**Бенджамин Грэхем. Анализ финансовой отчетности компаний**

Книга Анализ финансовой отчетности компаний была впервые опубликована в 1937 году, вскоре после опубликования «библии» Бена Грэхема, «Анализ ценных бумаг», в эпоху, когда инвесторы толпами покидали фондовый рынок. В наши дни, когда мы наблюдаем движение инвесторов в противоположном направлении, инвесторам следует убедиться в том, что они правильно понимают финансовые отчеты компаний, акциями которых они владеют. С помощью этого руководства вы «пройдетесь» по балансовому отчету (в котором указывается, чем компания владеет и каковы ее долговые обязательства) и по отчету о прибылях и убытках (что компания зарабатывает). В этой книге вы найдете полезные обсуждения других отчетов и коэффициентов, а также словарь часто используемых терминов.

Бенджамин Грэхем. Анализ финансовой отчетности компаний. – М.: Вильямс, 2017. – 148 с.



Купить книгу в [Ozon](http://www.ozon.ru/context/detail/id/140138967/?partner=baguzin)

### Глава 1. Балансовые отчеты в целом

Балансовый отчет отражает текущее финансовое состояние компании, например, по состоянию на 31 декабря 1936 года. Средства, которыми располагает компания, представлены в графе активов; величина ее долга отражается в графе пассивов. Активы состоят из физического имущества компании, имеющихся у нее или инвестированных ею денежных средств, а также сумм, которые причитаются этой компании (долговых обязательств других организаций перед этой компанией). Иногда компании располагают также нематериальными (неосязаемыми) активами, такими как «гудвилл» (престиж торговых марок, наличие прочных деловых связей, устойчивая клиентура и т.п.), которые часто оцениваются некой произвольной стоимостью. Сумма этих элементов равняется совокупным активам компании, указываемым в нижней части балансового отчета.

В графе пассивов указываются не только долговые обязательства соответствующей компании, но также разнообразные резервы и доля акционеров в капитале компании. Долги, образовавшиеся в ходе обычной деятельности компании, указываются как счета к оплате. Более формальные заимствования указываются как облигации или неоплаченные долговые расписки.

Доля акционеров в капитале компании указывается в графе пассивов как «Капитал и нераспределенная прибыль». Часто говорят, что эти элементы указываются как пассивы (долговые обязательства) потому, что они означают деньги, которые корпорация должна своим акционерам (рис. 1).



Рис. 1. Балансовый отчет

### Глава 2. Дебеты и кредиты

Запись, которая наращивает счет актива, называется дебетом, или начислением. И наоборот, запись, которая сокращает счет долгового обязательства, также называется дебетом, или начислением. Запись, которая наращивает счет долгового обязательства, называется кредитом. И наоборот, запись, которая сокращает счет актива, также называется кредитом.

Деловые книги ведутся по так называемому «методу двойной записи» (подробнее см. [Лука Пачоли. Трактат о счетах и записях](http://baguzin.ru/wp/?p=12036)), в соответствии с которым каждая запись в дебет счета (дебетовая проводка) сопровождается соответствующей записью в кредит счета (кредитовой проводкой). В таких книгах всегда поддерживается баланс; это означает, что сумма счетов активов всегда равняется сумме счетов долговых обязательств.

Обычные операции компании предполагают наличие разных счетов доходов и расходов, таких как «Продажи», «Выплаченная заработная плата» и т.п., которые не появляются в балансовом отчете. Эти текущие, или промежуточные, счета переносятся (или ликвидируются) в конце соответствующего периода в нераспределенную прибыль или в прибыли и убытки.

Пробный (предварительный) бухгалтерский баланс показывает все счета в том виде, в каком они появляются в книгах до переноса промежуточных или текущих счетов в прибыли и убытки. Сумма всех дебетовых балансов должна равняться сумме всех кредитовых балансов.

### Глава 3. Общий актив и пассив баланса

Итоговые показатели балансового отчета можно легко «раздуть» за счет чрезмерных величин стоимости, присваиваемых нематериальным активам; кроме того, во многих случаях значительно преувеличивается стоимость фиксированных активов.

Величину компании можно оценивать либо ее активами, либо объемом ее продаж. В обоих случаях значение соответствующего показателя совершенно относительно и должно оцениваться на общем фоне отрасли, к которой относится эта компания. С инвестиционной точки зрения — особенно с точки зрения покупателя первоклассных облигаций или привилегированных акций — может представляться вполне оправданным придавать б*о*льшую важность размерам компании. Когда покупка совершается с целью получения спекулятивной прибыли или долгосрочных доходов от прироста капитала, размеры компании не имеют особого значения.

### Глава 4. Капитал и нераспределенная прибыль

Деньги, внесенные акционерами, обозначаются как «Капитал», а прибыли, не выплаченные в виде дивидендов, составляют «Нераспределенную прибыль». В современных балансовых отчетах разграничение между «Капиталом» и «Нераспределенной прибылью» может быть вообще лишено смысла. Для большинства целей анализа лучше всего рассматривать капитал и разные виды нераспределенной прибыли (излишков) вместе, указывая единый показатель для совокупного акционерного капитала.

### Глава 5. Счет основного капитала

Счет основного капитала корпорации включает землю, здания, оборудование всех видов и офисную мебель. Доля счета основного капитала в совокупных активах колеблется в широких пределах в зависимости от типа компании. Традиционная практика бухгалтерского учета требует указания активов по их фактической себестоимости или по их обоснованной стоимости, если она определенно ниже их себестоимости.

### Глава 6. Обесценение и исчерпание

Все фиксированные активы компании, за исключением земли, подвержены постепенному обесценению (утрате стоимости) в результате старения и использования. Отчисления, выполняемые на эту утрату стоимости, называются по-разному: обесценение, устаревание, истощение и амортизация. Амортизационный резерв может указываться либо как прямой вычет из фиксированных активов (с левой стороны), либо как компенсирующий счет (на стороне долговых обязательств). Отчисления на исчерпание представляют собой отчисления, подобные отчислениям на обесценение и предназначенные для покрытия стоимости природных ресурсов, добываемых из земных недр.

### Глава 7. Долгосрочные инвестиции

Многие компании располагают инвестициями в других предприятиях в форме ценных бумаг или авансов. Подобные инвестиции обычно указываются среди текущих активов как легко реализуемые ценные бумаги. Однако другие инвестиции осуществляются с целями, имеющими отношение к бизнесу соответствующей компании. Они состоят из акций или облигаций дочерних компаний (филиалов) или предоставляемых им ссуд и авансов. Консолидированный балансовый отчет исключает ценные бумаги, хранимые в дочерних компаниях, находящихся в полной собственности материнской компании, включая вместо них фактические активы и пассивы этих дочерних компаний, как если бы они были частью материнской компании.

### Глава 8. Нематериальные активы

Наиболее типичными нематериальными активами являются «гудвилл», наличие торговых марок, патентов и арендуемой собственности. Современная тенденция заключается в том, чтобы в балансовом отчете не приписывать «гудвилл» какой-то определенной стоимости. Многие компании, которые начинали с указания внушительной стоимости «гудвилл», в конце концов списали ее до 1 долл. (подробнее см. [Интеллектуальный капитал: наличие, структура и оценка](http://baguzin.ru/wp/?p=11556)).

Такое списание «гудвилл» вовсе не означает, что стоимость «гудвилл» в действительности снизилась и стала меньшей, чем была. Это лишь означает, что руководство компании решило проявлять больший консерватизм в своей политике бухгалтерского учета. Этот момент иллюстрирует одно из многих противоречий в корпоративном бухгалтерском учете.

Примером, иллюстрирующим это положение, может служить F. W. Woolworth Со. Когда обыкновенные акции F. W. Woolworth были впервые предложены на продажу всем желающим, эта компания оценила в балансовом отчете свою «гудвилл» в 50 млн. долл. Однако рыночная цена акций F. W. Woolworth в то время указывала, что стоимость ее «гудвилл» не превышает 20 млн. долл. Много лет спустя компания снизила стоимость своей «гудвилл» (в несколько приемов) до 1 долл., записав эти 50 млн. долл., списаний на счет накопленных излишков. Но когда в 1925 году было произведено последнее списание, рыночная цена акций F. W. Woolworth указывала, что инвесторы оценивают стоимость ее «гудвилл» выше 300 млн. долл.

Нематериальные активы могут в действительности иметь очень высокую стоимость, однако более надежные указания на их истинную стоимость все же следует искать не в балансовом отчете, а в счете доходов. Иными словами, для нас должна быть важна не столько оценка их стоимости в балансовом отчете, сколько доходность этих нематериальных активов, т.е. их способность приносить прибыль.

### Глава 11. Текущие активы

Текущие активы — это активы, которые можно тотчас же конверти-ровать в наличные деньги или которые по ходу обычной деятельности компании, как правило, конвертируются в наличные деньги в течение достаточно короткого времени.: (Обычно устанавливаемым пределом является один год.) Иногда они называются ликвидными, быстрыми или плавающими активами. Текущие активы делятся на три широких класса:

(1) деньги и их эквиваленты; (2) дебиторская задолженности (счета к получению), т.е. деньш, которые причитаются компании за проданные ею деятельности компании эти активы постепенно превращаются в деньги. Например, в одном из последних балансовых отчетов наличные товарноматериальные запасы могли бы превратиться в деньги и счета к получению, тогда как наличные счета к получению могли бы, наверное, стать деньгами. | Текущие активы обычно указываются в балансовом отчете в порядке их относительной ликвидности. | \*

Чтобы читатели получили несколько более детальное представле-ние о текущих активах, ниже приводится перечень элементов текущих активов, разделенных в целях удобства на три класса, о которых было сказано выше.

(1) Деньги и их эквиваленты

Деньги на руках или в банке (включая депозитные сертификаты) Ссуды до востребования

Срочные ссуды

Государственные и муниципальные ценные бумаги Другие ликвидные ценные бумаги Специальные депозиты Выкуг

(2) Дебиторская задолженность Счета к получению Векселя к получению Процент, подлежащий получению То, что причитается от агентов

Неизмеряемые услуги (компании, предоставляющие коммунальные услуги)

(3) Товарно-материальные запасы Готовые товары (подлежащие продаже)

Незавершенное производство (конвертируемое)

Материалы и запасы (потребляемые)

Определенные виды счетов к получению могут быть относительно долгосрочными (например, суммы, причитающиеся от должностных лиц и работников, включая подписку на акции). Если такие счета не подлежат получению компанией в течение одного года, то они обычно указываются отдельно от текущих активов.

С другой стороны, полную сумму счетов к получению в рассрочку принято включать в текущие активы, несмотря на то, что значительная их часть может подлежать выплате позднее, чем через один год с даты составления балансового отчета. Аналогично, в текущие активы включается весь запас товаров, несмотря на то что некоторые из этих элементов могут оказаться неходовыми.

ТЕКУЩИЕ ДОЛГОВЫЕ

ОБЯЗАТЕЛЬСТВА

Текущие долговые обязательства соответствуют текущим активам, но появляются на другой стороне балансового отчета. Большей частью они представляют собой долги, сделанные компанией в ходе своей обычной деятельности и предположительно подлежащие уплате в те-чение года (максимум)^ Кроме того, в текущие долговые обязательства включаются все другие виды долгов, сроки уплаты которых истекают не позднее года, с момента их образования. Самыми важными видами текущих долговых обязательств являются:

долговые расписки, векселя и ссуды к оплате (к ним относятся банковские ссуды, просроченные краткосрочные коммерческие векселя и т.п.);

акцептованные векселя к оплате; счета к оплате;

дивиденды и проценты к оплате;

облигации, закладные или серийные облигации, подлежащие пога-шению в течение года, включая облигации, требуемые к погашению; авансы (от клиентов, филиалов, акционеров и т.п.); депозиты потребителей; невостребованные чеки и возмещения; начисленные проценты, зарплаты и налоги; резерв для федеральных налогов.

ОБОРОТНЫЙ КАПИТАЛ

При изучении текущей позиции предприятия мы никогда не рас-сматриваем текущие активы сами по себе, но только в их связи с теку-щими долговыми обязательствами. Текущая позиция связана с двумя важными факторами: (а) превышение текущих активов над текущими долговыми обязательствами, известное как чистые текущие активы, или оборотный капитал, и (б) отношение текущих активов к текущим долговым обязательствам, известное как коэффициент ликвидности.

Оборотный капитал вычисляется путем вычитания текущих дол-говых обязательств из текущих активов. Оборотный капитал играет важную роль при определении финансовой силы промышленного предприятия; кроме того, он заслуживает внимания при анализе ценных бумаг компаний, предоставляющих коммунальные услуги, и же-лезнодорожных компаний.

Оборотный капитал может служить показателем способности ком-пании заниматься своим обычным бизнесом, не испытывая при этом серьезных проблем и финансовых затруднений, расширять свои опера-ции, не прибегая к новому финансированию, и справляться с чрезвы-чайными ситуациями и потерями без риска потерпеть крах. Инвести-рование в счет основных производственных средств (или фиксирован-ные активы), как правило, почти не способствует удовлетворению этих требований. Нехватка оборотного капитала в лучшем случае приводит к несвоевременной оплате счетов (что сопровождается ухудшением кредитного рейтинга), сокращению операций и отказу от желательного бизнеса, а также к общей неспособности изменять ситуацию к лучшему и добиваться прогресса. Более серьезным последствием нехватки обо-ротного капитала является неплатежеспособность и банкротство.

Надлежащий объем оборотного капитала, который требуется кон-кретному предприятию, будет зависеть от размеров и характера его бизнеса. Главной точкой сравнения является объем оборотного капи-

ТОВАРНО-МАТЕРИАЛЬНЫЕ

ЗАПАСЫ

В настоящее время отмечается тенденция рассматривать большие товарно-материальные запасы как отрицательное явление для любой компании. Строго говоря, такой подход нельзя считать правильным, поскольку товарно-материальные запасы — это активы, а чем боль-шими являются активы компании, тем, вообще говоря, лучше для нее. Однако крупные товарно-материальные запасы нередко действительно создают для компаний определенные проблемы^ Их финансирование может требовать значительных банковских заимствований; в любом случае они могут поглощать чрезмерные денежные суммы, которые компания могла бы направить на решение более актуальных для себя проблем. Они могут вести к серьезным потерям в случае снижения цен на товары. Теоретически они могут приводить и к таким же прибылям, однако опыт показывает, что эти прибыли далеко не так велики и часты, как потери, вызванные крупными товарно-материальными запасами. Наконец, чрезмерно большие товарно-материальные запасы указывают на то, что значительная часть товаров может быть неходо-вой и что их цену, возможно, придется существенно снизить, чтобы их легче было продать.

Показатель товарно-материальных запасов следует анализировать в его связи с разными факторами. Главным критерием является обо-рачиваемость, определяемая как годовой объем продаж, поделенный на товарно-материальные запасы^. Соответствующие стандарты в зна-чительной степени зависят от того, о какой отрасли идет речь. Опреде-ленное представление о величине таких различий, а также указание на то, какую именно величину следует требовать в том или ином случае,

можно получить, воспользовавшись приведенным ниже перечнем средних отношений объемов продажи к товарно-материальным запасам для разных отраслей.

Оборачиваемость товарно-материальных запасов (1934 г.)

(годовые объемы продажи, поделенные на величину товарно-материальных запасов на конец года)

Количество компаний Продукция Оборачиваемость

58 Изделия из шелка 10,1

82 Производство обуви 9,4

39 Электрооборудование 8,7

54 Автозапчасти 8,1

51 Хлопчатобумажные изделия 8,1

94 Лакокрасочные изделия 7,6

34 Трикотажные изделия 7,2

64 Мебель 6,0

193 Универмаги 5,9

39 Химикаты 5,6

34 Бумага 5,5

40 Выделка кож 4,9

23 Обувь (розничная продажа) 4,9

33 Издательское дело 4,8

42 Металлические изделия и инструменты 3,7

Когда объемы продажи неизвестны, составить достоверное мнение о факторе товарно-материальных запасов бывает довольно трудно. Однако соответствующие показатели можно анализировать год за годом и сравнивать их друг с другом, с чистой прибылью, с другими текущими активами и с оборотным капиталом. В приведенной ниже таблице указаны доли товарно-материальных запасов в совокупных текущих активах в разных отраслях по состоянию на конец 1935 г.

Отношение товарно-материальных запасов к совокупным текущим активам

Отрасль Процент

Киноиндустрия 68,9

Табачная отрасль 68,2

Шерстяные изделия 65,8

Сети универсальных магазинов 65,4

Сети бакалейных магазинов 64,2

Хлопчатобумажные изделия 59,0

Мясохладобойная промышленность 57,7

Сталелитейная промышленность 57,4

Заказы почтой 56,1

Резинотехнические изделия 53,3

Горнодобывающая промышленность (прочее) 51,6

Окончание таблицы

Отрасль Процент

Бумагоделательная промышленность 51,3

Обувь и кожаные изделия 49,8

Сахар 49,8

Товары домашнего обихода 49,2

Бензин 48,7

Контейнеры 46,5

Вязаные изделия 46,4

Изделия из шелка 46,2

Производство (прочее) 44,8

Универмаги 42,7

Промышленное машиностроение 42,0

Готовая одежда 41,6

Строительное оборудование 41,0

Автомобили 40,7

Продукты питания 39,5

Лекарства и косметика 38,7

Сельскохозяйственное оборудование 38,6

Офисное оборудование 37,1

Электрооборудование 37,0

Автозапчасти 35,6

Химикаты 34,4

Самолеты 32,6

Выпечка хлебобулочных изделий 31,8

Молочные продукты 29,2

Угольная промышленность 28,1

Издательское дело 27,8

Железные дороги 26,5

Радио 25,6

Радиооборудование 25,5

Грузоперевозки 18,2

Компании, предоставляющие коммунальные услуги 17,6

ДЕБИТОРСКАЯ ЗАДОЛЖЕННОСТЬ

Относительная величина дебиторской задолженности в значитель-ной степени зависит от типа отрасли и принятой практики выплаты дебиторской задолженности.]К тому же в определенном направлении бизнеса дебиторская задолженность, как правило, зависит в значи-тельной степени от условий предоставления банковского кредита, т.е. когда эти условия оказываются достаточно жесткими, величина дебиторской задолженности возрастает, когда компания увеличивает сверх обычного объем кредита, предоставляемого ее клиентам.

\ Как и в случае товарно-материальных запасов, дебиторскую за-долженность следует анализировать в ее связи с годовыми объемами продажи ((если соответствующие данные можно получить), а также в ее связи с изменениями, демонстрируемыми на протяжении ряда лет. Если дебиторская задолженность кажется необычайно большой по отношению к объемам продажи или другим элементам, это может служить определенным указанием на то, что компания проводит нео-правданно либеральную политику предоставления кредита и что мож-но ожидать более или менее серьезных убытков от «плохих» счетов.

Дебиторская задолженность требует особого внимания в случае компаний, которые занимаются продажей товаров на основе долго-срочных расчетов за проданные товары. К такого рода компаниям от-носятся универмаги, кредитные сети, некоторые посылочные торговые фирмы, а также производители разного рода станков и оборудования (например, сельскохозяйственных машин, грузовиков и офисного обо-рудования). Большая часть этого бизнеса, занимающегося продажей в рассрочку, ведется посредством финансовых компаний, которые ссу-жают деньги против долговых расписок или под гарантии продавца. Зачастую дебиторская задолженность компании производственного типа продается финансовой компании на основе соглашения о пере-купке, в соответствии с которым ни дебиторская задолженность, ни

долг, причитающийся финансовой компании, не указываются непо-средственно в балансовом отчете, а упоминаются лишь в ссылке. При анализе балансового отчета такую дисконтированную дебиторскую задолженность необходимо внимательно изучать как эквивалент и ак-тивов, и пассивов.

ДЕНЕЖНАЯ НАЛИЧНОСТЬ

Невозможно провести принципиального различия между деньгами в собственном смысле этого слова и другими денежными активами или денежными эквивалентами, включающими депозитные сертификаты, ссуды до востребования, легкореализуемыми ценными бумагами и т.п. В практическом плане разные виды денежных активов можно считать взаимозаменяемыми.[Теоретически компании не следует хранить больше наличных денег, чем ей требуется для ведения своего обычного бизнеса и удовлетворения потребностей, которые могут внезапно возникнуть у нее.|Но в последние годы повсеместно прослеживается тенденция к хранению больших объемов наличных денег, чем может понадобиться компании для удовлетворения своих обычных повседневных потребностей. Большая часть этих избыточных денег хранится в форме легкореализуемых ценных бумаг. Текущая прибыль на эти инвестиции обычно невелика. Они могут приносить значительную прибыль (или убытки) вследствие перемен, происходя-щих на рынке, но такие операции не являются частью обычного тор-гового или производственного бизнеса.

Нехватка наличных денег обычно устраняется банковскими заим-ствованиями. Таким образом, в обычной ситуации слабая финансовая позиция чаще всего отражается в крупных банковских заимствованиях, а не в недостаточных объемах наличных денег. Во времена депрессии бывает особенно важно отслеживать кассовый (наличный) счет от года к году(Некоторые компании ухитряются наращивать свой кассовый счет даже в периоды убытков путем ликвидации значительной части других своих активов, особенно товарно-материальных запасов и дебиторской задолженности.) Другие компании показывают значи-тельную убыль наличных денег или — что, в принципе то же самое — значительное увеличение банковских заимствований. В такие периоды

запасы этой компании не имеют необычайно ликвидный характер, то подобная ситуация должна вызывать серьезные опасения. В таком случае следует изучить банковские заимствования компании на про-тяжении ряда лет и уяснить, не растут ли они быстрее, чем объемы продажи и прибыли данной компании. Если дела обстоят именно так, то это, несомненно, является очевидным признаком финансовой сла-бости этой компании.

РЕЗЕРВЫ

р

' Резервы целесообразно разделить на три класса: резервы, которые представляют более или менее определенное долговое обязательство; резервы, которые представляют возмещение против какого-либо актива, и резервы, которые в действительности представляют собой \_часть излишка. ^

Резервы первого класса создаются для выплаты налогов, на случай возникновения непредвиденных претензий и финансирования других тяжб, находящихся на рассмотрении суда, для выплаты компенсаций клиентам и т.п. Резервы первого класса большей частью представляют собой истинные текущие долговые обязательства компании^ несмотря на то, что в некоторых случаях они указываются в балансовом отчете отдельно от текущих долговых обязательств.

Самыми важными компенсационными резервами являются резервы на амортизацию и истощение) которые мы уже обсуждали в предыду-щих главах. Следует помнить, что эти резервы могут указываться в ба-лансовом отчете либо на стороне активов (как вычет из счета основного капитала), либо на стороне пассивов, Еще одним стандартным ком-пенсационным резервом является резерв на убытки по дебиторской задолженности (или резерв на «плохие» счета)) Этот резерв обычно вычитается непосредственно из счетов к получению и векселей к по-лучению; нередко сумма, вычитаемая таким образом, не указывается.

Г Третьим важным компенсационным резервом является резерв на сокращение товарно-материальных запасов) Анализируя такой резерв, важно знать, отражает ли он сокращение товарно-материальных запа-сов, которое уже произошло, или сокращение, которое может случиться в недалеком будущем. В первом случае товарно-материальные запасы необходимо рассматривать как уже сократившиеся на величину такого резерва. Но если этот резерв создается на случай возможного будущего снижения стоимости, то его нужно рассматривать скорее

как резерв на случай возникновения непредвиденных обстоятельств, который в действительности представляет собой часть излишка^ То же самое можно сказать в отношении резервов против легкореализуемых ценных бумаг и других инвестиций. В этом случае также важно знать, отражают ли они прошлое и фактически произошедшее или лишь воз-можное снижение стоимости.

Резервы на случай возникновения непредвиденных обстоятельств и другие подобные им резервы, как правило, вносят в корпоративную отчетность дополнительную путаницу, поскольку они скрывают ис-тинное время и влияние разных видов потерь.|Если в каком-то году компания создает резерв в расчете на будущее снижение стоимости товарно-материальных запасов, то представляется целесообразным создавать этот резерв на основе излишка, а не записывать его на счет доходов, поскольку соответствующие убытки еще фактически не по-несены компанией. Но если в следующем году снижение стоимости товарно-материальных запасов действительно произойдет, то опять- таки представляется целесообразным записать соответствующие по-тери на счет резерва, созданного на этот случай. Из сказанного следует, что соответствующие потери, хотя и фактически понесенные компанией, не записываются на счет доходов в каком-либо году и именно в такой степени доходы оказываются завышенными.

Если, например, компания показала в своем счете доходов чистый доход в размере 2 млн. долл., но в балансовом отчете на конец соответ-ствующего года не был указан резерв в размере 6 млн. долл., который существовал за год до того, то у нас есть все основания заключить, что рассматриваемая нами компания в действительности понесла в этом году убытки в размере 4 млн. долл. Иногда резерв переносится обратно в излишек. Разумеется, если резерв в размере 6 млн. долл, был перенесен обратно в излишек, то этот излишек должен отражать соответствующее увеличение, а величина чистого дохода или прибыли компании в размере 2 млн. долл, может считаться правильной.

Чтобы не запутаться в этих показателях, инвестор должен проана-лизировать и счет доходов, и счет излишков за несколько лет и сделать соответствующие отчисления на любые суммы, записываемые на счет излишков или резервов, которые в действительности представляют убытки бизнеса за рассматриваемый период. Кроме того, в отраслях, где часто создаются резервы товарно-материальных запасов (например, в резинотехнической промышленности), инвестор должен быть особенно внимательным, не преувеличивая значения доходов за от-дельно взятый год.

1 Время от времени в балансовом отчете появляются такие элементы, как «Резерв на улучшение основных производственных средств», «Резерв на оборотный капитал», «Резерв на списание привилегированных акций» и т.п. Резервы такого вида не представляют собой ни долг, ни определенный вычет из какого-либо актива. Они, несомненно, пред-ставляют собой часть счета излишков. Создавая их, компания обычно ставит перед собой цель указать, что соответствующие денежные средства не подлежат распределению среди акционеров. В таком слу-чае эти резервы могут рассматриваться как «Удержанная часть чистой прибыли». |

БАЛАНСОВАЯ СТОИМОСТЬ,

ИЛИ СОБСТВЕННЫЙ

КАПИТАЛ КОМПАНИИ

Г'

Балансовая стоимость ценной бумаги представляет собой в боль-шинстве случаев довольно искусственную величину. Считается, что в случае ликвидации компании она получила бы в денежном выражении стоимость, соответствующую совокупной стоимости всевозможных ее материальных активов, указанной в книгах. Таким образом, стоимости, относящиеся к всевозможным ценным бумагам (в их надлежащем порядке), будут представлять собой их балансовую стоимость. (В этом смысле термин «собственный капитал компании» (equity) нередко используется вместо термина «балансовая стоимость» (book value), но в широком смысле он применяется лишь по отношению к обыкновенным акциям и спекулятивным ценным бумагам с более высоким приоритетом и с преимущественными правами на активы эмитента (должника).)

1 Фактически, если бы действительно происходила ликвидация компании, то стоимость ее активов, скорее всего, оказалась бы намного ниже их балансовой стоимости, указанной в балансовом отчете. \ Существенный убыток, по-видимому, был бы понесен в результате продажи товарно-материальных запасов; очень значительные убытки почти наверняка были бы понесены в результате снижения стоимости фиксированных активов. Почти в каждом случае неблагоприятные условия, которые могли бы привести к решению ликвидировать бизнес, сделали бы также невозможным получение за основные про-изводственные средства цены, близкой^ их себестоимости или их полной восстановительной стоимости. Таким образом, балансовая стоимость в действительности является показателем не той стоимости, которую могли бы получить акционеры от своей компании (т.е. ее ликвидационной стоимости), а стоимости, которую они вложили в эту компанию, включая нераспределенную прибыль.1 Балансовая стои-мость играет определенную роль в анализе по причине существования

некоторой (незначительной) связи между суммой, инвестированной в компанию, и средней величиной ее доходов. Не подлежит сомнению, что во многих отдельных случаях нам встречаются компании с малой стоимостью активов, получающие большие прибыли, тогда как другие компании с высокой стоимостью активов получают весьма не-значительную прибыль (или не получают вообще никакой прибыли). Тем не менее даже в этих случаях не следует полностью игнорировать ситуацию с балансовой стоимостью, поскольку всегда существует воз-можность того, что получение крупных доходов на инвестированный капитал может привлекать конкурентов и, таким образом, оказаться лишь временным явлением. К тому же существует возможность того, что крупные активы, в данный момент не приносящие прибыли, впо-следствии могут оказаться более продуктивными.

ДРУГИЕ ЭЛЕМЕНТЫ

В БАЛАНСОВОЙ СТОИМОСТИ

При вычислении балансовой стоимости ценных бумаг все формы излишков интерпретируются просто как излишки. Например, компания может показывать «Избыточный капитал», «Удержанную часть прибыли», «Надбавку на проданные акции» и «Прибыль и убытки» или «Нераспределенную прибыль». Все эти элементы нужно сложить и рас-сматривать как излишки.

В главе, посвященной резервам, упоминалось о том, что определен-ные виды резервов в действительности являются частью излишков. К ним относятся «Резервы на случай возникновения непредвиденных обстоятельств» (если только они не относятся к определенным и вполне вероятным платежам или потерям стоимости); «Общий резерв», «Резервы на выплату дивидендов», «Резервы на списание привилеги-рованных акций», «Резервы на улучшения», «Резервы на оборотный капитал» и т.п. «Резервы на страхование» можно отнести к этой же категории», но «Резервы на выплату пенсий», как правило, являются настоящим долговым обязательством и не должны включаться в состав излишков.

При вычислении балансовой стоимости эти резервы, эквивалентные излишкам (иногда называемые добровольными резервами) и в действительности являющиеся частью излишков, нужно прибавлять к излишкам. При нахождении чистой балансовой стоимости все нематериальные активы нужно вычесть. Такие отсроченные отчисле-ния, как организационные расходы и неамортизированный дисконт на облигации, также необходимо исключить.

ЛИКВИДАЦИОННАЯ стоимость

И ЧИСТАЯ СТОИМОСТЬ

ТЕКУЩИХ АКТИВОВ

Ликвидационная стоимость отличается от балансовой стоимости в том отношении, что в ней, предположительно, сделана поправка на потери стоимости при ликвидации^ Очевидно, нет смысла говорить о лик-видационной стоимости железнодорожной компании или обычной компании, предоставляющей коммунальные услуги. С другой стороны, ликвидационную стоимость банка, страховой компании или типичной инвестиционной компании (или инвестиционной холдинговой компании) можно вычислить с достаточно высокой степенью точности, и если вычисленное значение стоимости оказывается гораздо выше рыночной цены, то это обстоятельство может иметь несомненную важность.

В случае промышленных предприятий ликвидационная стоимость может (хотя и необязательно) оказаться полезной концепцией. Является ли она действительно полезной\_концепцией, зависит от природы активов и условий капитализации. Она представляет особый интерес, когда текущие активы составляют относительно большую часть совокупных активов, а долговые обязательства относительно невелики. Это объясняется тем, что текущие активы обычно претерпевают гораздо меньшие потери стоимости при ликвидации, чем фиксированные активы^В некоторых случаях ликвидации бывает так, что фиксированные активы позволяют получить лишь сумму, едва достаточную для того, чтобы компенсировать убыль стоимости текущих активов.

Таким образом, чистая стоимость текущих активов промышленных ценных бумаг может служить приблизительным показателем их ликвидационной стоимости. Она вычисляется путем вычитания из одних лишь чистых текущих активов (или оборотного капитала) полных претензий всех ценных бумаг с более высоким приоритетом и преимущественными правами на активы эмитента. Когда акции продаются гораздо дешевле, чем чистая стоимость их текущих активов, это обстоятельство всегда представляет особый интерес, хотя это ни в коем случае не может служить убедительным доказательством того, что стоимость соответствующего выпуска занижена.

ДОХОДНОСТЬ

За пределами сферы банков, страховых компаний и — в особенно-сти — инвестиционных компаний балансовая стоимость или ликви-дационная стоимость лишь в исключительных случаях играет важную роль в анализе ценных бумаг.Ш подавляющем большинстве случаев привлекательность или успех тех или иных инвестиций зависит от доходности, которую обеспечивают эти инвестиции. Термин «доход-ность» обозначает доходы, на получение которых можно рассчитывать в течение определенного периода времени в будущем. Поскольку это будущее является большей частью неопределенным, нам обычно ре-комендуют брать в качестве ориентира текущие и прошлые доходы и использовать соответствующие показатели в качестве основы для получения приемлемой оценки будущих доходов.|

Если на протяжении ряда лет существовали такие условия ведения бизнеса, которые можно считать нормальными, то средняя величина доходов за этот период может служить более достоверной оценкой доходности, чем лишь текущая величина доходов. Это утверждение является особенно верным, если наша цель заключается в том, чтобы определить, можно ли считать надежной инвестицией рассматриваемые нами облигации или привилегированные акции.

В нескольких последующих главах мы обсудим отдельные элемен-ты отчета о прибылях и убытках.

ТИПИЧНЫЙ СЧЕТ ДОХОДОВ

ГОСУДАРСТВЕННОЙ КОМПАНИИ,

ПРЕДОСТАВЛЯЮЩЕЙ

КОММУНАЛЬНЫЕ УСЛУГИ

Приведенный ниже консолидированный счет доходов государствен-ной холдинговой компании, предоставляющей коммунальные услуги (а также ее филиалов), может рассматриваться как вполне типичный.

American Gas and Electric Company (год, закончившийся 31 декабря 1935 г.)

Совокупный доход от основной

производственной деятельности

Эксплуатационные/текущие расходы

Техобслуживание

Амортизация

Налоги

Операционный доход Прочие доходы

Прочие доходы (материнская компания) Совокупный доход Расходы материнской компании (включая налоги)

Наличный баланс для фиксированных/ накладных расходов

Привилегированные дивиденды дочерних компаний

Проценты и другие отчисления (дочерние компании)

Проценты и другие отчисления (материнская компания)

Чистый доход

Привилегированные дивиденды Обыкновенные дивиденды Добавки в излишки Прочие кредиты Вычеты из излишков

Премиальный и неамортизируемый дисконт и расходы на погашенные облигации Устранение кредитных балансов в счетах излишков ликвидированных дочерних предприятий Прочие кредиты

Корректировка балансовой стоимости акций и облигаций других компаний

Налоговые выплаты за предыдущие годы 33 496 долл.

Прочие дебеты 1 417 долл.

Увеличение излишков за год 1 720 509 долл.

Излишки за предыдущий год 66 609 188 долл.

Излишки прибылей и убытков 68 329 732 долл,

(на балансовый отчет)

Полагаем нелишним привести пояснения некоторых элементов в этом счете доходов.

“Совокупный доход от основной производственной деятельности», или «Валовой доход», нередко делится по источникам его получения, например электроэнергия, газ, вода, транспорт и т.п. «Эксплуатационные/ текущие расходы» включают стоимость материалов, труд, административные (накладные) расходы и т.п. Статьи «Техобслуживание» и «Амортизация» мы обсудим несколько позже. «Налоги» нередко делятся, с одной стороны, на местные налоги, налоги на уровне штата и прочие федеральные налоги, а с другой — на федеральные подоходные налоги.

“Прочие доходы» поступают из источников, отличных от обычных продаж клиентам, и обозначают доходы от инвестиций и — в случае холдинговой компании — отчисления за услуги разных видов филиалов.

Другие вычеты, входящие в фиксированные отчисления, включают в себя амортизацию облигаций и (иногда) платежи за арендуемое имущество.

“Привилегированные дивиденды дочерних компаний» — это диви-денды, выплачиваемые на привилегированные акции, находящиеся на руках у публики, т.е. на привилегированные акции, не находящиеся у материнской компании. Аналогично, миноритарная доля означает долю доходов дочерних компаний, относящуюся к обыкновенным акциям, которые принадлежат публике. (Большая часть обыкновенных акций, конечно же, находится в собственности холдинговой компании.)

Дополнения к излишкам, не включенные в счет доходов, относятся к доходу, не являющемуся, строго говоря, частью операций за соот-ветствующий год (например, корректировки налогов за прошлый год и ранее созданных резервов, возмещений и т.п.). Аналогично, вычеты из излишков включают в себя такие элементы, как потери на продаже ценных бумаг и на списанном имуществе, расходы, связанные с выпу-ском ценных бумаг, дисконт на облигации, списанный единовременно, и т.п. Начисления на излишек всегда необходимо подвергать особенно тщательному анализу, чтобы выяснить, сказываются ли они на факти-ческих доходах за определенное количество лет.

ТИПИЧНЫЙ СЧЕТ ДОХОДОВ

ПРОМЫШЛЕННОЙ КОМПАНИИ

American Rolling Mill Company (год, закончившийся 31 декабря 1935 г.)

Чистые продажи

Себестоимость продаж

Торговые, общие и административные

расходы

Эксплуатационные расходы и ремонт Резерв на покрытие безнадежных счетов Арендные платежи и арендная плата землевладельцу

Налоги (отличные от подоходного) Операционный доход Другой доход (чистый)

Совокупный доход Амортизация и истощение Подоходные налоги Проценты и скидка на долг Миноритарная доля Чистый доход

Привилегированные дивиденды Обыкновенные дивиденды Прочие добавки в излишки Прочие вычеты из излишков Увеличение излишков за год Излишки за предыдущий год Излишки прибылей и убытков (12/31/35)

76 799 000 долл.

56 251 000 долл.

5 631 000 долл.

5 858 000 долл.

174 000 долл.

128 000 долл.

660 000 долл.

8 097 000 долл.

1 391 000 долл.

9 488 000 долл.

2 076 000 долл.

615 000 долл.

2 483 000 долл.

4 000 долл.

4 310 000 долл.

348 000 долл.

1 068 000 долл.

130 000 долл.

1 830 000 долл.

1 194 000 долл.

14 634 000 долл.

15 828 000 долл.

“Чистые продажи» означают объем продаж минус прибыли и скидки. «Себестоимость продаж» в данном случае означает производственные издержки, включая стоимость рабочей силы, материалов и производственные накладные расходы, за исключением эксплуатационных расходов, которые в данном случае указаны отдельно. Названия других статей этого счета доходов говорят сами за себя. В данном случае привилегированные дивиденды включают 12 долл, на каждую акцию, или 232 тыс. долл, на счете накоплений. Обычные требования, касающиеся годовых привилегированных дивидендов, составляли лишь 116 тыс. долл.

Отчисления на техобслуживание и амортизацию, как правило, гораздо менее важны для промышленных компаний, чем для желез-нодорожных компаний или компаний, предоставляющих коммунальные услуги. В последние годы наблюдается абсурдная, но все усили-вающаяся тенденция значительно занижать счет основных производ-ственных средств (в отдельных случаях — вплоть до 1 долл.), чтобы «сэкономить» на ежегодных амортизационных отчислениях и создать таким образом видимость больших чистых доходов. Это является не чем иным, как надувательством акционеров, поскольку, независимо от того, что указано в бухгалтерских книгах, с доходов нужно производить отчисления на все то, что изнашивается на протяжении года, согласно обоснованной стоимости.

В некоторых (очень редких) случаях амортизационные отчисления оказываются чрезмерными либо по причине использования слишком высоких норм отчисления, либо из-за того, что базовые стоимости оказываются гораздо выше восстановительной стоимости. Кроме того, в некоторых особых случаях, если инвестор может купить акции только по стоимости текущих активов (не платя таким образом ничего за основные производственные средства), он получает право при выполнении своих собственных вычислений игнорировать или существенно снижать амортизационные отчисления компании. Ана-логичные соображения применимы к отчислениям компании на ис-тощение невосполнимых ресурсов.

Самые последние данные, описывающие суммы, отчисляемые ком-паниями на амортизацию, относятся к 1933 г. В том году семьдесят две компании в добывающих отраслях (горно-, нефтедобывающие компании и т.п.) сообщили в своих отчетах об отчислениях на амортизацию, истощение невосполнимых ресурсов и устаревание, составивших 7,1% (по состоянию на 31 декабря 1932 г.). Это можно рассматривать как рабочий стандарт для сравнения. В недобывающих отраслях, таких как производство и т.п., восемьдесят концернов сообщили в своих отчетах за 1933 г. об отчислениях на амортизацию и устаревание, составивших в среднем 4,5% от чистой прибыли. Тридцать семь компаний, представляющих отрасль розничной торговли, сообщили в своих отчетах за 1933 г. об отчислениях на амортизацию и устаревание, составивших в среднем 5,2% от чистой прибыли. Как правило, примерно 5% от чистой прибыли можно рассматривать как адекватные ежегодные амортизационные отчисления для компаний, не представляющих добывающие отрасли.

НАДЕЖНОСТЬ ПРОЦЕНТОВ

И ПРИВИЛЕГИРОВАННЫХ

ДИВИДЕНДОВ

При анализе облигаций инвестиционного класса главным критерием является покрытие фиксированных отчислений. В случае высоко-классных привилегированных акций сопоставимым критерием является покрытие фиксированных отчислений и привилегированных ди-видендов. Лучше всего использовать средний показатель за десять лет, но если используется менее продолжительный период, то совершенно нетипичные годы (например, 1931 и 1932 гг.) необходимо исключить из рассмотрения. Для инвестиционных облигаций и привилегированных акций рекомендуется следующий минимум всеобщего покрытия. (Приведенные в таблице показатели, вообще говоря, выше того, что обычно рекомендуется, но если при выборе инвестиций вы проявите повышенный консерватизм, то никакого вреда от этого не будет.)

Минимальное покрытие средних доходов

Облигации Привилегированные акции

Совокупные заработанные Совокупные заработанные

фиксированные отчисления фиксированные отчисления плюс привилегированные дивиденды

Компании, 1,75 раза 2 раза

предоставляющие

коммунальные

услуги

Железнодорожные компании 2 раза 2,5 раза

Промышленные 3 раза 4 раза

компании

При инвестиционном исследовании счета доходов необходимо,

помимо^ прочего^ уделить внимание следующим дополнительным факторам: (1) коэффициент издержек — величина, получаемая путем деления общефирменных расходов на совокупные доходы или объем продаж. Это является показателем операционной эффективности

компании, а также ее способности выдерживать снижение объемов продажи или продажной цены; (2) отношение фиксированных от-числений (или фиксированных отчислений и привилегированных дивидендов) к валовым доходам; (3) отчисления на техобслуживание и амортизацию; (4) природа и величина отчислений с излишков не включается в счет доходов.

Изучая эти показатели, необходимо проводить сопоставления раз-ных компаний, представляющих одну и ту же отрасль, и показателей, демонстрируемых одной и той же компанией в разные годы, i

ТЕНДЕНЦИИ

Определенное поведение какого-либо важного фактора в счете доходов на протяжении некоторого периода времени называется тенденцией.!. Самыми важными тенденциями являются, конечно же, тенденции, касающиеся покрытия привилегированных дивидендов и процентов, а также тенденции, связанные с доходами, имеющимися для обыкновенных акций, однако эти тенденции, в свою очередь, являются следствием благоприятных или неблагоприятных тенденций в бизнесе в целом, коэффициента издержек и фиксированных отчислений.

Очевидно, желательно, чтобы компания демонстрировала благо-приятную тенденцию в таких показателях, как валовой и чистый доход. Ценные бумаги компании, демонстрирующей явно неблагоприятную тенденцию, не следует покупать для обычных инвестиций — даже при наличии большого покрытия, — если только вы не убеждены в том, что вскоре эта тенденция сменится на благоприятную. С другой стороны, существует опасность придания слишком большого значения благоприятной тенденции, поскольку она также может оказаться обманчивой. В случае инвестиционных выпусков имеет смысл требовать в каждом случае, чтобы средние доходы демонстрировали удовлетворительное покрытие для процентов и привилегированных дивидендов.

При выборе обыкновенных акций имеет смысл придавать больший вес выявленной тенденции, чем при покупке инвестиционных выпусков, поскольку цена обыкновенных акций может существенно вырасти в случае сохранения данной тенденции. Однако^ прежде чем покупать обыкновенные акции по причине выявленной вами благоприятной тенденции, необходимо ответить на два вопроса: можно ли быть уверенным в том, что данная тенденция сохранится и в дальнейшем, и сколь высокую цену я плачу наперед за ожидаемое продолжение этой тенденции? |

ЦЕНЫ И СТОИМОСТИ

ОБЫКНОВЕННЫХ АКЦИЙ

Вообще говоря, цена обыкновенных акций зависит от предпо-лагаемых будущих доходов. Эти предполагаемые будущие доходы можно, конечно же, лишь пытаться оценивать или прогнозировать, а влияние фондового рынка на этот показатель обычно определяется выявленной тенденцией.рта тенденция, в свою очередь, определяется на основе прошлых показателей и текущих данных, хотя иногда определяющую роль может играть ожидание какого-либо совершенно нового варианта развития событий.

Таким образом, цена обыкновенных акций будет зависеть не столько от самих по себе прошлых или текущих доходов, сколько от того, какими, по мнению публики, покупающей ценные бумаги, окажутся будущие доходы. (Существуют также важные влияния общего или технического свойства, сказывающиеся на цене акций, — такие, как кредитные, политические и психологические условия, — которые могут не быть тесно связаны с какой-либо оценкой будущих доходов; однако такие влияния либо со временем отразятся в доходах, либо окажутся достаточно кратковременными.)

В обычном случае цена обыкновенных акций представляет собой результирующую многих оценок того, какими могут оказаться доходы в следующие шесть месяцев, в следующем году или в еще более отдаленном будущем. Некоторые из этих оценок могут оказаться со-вершенно неправильными, а некоторые могут, наоборот, оказаться чрезвычайно точными; но главное, что определяет текущую цену акций, — это их покупка и продажа многими людьми, которые делают эти разнообразные оценки.

Распространенное представление о том, что обыкновенные акции должны продаваться по цене, пропорциональной их текущей доходности, следует рассматривать в большей степени как результат практической необходимости, чем как логически обусловленный ре-

зультат.'рынок учитывает действующую тенденцию или перспективы на будущее, варьируя этот коэффициент для разных типов компаний. Обыкновенные акции предприятий, располагающих лишь незна-чительными возможностями наращивания прибылей, обычно продаются по довольно низкому коэффициенту «цена/чистая прибыль» (менее чем пятнадцатикратная текущая доходность), ^обыкновенные акции с хорошими перспективами повышения доходности обычно продаются по высокому коэффициенту «цена/чистая прибыль» (более чем пятнадцатикратная текущая доходность)! Таким образом, два пакета обыкновенных акций могут показывать одну и ту же величину текущих доходов в расчете на одну акцию, могут выплачивать одну и ту же ставку дивидендов и быть в одинаково хороших финансовых условиях. Тем не менее акции АВС могут продаваться по цене, в два раза превышающей цену акций XYZ, просто потому, что, по мнению покупателей ценных бумаг, акции АВС принесут в следующем году (и в последующие годы) гораздо больший доход, чем акции XYZ.

Когда рынок не пребывает в состоянии бума или глубокой депрес-сии, суждение публики об индивидуальных выпусках, как следует из рыночных цен, обычно бывает довольно точным. Если рыночная цена какого-то выпуска явно не соответствует имеющимся фактам и данным, то зачастую впоследствии оказывается, что эта цена не учитывает будущее развитие событий, далеко не очевидное в то время. Однако на фондовом рынке нередко проявляется тенденция преувеличивать значение изменений в доходности как в благоприятном, так и в не-благоприятном направлении. Это проявляется на рынке в целом как в периоды экономического бума, так и в периоды депрессии, а также наблюдается в случае отдельных компаний в другие времена.

В сущности, умение удачно покупать ценные бумаги (особенно обыкновенные акции) сводится к умению правильно прогнозировать развитие событий в будущем. Однако самого по себе прогнозирования, каким бы скрупулезным оно ни было, еще недостаточно. Иногда такое прогнозирование может принести больше вреда, чем пользы. Выбор обыкновенных акций — настоящее искусство, что естественно, поскольку, правильно выбрав акции, впоследствии вы получите немалое вознаграждение. Это искусство предполагает умение соблюдать баланс между фактами прошлого и возможностями будущего.

В приведенном ниже примере (финансовые отчеты компании Bethlehem Steel Corporation за 1928 г.) представлен ряд коэффициентов, используемых в анализе счета доходов и балансового отчета промышленной компании. Элементы балансового отчета и счета до-ходов пронумерованы, что облегчает объяснение метода вычисления коэффициентов. Например, коэффициент доходности — первый из коэффициентов, вычисленных в этом анализе, — представляет собой операционный доход, деленный на объем продаж. В счете доходов опе-рационный доход является элементом №4, а объем продаж — элемен-том №1. Таким образом, метод вычисления коэффициента доходности выражается как (4):(1) или, в фактических величинах, 27 271 108 долл.: 294 778 287 долл. = 9,2%.

Bethlehem Steel Corporation

Счет доходов за год, закончившийся 31 декабря 192S г.

(1)

(2) Объем продаж

Вычесть производственные затраты, административные, сбытовые и общие расходы и налоги 294 778 287 долл. 253 848 844 долл.

(3) Резерв на истощение невосполнимых ресурсов, амортизацию и устаревание 40 929 443 долл. 13 658 335 долл.

(4) Операционный доход

Добавить проценты, дивиденды и прочие доходы 27 271 108 долл. 2 591 693 долл.

(5)

(6) Совокупный доход

Вычесть процентные отчисления 29 862 801 долл. 11 276 879 долл.

(7)

(8) Чистый доход

Вычесть дивиденды на привилегированные акции 18 585 922 долл. 6 842 500 долл.

(9) Чистая сумма для обыкновенных акций Вычесть дивиденды на обыкновенные акции 11 743 422 долл. 1 800 тыс. долл.

(Ю) Переносится в излишки 9 943 422 долл.

Консолидированный балансовый отчет Bethlehem Steel Corporation 31 декабря 1928 г.

Совокупные активы 643 356 206 долл.

Пассивы

Текущие пассивы

Счета к оплате и накопившиеся обяза- 25 227 323 долл, тельства

Накопившиеся проценты по облигациям2 998 122 долл.

Дивиденды на привилегированные ак- 3 447 500 долл, ции к оплате по состоянию на 2 января и 1 апреля 1929 г.

Дивиденды на обыкновенные акции к 1 800 тыс. долл, оплате по состоянию на 15 мая 1929 г.

Совокупные текущие пассивы Консолидированный долг Акции Cambria Iron Company (4-процентная годовая аренда к оплате)

Акционерный капитал, излишки и резервы

7-процентные кумулятивные привиле- 100 млн. долл, тированные акции номинальной стоимостью 100 долл.

Совокупный пассив

(a) Коэффициент доходности Операционный доход делится на объем продаж.

Формула: (4): (1).

В данном случае: 27 271 108 долл.: 294 778 287 долл. = 9,2%. Этот коэффициент используется для определения операционной эффективности компании. Коэффициент, равный 9,2%, означает, что за каждый доллар продаж компания получает 9,2 цента, оставшихся после оплаты всех операционных затрат. Из этих 9,2 цента (плюс другие доходы) предстоит выплатить проценты на облигации, дивиденды на привилегированные и обыкновенные акции и (в настоящий момент) сумму, резервируемую для излишков.

(b) Прибыль на инвестированный капитал

Совокупный доход, имеющийся для процентных отчислений, делится на сумму «Облигаций», «Привилегированных акций», «Обыкновенных акций» и накопленной (нераспределенной) прибыли на конец периода.

Формула: (5): (20 + 21 + 22 + 23 + 24).

В данном случае: 29 862 801 долл.: 602 809 449 долл. = 4,95%. Это означает, что в 1928 г. данная компания заработала 4,95% на деньги, инвестированные ею в свой бизнес. Процент, заработанный на инвестированный капитал, зависит от того, о какой отрасли идет речь. Средний показатель для двадцати пяти сталелитейных компаний за тот год несколько превышал 6%.

(c) Кратность зарабатывания совокупных процентных отчислений Совокупный доход, поделенный на процентные отчисления. Формула: (5): (6).

В данном случае: 29 862 801 долл.: 11 276 879 долл. = 2,65. Считается, что промышленная компания должна зарабатывать свои совокупные процентные отчисления в среднем не менее

2,5 раза. Мы предпочитаем как минимум троекратный вариант для высококлассных промышленных облигаций.

(d) Кратность зарабатывания совокупных процентных отчислений и привилегированных дивидендов

Совокупный доход, поделенный на сумму процентных отчислений и привилегированных дивидендов.

Формула: (5): (6 плюс 8).

В данном случае: 29 862 801 долл. : (11 276 879 долл, плюс 6 842 500) = 1,65 раза.

Мы полагаем, что процентные отчисления плюс дивиденды на привилегированные акции должны в среднем зарабатываться четыре раза полностью, чтобы гарантировать покупку промыш-ленных привилегированных акций на прямой инвестиционной основе.

(e) Величина дохода в расчете на одну обыкновенную акцию Чистый доход, имеющийся для обыкновенных акций, поделенный на количество обыкновенных акций, находящихся в обращении.

Формула: (9): (23) (выражено в количестве акций).

В данном случае: 11 743 422 долл.: 1 800 000 = 6,52 долл, на одну акцию.

(f) Амортизация как процент от стоимости основных производ-ственных средств

Амортизация, поделенная на стоимость основных производственных средств.

Формула: (3): (16).

В данном случае: 13 658 355 долл.: 654 731 533 долл. = 2,09%. Это означает, что средний срок действия всех элементов в счете основного капитала (включая недвижимость, которая служит вечно) принимается за 50 лет. Коэффициент, равный 2,09%, несколько ниже, чем средний показатель 2,7% для тринадцати сталелитейных компаний в 1928 г.

Иногда в целях сравнения бывает необходимо вычислить отношение годовой амортизации к чистому счету основных производственных средств.

Формула: (3): (18).

В данном случае: 13 658 355 долл.: 454 322 855 долл. = 3,01%.

(g) Амортизация как процент от объема продажи или валовых доходов

Этот коэффициент также иногда бывает полезен при выполнении сравнений.

Формула: (3): (1).

В данном случае: 13 658 355 долл.: 294 778 287 долл. = 4,63%.

(h) Чистый доход, перенесенный в излишки как процент от чистого дохода, имеющегося для выплаты дивидендов

Сумма, перенесенная в излишки и поделенная на чистый доход, имеющийся для выплаты дивидендов.

Формула: (10): (7).

В данном случае: 9 943 422 долл.: 18 585 922 долл. = 53,5%. Вычисления такого рода должны проводиться за определенное количество лет; в таком случае они покажут, придерживается ли соответствующая компания консервативной политики выплаты дивидендов. Вообще говоря, принято считать, что промышленная компания должна переносить в излишек (т.е. оставлять в бизнесе) приблизительно от 30 до 40% суммы, имеющейся для выплаты дивидендов.

Из-за появления нового налога на нераспределенную прибыль (Undistributed Profits Tax), суммы, оставляемые в бизнесе, в на-стоящее время, по-видимому, будут представляться дополни-тельным акционерным капиталом. Для целей данного вычис-ления такой акционерный капитал может рассматриваться как эквивалент наращивания излишков.

(i) Оборачиваемость товарно-материальных запасов

Объем продаж, поделенный на величину товарно-материальных запасов.

Формула: (1): (14).

В данном случае: 294 778 287 долл. : 61 539 137 долл. = 4,7 раза за год .

Данная компания оборачивает свои товарно-материальные запасы 4,7 раза за год. Это считается неплохим показателем. Оборачиваемость товарно-материальных запасов — важный показатель, поскольку чем большее число раз за год компании удается обернуть свои товарно-материальные запасы, тем мень-ший капитал инвестируется в товарно-материальные запасы и тем меньше вероятность потерь в результате устаревания материалов, и т.п.

(j) Количество дней, в течение которых средняя дебиторская за-долженность остается непогашенной

Счета и векселя к получению, поделенные на чистый дневной объем продаж.

Формула: (13):

В данном случае: 41 951 654 долл.: = 52 дня.

В том году средняя дебиторская задолженность данной ком-пании оставалась непогашенной в течение 52 дней. Этот коэф-фициент используется для определения кредитной политики анализируемой компании.

(k) Процентные соотношения элементов структуры капитала компании

Капитализация облигаций

Объем облигаций, находящихся в обращении, поделенный на сумму облигаций, привилегированных акций, обыкновенных акций и излишков.

Формула: (20 + 21): (20 + 21 + 22 + 23 + 24).

В данном случае: 207 886 797 долл.: 602 809 449 долл. = 34,4%. Cambria Iron Company включена в эти облигации, поскольку выплата 4-процентных дивидендов на эти ценные бумаги га-рантирована в связи с арендой имущества.

Капитализация привилегированных акций Привилегированные акции, поделенные на сумму облигаций, привилегированных акций, обыкновенных акций и излишков. Формула: (22): (20 + 21 + 22 + 23 + 24).

В данном случае: 100 000 000 долл.: 602 809 449 долл. = 16,6%.

Капитализация обыкновенных акций и излишков Сумма обыкновенных акций и излишков, поделенная на сумму облигаций, привилегированных акций, обыкновенных акций и излишков.

Формула: (23 + 24): (20 + 21 + 22 + 23 + 24).

В данном случае: 294 922 652 долл.: 602 809 449 долл. = 49%.

Резюмируя сказанное, отметим, что данная компания капитали-зируется следующим образом: 34,4% — в облигациях, 16,6% — в привилегированных акциях и 49% — в обыкновенных акциях. Обычная промышленная компания не должна иметь существенно больше 25-30% своей совокупной капитализации в облигациях. Примерно половина этой совокупной капитализации должна быть представлена обыкновенными акциями и излишками.

Такое же вычисление может быть выполнено путем использо-вания привилегированных и обыкновенных акций по текущим рыночным ценам вместо использования балансовых стоимостей, включающих издержки. Это вычисление известно как ко-эффициент стоимости ценных бумаг. Формула коэффициента стоимости ценных бумаг для облигаций такова: совокупная ры-ночная стоимость привилегированных и обыкновенных акций: совокупная номинальная стоимость облигаций. Формула ко-эффициента стоимости ценных бумаг для привилегированных акций такова: совокупная рыночная стоимость обыкновенных акций: сумма совокупной номинальной стоимости облигаций + совокупная рыночная стоимость привилегированных акций.

(1) Соотношение текущих активов и пассивов компании

Текущие активы, поделенные на величину текущих пассивов компании.

Формула: (15): (19).

В данном случае: 168 932 293 долл.: 33 472 945 долл. = 5,04 к 1. Иными словами, данная компания располагает 5,04 долл, в те-кущих активах (активы, которые в случае нормального ведения бизнеса по истечении одного года должны превратиться в день-ги) на каждый доллар в текущих пассивах (долговые обязатель-ства, которые в случае нормального ведения бизнеса должны быть выплачены в течение одного года). Коэффициент 5,04 к 1 является вполне удовлетворительным для сталелитейной компании. Соотношение текущих активов и пассивов компании колеблется в широких пределах в зависимости от отрасли, но в любом случае допустимым минимумом считается 2 к 1 (см. таблицу в главе 14).

(ш) Коэффициент "быстрых» активов

Текущие активы минус товарно-материальные запасы, поделен-ные на величину текущих пассивов компании.

Формула: (15 - 14): (19).

В данном случае: 107 393 156 долл.: 33 472 945 долл. = 3,2 к 1. Иными словами, данная компания располагает 3,20 долл, в «бы-стрых» активах на каждый доллар в текущих пассивах (долговые обязательства, которые в случае нормального ведения бизнеса должны быть выплачены в течение одного года). Коэффициент 3,2 к 1 является вполне удовлетворительным. Примерно 1 к 1 считается очень хорошим коэффициентом «быстрых» активов, (п) Балансовая стоимость обыкновенных акций

Сумма обыкновенных акций и излишков, поделенная на коли-чество обыкновенных акций, находящихся в обращении. Формула: (23 + 24): (23) (выражено в количестве акций).

В данном случае: 294 922 652 долл.: 1 800 000 = 64 долл, на одну акцию.

Из балансовой стоимости принято исключать нематериальные активы (“гудвилл», патенты и т.п.), т.е. их нужно вычесть из сум-мы обыкновенных акций и излишков.

Балансовая стоимость обыкновенных акций обычно не очень важна, однако она может представлять интерес, когда оказы-вается либо намного больше, либо намного меньше рыночной цены .

(о) Отношение рыночной цены акции к чистой прибыли компании в расчете на одну акцию

Продажная цена акций, поделенная на величину прибыли ком-пании в расчете на одну акцию. 15 мая 1929 г. торги обыкновен-ными акциями компании Bethlehem Steel Corporation закрылись при 105. 105: 6,52 долл. = 16,2. Это означает, что данные акции продавались по цене, равной 16,2-кратной величине прибыли компании Bethlehem Steel Corporation, полученной ею в 1928 г. Этот коэффициент используется при определении, не является ли относительно завышенной (или заниженной) цена акций, ко-торые нас интересуют, и как отправная точка в сравнительном анализе.

ЧАСТЬ III

ОПРЕДЕЛЕНИЯ ФИНАНСОВЫХ

ТЕРМИНОВ