодня это отношение менее 100% и так уже длительное время, что заставляет поставить вопрос о прибыльности этих важных организаций. Было большой редкостью найти акции, цена которых была бы более чем вдвое выше или составляла бы менее половины от стоимости активов. Повышение разброса значений этого показателя было характерно для различных видов финансовых компаний. К тому же цены изрядного числа акций страховых компаний, осуществляющих страхование жизни, — в отличие от тех, которые страхуют от несчастных случаев, были во много раз больше, чем заявленная стоимость активов этих компаний.

В оценке компаний, занимающихся страхованием жизни, есть немало специфики, создаваемой сложностью актуарных операций. В этой области обычная практика заключается в приписывании определенного значения уже существующим страховым полисам — столько-то на 1000 дол. их номинальной стоимости, и эти значения различны для разных видов полисов. Эти значения стоимости полисов используются, наравне с материальными активами, при вычислении *скорректированной балансовой стоимости* их акций, и прирост стоимости полисов за год некоторые аналитики плюсуяют к величине отчетной прибыли, чтобы получить *скорректированную прибыль* за год.

Последнее решение, в сущности, необоснованно. Есть много способов представить прирост величины капитала под маской капитализируемой прибыли. Инвесторы должны остерегаться таких оценок, а аналитикам следует опротестовывать эту практику.

Добывающие компании

Производители сырьевых материалов владеют, как правило, значительными запасами, которые можно оценивать в соответствии с величиной, местоположением и качеством, как это принято у производителей металлов, нефти и газа, древесины, серы и многих других минералов. Обычный подход к анализу таких компаний заключается в получении денежной оценки освоенных ими месторождений и использовании этой оценки в качестве одного из критериев привлекательности их

акций на рынке. Чаще всего мы наблюдали использование этого метода при оценке нефтяных и газовых компаний, и достаточно часто — при оценке лесоперерабатывающих компаний, владеющих значительными лесосеками. В последнем случае может быть использован показатель стоимости тысячи погонных метров неспиленного строевого леса, принадлежащего компании или контролируемого ею. В случае нефтяных и газовых компаний используется стандартизированный показатель дисконтированных будущих доходов (см. главу 21), скорректированный по политическому риску, или какая-либо другая оценка подземных запасов нефти и газа, которые важны для долгосрочного прогноза прибыли. В общем, при оценке акций нефтяных и газовых компаний оценка запасов играет куда большую роль, чем при оценке акций промышленных корпораций. Стоимость запасов в еще не освоенных месторождениях обычно не вычисляются отдельно от их балансовой стоимости, но именно этот показатель может оказать решающее влияние на будущую цену акций.

Скрытая стоимость малых компаний

В конце 1960-х годов возникла довольно парадоксальная ситуация в группе нефтяных и газовых компаний. Многие малые компании были проданы большим корпорациям. При этом цена акций была достаточно велика относительно их прибыли и в отдельных случаях превышала нормальную рыночную цену в несколько раз. В сущности, оказалось, что реализуемая стоимость всех этих небольших компаний для своих собственников была существенно выше, чем заплатил бы рынок за сопоставимую величину прибыли или сопоставимый объем подземных запасов более крупным и предположительно более сильным корпорациям. Такого рода сделки просто невозможно объяснить в рамках гипотезы об эффективности рынков.

Другим примером наличия у малых компаний скрытой стоимости является ситуация, когда малый («районный» или «деревенский») банк приобретает крупным, который стремится войти на новый рынок, и платит за него цену, более чем вдвое превышающую балансовую стоимость активов этого малого банка. При этом акции других районных банков, которые никто не пытается приобрести, по-прежнему продаются по цене, близкой к их балансовой стоимости.

Глава 35

Условные требования: конвертируемые, варранты и опционы

Опыт инвесторов с конвертируемыми облигациями

Прежде чем перейти к анализу и оценке конвертируемых облигаций и привилегированных акций, полезно поразмышлять о многолетнем опыте инвесторов, работающих с этими видами ценными бумаг.

Разочарование

Не существует полномасштабных исторических исследований конвертируемых облигаций и привилегированных акций, но чтобы разобраться в этом деле, они в общем-то и не нужны. Как-то в конце января 1987 г. *The Wall Street Journal* сообщил о 169 сделках с конвертируемыми облигациями, котируемыми на Нью-Йоркской фондовой и Американской фондовой биржах. Практически все эти акции были при размещении скуплены по 100 дол. инвесторами, которые сочли выгодным для себя удовлетвориться меньшим процентным доходом в обмен на право конвертации в обыкновенные акции. Ну и как обстояли дела у этих инвесторов после 3 1/2 лет непрерывного роста на рынках акций и облигаций? Превысила ли цена большинства конвертируемых облига-

ций отметку 110, чтобы хоть отчасти компенсировать заниженный относительно рыночного уровня процентный доход? Увы, нет. Только треть выпусков продавались по цене выше 110 (57 из 169). Еще 47 продавались по цене от 100 до 110, и еще 16 потеряли более трети цены.

Эта статистика, конечно, немного искажает картину, потому что часть лучших выпусков была выкуплена компаниями и с выгодой для инвесторов обменена на акции. Тем не менее 112 явно невыгодных выпусков после столь длительного подъема на рынке акций — это отрезвляющий результат, который заслуживает изучения. На каждый удачный выпуск почти два провальных при очень благоприятной динамике фондового рынка! Этого достаточно, чтобы усмирить даже наиболее самоуверенного аналитика. Длительная статистика эффективности конвертируемых ценных бумаг настолько уныла, что подвигла одного автора так назвать свою статью о конвертируемых привилегированных акциях: «Победа надежды над опытом»¹.

Конвертируемые, предлагающие одновременно гарантированный минимальный процентный доход, а в случае конвертации — участие в прибыли, могут показаться самим совершенством: возможности потерь ограничены, но есть шансы на выигрыш. Вспоминается старое предостережение: «Если перспективы предлагаемой ценной бумаги кажутся неправдоподобно хорошими, скорее всего ничего такого и не будет». Конвертируемые настолько привлекательны, что инвесторы платят в среднем слишком дорого за качественные выпуски. К тому же они еще скупают пограничные выпуски, которых следует просто избегать, потому что их надежность недостаточна, чтобы выдерживать резкие неблагоприятные изменения. В этом случае обещания будущего роста оказываются неадекватной заменой надежности.

Выбор времени

Объем предложения конвертируемых ценных бумаг особенно быстро увеличивается в периоды длительного подъема котировок акций и оптимистических расчетов на будущее. Другим положительным стимулом для эмиссии новых выпусков конвертируемых инструментов является изобилие кредитных ресурсов, что обеспечивает привлекательность ставок процента и прочих условий заимствования.

Пример. Имея высший за 15-летний период уровень прибыли, дивидендов и цен на акции, компания USX (тогда U.S. Steel) в середине 1976 г. вышла на рынок с большим выпуском 5 ³/₄-процентных необеспеченных второстепенных облигаций со сроком погашения в 2001 г. Поскольку цена акций была 50 с небольшим, граница конвертации облигаций была установлена на 62 ³/₄, на цене, которая в последний

¹ Название заимствовано из книги Босуэлла «Жизнь Джонсона». Именно так ответил великий писатель на вопрос Босуэлла, что он думает о повторной женитьбе.

раз была зарегистрирована в 1959 г. После четырех лет падения фондового рынка высшая цена акций даже в период подъема в 1981—1986 гг. ни разу не достигала 36. Инвесторы, напуганные опытом недавнего прошлого, платили немалую надбавку к инвестиционной стоимости 5³/₄-процентных второстепенных облигаций USX в надежде на несуществующий потенциал курсового роста акций.

Многие финансовые руководители корпораций хотели бы выходить на рынок столь же своевременно, как это удалось корпорации USX в 1976 г., особенно если они планируют лет 10—20 потом больше не появляться на рынке. Когда одновременно существуют хорошие условия на рынках акций и облигаций, объем новых конвертируемых выпусков растет, чтобы использовать благоприятную ситуацию. Сделка, выгодная для заемщика, по определению невыгодна для инвестора. Покупатель может следовать простодушному, но не лишенному логичности правилу: никогда не покупай новые выпуски по цене продавца. Отступать от правила допустимо, когда рынок близок к дну, а предложение денег очень ограничено, то есть как раз в тех случаях, когда предложение новых выпусков наименее вероятно.

Примерно тому же учит нас знакомое предписание: на свете не бывает бесплатных обедов. Не плати слишком много за облигационный компонент конвертируемой, за право конвертации и за то и другое вместе. Во время длительных спадов, естественно, все эти компоненты ценных бумаг могут быть куплены по дешевке. В конце концов, именно неэффективность механизма формирования цен на конвертируемые делает их интересными для аналитика.

Выбор привлекательных возможностей инвестирования в конвертируемые облигации и привилегированные акции начинается точно с такого же анализа, как и всякое решение об инвестировании. Следует удостовериться в кредитоспособности фирмы, чтобы установить низшую стоимость конвертируемой в качестве простой бумаги, обеспечивающей фиксированный доход. Для оценки стоимости конвертации нужно, конечно, соотнести стоимость обыкновенных акций с ценой конвертации. Само собой понятно, что вложение денег будет успешным, только если цена *обоих* компонентов будет невысока относительно их стоимости.

Если конвертируемые облигации недооценены рынком, то лучше всего и логичней покупать именно их². Разумная надбавка к цене облигационной компоненты за право конвертации оправдана задачей защиты капитала при условии, что стоимость конвертации не слишком велика. Необходимо регулярно повторять анализ, чтобы знать, что про-

² Исключение может быть сделано, если: 1) конвертируемые инструменты привлекательны, 2) они обеспечивают достаточно более высокую доходность, компенсирующую надбавку, уплачиваемую за право конвертации, 3) защита от отзыва достаточно надежна. При этих условиях инвестор покупает конвертируемые инструменты ради перспектив более высокой текущей доходности.

исходит с выпуском. Не изменились ли ставки процента так, что снизилась гарантированная доходность? Выросла или снизилась доля надбавки за право конвертации в общей цене конвертируемой ценной бумаги? Короче говоря, не изменилось ли соотношение долга и собственности в структуре конвертируемой после приобретения?

О возможности длительного успеха свидетельствует статистика доходности крупного (825 млн дол.) взаимного фонда инвестирования в конвертируемые ценные бумаги. В таблице 35.1 представлены данные о доходности Putnam Convertible Income-Growth Trust за периоды, оканчивающиеся 31 октября 1986 г. Доходность этого фонда за последние пять лет, когда она была выше, чем у простых облигаций, но ниже, чем у обыкновенных акций, показывает, на что, собственно, может рассчитывать инструмент, промежуточный, в смысле доходности и устойчивости, между акциями и облигациями. До 1981 г., когда фонд был намного меньше и имел доступ к исключительным возможностям, его эффективность превосходила все, что рынок считает нормальным для конвертируемых инструментов.

**Таблица 35.1. Общая доходность
Putnam Convertible Income-Growth Trust (в %)**

	1 год	3 года	5 лет	10 лет
Putnam Convertible	25	55	138	387
S&P 500	33	69	151	284
Индекс государственных и корпоративных облигаций компании Shearson-Lehman	20	61	135	176

Источник: Putnam Convertible Income-Growth Trust. Annual Report, 1986, October 31.
В показателе доходности фонда учтены все издержки, кроме комиссионных брокерам, торгующим участием в фонде.

Характерные свойства конвертируемых ценных бумаг делают их естественной отправной точкой для рассмотрения проблем отбора и оценки акций и облигаций, без чего не избежать ловушек, в которые так часто попадают инвесторы.

Варранты

Характеристики

Предлагаемую варрантом возможность (не требование) купить у компании обыкновенную акцию по определенной цене в течение определенного периода можно рассматривать как условное требование: у вла-

дельца варранта есть право на исполнение опциона на покупку акций в будущем, если такая покупка окажется выгодной. Это требование может быть реализовано по цене исполнения в любой момент до наступления срока. Компонентами стоимости варранта являются цена исполнения, время до срока исполнения и вероятность того, что ценная бумага, на которую опирается опцион, будет продаваться дороже цены исполнения.

Можно проиллюстрировать ситуацию. В конце 1986 г. акции компании Intel Corporation, лидера в производстве полупроводников и компьютерной памяти, продавались по 21 $\frac{1}{2}$, то есть ниже высшей отметки, достигнутой в 1983 г., — 46 $\frac{1}{2}$. Инвестор хочет купить акции этого отраслевого лидера и должен выбрать между прямой покупкой 1000 акций по 21 $\frac{1}{2}$ на внебиржевом рынке, что обойдется ему в 21,5 тыс. дол., и покупкой 3500 варрантов по 6 дол., что обойдется ему в 21 тыс. дол. Варранты дают владельцу право в течение восьми лет и пяти месяцев (до 15 мая 1995 г.) в любой момент купить у компании акции по цене 40 дол. за штуку.

Примерно за семь недель бурного подъема рынка акции Intel поднялись до 36 $\frac{1}{2}$, то есть цена выросла на 68,6%, тогда варранты выросли в цене до 11, или на 83,3%. Понятно, что чем ближе цена варрантов к цене исполнения, тем выгоднее ими владеть. Если акции Intel вернуться к рекордному уровню 1983 г. — 46 дол. за акцию, варранты станут еще выгоднее, потому что на каждом долларе роста цены сверх 40 дол. их владелец будет выигрывать 3,5 дол. Но тут же следует добавить, что при обратном движении цен потери будут нарастать столь же стремительно.

Наш пример иллюстрирует привлекательные свойства варрантов, которые можно рассматривать как метод экономии скудных финансовых ресурсов. Инвестор, желающий только инвестировать в успех компании Intel, обеспеченный расчетами на то, что внутренняя стоимость ее превышает 40 дол. за акцию, с радостью заплатит за варрант, дающий такую возможность. Альтернативой является заимствование денег на покупку акций, что сопровождается процентными издержками, возможными маржинальными требованиями и необходимостью вкладывать в сделку дополнительные собственные средства. Этих издержек можно избежать, если купить варранты, дающие долгосрочное право на покупку акций Intel по 40 дол.

Оценка варрантов

Изучением оценки варрантов аналитики занимались многие годы и выработали ряд простых и полезных правил³.

³ Сопоставление нескольких формул оценки см.: *Shelton J.P.* The Relation of the Price of a Warrant to the Price of Its Associated Stock // *Financial Analysts Journal*, 1967, May—June, p.134—151 and 1967, July—August. P.88—100.

Формула Джигуэре. Простейшую формулу оценки варрантов предложил Гуинемер Джигуэре:

$$W = P^2/4A,$$

где P — цена акции, A — цена исполнения варранта W .

В нашем примере с компанией Intel вычисления по этой формуле дают следующий результат:

$$W = (21,5)^2/(4 \times 40) = 462,25/160 = 2,89.$$

Характерна низкая величина стоимости находящегося вне денег варранта — только 48% от рыночной цены 6 дол. Через семь недель рыночного подъема вычисления дают другой результат:

$$W = (36,25)^2/(4 \times 40) = 1314,06/160 = 8,21.$$

8,21 дол. — это уже почти 75% от рыночной цены варранта 11 дол. В общем случае оценка с помощью параболы Джигуэре дает очень низкие значения стоимости варрантов, которые редко встречаются на рынке.

Формула Кассова. Столь же простую, но более эффективную формулу оценки предложил Шин Т. Кассов. При использовании тех же обозначений она выглядит так:

$$W = \sqrt{A^2 + P^2} - A.$$

Для нашего примера с компанией Intel результат будет таким:

$$W = \sqrt{1600 + 462,50} - 40 = 5,41.$$

Поскольку эта формула предполагает только среднюю изменчивость, а коэффициент бета для компании Intel равен 1,45 (то есть изменчивость на 45% выше, чем для индекса S&P 500), этот метод дает заниженную оценку стоимости варранта (6)⁴. Через семь недель та же формула дает значение 13,98 дол., что означает, что предпочтительнее покупать не акции, а варранты.

Формула Шелтона. Джон П. Шелтон предложил формулу, учитывающую срок до исполнения, дивиденды по акциям, на которые выставлен варрант, и их котировки на фондовом рынке⁵. Расчеты по его формуле

⁴ Мы используем упрощенный вариант формулы Кассова, которую он развивает в докторской диссертации, защищенной в Колумбийском университете: *A Theory and Econometrics Model for Common Stock Purchase Warrants*. New York, 1965.

⁵ *Shelton J.P.* Price of a Warrant // *Financial Analysts Journal*, 1967, July—August, p.90—99.

дают две следующие оценки — 8,25 и 13,25 дол. (для рыночных цен 6 и 11).

Диапазон значений. Представляет интерес сопоставление оценок по разным формулам для случая, когда варрант в деньгах, то есть когда $A = P$.

Формула Джигуэре	10
Формула Кассова	16 $\frac{5}{8}$
Формула Шелтона	15 $\frac{3}{8}$

Эти приблизительные оценки не учитывают дохода, который принесет исполнение варрантов. 5,9 млн варрантов представляют 5% от размещенных на рынке 117 млн акций и в случае их исполнения капитал инвесторов увеличился бы на 18,5% к концу 1986 г. Здесь не отражен еще один фактор, который мог бы повысить стоимость варрантов. Это — большая, чем в среднем для рынка, изменчивость акций Intel. Но всякая попытка учесть этот фактор в оценке варрантов наталкивается на неизбежную трудность — дать количественную оценку изменчивости на сколь-нибудь длительный период.

Встроенные варранты

Варранты редко выступают на рынке самостоятельно, вне связи с другими ценными бумагами. Большой частью они встроены в облигации и привилегированные акции и известны как право на конвертацию. Задача аналитика оценить два компонента конвертируемой ценной бумаги — варранта и ценной бумаги с фиксированной доходностью, чтобы дать заключение о том, как эти цены соотносятся с альтернативной возможностью — просто купить обыкновенные акции. Эта оценка дополняет базовую процедуру оценки компании в целом и нужна, чтобы вынести суждение о кредитоспособности ее долга и о стоимости ее собственного капитала.

Пример. Компания Burlington Industries разместила на рынке на 75 млн дол. выпуск 8 $\frac{3}{4}$ -процентных второстепенных облигаций, подлежащих погашению 15 сентября 2008 г., каждая из которых допускает конвертацию в 20,62 обыкновенные акции, или по 48,50 дол. каждая. Цена этих облигаций — 110, акций — 44. Формула Кассова дает стоимость варранта 16,98. Тогда гипотетическая стоимость облигации тако-

20,62 встроенных варранта по 16,98 дол. каждый	350
8 $\frac{3}{4}$ -процентные облигации с доходностью до погашения 10,25%	870
Итого	1220

Поскольку эта «стоимость» 122 существенно выше рыночной цены 110, можно сделать вывод, что встроенные варранты менее выгодны, чем отдельно продаваемый инструмент⁶. Это логично, поскольку они неотделимы. Более того, право компании полностью или частично погасить заем досрочно может урезать срок варранта до исполнения. Это перекрывается тем, что стоимость облигационной составляющей только 87, а для исполнения варранта (для конвертации) она должна достичь 100. Если придать варранту (праву на конвертацию) его полную стоимость 35 пунктов, оставив 75 для долговой составляющей, то при этой цене доходность до погашения будет равна 12%. Это хорошая величина доходности для бумаг инвестиционного класса и ситуация будет оставаться очень привлекательной, пока не случится резкого увеличения процентных ставок.

Сравните этот выпуск облигаций с 5-процентными второстепенными и не имеющими обеспечения облигациями той же компании, которые подлежат погашению 15 сентября 1991 г. и конвертируются в 25,64 акции при цене 39. Эти облигации продаются по 113. Схожая процедура оценки дает следующие результаты (в дол.):

25,64 встроенных варранта по 19,80 дол. каждый	507
5-процентные облигации с доходностью до погашения 10,25%	<u>811</u>
Итого	1318

Рыночная скидка с вычисленной стоимости отражает меньшую временную стоимость варранта и гораздо более высокий риск досрочного погашения облигаций⁷. Второстепенная облигация продается как раз по цене конвертации (25,64 акции по 44 = 112,82). Использование для оценки варрантов формулы Джигуэро также даст нам стоимость облигации 113.

Можно сделать вывод, что 8³/₄-процентные облигации предпочтительнее для операций, рассчитанных на 3—5 лет, поскольку они обеспечивают более высокую текущую доходность. С точки зрения краткосрочных вложений привлекательнее возможность более непосредственного участия в акционерном капитале благодаря конвертации при цене 39, а не 48¹/₂. К тому же и низшая граница доходности будет расти по мере того, как 5-процентные второстепенные облигации будут приближаться к сроку погашения. За пределами этого краткого сопоставления условий лежит фундаментальный вопрос о соотношении стоимости

⁶ По формуле Джигуэре стоимость варранта 206 дол., а второстепенной облигации — 1076 дол.

⁷ В соответствии с формулой Шелтона, которая способна учесть близость срока исполнения, стоимость варранта составляет 380 дол., а облигации — 1190 дол.

фирмы и ее текущей цены, о кредитоспособности долгового компонента конвертируемых облигаций и о влиянии возможного изменения процента на минимальную доходность этих инструментов, то есть о процентном риске, существующем даже при хорошей кредитоспособности. Только такой пошаговый анализ создает возможность получить от вложений в конвертируемые ценные бумаги прибыль, а не обманутые надежды.

Учет изменчивости

Мы уже отмечали, что рассмотренные нами простые правила оценки warrants не учитывают ожидаемой изменчивости цены акций. В случае примера с компанией Burlington Industries это не составляло проблемы, поскольку изменчивость цен на акции этой компании была среднего или чуть ниже среднего уровня. Но по данным исследований оценки опционов мы знаем, что ожидаемое вероятностное распределение будущих цен на акции является, и это вполне логично, главным компонентом стоимости warrants. Хорошей иллюстрацией является изменчивость цен на модные акции. Конвертируемые $8\frac{7}{8}$ -процентные второстепенные облигации компании Datapoint Corporation со сроком погашения в 2006 г. появились на рынке в конце мая 1981 г. по номинальной цене. Эти облигации получали право на конвертацию при 83 и цене обыкновенных акций 65. Мы оценили встроенные warrants по методу Шелтона. В таблице 35.2 сопоставлены средние вычисленные стоимости со средними действительными ценами на эти второстепенные облигации.

Таблица 35.2. Конвертируемые облигации корпорации Datapoint Corporation (в дол.)

	Цена акций	Стоимость долгового компонента	Стоимость warranta	Общая стоимость	Рыночная цена
Июль 1981 г.	51	$55\frac{1}{2}$	$24\frac{1}{2}$	80	87
Сентябрь 1981 г.	44	$53\frac{1}{2}$	22	$75\frac{1}{2}$	82
Ноябрь 1981 г.	46	$55\frac{3}{4}$	$22\frac{1}{4}$	78	84
Январь 1982 г.	51	$53\frac{1}{2}$	$24\frac{1}{2}$	78	87
Март 1982 г.	22	$53\frac{1}{2}$	$10\frac{1}{2}$	64	65
Апрель 1982 г.	22	53	$10\frac{1}{2}$	$63\frac{1}{2}$	63

Премия за изменчивость, сказывающаяся в первых четырех наблюдениях, испарилась, когда компания сообщила о резком падении ожидаемой в 1982 г. прибыли и ожидания быстрого роста были похоронены.

Поскольку так трудно оценить изменчивость на 3—5 лет вперед, этот

фактор не может быть учтен в оценке варрантов с той же точностью, которая часто бывает возможной при оценке опционов на сравнительно короткие периоды будущего. Оценка тем не менее необходима, и аналитик должен внимательно истолковывать все признаки недооцененности и переоцененности.

Опционы

Характеристики и использование

Колл-опционы. Колл-опционы, продаваемые на национальных фондовых биржах, имеют те же инвестиционные характеристики, что и варранты: срок до исполнения (измеряемый не годами, а месяцами) и цена исполнения. Стоимости двух опционов с одинаковыми ценой исполнения и сроком исполнения будут различаться по цене лежащих в основе акций, выплачиваемых по ним дивидендов и их изменчивости. Эти элементы стоимости опционного контракта являются главными составляющими модели оценки опционов Блэка—Шольца⁸.

При цене акций Intel $36 \frac{1}{4}$ структура цен на месячные и двухмесячные колл-опционы была следующей (в дол.):

Цена исполнения	1 месяц	2 месяца
35	$3 \frac{1}{4}$	$4 \frac{1}{4}$
40	$1 \frac{3}{8}$	$2 \frac{1}{8}$

Срочная стоимость двухмесячного контракта при цене исполнения колла 40 контрастирует с более чем восемью годами для варранта, продающегося по 11. Опционы выставляют на гораздо более короткие сроки, но при этом возникает намного более сильный финансовый рычаг.

Например, в конце декабря 1986 г., когда акции Intel шли по $21 \frac{1}{4}$, колл-опцион со сроком исполнения в феврале и ценой исполнения $22 \frac{1}{4}$ можно было купить по 1 (иными словами, 21 тыс. дол. за коллы на 21 тыс. акций по цене $22 \frac{1}{4}$ за акцию). Когда через семь недель акции Intel поднялись до $36 \frac{1}{4}$, дата исполнения опционов уже наступила и стоимость составила 288 750 дол., что составило по 13,75 дол. на каждую из 21 тыс. акций, что можно сравнить с 38 500 дол. дохода в равном по объему гипотетическом вложении в варранты. Такие упражнения в мире возможного, подкрепляемые блестящими догадками об упущенных в

⁸ *Black F. and Scholes M. The Pricing of Options and Corporate Liabilities // Journal of Political Economy, 1973, May—June, p.637—654. См. также Jarrow R. A. and Rudd A. Option Pricing. Homewood, Ill.: Irwin R. D., 1983; and Gastineau G. L. The Stock Options Manual. 2d ed. New York: McGraw-Hill, 1979.*

прошлом возможностях, подбивали людей к тому, чтобы платить заоблачные цены за находящиеся вне денег колл-опционы, которые к дате погашения превращались в бумажный мусор. Такие цены устанавливаются, естественно, не действием фундаментальных факторов, влияющих на компанию и не затрагивающих условия торговых сделок, но спекулянтами и торговцами ценными бумагами, которые стремятся нейтрализовать краткосрочные риски.

Колл-опционы можно использовать для уменьшения риска следующим образом:

- Создание колл-опциона на портфель признано как метод создания своего рода облигаций.
- Риск по короткой продаже* можно уменьшить, приобретя контракт на колл-опцион. Например, тот, кто уверен, что компания Intel не выдержит отраслевого или общеэкономического спада, может осуществить короткую продажу по $36 \frac{1}{4}$, затем купить двухмесячный колл-опцион по $2 \frac{1}{4}$ и быть уверенным, что потери не могут превысить 6 пунктов ($40 - 36 \frac{1}{4} + 2 \frac{1}{8} = 5 \frac{7}{8}$).
- Нервный покупатель акций Intel может купить фидуциарный колл-опцион, то есть такой, в котором цена исполнения при определенном условии приносит процент. Вместо того чтобы с риском вложить в 100 акций 3625 дол., человек может сохранить 3500 дол. при себе и приобрести 35 двухмесячных колл-опционов по $4 \frac{1}{4}$, в результате чего общие вложения составят 3925 дол., но при этом возможные потери будут ограничены расходами на покупку опционов за вычетом заработанных процентов.

Пут-опционы. Пут-опционы, то есть право продать 100 акций продавцу (подписчику) контракта по определенной цене в любой момент определенного периода времени, являются зеркальным отражением колл-опционов. Проиллюстрируем их полезность.

Пример. 22 апреля 1980 г. душеприказчик получает большие пакеты акций корпораций Chevron, Exxon и Mobil, которые нужно продать, чтобы в следующем декабре и январе заплатить налог на наследство. Будучи убежденным, что цены этих акций — $34 \frac{1}{4}$, $29 \frac{1}{4}$ и $36 \frac{1}{4}$ — соответственно занижены, душеприказчик покупает пут-опционы для защиты от понижения курса. Затем начинается небольшое оживление на международных рынках нефти, и акции оказываются проданными по цене $36 \frac{3}{8}$, 35 и $39 \frac{3}{4}$ соответственно. Пут-опционы пропадают или оказываются реализованными по номиналу. Пакеты акций стоили 695 тыс. дол., защита от падения цен — 15 тыс. дол., но благодаря отсрочке реализации за акции удалось получить на 73 тыс. дол. больше.

* С расчетом на понижение курса. — *Примеч. переводчика.*

Покупка пут-опциона позволяет достаточно дешево подстраховать позиции инвестора. Будучи убежденным, что акции компании *A* недооценены, но опасаясь неблагоприятных изменений уровня рынка в целом, инвестор покупает 1000 акций по $52 \frac{1}{4}$ и 10 семимесячных пут-опционов с ценой исполнения 50 по $2 \frac{3}{4}$. Таким образом, в защищенные от падения цен акции вложено в целом 55 тыс. дол. и есть надежда на рост курса. (Напротив, двухмесячные пут-опционы с ценой исполнения 35 для акций Intel, продающихся по цене $36 \frac{1}{4}$, вполне логично оказываются более дорогими, поскольку цена акций Intel более изменчива. За более краткосрочную защиту приходится платить $2 \frac{7}{8}$.)

Синтетические конвертируемые

Аналитик, покупая колл-опционы и казначейские векселя, может сам конструировать удобные для него конвертируемые ценные бумаги. Обычно используют смесь из 10% колл-опционов и 90% инструментов рынка денег. Соединив казначейские векселя на 1000 дол. с находящимися слегка вне денег колл-опционами, аналитик получает синтетическую конвертируемую не имеющую залога облигацию с фиксированной нижней границей доходности, для которой не существует ни процентного, ни кредитного рисков. Повышая или понижая цену исполнения опционов, можно подгонять условия конвертации к текущему уровню рынка. Насколько лучше для инвесторов было бы иметь дело с такими конструкциями, а не с конвертируемыми облигациями корпорации USX! При сокращении срока исполнения колл-опционов срочная стоимость растет, но конвертируемые, которые не дают повышения стоимости актива в первые три года владения или быстрее, вряд ли окажутся выгодным вложением средств. Примерно в такие сроки должны происходить ликвидация или конвертация в обыкновенные акции.

Использование синтетических конвертируемых облигаций дает инвестору возможность получать в нужное время акции выбранных им компаний. Если оценка была проведена должным образом, то наилучшими окажутся возможности, создаваемые аналитиками, а не финансовыми руководителями корпораций и их инвестиционными банкирами, которые нацелены на то, чтобы при благоприятном рынке сбыть акции по завышенным ценам.

Корректировка позиций

Лимитированные приказы и приказы на противодействие убыткам давно используются для управления торговлей акциями. В некоторых отношениях опционы можно рассматривать как средство получить плату за то, что все равно предполагается сделать. После того, как акции компании *X* поднялись от 40 до 60, от заниженной цены к завышенной, инвестор начинает размышлять о том, чтобы переложить следующие 20

пунктов роста на кого-либо другого, но компания пока еще в полном порядке. Продать колл-опционы с ценой исполнения 60 — то же самое, что распорядиться о продаже, но принять при этом 4 пункта в виде премии. Продажа такого колл-опциона может быть способом сэкономить на комиссионных брокеру.

Если инвестор был бы рад купить акции компании $У$ по 25, тогда как они продаются по 28, с его стороны было бы логичным продать ему за $1\frac{1}{4}$ семимесячный пут-опцион с ценой исполнения 25. Это то же самое, что получить деньги за лимитированный приказ продавать ниже рынка и чистая стоимость оказывается равной $23\frac{3}{4}$.

В общем, аналитик ценных бумаг питает отвращение к покупке опционов или акций, покрытых опционами, потому что эта стратегия требует очень точного, превышающего возможности аналитика предвидения будущих цен. Аналитик обязан точно учитывать все факторы, имеющие непосредственное отношение к анализируемой компании, но это не относится к факторам, влияющим на динамику движения отраслей, секторов и рынка в целом, которые могут определить результаты инвестирования в краткосрочной перспективе, равной длительности опционных контрактов. Поэтому продавец покрытого колл-опциона может избегать контактов с теми, кто занимается отбором акций для инвестирования, поскольку в нем ценят как раз искусство сбывать опционы по завышенной цене и он должен избегать досрочного погашения.

Часть 5

**Роль аналитика
ценных бумаг**

Глава 36

Управление корпорацией

Знающий, опытный аналитик ценных бумаг обладает уникальной подготовкой, чтобы консультировать инвесторов по широкому кругу вопросов, связанных с управлением корпорацией. Он не должен пренебрегать знанием или перекладывать на других обязанность быть осведомленным о правах и ответственности, связанными с владением акциями американских компаний.

Аналитический подход и политико-правовые аспекты

Здесь нас не интересуют правовые и политические аспекты управления корпорацией, хотя они и важны. Здесь мы будем говорить только о роли аналитика ценных бумаг, который должен реагировать на события и практику управления, влияющие на оценку корпораций, а значит, и на результаты инвестирования. Бесспорно, что именно стоимость обыкновенных акций особенно чувствительна к особенностям прав собственности на акции, которые являются базой для участия инвесторов в хозяйственной жизни США.

Будучи аналитиками, мы прежде всего интересуемся вопросами оценки ценных бумаг, а не глубокими проблемами прав собственности. Тем не менее широкие вопросы об ответственности руководства корпораций перед акционерами заслуживают нашего самого пристального внимания,

поскольку неразрешенные конфликты интересов, расточительное управление активами и безотчетность разрушают ценность капиталовложений.

Поступательное, длящееся уже несколько десятилетий разрушение прав акционеров создало ситуацию, которую Берл и Минс описали в своей классической работе уже в начале 1930-х годов: «Для современных корпораций характерно то, что акционер уступил ряд хорошо определенных прав в обмен на расплывчатые ожидания. Общим результатом возрастания власти советов директоров стало постепенное уменьшение прав акционеров, в удовлетворении которых он мог бы быть уверен»¹.

Этот приговор вполне справедлив и для ситуации конца 1980-х годов. Разделение функций собственности и управления, сосредоточившегося в руках профессиональных менеджеров, стало еще более резким за десятилетия, прошедшие после того, как Берл и Минс с такой ясностью описали эту ситуацию².

Безболезненное умерщвление акционеров

Уничтожение прав акционеров

Изначально условия контракта с акционерами включали:

- ограничение направлений деятельности компании;
- определение допустимой структуры капитала;
- преимущественное право на покупку новых выпусков акций;
- право контроля над выпуском ценных бумаг, способных изменить долю участия в собственности и доходе (включая опционы и варранты);
- ограничение возможностей руководства компании на эмиссию методом «бланковых чеков» (как обыкновенных, так и привилегированных акций).

Эти положения уставов корпораций, задуманные для защиты договорных позиций акционеров, были вычеркнуты в период, когда Берл и Минс писали свою работу. С тех пор, особенно с конца 1940-х годов, юристы корпораций и инвестиционные банкиры заработали большие гонорары за советы руководству, как «повысить гибкость» при эмиссии больших объемов обыкновенных и привилегированных акций, разрушая одновременно преимущественное право прежних акционеров на покупку новых акций.

¹ *Berle A.A. and Means G.C. The Modern Corporation and Private Property. Rev. ed. New York: Harcourt Brace&World, 1968, p.244.* Первым изданием книга вышла в 1932 г.

² См. также предисловия и примечания к указанному изданию, а также работу профессора Берла «Power Without Property» (New York: Harcourt Brace, 1959).

В то же время с помощью механизма голосования по доверенности усиливался контроль руководства над советом директоров, для чего вводили запрет на кумулятивное голосование, правило о частичном обновлении совета директоров, а также требование сверхквалифицированного большинства голосов при отзыве директоров. Запрещено созывать собрания акционеров без уведомления корпорации и проводить голосование по почте, чтобы предотвратить возможность инициатив, не контролируемых руководством корпорации. Было оспорено даже право акционеров голосовать о месте проведения годового собрания, поскольку, видите ли, совет директоров располагает лучшими возможностями для принятия такого решения. Руководству крупных публичных компаний даже не приходит в голову идея узнать мнение акционеров по этому поводу.

Акционеры не имеют своих представителей

Может показаться, что создание комитетов, выдвигающих кандидатов в члены совета директоров, обеспечивает независимость этого органа. Но на практике руководство корпорации способно влиять на отбор подходящих кандидатов. Совсем не факт, что пересекающиеся составы советов директоров вещь нежелательная, но возникают вопросы об их независимости. Когда директор *A* участвует в работе комитета по вознаграждению менеджеров в компании *X* и там одобряет решение о премиальных для председателя совета директоров *B*, можно быть уверенным, что когда *B* будет участвовать в принятии решения о стимулировании *A*, он не поспежит.

Типичное извещение о полномочиях отражает единодушие голосующих по многим вопросам. Если мнения директоров никогда не расходятся при обсуждении сложных вопросов, можно ли представить, что они действительно добросовестно выполняют свой долг или они просто принимают все, что ни предложат менеджеры компании? С точки зрения акционеров, независимости директоратов просто грош цена.

Полную противоположность этому составляет беспристрастный директор, определенный правилами Комиссии по ценным бумагам и биржам в Законе об инвестиционных компаниях 1940 г. Его ответственность четко определена в условиях контракта с организацией, управляющей регулируемой инвестиционной компанией (взаимный фонд), и такой беспристрастный директор является представителем акционеров, уполномоченным контролировать условия контрактов с менеджерами, расходы фонда, эффективность, выплату дивидендов и оказание услуг акционерам. Когда совет организован таким образом, подотчетность управляющих наглядна и надежна, что выгодно отличает эту ситуацию от типичного корпоративного совета директоров. Нет сомнений, что концепция беспристрастного директора взаимного фонда работает, и работает хорошо.

Наконец, тот факт, что при многих тысячах участников советов директоров мы почти не знаем случаев несогласия, протестов и добровольных отставок, неизбежно поднимает вопросы о системе в целом. Составленный Американским институтом права проект управления корпорацией свидетельствует о том, что ответственные профессионалы признали необходимость заново пересмотреть и переосмыслить некоторые правовые принципы. Правда, известны случаи, когда в критических ситуациях советы директоров предпринимали меры по перестройке компании или ее руководства. Таковы примеры с перестройкой компании Chrysler в начале 1960-х, Penn Central и ряда других крупных банков в 1970-х и 1980-х. Эти примеры показывают, что в крайних ситуациях советы директоров способны действовать эффективно, но обычно это происходит только после того, как акционеры уже понесли серьезные убытки. Эффективность организации хозяйственной жизни в США зависит от оперативности и точности надзора за действиями управленцев. Строго говоря, последней контролирующей инстанцией является рынок ценных бумаг, но он всегда реагирует на падение эффективности управления с некоторой задержкой, а не с упреждением.

Нужны независимые директора

Критики системы часто поднимают очевидный вопрос о роли менеджеров в разработке и реализации систем поощрения. Получают ли комитеты по вознаграждению за результаты независимых исследований достойные и достаточные уровни жалования и премиальных? Участвуют ли представители руководства в обсуждении этих вопросов? Участвуют ли они в голосовании по вопросу об условиях найма самих себя? В извещениях о полномочиях вы не найдете ответа на эти вопросы.

Менее заметны, но еще более важны те элементы структуры вознаграждения менеджеров, которые непосредственно затрагивают собственные интересы акционеров. Вот несколько примеров.

- *Измерение эффективности.* Примером служат подразделения корпорации, вознаграждаемые за рост прибыли на акцию. Увеличение доли нераспределенной прибыли и привлечение долга способствуют росту этого показателя. Разумнее было бы использовать показатель доходности на средний совокупный капитал.
- *Права на повышение стоимости акций и фантомные акции.* Получатели полностью участвуют в доходе от возможного повышения курса, но, в отличие от акционеров, не несут никакого риска снижения курса. Опцион на покупку акций по специальной цене служащими компании представляет собой, в конце-то концов, очень существенную форму вознаграждения. Он должен составлять не менее 40% цены акции. Если курс акций упадет, служащие могут сделать аналогичную покупку на рынке и окажутся вполне защищенными.

- *Предложение акционерам прав на покупку акций новых выпусков.* Можно утверждать, что предложение акционерам права на преимущественную покупку новых выпусков обыкновенных или привилегированных акций делает менее значимыми вопросы о выборе времени эмиссии и о цене акций. Предоставление существующим акционерам прав на покупку акций по цене, уступающей рыночной, совершенно законное и, может быть, даже желательное дело. Но в результате такой операции страдает та часть вознаграждения служащих, которая привязана к цене акций. Схемы реинвестирования дивидендов, конечно же, представляют собой преимущественное предложение независимо от наличия скидки от рыночной цены. Сейчас это почти единственная используемая форма преимущественных прав акционеров.
- *Договора найма.* Вряд ли разумно удерживать в соответствии с условиями договора руководящего работника, не желающего работать. Если здесь кто-то и выигрывает, то только менеджер, что совершенно понятно в случае «золотых парашютов», гарантирующих ему в качестве компенсации за увольнение при смене руководства вознаграждение в размере 2—3-летнего оклада. И к этому привели доводы в пользу щедрого жалования и премиальных, как вознаграждение за отсутствие гарантий занятости?

В большинстве случаев эти и подобные вопросы разрешаются на основе здравого смысла и разумного согласия всех участников. В конечном счете, за высшее качество управления нужно платить полную конкурентную цену. Случаи обмана приносят системе плохую репутацию, но ведь на деле акционерам нужна не экономия на оплате руководства, а устранение посредственных руководителей. Аналитики ценных бумаг имеют прекрасную возможность на основании углубленного изучения отраслевых условий и факторов конкуренции оценивать качество руководства.

Роль независимых директоров критически важна не только для решения вопросов о вознаграждении высших служащих, для оценки их успехов и для обеспечения упорядоченной замены руководства, хотя все это чрезвычайно важные функции. Но главной ответственностью совета директоров является более фундаментальный вопрос об эффективности использования капитала. При отсутствии убедительных доказательств обратного каждый акт ликвидации того, что было прежде куплено, каждая операция реструктуризации в ответ на внешнее давление, каждое масштабное списание активов и каждое поглощение могут служить признаками того, что директора не выполняют своего долга перед акционерами. Совет опытного и осведомленного аналитика поможет в понимании ситуации тем членам совета, которые ищут способы максимизировать стоимость предприятия.

Налетчики необходимы

Если руководство корпорации полностью контролирует совет директоров или последние просто не видят изъянов в управлении, акционерам остается либо избавляться от акций, и скорее всего задешево, либо объединиться для изменения ситуации. На практике это по силам только человеку или группе, располагающим достаточными ресурсами. И такой «диссидент», «налетчик» или соперничающая фирма обнаружат, что добиться изменений с помощью механизма голосования по доверенности дело нелегкое³. Поэтому главным методом решения проблемы стало предложение о приобретении значительной части размещенных на рынке акций.

Предполагается, что некоторые такие операции по скупке акций заканчиваются расчленением компаний, распродажей крупных подразделений, снятием сливок с оставшихся и использованием доходов для погашения кредитов, взятых под захват компании. Это хищническая и разрушительная стратегия, не способствующая экономическому развитию. Но реальный вопрос не в том, нравится ли нам это и симпатичны ли те, кто проводят такие операции. Это просто единственный способ, который во многих случаях позволяет повысить эффективность использования капитала. Более того, каждый успешный набег напоминает *всем* управляющим и директорам компаний, что следует лучше контролировать расходы, создавать рынки, повышать прибыльность и с максимальной стабильностью выплачивать дивиденды. Несмотря ни на что, акционеры должны быть признательны налетчикам, поскольку без них было бы порой просто невозможно вывести из сонливости руководство корпораций и заставить их действовать.

Только независимый аналитик ценных бумаг, знакомый с прошлой практикой налетчика и с состоянием дел в компании, на которую тот нацелился, может разумно оценить — есть ли альтернатива тому, что предлагает налетчик. Предлагаемая им цена обычно не превышает последних котировок плюс премия, достаточная, чтобы запустить механизм массового сброса акций. Аналитик должен оценить, как соотносится предложенная цена с суммой внутренней стоимости компании и надбавки за контрольный пакет.

Достойная альтернатива

В результате того же самого длительного процесса, который освободил акционеров от прав и ответственности собственников, право при-

³ В 1981—1985 гг. руководство корпораций сумело победить в 40% случаев, и в немалом числе случаев дело окончилось взаимным соглашением. См. *Schrager R. Corporate Conflicts: Proxy Fights in the 1980s*. Washington, D.C.: Investor Responsibility Research Center, 1986; and *Heard J.E. and Sherman H.D. Conflicts of Interest in the Proxy Voting System*. Washington, D. C.: Investor Responsibility Research Center, 1987.

нения решений перешло сначала к советам директоров, а от них — к руководству компаний. Акционеры превратились в мелкий источник раздражения, и чтобы отделаться от них, достаточно хвalebных отчетов и растущих дивидендов. Только налетчики и, конечно, средства информации в состоянии призвать руководителей корпораций к ответу до того момента, пока не происходит действительной катастрофы или не оказываются нарушенными правила, установленные Комиссией по ценным бумагам и биржам.

Аналитики ценных бумаг в состоянии оказывать влияние на инвесторов, управляющих портфелями ценных бумаг, и на рынке, но чаще всего они следуют принятому на Уолл-стрите правилу: «Если ты не согласен с руководством корпорации — продавай акции». Для проведения профессионального анализа способности получать прибыль и стоимости предприятия не нужны стимулы в виде предложения о скупке акций, о выкупе компании в кредит с целью перевода в частный сектор или о слиянии с другой компанией. Крупные акционеры и кредиторы в состоянии обратиться к помощи аналитика, чтобы, сохраняя позиции инвесторов, изменить положение дел в компании. Зачастую оказывается возможным — в стороне от общественного внимания и без противостояния — конструктивный диалог с руководством об изменении стратегии управления. Это достойная альтернатива тактике набегов, которые нередко оказываются разрушительными.

Акционеров лишили права голоса

Все чаще «в интересах гибкости и для сокращения расходов на проведение собраний акционеров» (стандартное объяснение отказа в праве принимать важные решения) право голоса вырождается в привилегию одобрить список кандидатов в совет директоров и выбор независимых аудиторов. Утверждение схем стимулирования служащих и ограничения ответственности директоров остаются теми вопросами, по которым акционерам разрешено одобрительное голосование. Поскольку решения относительно слияний и поглощений остаются основными правами акционеров, в 1980-х годах возникла тенденция к тому, чтобы убедить их отказаться от своих прав и ответственности при принятии такого рода решений.

Выбор директоров

Одна акция, один голос. Давнишним способом обеспечить себе контроль над советом директоров является создание нескольких классов акций с разными правами голоса. Этой практике следуют компании Dow-Jones, Wang Laboratories, New York Times, Hershey Foods, McCormick и

многие другие⁴. Новый прием в 1985 г. применила компания Potlatch Corporation, которая предоставляет по 4 голоса на акцию и находится в одних руках более 48 месяцев. Поэтому владельцы акций, уверенные, что при голосовании почти по любому вопросу они проиграют, практически не имеют права голоса. Традиционную позицию Нью-Йоркской фондовой биржи больше не принимают во внимание.

Кумулятивное голосование. У акционеров часто бывает право накапливать свои голоса в пользу единого кандидата. Кумулятивное голосование почти утратило значение в период после Второй мировой войны. Редкий случай восстановления этого права, как, например, в компании Burlington Industries, объясняется тем, что 40% ее акционеров, как говорят, участвуют в попытке захвата компании.

Частично обновляемые советы директоров. Если только 1/3 совета подлежит переизбранию в текущем году, право голоса было благополучно ликвидировано на 2/3. Зачастую в компаниях с частично обновляемыми советами директоров существуют правила, предотвращающие смену директоров, за исключением случаев, когда есть особые причины, или инициатива других директоров, или сверхквалифицированное голосование. К маю 1986 г. 223 компании из входящих в перечень Fortune 500 имели такого рода советы.

Ограничения прав акционеров

222 компании из входящих в перечень Fortune 500 недавно лишили своих акционеров права на созыв внеочередных собраний, на принятие решений письменным согласием, и требуют квалифицированного большинства (обычно от 75 до 80%) для изменения уставных норм.

Защита от поглощения

Помимо обозначенных выше нарушений права голоса, компании используют для самозащиты целый арсенал «отпугивателей акул».

Сверхквалифицированное голосование. Если акционерам нужно большинство в 75—80%, чтобы преодолеть вето совета директоров на слияние с другой компанией, значит, совету принадлежит фактическое право вето на решения большинства акционеров.

⁴ Из компаний, входящих в список Fortune 500, 30 имеют акции с неравными правами голоса. Эти сведения и другие данные по этой группе крупных компаний взяты из: *Rosenbaum V.K. Takeover Defenses: Profiles of the Fortune 500.* Washington, D. C.: Investor Responsibility Research Center, 1987. Это исследование содержит данные о 424 из крупнейших 500 компаний.

Требование справедливой цены. Уставные положения 158 компаний из входящих в перечень Fortune 500 требуют ради предотвращения несправедливости, чтобы захватчик выплачивал всем акционерам одинаковую честную цену. Речь идет, разумеется, о равенстве, но одновременно и о том, чтобы повысить расходы на приобретение контроля. Обычно эти положения перестают действовать, если сделка одобрена советом директоров.

Предоставление свободы действий на эмиссию привилегированных. Обычно право на эмиссию привилегированных акций, особые условия для которых полностью зависят от решения совета директоров, дается надолго и нацелено, скорее, на поглощение, чем на предотвращение захвата. Когда 362 компании из входящих в перечень Fortune 500 к середине 1986 г. застолбили за собой право на такую эмиссию, стало понятно, что это наиболее распространенное и легкодоступное средство противостоять поглощению посредством эмиссии. После того как ошеломленные акционеры компании Schumberger дали своему совету директоров право на выпуск 200 млн привилегированных акций (при наличии всего 285 млн обыкновенных), компания оказалась настолько смущена, что добровольно приняла ограничения на возможный объем эмиссии.

Право на эмиссию обыкновенных акций. Для защиты от захвата могут быть использованы громадные объемы неэмитированных акций, если есть право на их эмиссию. С аннулированием преимущественного права на покупку акций стало возможным предоставлять опцион на акции дружественной приобретающей компании, а бланковые привилегированные акции можно в таком случае сделать конвертируемыми. Знающий аналитик ценных бумаг имеет прекрасные возможности, чтобы различить, понадобилось ли испрашиваемое право на эмиссию для решения каких-то задач или только для отпугивания недружественных захватчиков.

Отравленные пилюли. Преимущественно после 1983 г. 143 компании из списка Fortune 500 эмитировали права на покупку новых выпусков акций компании или новой организации в случае поглощения на исключительно благоприятных условиях — обычно 50% рыночной цены⁵. Это делает принятие предложения о скупке акций малопривлекательным, поскольку поглощающей компании нужно быть готовой существенно увеличить свои расходы, то есть она должна быть готова про-

⁵ Это данные на май 1986 г. С тех пор, несомненно, и другие компании принимали похожие меры. По данным Investor Responsibility Research Center, к февралю 1987 г. примерно 370 публичных компаний имели планы обзаведения отравленными пилюлями.

плотить отравленную пилюлю. Эмиссия прав обычно не требует согласия акционеров, и его и не запрашивают.

Зеленая метка. *Зеленая метка*, выкуп собственных акций у налетчика с надбавкой к рыночной цене — это средство остановить уже начатую попытку недружественного захвата. Акционеры логично требуют запрета такой практики, поскольку это несправедливо и ведет к напрасному расходованию активов корпорации. Такова же позиция некоторых руководителей корпораций, которые полагают, что это может отпугнуть потенциальных покупателей. 37 компаний, входящих в список Fortune 500, приняли правила, запрещающие такую практику.

Золотые парашюты. Соглашения о выплате щедрых выходных пособий в случае смены руководства представляют собой, бесспорно, рост расходов на приобретение компании, но эти расходы могут и не носить материального характера. При этом обычной практикой является то, что от акционеров не требуют утверждения соответствующих соглашений, что лишний раз напоминает об их бесправии и изоляции от принятия решений. Серебряные парашюты, которые затрагивают вопросы компенсации для очень большого числа служащих или даже для всех, вызывают меньше отрицательных реакций и могут быть даже более эффективными. Пенсионные парашюты обеспечивают расходование в пользу персонала всех избыточных средств, оказавшихся в пенсионном фонде.

Итоговые результаты. Итоговый результат действия всех этих разновидностей «отпугивателей акул» заключается в том, что право определять будущее собственной компании отнимают у акционеров и передают совету директоров, независимость которых далеко небесспорна. Точнее говоря, директорам, не входящим в руководство компании, может быть дан особый голос, а для анализа условий может быть приглашен инвестиционный банк, но общие результаты не избавляют от сомнений. В некоторых случаях акционеров просили рассмотреть вопрос о выкупе компании менеджерами, но только для того, чтобы побудить внешних претендентов повысить цену. Например, в случае компании Stokely — Van Camp менеджеры, участвовавшие в операции, предложили акционерам по 55 дол. за акцию, так что в результате конкурирующие предложения дошли до 77 дол.⁶

В этих случаях акционеров лишили права голоса, но, пожалуй, им это было выгодно. Если в условиях общего рыночного спада налетчики

⁶ Вдумчивое рассмотрение этих вопросов см.: Longstreth B. Management Buyouts: Are Public Shareholders Getting a Fair Deal? // DeMong R.F. and Peavey III J.W., eds. Takeovers and Shareholders: The Mounting Controversy. Charlottesville, Va.: Financial Analysts Research Foundation, 1985.

стремятся задешево скупить компанию, чтобы затем ее расчленить и с выгодой ликвидировать, может быть, и выгоднее держать их на расстоянии и дать руководству возможность ко всеобщей выгоде продать компанию в более благоприятной рыночной ситуации. Тогда единственный способ помешать спекулянтам, стремящимся к быстрой наживе, установить контроль над компанией, может заключаться в том, чтобы лишить акционеров права голоса по вопросу о поглощении.

Если предложение о скупке акций делается в соответствии с правилами регулирования, руководству, директорам и акционерам редко удастся предотвратить захват. Единственный выход для них — сделать условия присоединения невыгодными. И в этом случае налетчики будут первыми, кто предложит акции тому, кто дает более высокую цену. Для многих акционеров, особенно представленных трастовыми фондами, трудно отказаться от цены, существенно превышающей рыночную. Аналитик должен в таком случае прийти к выводу, что цена акций была очень сильно занижена и что предложенная захватчиками цена даже с учетом премии за контрольный пакет все еще существенно ниже внутренней стоимости. К тому же для большинства институциональных инвесторов принятие надбавки за контроль является почти что обязанностью, поскольку они покупают акции ради вложения средств, а не для управления компаниями. Да в сущности, «контроль» им и не принадлежит, и их долг перед вкладчиками состоит в том, чтобы в ситуации захвата компании с выгодой реализовать свою долю в праве на управление.

С учетом всех этих обстоятельств инвестору приходится принимать трудное решение. Нужно ли принимать выгодное предложение о продаже или лучше сохранить долговременные инвестиционные возможности? А может быть, нужно дать время новому руководству или новой стратегии управления, чтобы плоды преобразований достались прежним акционерам? Иногда у опытного аналитика ценных бумаг возникают серьезные доводы в пользу того, что еще выгоднее сохранить прежнюю структуру корпорации и руководство. Тогда было бы логичным иметь не постоянно действующую защиту от поглощения, а такую, которая бы переставала действовать через 3—5 лет. Такого рода временный иммунитет от угрозы поглощения может оказаться очень выгодным для акционеров. Увы, но такого рода ограничения и система подотчетности были отвергнуты руководством корпораций и их консультантами.

Выводы. Перед аналитиком встает резонный вопрос: падает ли стоимость компании в результате принятия эффективных мер защиты от поглощения? Следует ли уменьшить значение мультипликатора из-за того, что корпорация оказалась защищенной от дисциплинирующего влияния рынка? Эмпирические исследования не дают однозначного ответа, но похоже, что когда задействованы все виды «отпугивателей акул», рыночная стоимость компании несколько снижается. Анализ сред-

них результатов не помогает, когда занимаешься конкретной компанией. Представляется логичным ожидание, что защищенность от возможных попыток овладеть компанией не может увеличить ее стоимость, но может только ее уменьшить. Насколько уменьшить? Это, конечно, зависит от перспектив данной компании при условии, что никто ее и не пытается захватить.

Если аналитик в состоянии выделить реальные элементы потенциального выигрыша от слияния с другой компанией, возникает возможность мирного слияния, столь обычного в прошлом. В конечном итоге единственной реальной защитой от попыток захвата, которая к тому же делает ненужными все ухищрения с «отпугивателями», является успех и повышение курса акций.

Будущее

Институциональные инвесторы начинают, наконец, проявлять интерес к вопросам управления корпорациями. Они все в большей степени осознают, что ставки слишком высоки, чтобы можно было позволить себе благодушную пассивность. Был момент, когда частные пенсионные фонды, неизменно поддерживавшие все инициативы руководителей корпораций, заслужили кличку «немые партнеры». Аналитики ценных бумаг в равной мере не проявляли интереса. Когда ситуация начала проясняться, лидеры инвестиционных фондов осознали важность ситуации и стали более откровенными⁷.

Добровольная ответственность, предусматриваемая Законом о пенсионном обеспечении работников от 1974 г. (Employee Retirement Income Security Act, ERISA), требует внимательного отношения к голосованию акционеров и другим вопросам управления корпорациями⁸. К чему бы в конечном итоге ни привел этот новый интерес, ясно, что прежние «немые партнеры» теперь заговорили и готовы активно участвовать в формировании будущего.

⁷ См. обсуждение проблемы у: *DeMong R.F. and Peavey III J.W.*, eds. *Takeovers and Shareholders: The Mounting Controversy*, p.68—102.

⁸ См.: *Heard J.E.* *Pension Funds and Contests for Corporate Control // California Management Review*, 1987, Winter, p.89—100.

Указатель компаний

- Abbott Laboratories 60, 174, 201, 534
Acme-Cleveland Corporation 295,
304—305
Aetna Life and Casualty Insurance 173,
303—304
Alcoa 18
Allstate Insurance 290
Aluminum Company 374
AM International, Inc. 173
AMAX Corporation 209, 406
American Brands 201, 347—348,
509, 558
American Can Company 176, 558
American Home Products 486—487
American Motors 489
American Sugar Refining 492
Amoco Corporation 19, 20
Archer Daniels Midland Company 173
Armco, Inc. 193, 306, 590
Armco Financial Services Group 193
Armco Steel 578
Arrow Electronics 531—532
Arthur Andersen & Co 118 ч.
Ashland Oil, Inc. 174
Avis 176
Avon Products 139
Becker, A.G., Inc. 102
Bethlehem Steel Corporation 231
Boeing 132
Borman's Company 415—419
Brad Ragan, Inc. 590
Bristol Myers Company 318, 341
Burlington Industries 647—648, 664
Capital Cities Communications 144
Carnation Company 132 ч., 291
Caterpillar, Inc. 567
CDA Investment Technologies, Inc.
520
Chevron Corporation 20—21,
141 ч., 651
Chrysler Corp. 660
CIT Financial Corporation 254
Citizens Utilities Company 595
Cleveland Cliffs Iron Company 506
Coca-Cola 580—581, 626
Coldwell Banker 290
Coleco Industries 19
Coopers & Lybrand 161
Crown Zellerbach 506
Data Resources, Inc. 65, 71

- Datapoint Corporation 649
Dayton Hudson 530—531
Dean Witter 290
Deere & Company 219
Domestic International Sales Corporation 173
Dow Chemical 19
Drexel Burnham Lambert 125
E.I. DuPont de Nemour and Company 135, 327
Equity Funding Corp. 169, 481
Eastman Kodak, Inc. 374
Enterra Corporation 567—568
Ex-Cell-O 132
Exxon Corporation 141 ч., 189, 406—408, 651
Firestone Tire & Rubber Company 219
First Manhattan Capital Management 536
Flight Transportation 481
Fluorocarbon Company 177
Food Lion 416, 420—421
General Electric 306, 592
General Electric Credit Corporation 289
General Foods 132 ч., 342, 356
General Mills 84, 85 ч.
General Motors Acceptance Corporations 42 ч., 289, 477
General Motors Corporation 42—44, 289
General Refractories Company 161
Georgia Pacific Corporation 301
Guilford Mills 353—354
Gulf & Western, Inc. 559
Hercules, Inc. 19, 391, 392—393, 398—404
Hershey Food 663
Hewlett Packard 592—594
Hilton Hotels Corporation 322
HIMONT, Inc. 402
Ibbotson Associates, Inc. 35 ч., 95 ч.
IBES 112
IBES International 123 ч.
IBM Corporation 202, 320, 328, 593
Ideal Basic Industries 176
Inco 374
Industrial Rayon 560
Intel Corporation 645—647, 650—652
Interactive Data Corporation 125
International Banknote 370
International Match Corp. 481
International Paper Co. 238, 372
Intertype Corp. 579—581
Itel 481
ITT Corporation 177, 343
J.M. Smucker Company 489
Johns Manville 559—560
Kroger 421
Kroger Partnership, Ltd. 280
LaSalle Machine Tool, Inc. 295
Lawyer's Title Insurance Corporation 286
Liggett Group 135, 505
Lockheed Corporation 196
Lynch, Jones & Ryan 123
McCormick & Company, Inc. 281, 663
McDonald's Corporation 549, 565
Madison Gas & Electric Company 28
Manufacturers Hanover Bank 254
Manville Corporation 136
Marathon Oil 562
Marion Laboratories 345
Maytag Company 225
Mead Corporation 331—333
Mobil Corporation 19—20, 141 ч., 312, 651
Monsanto Company 19, 494—495
Montgomery Ward 312
Nabisco Brands 132 ч.

- Nestle 132 сн., 136
Norton Company 220—221
P. Lorillard 135
Penn Central 46, 660
Philip Morris Companies,
Inc. 132 сн., 135, 342, 549, 558
Potlach Corporation 664
Prudential Equity Management
Associates 536
PSA, Inc. 564
Putnam Convertible Income—Growth
Trust 644
R.G. Ibbotson Associates, Inc.
95 сн., 608
RJ Reynolds. См. RJR. Nabisco
Resorts International 188
RJR Nabisco 132 сн., 135,
Robert Morris Associates 270 сн., 349
Rohm & Haas Company 391, 394—395,
397—404
Royal Dutch/Shell Transport
Group 141 сн.
Salomon Brothers 27 сн., 87, 124,
444
Saxon 481
Schlumberger, Dowell 286
Schlumberger, Ltd. 286, 356
Seagram Company, Ltd. 135, 327
Searle 494
Sears, Roebuck 290
Sears, Roebuck Acceptance 290
Shaw Data Services, Inc. 125
Shearson Lehman Brothers 83, 125,
444, 644
Sierra Pacific Resources 564—565
Southern Bell Telephone 473
Standard Oil of Indiana 20
Stokely Van Camp 666
Teledyne, Inc. 356
Texaco Incorporated 141 сн.
Texas Instruments 144
Texas Oil and Gas 562
Textron 132
Tonka Corporation 323, 331—332
Trinity Investment Management 536
Trust Universe Comparison
Services 517 сн.
Union Carbide 19, 136
U.S. Financial 481
U.S. Steel. См. USX Corporation
United States Tobacco Company 144
United Technologies Corporation
202—203
Universal Leaf Tobacco Compa-
ny 285—286
USX Corporation 558, 562, 626,
642—643, 652
Viatron 481
Wang Laboratories 663
Westgate 481
Wheeling Pittsburgh Steel 370
Windsor Fund 536
Winn-Dixie, Incorporated 144
Zacks 112

Именной указатель

- Альтман Э.И. (Altman Edward I.) 350 сн., 482, 499 сн.
- Арбайт Г.Л. (Arbit H.L.) 36 сн.
- Бадвелл III К.М. (Budwell III C.M.) 39 сн.
- Батлер У.Ф. (Butler W.F.) 67 сн.
- Баффит У. (Buffett Warren) 253
- Берл А.А. (Berle Adolph A.) 658, 658 сн.
- Берлинер Роберт Г. (Berliner Robert H.) 214 сн.
- Берман Д. (Berman D.) 123
- Бетке У.М. (Bethke W.M.) 599 сн.
- Бивер В.Г. (Beaver William H.) 36 сн., 46 сн., 149 сн., 163 сн., 482
- Блэк Р.Б. (Black Richard B.) 173
- Блэк Ф. (Black Fisher) 162 сн., 366 сн., 650 сн.
- Блум М. (Blum M.) 38 сн.
- Бодин З. (Bodin Z.) 86 сн.
- Бойд С.Е. (Boyd S.E.) 599 сн.
- Болл Р.Д. (Ball Raymond J.) 163
- Болдт Б.Л. (Boldt B.L.) 36 сн.
- Брайлов А. (Briloff A.) 566
- Браун Б.А. (Brown Barbara A.) 483 сн.
- Ванделл Р.Ф. (Vandell R.F.) 39 сн., 99 сн.
- Ван Хорн Д.С. (Van Horne J.C.) 614 сн.
- Вильямс Д.Б. (Williams John Burr) 542 сн., 596
- Вильямсон П.Д. (Williamson P.J.) 38 сн.
- Гастайно Г.Л. (Gastineau Gary L.) 650 сн.
- Глаубер Р. (Glauber Robert) 139 сн.
- Грей III В.С. (Gray III William S.) 59 сн., 70 сн., 97 сн.
- Грубер М.Д. (Gruber M.J.) 36 сн., 102 сн.
- Грэм Б. (Graham Benjamin) 15 сн., 46 сн., 253, 533 сн., 635
- Гудман Д.А. (Goodman D.A.) 39 сн., 537 сн.
- Дарст Д.М. (Darst D.M.) 81 сн.
- Девис П.Л. (Davis P.L.) 599 сн.
- Джонс К.П. (Jones C.P.) 39 сн.
- Джарроу Р.А. (Jarrow Rpbert A.) 650 сн.
- Додд Д. (Dodd David) 3 сн.
- Дуркин Т.А. (Durkin T.A.) 142
- Дьюк Р.Е. (Dukes R.E.) 163 сн.

- Зайкель А. (Ziekel A.) 127 сн.
Зайнберг Е.Д. (Zinbarg E.D.) 127 сн.
Йенсен М.К. (Jensen M.C.) 38 сн.
Кавеш Р.А. (Kavesh R.A.) 67 сн.
Кайзор М.К. (Kisor Manowm C.) 162 сн.
Кане А. (Kane A.) 86 сн.
Кассов Ш.Т. (Kassouf Sheen T.) 646
Кауфман Г. (Kaufman H.) 87 сн.
Кестер Г.В. (Kester G.W.) 39 сн., 99 сн.
Кимельман Н. (Kimelman H.) 87 сн.
Кинг Б.Ф. (King B.F.) 102 сн.
Клейн Л. (Klein L.) 67 сн.
Кнайсли Р.Л., мл. (Knisely R.L., Jr.) 517 сн.
Колман Д. (Kolman D.) 126 сн.
Коэн Д.Б. (Cohen J.B.) 127
Крокет Д. (Crocket J.) 38 сн.
Кэмпбелл У.Д. (Campbell Walter J.) 483 сн.
Ларгэй III Д.А. (Largay III James A.) 279 сн.
Латан Г. (Latane H.) 39 сн.
Леви Г. (Levy H.) 362 сн.
Левин С.Н. (Levine S.N.) 67 сн.
Линтнер Д. (Lintner John) 139 сн.
Литтл Я.Д. (Little Ian M.D.) 139 сн.
Лонгстрейф Б. (Longstreth Bevis) 666 сн.
Магинн Д.Л. (Maginn J.L.) 59 сн.
Майерс С.К. (Myers S.C.) 614 сн.
Майчод Р.О. (Michaud R.O.) 599 сн.
Маквильямс Д.Д. (McWilliams J.D.) 599 сн.
Макгилл Д.М. (McGill Dan M.) 135 сн.
Макдоналд Р. (McDonald R.) 86 сн.
Маккей Ч. (Mackay C.) 36
Маккеон Д. (McKeon J.) 87 сн.
Малкиел Б.Г. (Malkiel B.G.) 139 сн.
Марш Т. (Marsh Terry A.) 596 сн.
Медор Д.В. (Meador J.V.) 138 сн., 143 сн.
Мертон Р.К. (Merton Robert C.) 596 сн.
Месснер В.А. (Messner V.A.) 162 сн.
Миллер М.Г. (Miller M.H.) 614
Минс Г.К. (Means Gardiner C.) 658, 658 сн.
Модильяни Ф. (Modigliani F.) 614
Молодовский Н. (Molodovsky Nicholas) 374
Мюррей Р.Ф. (Murray Roger F.) 46 сн., 504 сн., 507 сн., 509 сн.
Наммахер С.А. (Nammacher Scott A.) 500 сн.
Николсон С.Ф. (Nicholson S.F.) 537 сн.
Норби В.К. (Norby William C.) 46 сн., 214 сн.
Оффицер Р.Р. (Officer R.R.) 33 сн.
Пеави III Д.У. (Peavey III J.W.) 39 сн., 666 сн.
Платт Р.Б. (Platt R.B.) 67 сн.
Поляков М.Е. (Polakoff M.E.) 142 сн.
Редингтон Ф.М. (Redington F.M.) 451, 456
Рейнганум М.Р. (Reinganum M.R.) 39 сн.
Рендлман Р.Д., мл. (Rendleman R.J., Jr.) 39 сн.
Реншоу Е.Ф. (Renshaw E.F.) 39 сн.
Розенбаум В.К. (Rosenbaum Virginia K.) 664 сн.
Розенберг Б. (Rosenberg B.) 37
Рудд Э. (Rudd Andrew) 37
Сарнат М. (Sarnat Marshall) 362
Сатлиф Д.Г. (Sutliff D.G.) 46 сн.
Сид III А.Г. (Seed III Allen H.) 261 сн.
Смит Э.Л. (Smith Edgar Lawrence) 34 сн.
Стайгум М. (Stigum Marcia) 81 сн.

- Таттл Д.Л. (Tuttle D.L.) 59 сн.
Трейнон Д. (Treynor Jack) 37
Уайли Г. (Wille Howard) 124 сн.
Уэй Д. (Wei James) 599 сн.
Уолкер У.Б. (Walker Winthrop B.) 34
Фабрикант С. (Fabricant Solomon) 235 сн.
Фаррелл Д.Л., мл. (Farrell J.L., Jr.) 39 сн., 102 сн.
Фергюсон Р. (Ferguson R.) 38 сн.
Фишер И. (Fisher Irving) 84—86
Фостер Д. (Foster George) 163 сн., 350 сн.
Френд И. (Friend I.) 38 сн.
Фридман Б.М. (Friedman B.M.) 614 сн.
Халдеман Р. (Haldeman Robert) 482
Херд Д.Е. (Heard James E.) 662 сн.
Хикман Б.Д. (Hickman B. G.) 67 сн.
Хикман У. Б. (Hickman W. Braddock) 489
Хикс Д.Р. (Hicks John Richard) 154
Холланд П.С. (Holland P.S.) 86 сн.
Хомер С. (Homer Sidney) 84
Хоукинс Д.Ф. (Hawkins David F.) 483 сн.
Чемберлен С. (Chamberlin S.) 123 сн.
Чуг Л.С. (Chugh L.C.) 138 сн., 143 сн.
Шангкуан П. (Snabgquan P.) 599 сн.
Шарп У.Ф. (Sharpe William F.) 38 сн., 366 сн.
Шелтон Д.П. (Shelton John P.) 645 сн., 646
Шерман Г.Д. (Sherman Howard D.) 662 сн.
Шольц М. (Scholes Miron) 366 сн., 650 сн.
Шрагер Р.Е. (Schrager Ronald E.) 662 сн.
Эйнхорн С.Г. (Einhorn S.G.) 599 сн.
Элтон Е.Д. (Elton E.J.) 36 сн., 102 сн.
Янг Р.М. (Young R.M.) 67

Предметный указатель

А

Активы (Assets)

- дебиторская задолженность (receivables) 321—322
- деньги и приравненные к ним средства (cash) 320—321, 637
- долговременные (long-term) 325—328
- защита (protection) 494—496, 508—510
- иностранные (foreign) 176—177
- источник платежных средств (as source of payment) 477—479
- ликвидационная стоимость, игра активами и (asset plays, book value and) 344
- нематериальные (intangible) 251—253, 328—329, 397
- отсутствующие (absent) 172—173
- право на (claim on) 340, 505—506
- продажа (sale of) 174
- среднесрочные и более долгосрочные (intermediate and more longer-term) 326—328
- текущие (current) 319—323
- цена акций и (common-stock value and) 628—630
- чистые (net) 628—636

- Акции (Stocks). *См. также*
 - Обыкновенные акции;
 - Привилегированные акции
- анализ отчетов при выборе (statement analysis in selecting) 170—173
- выкуп собственных (repurchase) 356
- конвертация (conversion) 362—363
- не покрывающие стоимость текущих активов (sub-current-asset) 636—637
- облигации и (bonds and) 81—82
- падающие (declining) 576—581
- права на (rights) 362
- продажа и скупка собственных (sales and purchases) 355—356
- прогноз прибыли (projection of earnings of) 457—551
- растущие (growth) 541—542, 572—576
- расщепление (splits) 362
- сопоставление цен (price comparisons) 425—430
- Акции роста (Growth stocks) 572—576
- ограничение мультипликатора (limit on multipliers) 574—576
- отбор (selection) 520—524

- Акции роста (*продолжение*)
 формула текущей стоимости
 (present value formula) 541—542
- Акционеры, права (Shareholders rights) 658—660, 663—667
- Акционеры, право на собственный капитал (Claims on equity) 341
- Альтернативный минимальный налог (Alternative minimum tax) 299
- Американский институт дипломированных общественных бухгалтеров (American Institute of Certified Public Accountants, AICPA) 113, 122, 150, 360—361
- Амортизация (Depreciation) 228—251
 адекватность ставок (adequacy of charges for) 244—245
 аналитический подход (analyst's approach to) 229
 в авиакомпаниях (airline rates) 245—247
 в горнодобывающих и нефтяных компаниях (oil and mining companies rates) 247—251
 главные вопросы (leading questions regarding) 228
 движение денежных средств и (cash flows and) 262, 269
 капитализация процента и компенсация вложений капитала в строительство и (capitalization of interest and) 235—238
 нематериальных активов (intangible assets) 251—252
 необходимые издержки (as necessary costs) 281—282
 новых электростанций (on new utility plants) 234
 нормативный срок службы (useful lives) 241, 243—244
 отраслевые особенности (industry characteristics) 229—230
 начисление (computation of) 211—212, 231—234
 отложенные налоги и (deferred taxes and) 238—241
- Амортизация (*продолжение*)
 сопоставимость (comparability of) 169—171
 сравнение методов и ставок (comparison of rates and methods) 241—243
 стандартные методы (alternate methods) 230—245
 ускоренная (accelerated) 230—234
- Анализ баланса (Balance-sheet analysis) 317—356
- Анализ отчета о прибылях и убытках (Income statement analysis) 165—182
 неповторяющиеся события (nonrecurring items and) 173—180
 прирост и убыль капитала (capital gains and losses) 180—182
 производственная прибыль и (operating earnings and) 168—171
 связь между прошлыми показателями и будущим (past records and) 166
- Анализ финансовых отчетов (Financial statement analysis) 149—164
 бухучет и (accounting and) 149—152, 157—164
 доход и сохранение капитала и (income and capital maintenance and) 154—157
 корректировки и (adjustments and) 152—154
- Анализ ценных бумаг (Security analysis) 16, 45—52
 будущее и (future and) 143—144
 возможности и ограничения (scope and limitations of) 41—52
 как профессия (discipline of) 18—20
 масштабы (extent of) 130
 обусловленность прогнозов (perspective) 21—22
 оценка внутренней стоимости (intrinsic value approach to) 50
 оценка относительной стоимости (relative value approach to) 51

- Анализ ценных бумаг (продолжение)**
предвидение, подход (anticipation approach to) 50
предназначение (assignment) 515—526
рыночные и информационные проблемы (market and informational challenges) 46—47
стили инвестирования и (investment approaches) 518—524
фондовый рынок и (stock market valuation versus) 611
функции (functions) 48—52
экономический анализ и (economic analysis and) 70—79
- Аналитическая информация, источники (Information sources)** 111—127
- Аналитические зависимости (Analytical dependencies)** 42—45
- Аренда (Lease)** 329—335
инвестиционная (capital) 251, 330
эксплуатационная (operating) 251, 329—330, 331—334, 396—397
- Арендные филиалы (Leasing subsidiaries)** 288—291
- Арендуемые активы (Leaseholds)** 325
- Б**
- Базы данных (Databases)** 121—123
компьютерные (computerized) 112, 121
отчетных (as reported) 121—123
прогнозных (expectational) 112
скорректированные (adjusted) 121
- Базы отчетных данных (As-reported databases)**
Disclosure II Data Base 122
Media General Financial Services 122
Value-Line Data Base II 121—122
- Балансовая стоимость активов (Book value)**
альтернативные подходы к оценке (alternative computation) 343
- Балансовая стоимость активов (продолжение)**
на одну акцию (per share) 341—343
практическое значение (significance of) 344
- Балансовый отчет (Balance sheet)** 317—338
активы (assets on) 319—329
включение финансовых и арендных компаний (affiliates leases and) 288—291
вычисление прибыли по (calculations of earnings via) 354—355
для анализа стоимости активов (for asset value analysis) 345—348
оборотные средства и (working capital position and) 349—352
пассивы (liabilities on) 324, 329—338
пенсионного фонда (of pension plan) 206—207
резервы (reserves on) 185—186
структура капитала и (capital structure and) 348—349
учет и оценка запасов (inventory valuation for) 225—226
форма представления (presentation of) 318
- Банки, особый налоговый статус (Banks, special tax status of)** 307
- Бухгалтерский учет (Accounting)**
анализ отчетных данных (income statement analysis) 174
большой котел (big bath) 196
инфляция (inflation) 214
использование отчета о доходах (use of income statement) 167
накопительный учет (accrual) 159
мнение аудитора (auditor's opinion) 160—161
независимость движения средств (independence of cash flows from) 262
оборот денежных средств (cash cycle) 159—160

Бухгалтерский учет (продолжение)

- принцип реализации (realization principle) 160
- природа и ограничения (nature and limitations of) 157—164
- приток денег (cash inflow) 160
- революция в (revolution in) 149—150

В

- Варранты (Warrants) 644—650
 - встроенные (imbedded) 647—649
 - оценка (valuation of) 645—647
 - учет изменчивости (volatility) 649—650
 - учет (allowance for) 366—367
- Валовой национальный продукт, ВНП (Gross Domestic Income, GNP)
 - номинальный (nominal) 64, 71, 72, 85, 91, 97, 605—606
 - прогноз (projection) 75—79, 546—547
 - реальный (real) 64, 69, 71, 605—606
- Величина активов (Asset value) 156, 339—354
 - балансовая (book value) 341—343
 - действующее предприятие и (going concern and) 339—340
 - залоговая стоимость (collateral value) 340
 - измеритель капитала (as measure of capital) 341
 - измеритель надежности (as measure of safety) 341
 - инвестиционная стоимость и (investment values and) 343—345
 - как фактор оценки обыкновенных акций (in common-stock valuation) 625—640
 - на обыкновенную акцию (of common stock) 352—354
 - нематериальных (intangibles) 342—343
 - отрасли и (industries and) 638—640

Величина активов (продолжение)

- принадлежащих акционерам (equity claim) 341
 - при слияниях и приобретениях (merger and acquisition values and) 340
 - свободные денежные средства (free cash) 352—353
 - с учетом разбавления (dilution and) 341—342
 - чистых текущих (current, net) 635—638
 - Внебалансовое финансирование (Off-balance-sheet financing) 323
 - Внутренняя стоимость (Intrinsic value) 50, 53—62
 - подход: «за» и «против» (pro and cons of approach) 497—510
 - нормативные и динамические аспекты (normative and dynamic aspects of) 55
 - определение (definition) 54
 - сближение с ценой (convergence of price on) 59—62
 - факторы оценки (valuation factors) 54
 - цена и (price and) 55—59
 - Вознаграждение директоров корпорации (Employment contracts for corporate directors) 660—661
 - Выбор директоров (Election of directors) 663—664
 - Выкупные и амортизационные фонды (Sinking funds) 234, 324, 492—493
- Г**
- Газовые компании, особый налоговый статус (Gas companies, special tax status of) 308
 - Гипотезы об эффективности рынка (Efficient market hypothesis) 36—40
 - полусильная форма (semistrong form of) 37—38

- Гипотезы об эффективности рынка
(*продолжение*)
сильная форма
(strong form of) 38—40
слабая форма (weak form of) 36—37
- Голосование по доверенности,
заявление (Proxy statement) 115
- Государственные обязательства
(Government obligations) 23—24
- Грошовые облигации
(Nickel bonds) 464
- Грэм и Додд (Graham and Dodd)
концепция (concept) 9
принципы (principles) 9
традиция (tradition) 525

Д

- Движение денежных средств
(Cash flow)
амортизационные отчисления и
(depreciation and) 261
валовой доход (gross) 259—260
влияние отложенных налогов
(deferred taxes) 240
в пересчете на акцию
(per share) 368
дивиденды и (dividends and)
93—95, 258, 273
значение (importance of) 257—260
на рестройку
(restructuring and) 195
на покрытие чистых активов
(to total capital) 388
на покрытие старших обязательств
(to senior charges) 387—388
независимо от бухгалтерского учета
(independence from
accounting) 262
непрямые вычисления
(indirect method of accounting)
261—262
неразбериха с понятиями дохода и
(confusion between income
and) 280—282
доход после обслуживания долга
(positive, after debt service) 577

- Движение денежных средств
(*продолжение*)
поддержание основного капитала и
(capital maintenance and) 262
получать или реинвестировать
(cashing in, reinvestment
versus) 595
поступление денег (inflows)
267—269
приблизительная оценка
(approximation of) 259
прямой метод оценки (direct method
of computing) 264—276
расходование денег
(outflows) 269—272
расход на основную деятельность
(operating) 271
сопоставление трех методов
(comparison of methods of
computing) 277—279
финансовые операции и
(financing activities and) 273
- Дебиторская задолженность
(Accounts receivable) 267—268
- Деконсолидация
(Deconsolidation) 290—292
- Диверсификация (Diversification)
как фактор оценки
(as factor of valuation) 534—535
опять в моде (back in style) 525
проблемы прогнозирования
(earnings projections) 560—562
секторный анализ
(sector analysis) 101
стиль управления портфелем
(management style) 517—518
усреднение результатов
(averaging of results) 61—62
- Дивиденды (Dividends)
доля в прибыли (payout ratio) 385,
589—596
задолженность по
(dividend arrearages) 338
как фактор оценки внутренней
стоимости (component of intrinsic
value) 54

Дивиденды (продолжение)

- как фактор оценки фондового рынка (stock market valuation) 99
- капитализация (capitalization of) 362, 601—611
- на акцию (per share) 367—368
- оборотные средства и ограничение на (working-capital position and) 351—352
- по индексу S&P 400 (of S&P 400) 98
- право на (claim for) 503—505
- прогнозирование (projections of) 585—586
- реинвестирование (reinvestment of) 590—594
- роль в оценке обыкновенных акций (in common stock valuation) 587—599
- щедрые (liberal dividends) 589—591

Динамическое хеджирование (Hedging, dynamic) 468**Долг (Debt)**

- в защиту (in defense of) 622—623
- второстепенный (subordinated) 499
- дочерних компаний (of subsidiaries) 301
- корпоративный (corporate) 474—475
- оборотные средства и (working-capital and) 349—352
- ограничения на эмиссию (limitations on creation of) 492
- погашение (extinguishment of) 312, 399
- политика капитализации и (capitalization policy and) 622—624
- сомнительные (doubtful) 253—254
- чрезмерный (excessive) 618

Доход (Income)

- все включающий (all inclusive) 354—355
- движение средств и (cash flows and) 280—282

Доход (продолжение)

- подлежащий распределению (distributable) 276, 278—279
- оценка (estimating) 276
- признание (recognition) 173
- процентный (from interest) 268
- сохранение капитала и (capital maintenance and) 154—157
- чистый (net) 284

Дочерние предприятия (Affiliates)

- вычитание доли меньшинства (minority interest reduction) 284
- исключение результатов (exclusion of results of) 288
- консолидация результатов (consolidation of) 172, 283—284, 290
- метод пропорционального участия в собственности (equity method for) 284—286
- определение (definition) 283
- стоимостные методы (cost methods for) 286—287
- убытки (losses of) 293—294
- финансирование и аренда (finance and leasing) 288—291

Ж**Железные дороги, отчетность (Railroads, reports filed by) 114****З**

- Залоговая стоимость (Collateral value) 340
- Закон 1974 г. о пенсионном обеспечении работников (Employee Retirement Income Security Act, 1974) 204, 668
- Запрет приоритетных закладных (Prohibition of liens) 491
- Зарубежные операции (Foreign operations) 291—293
- активы и (assets and) 176—177
- деконсолидация и (deconsolidation and) 290

- Зарубежные операции (*продолжение*)
исключение из финансовых отчетов
(exclusion from financial reports) 284
нерепатрированная прибыль и
(unremitted earnings and) 292—293
подходные налоги и
(income taxes and) 301—302
- Здания, сооружения и оборудование
(Plant, property and equipment) 325
- Зеленая метка, захват корпораций и
(Greenmail, takeovers and) 666
- Золотые парашюты (Golden parachutes)
115, 661, 666
- И**
- Издержки (Expenses)
движение денег и
(cash flows and) 269—273
по предоплате (prepaid) 270
распределение во времени
(allocation over time) 227—228
- Иммунизация (Immunization)
доходности (of returns) 450—452
плана погашения облигаций
(of liability schedules) 456—457
при условии (contingent) 460—461
- Инвестирование как профессия
(Investing as discipline) 18—19
- Инвестиции (Investments)
анализ ценных бумаг и
(security analysis and) 518—524
внимание к внутренней стоимости
(emphasis on value) 526
возврат вложений (return of) 262
выбор времени (timing of) 538—539
отдача вложений (return on)
556—557
переоценка
(write-up or write-down of) 176
по критерию стоимости
(value) 584—585
расход денег и (cash flows and) 272
- Инвестиции (*продолжение*)
резервы на переоценку
(reserves against) 188
спекуляции или
(speculation versus) 574—576
стили (styles) 517—518
перекрестный подход
(cross-section approach)
518—519
с позиций предвидения
(anticipation approach)
518—523
ориентация на запас надежности
(the margin-of-safety approach)
523—524
пассивный подход (passive) 525
устаревший подход
(becoming outdated) 524
управление портфелем и
(portfolio management) 517—518
- Инвестиционные компании,
особый налоговый статус
(Investment companies, special tax
status) 307—308
- Инвестиционный налоговый кредит
(Investment tax credit) 300—302
- Инвесторы (Investors) 16—20
индивидуальные и
институциональные (individual
and institutional) 16—17
подходы сверху вниз и снизу вверх
(top-down and bottom-up
approaches) 17—18
- Индекс Доу-Джонса
(Dow-Jones) 626, 663
механическая оценка прибыли на
акцию (mechanical earning
estimates) 548—552
прибыль на акцию и изменения
этого показателя (P/E ratios and
change in earnings) 549—551
прогноз прибыли на акцию,
сделанный компанией Value Line
(Value Line earnings) 551—552
средняя прибыль на акции
промышленных компаний
(Dow-Jones industrial average)
371—373, 626

- Индексы состояния рынка (Indexes)
 S&P 400 (Standard & Poor 400) 89—93
 S&P 500 (Standard & Poor 500) 89
 Wilshire 5000 522
- Интуиция (Intuition) 579
- Инфляция (Inflation) 382
 оценка рынка акций и (stock market valuation and) 88—99
 прибыль от удорожания запасов и (inventory profits and) 212—214
 процентные ставки и (interest rates and) 88
- Истощение горнорудных запасов (Depletion) 250—251, 305
- К**
- Капитал (Capital)
 налогообложение курсового роста (taxation of) 300
 оборачиваемость (turnover) 379
 отложенные налоги и (deferred taxes and) 380
 полный (total) 396
 прирост (gains) 180—182
 собственный (common-stock) 391
 способность руководства использовать (management ability to use) 375—381
 средний или на начало года (average or beginning) 376
 структура (structure) 348—349, 613—624
- Капитализация (Capitalization)
 допуски на изменения (allowances for changes in) 361—363
 процента (of interest) 310
 себестоимости продукции (of production costs) 311—312
- Капиталовложения (Capital expenditures) 272, 275—276
- Качественные факторы (Qualitative factors) 131—145
 дополнение количественного анализа (supplementing quantitative analysis) 567
- Качественные факторы (*продолжение*)
 количественные аспекты анализа и (quantitative elements versus) 130—131
 компонент внутренней стоимости (component of intrinsic value) 54
 роль (importance of) 142—143
 ускользают от оценок (resistance to appraisal) 142
- Квартальные прогнозы спроса (Quarterly demand forecasts) 66
- «Китайские деньги» (“Chinese money”) 560
- Ключевые коэффициенты (Key ratios) 391—410
 для химических компаний (for chemical companies) 391—397
 корректировки (adjustments) 397—399
 сопоставление (comparisons of) 400—405
 натуральные показатели (physical data) 405—410
- Количественная корректировка стоимости активов (Quantitative adjustments, for asset values) 631—635
- Количественные факторы (Quantitative factors) 129, 145—146
 дополнение качественного анализа (supplementing with qualitative factors) 567
 запас прочности (margin of safety) 145—146
 качественные аспекты анализа и (qualitative elements versus) 130—131
 компонент внутренней стоимости (component of intrinsic value) 54
- Колл-опционы (Call options) 650—651
- Комиссия по ценным бумагам и биржам (Securities and Exchange Commission, SEC) 111, 113, 114—119, 659

Компания (Company)

- диверсифицированные (diversified) 560—562
 - доминирующие (dominant) 549
 - использование отчетных данных (use of income statement for) 166
 - мало пригодные для анализа (not well-suited to analysis) 531—532
 - малые (small) 631, 640
 - мошеннические операции (fraudulent) 168
 - перспективы (prospects of) 131—136
 - предоставление информации по запросам (direct information from) 127—128
 - пригодные для анализа (well-suited to analysis) 530—531
 - природа бизнеса (nature of) 131—136, 486, 507
 - прирост и убыль капитала (capital gains and losses of) 180—182
 - растущие (growth) 520—521, 573—576
 - спекулятивные (speculative) 614—616
 - частного сектора (privately owned) 628—629
 - эффект малых компаний (small company effect) 521—522
- Конвертируемые облигации (Convertibles) 641—644**
- выбор времени (timing) 642—644
 - разочарование (disappointing record of) 641—642
 - синтетические (synthetic) 652
- Конгломераты (Conglomerates) 560—562**
- Консерватизм бухгалтера (Conservatism of accounting) 160**
- Консолидация (Consolidation) 172, 283—284**
- Консолидация финансовых отчетов (Consolidated financial reports) 284**
- Корпоративные облигации. См. Облигации**

Корпорация (Corporation)

- аналитик в роли критика (analysts as critic of) 51—52
 - дивидендная политика (dividend policy of) 588—589
 - долг (debt of) 474—475
 - политика капитализации (capitalization policy of) 622—623
 - прибыли (profits of) 89—90, 546—547, 587
 - управление (governance) 657—668
 - акционеры и (shareholders and) 658—660
 - будущее (future) 668
 - выбор директоров (election of directors) 663—664
 - налетчики (raiders) 662
 - нужны независимые директора (need for independent directors) 660—661
- Корректировки (Adjustments) 152—154, 170**
- амортизационных отчислений (depreciation) 244—245
 - движения денег (cash flows) 267—269
 - иностранных активов (for foreign assets) 176—177
 - налоговых платежей (taxes) 173
 - обязательные, ситуационные и произвольные (mandatory, situational and judgmental) 152—153
 - оценок запасов готовой продукции (to normalize expense) 213, 223—226
 - пересчета из валюты в валюту (for foreign currency translation) 196—203
 - стоимости активов (for asset values) 631—638
 - резервы и (reserves and) 192—194
 - цель корректировок (purposes of) 153—154
 - явные и неявные (implicit versus explicit) 152

Корректирующий пересчет из валюты
 в валюту (Foreign currencies
 translation adjustments) 196—203
 анализ стоимости активов и
 (asset value analysis and) 347
 движение денежных средств и
 (cash flows and) 271
 ключевые коэффициенты и
 (key ratios and) 399
 Коэффициенты (Ratios)
 анализ (analysis) 357—390
 быстрой ликвидности
 (quick ratio) 350
 в расчете на акцию
 (per share) 358—363
 денежной ликвидности
 (cash ratio) 350
 диверсифицированные химические
 компании, сопоставление
 коэффициентов (for diversified
 chemical companies) 632—635
 дивиденды на акцию
 (dividends per share) 367—368
 другие (other ratios) 389—390
 кредитные (credit ratios) 385—389
 надежности (safety) 384
 осязаемые факторы и
 (tangible factors and) 374—375
 покрытия обязательств
 (payout ratios) 387—389
 прибыль на акцию
 (earnings per share) 360—362
 прибыльности (profitability)
 375—381
 разбавление прибыли и
 (earnings dilution and) 363—365
 резервы по ЛИФО и
 (LIFO reserves and) 323
 роста (growth rates) 381—383
 стабильности (stability) 383—384
 «цена к прибыли» (price/earnings)
 370—374
 ценовые (price ratios) 368—369
 Кредиторская задолженность
 (Accounts payable) 270

Кредитоспособность (Creditworthiness)
 критерии (standard of) 477—484
 определение (definition of) 484
 сомнительная (questionable)
 498—500

Л

Ликвидационная стоимость
 (Liquidating values) 344
 Ликвидность (Liquidity) 495—497, 509

М

Макроэкономические переменные
 (Macroeconomic variables) 51,
 70—71, 122—123
 прогнозирование (projections)
 74—77, 97—97
 Метод пропорционального участия в
 собственности (Equity method)
 анализ стоимости активов и
 (asset value analysis and) 345—346
 дочерние компании (for affiliates)
 284—286
 Мнение аудитора (Auditor's opinion)
 160—161
 Модели дисконтирования дивидендов
 (Dividend discount models) 587,
 588, 596—599
 Модель оценки кредитного риска
 ZETA 482—483
 Молодовского эффект
 (Molodovsky effect) 374, 634
 Мощности, производственные
 (Capacity, physical) 408
 Мультипликатор прибыли,
 ограничение (Earnings multiplier,
 limiting) 574—576
 Мультипликатор прибыли
 (Multipliers)
 диапазон значений (range of) 609
 для акций роста
 (for growth stock) 574—576
 теория и действительность
 (theory and actual) 619—622

Мультипликатор рыночный
(Market multipliers) 370

Н

Налог. См. Подоходные налоги

Налоговый кредит (Tax credit)
инвестиционный (investment) 301
иностраннный (foreign) 301—302
на доходы, извлекаемые на
зависимых от США территориях
(possessions tax credit) 302

Недвижимость, работа с
(Real estate industry) 280—281

Нематериальные активы
(Intangible assets) 328

амортизация (amortization of)
251—253

в расходах на бурение скважин
(intangible drilling costs) 250

ключевые коэффициенты и
(key ratios and) 397

обеспеченность акций прибылью и
(price-earnings ratios and) 371,
374

репутация (good will) 253—254, 312

ставка капитализации и
(capitalization rate and) 610—612

учет (asset values and) 342—343,
345

Нераспределенная прибыль
(Retained earnings)

взаимозаменяемость
(fungibility) 543

в рыночной цене
(in market price) 590—591

доступность (availability of)
589—590

риск и (risk and) 591—592

Нефтяные компании, особый
налоговый статус (Oil companies,
special tax status of) 308

Норматив денежной ликвидности
(Cash ratio) 350

О

Облигации (Bonds)

акции и (stocks and) 81—82

выкупные фонды
(sinking funds) 492—493

высококачественные выпуски
(high-grade series) 26—28, 83—84

грошовые (nickel) 464

замещающий обмен
(substitution swap) 442—443

иммунизация доходности
(immunization of returns)
450—452

иммунизация плана погашения
(immunization of liability
schedules) 456—457

иммунизация при условии
(contingent immunization)
460—461

и опционы (and options) 462—463

и фьючерсы (and futures) 462—463

казначейские (T-bills, treasury
securities) 437—438

как удостоверение о конфискации
(as certificates of confiscation)
472—473

кривая доходности (yield curve)
461—462

критерии инвестирования в
(standards for investment in)
485—500

максимизация дохода
(yield maximization) 434—435

мусорные (junk) 499—490

обмен с чистой прибылью
(pure yield pick-up swap)
440—442

падшие ангелы (fallen angels)
498—499

первично размещаемые с дисконтом
(discount, original issue) 464

предназначенные портфели
(dedicated portfolios of) 452—454

процентные свопы
(interest rate swaps) 466—467

- Облигации (*продолжение*)
- с нулевым купоном (zero-coupon) 464—465
 - с плавающей ставкой (floating-rate instruments) 462
 - структуризация управления (structured management) 467—469
 - уравновешивание по горизонту (horizon matching) 457—459
 - уравновешивание по деньгам (cash matching) 454—456
- Обслуживание долга (Debt service) 476—477
- стабильность и изменчивость (amplitude versus stability) 483—484
- Обусловленность прогнозов (Conditional forecasting) 21, 69—70
- Общепринятые правила бухгалтерского учета (Generally accepted accounting principles, GAAP) 113, 149—150
- Обыкновенные акции (Common stocks) 30—35
- анализ ценных бумаг и (security analysis and) 518—524
 - внимание к внутренней стоимости (emphasis on value of) 526
 - в портфеле ценных бумаг (as component in portfolios) 515—516
 - второсортные (secondary) 25—26
 - долгосрочная динамика цен (long-term price behavior of) 31—33
 - инвестирование в 1980-х годах (1980s, investment in) 524—526
 - оценка отдельных выпусков (individual issue values) 524
 - пассивное управление и (passive management and) 525
 - первосортные (primary) 25
 - силы изменений (changes and) 516—517
 - совокупная доходность (total return on) 35
- Обыкновенные акции (*продолжение*)
- стили инвестирования и (investment approaches and) 517—524
 - управление портфелем и (portfolio management and) 517—518
 - цикличность цен и (price cycles and) 33—34
- Обязательства (Liabilities)
- внебалансовые (off-balance-sheet) 329—337
 - отсутствующие (absent) 172—173
 - пенсионные (for pensions) 203—210
 - по отложенным налогам (for deferred taxes) 314—315
 - расходование денег (cash outflows) 269—272
 - резервы предстоящих расходов и платежей (reserves as) 185—190
 - среднесрочные (intermediate) 329—338
 - текущие (current) 270, 323—324
- Опережения (Leads) 77
- Опционы (Options)
- как вознаграждение (as compensation) 661
 - колл (call) 650—651
 - корректировка позиций и (adjusting positions and) 652—653
 - оценка (valuation of) 366, 650—651
 - пут (put) 651—652
 - синтетические конвертируемые (synthetic convertible and) 652
 - учет (allowance for) 366—367
- Основная регистрационная форма (Basic registration statement) 115
- Отравленные пилюли (Poison pills) 665—666
- Отраслевые журналы (Trade Journals) 126—127
- Отставания (Lags) 77
- Отчет о движении средств (Funds flow statement) 255—282
- анализ (analysis) 275—279

Отчет о движении средств

(продолжение)

- движение средств и
(cash flows and) 257—259
- недовольство отчетом
(dissatisfaction with) 263
- непрямой метод (indirect method for)
257—258, 261—264
- неразбериха с понятиями дохода и
движения средств и (confusion
between income and cash flows
and) 280—282
- производственная, финансовая и
инвестиционная деятельность и
(operating, financing and investing
activities and) 256
- прямой метод (direct method for)
256—257, 264—273

Отчет о прибылях и убытках

(Income statement)

- использование (uses of) 166
- метод оценки
(method of estimating) 264—274
- операции по реструкюрке и
(restructurings and) 192—196
- оценка запасов (inventory valuation)
225—226
- пенсии и другие выплаты
пенсионерам и (postemployment
benefits and) 204—210
- роль резервов (reserves and)
183—196

Отчеты (Reports)

- годовые (annual) 115—117
- форма 8-К 118—119
- форма 10-К 116—117, 201
- форма 10-К 117—118

Оценка обыкновенных акций

(Common-stock valuation) 49

- в суде (legal) 529
- «действующего предприятия»
("going concern") 49 сн., 54
- значение балансовой стоимости
(book value and) 344—345
- лучшие отрасли (best industries)
532—533

Оценка обыкновенных акций

(продолжение)

- на основе будущей прибыльности
(based on future earning power)
529—530
 - отдельных выпусков
(individual issues) 524
 - пригодность и непригодность для
анализа (issues suited and unsuited)
530—532
 - роль дивидендов
(dividend factor in) 587—600
 - роль чистых текущих активов
(asset-value factor in) 635—636
 - факторы оценки (valuation factors)
54
- Оценка товарных запасов
(Inventory valuation) 211—226
- анализ ценных бумаг и
(security analysis and) 223—225
 - базового или нормативного объема
запасов метод (base stock
or normal stock method for)
221—222
 - метод ЛИФО для розничной
торговли (LIFO) 222
 - средний и стандартный методы
(average and standard methods for)
222
 - розничный метод (retail method)
222

П

Пассивы. См. Обязательства

Пенсионные фонды (Pension plans)

- анализ активов (asset value analysis)
347—348
- балансовые пассивы (liabilities for)
337
- заккрытие и сокращение
(terminations of) 209, 337
- ключевые коэффициенты и
(key ratios and) 397—398
- консолидация баланса
(consolidation of) 205—207

- Пенсионные фонды (*продолжение*)
- обязательства по вознаграждению
прошлого труда (prior service
obligations) 207—208
 - со множеством нанимателей
(multi-employer) 203
 - с фиксированными взносами
(defined contribution) 203
 - с фиксированными выплатами
(defined benefit) 203—204
- Подходные налоги
(Income taxes) 297—315
- альтернативный минимальный
налог (alternative minimum tax)
299
 - дивиденды исключены на 80%
(dividend exclusion and) 299—301
 - доход отчетный и
налогооблагаемый (taxable versus
reportable income) 309—312
 - инвестиции и
(investment overview and) 315
 - налоговый кредит и (credits and)
300—302
 - не репатрированная из-за рубежа
прибыль и (unremitted foreign
earnings and) 292—293
 - особый статус отраслей
(special status for) 306—308
 - отложенные (deferred) 238—245,
304, 313—315
 - перемещаемость налоговых выгод и
(portability of benefits and)
305—306
 - право на возмещение прошлых
убытков и (carryforwards and)
305
 - процент истощения и
(depletion and) 247—251, 305
 - проценты, не облагаемые
(interest exempt of) 299
 - расходы на развитие и разработки и
(development items and) 253
 - чистые убытки от производственной
деятельности и
(net operating losses and)
303—305
- Потребительские расходы, личные
(Personal consumption
expenditures) 72—74
- Прибыль (Earnings)
- актуарная (actuarial) 208
 - будущая (future) 582—583
 - взаимозаменяемость
(fungibility of) 542—543
 - индекса S&P 400 (for S&P 400)
96—99
 - «истинная» (“true”) 162—164
 - качество (quality of) 371
 - корпораций (corporate) 546—547
 - нераспределенная (retained)
589—592
 - отложенные налоги как
(deferred taxes as) 380
 - от пересчета из валюты в валюту
(translations adjustments and)
196—198
 - от реализации (sales-profit margin)
90—91
 - от удорожания запасов (inventory)
212—213
 - отнесение на период (allocation of)
193—195
 - отчетная (reported) 162—164,
239—241
 - оценка рынка акций и
(stock market valuation and) 89
 - посленалоговая, корпораций
(corporate after taxes) 89—90
 - по ценным бумагам
(on companies securities) 179—180
 - прогноз по отдельным выпускам
(of individual stocks) 547—560
 - рыночного индекса
(for market index) 89—93
 - сезонные эффекты (seasonal) 584
 - совокупная (aggregate) 89—90
 - сокращение (decline in) 383
 - средняя (average) 568
 - стоимость активов и
(asset value and) 156
 - страхование и (insurance and) 177
 - текущая (current) 582—583

Прибыль (*продолжение*)

- тенденция (trend of) 138—142
- факторы, определяющие величину (variables affecting) 42—43
- финансовых компаний (of financial companies) 180—182
- циклическая и временная (cyclical and temporary) 583—584

Прибыль на акцию

- (Earnings per share, EPS)
- коэффициенты роста (in industry analysis) 424—425
- отчетная (reported) 361
- первичная (primary) 363
- полностью разбавленная (fully diluted) 364
- разбавление (dilution of) 363—368
- скорректированная (restated) 361
- формула и вычисление (calculation of) 359—361
- ценовые коэффициенты и (price ratios and) 404—405

Прибыльность (Profitability)

- коэффициенты (ratios) 44—45, 375—381, 414
- критерии надежности (as safety standard) 487, 508
- оборачиваемость капитала и (turnover ratios and) 401—402
- отраслевой анализ и (industry analysis and) 414—417
- оценка обыкновенных акций и (common-stock valuation and) 628—630
- показатели (measures of) 43—44

Привилегированные акции

- (Preferred stocks) 501—514
- балансовая оценка (carrying amount of) 347
- выкупные фонды (sinking funds) 325
- высококачественные (high-grade) 28—29, 506
- задолженность по дивидендам (dividend arrearages and) 338

Привилегированные акции

- (*продолжение*)
- как инструмент с фиксированным доходом (in analysis of fixed-income securities) 502—503
- как часть собственного капитала (as equity) 512
- обязательство по (liability for) 338
- подлежащие обязательному выкупу (mandatorily redeemable) 324
- право на дивиденды (claim for dividends) 503—505
- право на активы (claim on assets) 505—506
- современный статус (present status) 503

Принятие решений

- (Decision making) 21

Прогнозы (Forecasts)

- внешняя обусловленность (conditional) 69—70
- дивидендов (of dividends) 585—586
- долгосрочные (longer-term) 67—69, 74—77
- исключения (exceptional cases) 77
- ключевых тенденций (key trends) 75—77
- краткосрочные (near-term) 66—67, 70—74
- макро- и микро- (macro- and micro-) 71—74, 546
- международные факторы (international factors) 80
- метод детального анализа (explicit) 523—524
- отношение «цена/прибыль» (price-earnings ratio in) 549—550
- оценка ошибочности (risk of) 71
- политические факторы (political factors) 80
- предложения (supply) 69
- прибыли (of earnings) 545—562, 563—585
- профессиональный аналитический (by professional analyst) 551—553

- Прогнозы (*продолжение*)
 роль регулирования
 (regulatory factors) 80
 спроса (demand) 66
 технологические факторы и
 (technological factors and) 79—80
 циклические. См. Экономический
 анализ
- Продажи в рассрочку
 (Installment sales) 310
- Продолжительность облигаций
 (Duration) 84 сн., 447—450
- Процентные ставки (Interest rates)
 движение сбережений
 (savings flow and) 88
 инфляция и (inflation and) 85, 88
 на рынке облигаций
 (in bond market) 82—88
 номинальные (nominal) 84
 оценка рынка акций и (stock market
 valuation and) 98—100
 показатели (indicators of) 83—84
 прогнозирование (projecting)
 86—87
 реальные (real) 86
 рыночные (market) 84
 спрос на кредитные средства и
 (demand for funds and) 88
 управление сроком погашения и
 (maturity management and)
 445—450
 теория (theory of) 84—88
- Пут-опционы (Put options) 651—652

Р

- Разбавление балансовой стоимости
 (Dilution) 341
- Растущие компании
 (Growth companies) 520—522
- Расходы на предоплату
 (Prepaid expenses) 270, 327
- Резервы на покрытие безнадежных
 долгов (Bad debt reserves) 186,
 310—311

- Рост (Growth)
 быстрый (rapid) 572—573
 дивидендов (of dividends) 597
 за счет кредитов (by leveraging) 420
 инфляционный (inflationary) 382
 как критерий надежности
 (as safety standard) 487—488
 стабильность и (stability and)
 383—384
 стабильный (constant) 597
 фальшивый (false) 561
- Рынки ценных бумаг (Security markets)
 гипотезы об эффективности рынка
 и (efficient market hypothesis and)
 36—40
 поведение (behavior of) 26—35
- Рынок капитала, анализ
 (Capital market analysis)
 16, 81—100
 рынок акций и
 (stock market and) 89—100
 рынок облигаций и
 (bond market and) 82—88
- Рынок облигаций (Bond market)
 82—88, 433—469
 активное управление
 (active management in) 439—440
 купил и владеет (buy-and-hold
 management and) 434
 ориентация на краткосрочную
 выгоду (management for
 short-term returns in) 442
 параметры (dimensions of) 83
 показатели уровня процентных
 ставок (indicators for interest rate
 levels of) 83—84
 процентные ставки
 (interest rates in) 82—88
 сегментированные инвестиции и
 (segmented investing and)
 435—436
 секторное управление и
 (sector management and)
 443—444
 силы изменений (changes in)
 438—439

- Рынок облигаций (*продолжение*)
структуризация управления
(structured management) 467—469
управление риском
(risk control) 447—450
управление сроком погашения
(maturity management) 445—447
- С**
- Свопы (Swaps)
замещающие (substitution)
442—443
межсекторный (sector) 443—444
обмен с чистой прибылью
(pure yield pick-up) 440—442
процентные (interest rate) 466—467
- Серебряные парашюты
(Silver parachutes) 666
- Службы финансовой информации
(Financial services) 111
- Собственный капитал (Equity)
амортизирующая подушка
(equity cushion) 495—496, 509
отложенные налоги
(deferred taxes) 380
привилегированные акции
(preferred stocks as) 509
рентабельность (return of) 91—93,
345, 380, 564, 594—595
- Совет по стандартам финансового
учета (Financial Accounting
Standards Board, FASB) 111 сн.,
113 сн., 120 сн., 150, 159 сн.,
183, 187
- Сопоставимость (Comparability)
амортизационных отчислений
(depreciation and) 169—170, 212,
241—243
бухучета (of accounting) 159
диверсификация и
(diversification and) 561
товарных запасов
(of inventories) 169—170,
212—213, 223
- Сопоставимость (*продолжение*)
учет дочерних компаний и
(affiliates and) 289
- Способность получать прибыль
(Earning power) 563—586
акции роста и
(growth stocks and) 572—576
балансовая стоимость и
(book value and) 345
временные факторы
(temporary factors in) 562
защита (protection of) 496—497,
510—511
изменчивость (factor of variability)
533
как источник платежей
(as source of payments) 479—483
оценка, основанная на
(value based on) 529—530
падающие акции и
(declining stocks and) 576—582
подходы (approaches to) 563
прогнозирование дивидендов и
(dividend projections and)
585—586
прогноз прибыли и
(projected earnings and) 545—547
способность платить дивиденды и
(dividend-paying capacity versus)
587—588
стабильность (stability of) 488
статистика, достаточно длительная
(length of record of) 564—572
фактор внутренней стоимости
(component of intrinsic value) 54
цена и (price and) 583—585
- Справедливая цена
(Fair price provisions) 665
- Сравнительный отбор
(Comparable selection) 19—20
- Ссудосберегательные компании,
особый налоговый статус
(Saving and loan companies,
special tax status of) 306—307
- Стабильность (Stability) 383—384
безопасность и (safety and) 384

- Стабильность (*продолжение*)
внутренняя (inherent) 144
индексы (indexes of) 403
покрытия долга
(of debt service coverage) 483—484
роста (growth and) 384
способности получать прибыль
(of earning power) 488, 511
- Ставка капитализации
(Capitalization rate)
для отдельных выпусков акций
(for individual issues) 609—610
для прибыли и дивидендов
(for earnings and dividends)
601—612
для рынка в целом (for the market)
95—96, 602—609
определение (definition) 44
- Старшие ценные бумаги
(Senior securities)
второсортные (second-grade)
29—30
оценка (valuation of) 48—49
- Статистика прибыльности
(Earnings record)
пригодность показателей
(questioning or rejecting)
557—560
роль (significance of) 541—562
- Стоимость на одну акцию
(Value per common share)
быстрых и денежных активов
(cash and quick assets) 353
свободных денежных активов
(free cash assets) 353—354
текущих активов (current assets)
352—353
- Страховые компании
(Insurance companies)
особый налоговый статус
(special tax status of) 307
стандартизированные отчеты
(reports filed by) 114
- Структура капитала (Capital structure)
348—349, 613—624
в электрических компаниях
(electric company) 619—620
- Структура капитала (*продолжение*)
значение мультипликатора и
(actual earnings multiples and)
619—622
как защита прибыльности
(as earnings cushion) 508—510
оптимальная (optimal) 623
отраслевые данные (industries ratios)
620—621
теория (theory) 614—619
- Судебные разбирательства (Litigation)
возможные обязательства
(contingent liability for) 336
в отчете о прибылях и убытках
(in income statement analysis)
173—174
резервы на погашение возможных
обязательств (reserves for)
188—189
- Т**
- Текущая стоимость, формула
(Present value formula) 541—542
- Текущие активы (Current assets)
319—324
продолжительность и (duration and)
319—320
риск и (risk and) 319—320
сомнительные (questionable) 323
чистые (net) 635—638
- Текущие пассивы (Current liabilities)
324
накопленные (accrued) 270
прочие (other) 271
- Темпы роста (Growth rates) 381—385
в расчете на акцию (per share)
424—430
отраслевого (of industries) 383
- Трастовые компании инвестирования
в недвижимость (Real Estate
Investment Trusts) 36, 142, 308
- У**
- Убытки (Losses)
актуарные (actuarial) 208

Убытки (продолжение)

- дочерней компании (of subsidiaries) 293—295
- избежание (avoidance of) 473—474
- от операций по перестройке (on restructuring) 192—195
- подразделения (divisional) 294—295
- по ценным бумагам (on securities) 179—180, 345—346
- пересчет в другую валюту и (translations adjustments and) 198
- производственные (operating) 303—305
- распределение по периодам (allocation of) 193, 195
- финансовых компаний (of financial companies) 179—182

Уровень капитализации.

См. Ставка капитализации

Учет выполненных контрактов (Contract accounting) 311**Учет товарных запасов**

(Method for inventory valuation)

базовый или нормативный объем (base stock) 221—222

ЛИФО — «последним пришел, первым ушел» (LIFO, Last In, First Out) 215—221, 323, 398

розничный метод (retail method) 222

средние издержки (average cost) 222

ФИФО — «первым пришел, последним ушел» (FIFO, First In, First Out) 214, 215, 223—226

Ф**Федеральная комиссия по лекарственным веществам (Federal Drug Administration) 80****Федеральная комиссия по торговле (Federal Trade Commission) 127****Федеральная корпорация страхования ссудосберегательных организаций (Federal Savings and Loan Insurance Corporation) 307****Федеральная резервная система, ФРС (Federal Reserve System) 126****Федеральная энергетическая комиссия (Federal Energy Regulatory Commission) 114****Финансовые компании (Finance companies)**

балансовая стоимость и (book value and) 344

вассальные (captive) 289

отдельно действующие (stand alone) 289

стоимость активов и (asset value and) 638—639

Финансовый анализ (Financial analysis) 41—45**Х****Хеджирование, динамическое (Hedging, dynamic) 468****Ц****Ценные бумаги (Securities) 23—28**

анализ активов и (asset value analysis and) 345—346

в балансовом учете (balance sheet and) 326—327

виды (array) 23—26

высококачественные (senior) 26—29, 48—49

доходность основных видов (rate of return for principal classes) 95—96

Казначейства США (Treasury) 437—438

корпоративные (corporate) 25—28

надежность (safety of) 341

продаваемые (marketable) 188, 326—237

резервы по операциям с (allowance for) 187—188

сомнительной кредитоспособности (of questionable creditworthiness) 498—500

с постоянным доходом (fixed-income) 471—484, 501—512

- Центральная стоимость
(Central value) 50, 55. *См. также*
Внутренняя стоимость
- Цены (Prices)
- акций (of stocks) 30—34, 425—430
 - выбор мультипликатора и
(multiple selection and) 57—59
 - динамика (movements of) 584—586
 - исполнения, надбавки к цене
(exercise, premium over) 366
 - ожидаемый рост и
(potential growth and) 522
 - прибыль и (earnings and) 582—586
 - сближение со стоимостью
(convergence on value) 59—62
 - совпадение со стоимостью
(coincidence with value) 56—57
 - текущие и анализ коэффициентов
(current, ratios analysis and)
400—401
 - центральная тенденция
(central tendency) 55—56
- Цепи продовольственных магазинов,
анализ (Grocery chains, analysis of)
412—417
- Э
- Экология (Environment) 137
 - Экономический анализ
(Economic analysis) 63—80
 - анализ ценных бумаг и
(security analysis and) 70—77
 - дополнительная информация
(supplementary information) 126
 - исключения (exceptional cases) 77
 - прогнозирование коротких и
длинных циклов
(cyclical and secular forecasts) 65
 - Электронные таблицы
(Electronic spreadsheets) 124

Акции

$$1. \text{ Прибыль на акцию (глава 20)} = \frac{\text{Прибыль, доступная для обыкновенных акций}}{\text{Средневзвешенное число размещенных обыкновенных акций}}$$

$$2. \text{ Дивиденд на акцию (глава 20)} = \frac{\text{Годовая сумма дивидендов на обыкновенные акции}}{\text{Средневзвешенное число размещенных обыкновенных акций}}$$

$$3. \text{ Объем сбыта на акцию (глава 20)} = \frac{\text{Объем сбыта}}{\text{Средневзвешенное число размещенных обыкновенных акций}}$$

$$4. \text{ Поток денег на акцию (глава 15)} = \frac{\text{Доход после уплаты налогов}}{\text{Средневзвешенное число размещенных обыкновенных акций}}$$

$$5. \text{ Балансовая стоимость чистых активов на акцию (глава 19)} = \frac{\text{Балансовая стоимость чистых активов} - \text{Репутация} - \text{Большинство других нематериальных активов}}{\text{Число размещенных акций на дату закрытия баланса}}$$

$$6. \text{ Текущие активы на акцию (глава 19)} = \frac{\text{Текущие активы} - \text{Все требования, предшествующие обыкновенным акциям}}{\text{Число размещенных акций на дату закрытия баланса}}$$

$$7. \text{ Быстрые активы на акцию (глава 19)} = \frac{\text{Денежные активы} + \text{Дебиторская задолженность} - \text{Все требования, предшествующие обыкновенным акциям}}{\text{Число размещенных акций на дату закрытия баланса}}$$

$$8. \text{ Денежные активы на акцию (глава 19)} = \frac{\text{Денежные активы} - \text{Все требования, предшествующие обыкновенным акциям}}{\text{Число размещенных акций на дату закрытия баланса}}$$

Цены

$$9. \text{ Обеспеченность акций прибылью (глава 20)} = \frac{\text{Цена акции}}{\text{Прибыль на акцию}}$$

$$10. \text{ Прибыльность акций (глава 20)} = \frac{\text{Прибыль на акцию}}{\text{Цена акции}}$$

$$11. \text{ Дивиденды на акцию к цене акции (глава 20) } = \frac{\text{Дивиденды на акцию}}{\text{Цена акции}}$$

$$12. \text{ Продажи на доллар обыкновенных акций (глава 20) } = \frac{\text{Объем сбыта}}{\text{Средневзвешенное число размещенных акций}} \times \frac{\text{Средневзвешенный курс акций}}{\text{Средневзвешенный курс акций}}$$

$$13. \text{ Обеспеченность акций балансовыми активами (глава 20) } = \frac{\text{Цена акции}}{\text{Балансовые активы на акцию}}$$

Прибыльность

$$14. \text{ Рентабельность капитала (глава 20) } = \frac{\text{Чистая прибыль} + \text{Доход от участия в других организациях} + \text{Скорректированный по ставке налога процентный доход}}{\text{Материальные активы} - \text{Накопленная краткосрочная кредиторская задолженность}}$$

$$15. \text{ Оборачиваемость капитала (глава 20) } = \frac{\text{Объем сбыта}}{\text{Материальные активы} - \text{Накопленная краткосрочная кредиторская задолженность}}$$

$$16. \text{ Коэффициент чистой прибыльности (глава 20) } = \frac{\text{Чистая прибыль} + \text{Доход от участия в других организациях} + \text{Скорректированный по ставке налога процентный доход}}{\text{Объем сбыта}}$$

$$17. \text{ Рентабельность капитала до амортизационных отчислений (глава 20) } = \frac{\text{Чистая прибыль} + \text{Доход от участия в других организациях} + \text{Скорректированный по ставке налога процентный доход} + \text{Амортизационные отчисления}}{\text{Материальные активы} - \text{Накопленная краткосрочная кредиторская задолженность}}$$

$$18. \text{ Рентабельность собственного капитала (глава 20) } = \frac{\text{Чистая прибыль} - \text{Обязательства по привилегированным акциям}}{\text{Собственный капитал} - \text{Стоимость репутации} + \text{Отложенные налоговые обязательства}}$$

Рост

$$19. \text{Рост сбыта (глава 20)} = \frac{\text{Объем сбыта в конечном периоде}}{\text{Объем сбыта в базовом периоде}}$$

$$20. \text{Рост совокупной прибыли (глава 20)} = \frac{\text{Чистая прибыль на капитал в конечном периоде}}{\text{Чистая прибыль на капитал в базовом периоде}}$$

$$21. \text{Рост прибыли на акцию (глава 20)} = \frac{\text{Прибыль на акцию в конечном периоде}}{\text{Прибыль на акцию в базовом периоде}}$$

Стабильность

$$22. \text{Максимальное сокращение степени покрытия старших претензий (см. коэффициент 32) (глава 20)} = \frac{\text{В худшем году}}{\text{Среднее покрытие за три предыдущих года}}$$

$$23. \text{Процент снижения рентабельности капитала (см. коэффициент 14) (глава 20)} = \frac{\text{В худшем году}}{\text{Средняя доходность капитала за три предыдущих года}}$$

Доля дивидендов в прибыли

$$24. \text{Доля дивидендов в прибыли (глава 20)} = \frac{\text{Дивиденд по обыкновенным акциям}}{\text{Чистая прибыль, из которой можно выплачивать дивиденды}}, \text{ или } \frac{\text{Коэффициент 1}}{\text{Коэффициент 2}}$$

$$25. \text{Доля дивидендов в потоке денег (глава 20)} = \frac{\text{Дивиденд по обыкновенным акциям}}{\text{Посленалоговая прибыль плюс амортизационные фонды}}, \text{ или } \frac{\text{Коэффициент 2}}{\text{Коэффициент 4}}$$

Кредиты

$$26. \text{Коэффициент ликвидности (глава 19)} = \frac{\text{Текущие активы}}{\text{Текущие пассивы}}$$

$$27. \text{Коэффициент быстрой ликвидности (глава 19)} = \frac{\text{Текущие активы} - \text{Запасы}}{\text{Текущие пассивы}}$$

$$28. \text{Коэффициент денежной ликвидности (глава 19)} = \frac{\text{Денежные активы}}{\text{Текущие пассивы}}$$

$$29. \text{Обеспеченность балансовой стоимости обыкновенных акций активами (глава 20)} = \frac{\text{Обыкновенные акции по балансовой оценке}}{\text{Материальные активы} - \text{Накопленная кредиторская задолженность}}$$

30. Обеспеченность балансовой рыночной цены обыкновенных акций активами (глава 20) =
$$\frac{\text{Обыкновенные акции по рыночной оценке}}{\text{Материальные активы} - \text{Накопленная кредиторская задолженность}}$$
31. Покрытие старших обязательств доналоговой прибылью (глава 20) =
$$\frac{\text{Доналоговый доход}}{\text{Обязательства по старшим ценным бумагам}}$$
32. Покрытие старших обязательств полной посленалоговой прибылью (глава 20) =
$$\frac{\text{Посленалоговая прибыль} + \text{Амортизационные отчисления} + \text{Старшие обязательства}}{\text{Старшие обязательства}}$$
33. Полный доход на чистые активы (глава 20) =
$$\frac{\text{Посленалоговый доход} + \text{Амортизационные отчисления} + \text{Скорректированный по ставке налога процентный доход}}{\text{Материальные активы} - \text{Накопленная кредиторская задолженность}}$$
34. Покрытие затрат на обслуживание всего долга (глава 20) =
$$\frac{\text{Посленалоговый доход} + \text{Амортизационные отчисления} + \text{Доход от аренды} + \text{Скорректированный по ставке налога процентный доход}}{\text{Процентные расходы} + \text{Арендные выплаты} + \text{Текущие долговые обязательства} + \text{Отчисления в фонд погашения длительного долга}}$$
35. Защитный интервал (дней) (глава 20) =
$$\frac{(\text{Деньги} + \text{Дебиторская задолженность}) \times 365}{\text{Общие производственные расходы} - \text{Амортизационные отчисления} - \text{Другие неденежные обязательства}}$$

Прочее

36. Амортизация к объему сбыта (глава 20) =
$$\frac{\text{Амортизационные отчисления}}{\text{Объем сбыта}}$$
37. Амортизация к первоначальной стоимости зданий, сооружений и оборудования (глава 20) =
$$\frac{\text{Амортизационные отчисления}}{\text{Первоначальная стоимость зданий, сооружений и оборудования}}$$
38. Оборачиваемость запасов (глава 20) =
$$\frac{\text{Себестоимость реализованной продукции}}{\text{Стоимость запасов, включая резервы ЛИФО}}$$
39. Оборачиваемость дебиторской задолженности (глава 20) =
$$\frac{\text{Объем сбыта}}{\text{Дебиторская задолженность}}$$