



# СОДЕРЖАНИЕ

<b>Предисловие Уоррена Баффета</b>	19
От издательского дома “Вильямс”	20
<b>Часть I. Обзор и подход</b>	21
<b>Глава 1. Введение. Ценные бумаги: экономические основы</b>	23
А. Сфера анализа ценных бумаг	24
Корпоративные ценные бумаги	24
Б. Экономические основы рынка ценных бумаг	28
Пять проблем	29
1. Общий уровень цены	29
2. Процентные ставки	29
3. Бизнес-условия и доход бизнеса	31
4. Дивиденды	32
5. Цены на ценные бумаги	33
<b>Глава 2. Возможности и ограничения анализа ценных бумаг</b>	35
Три функции анализа ценных бумаг	36
<b>Глава 3. Поведение рынков ценных бумаг</b>	45
А. Первокласные облигации	45
Б. Первокласные привилегированные акции	47
В. Ценные бумаги второй категории с более высоким приоритетом и преимущественными правами на активы эмитента	48
Г. Обыкновенные акции	49
Анализ ценных бумаг и анализ рынка	51
Выводы	53
Фактор реализуемости	53
<b>Глава 4. Инвестиции и спекуляции</b>	57
Другие аспекты инвестиций и спекуляций	66
<b>Глава 5. Инвестиционная политика</b>	71
Институциональные политики	71
Инвестиционная политика для физических лиц	75
<b>Глава 6. Природа и источники информации, которой пользуется аналитик</b>	85

<b>Глава 7. Количественные и качественные факторы в анализе ценных бумаг. Концепция запаса прочности</b>	93
Качественные факторы	94
Количественные факторы	101
Выводы	102
<b>Глава 8. Классификация ценных бумаг</b>	103
Доводы против традиционной классификации	103
Предлагаемый способ классификации ценных бумаг	107
<b>Часть II. Анализ финансовых отчетов</b>	111
<b>Глава 9. Анализ счета доходов</b>	113
Не повторяющиеся элементы	118
Прибыли и убытки портфелей финансовых компаний	126
<b>Глава 10. Влияние резервов на счет доходов</b>	129
Общие правила интерпретации элементов резервов	131
<b>Глава 11. Оценивание стоимости товарно-материальных запасов и резервов товарно-материальных запасов. Резервы, создаваемые на случай возникновения непредвиденных обстоятельств</b>	141
Вычисление товарно-материальных запасов	142
Резервы на случай возникновения непредвиденных обстоятельств	153
<b>Глава 12. Связь амортизации и аналогичных отчислений с доходностью</b>	161
Промышленные компании	162
Амортизационные отчисления нефтяных и горнодобывающих компаний	173
Амортизация нематериальных активов	178
<b>Глава 13. Амортизационные отчисления с точки зрения инвестора</b>	181
<b>Глава 14. Учет результатов дочерних компаний и филиалов</b>	193
<b>Глава 15. Доходы, указываемые в отчете, и налогооблагаемые доходы</b>	201
Особые положения налогового законодательства	202
Различия между налогооблагаемым и отчетным доходом, определяемые руководством компании	205
Резюме	213

<b>Глава 16. Анализ балансового отчета</b>	217
Обсуждение элементов балансового отчета	218
Вычисление доходов на основе балансового отчета	242
Изучение дохода и позиции балансового отчета на протяжении продолжительного времени	243
Краткое изложение предлагаемых улучшений в деле составления балансовых отчетов	244
<b>Глава 17. Интерпретация финансовых показателей: показатели в расчете на одну акцию и важнейшие соотношения</b>	245
Показатели в расчете на одну акцию	245
Важнейшие соотношения в анализе ценных бумаг	253
<b>Глава 18. Сравнение, базирующееся на важнейших соотношениях.   Физические данные, используемые в анализе</b>	259
Вычисление важнейших соотношений для двух компаний, представляющих собой сети универсальных магазинов	259
Использование отраслевых коэффициентов	267
Анализ, касающийся физических данных	268
<b>Глава 19. Анализ конкретных отраслей. Анализ железнодорожных компаний</b>	271
Общие соображения	271
Факторы, учитываемые в анализе железнодорожных компаний	272
Анализ состояния железнодорожной отрасли	286
<b>Глава 20. Факторы анализа компаний, занимающихся оказанием коммунальных услуг: введение</b>	293
Влияние регулирования	295
Анализ балансового отчета	298
<b>Глава 21. Факторы анализа компаний, занимающихся оказанием коммунальных услуг: анализ счета доходов</b>	311
<b>Часть III. Ценные бумаги с фиксированным доходом</b>	337
<b>Глава 22. Выбор ценных бумаг с фиксированным доходом</b>	339
I. Надежность определяется не конкретным привилегированным требованием, а способностью эмитента исполнить свои долговые обязательства	342
II. Инвестиционные выпуски следует покупать на депрессионной основе	348
III. Третий принцип: недостаточно надежны для того, чтобы безопасность принести в жертву доходности	352

<b>Глава 23. Конкретные стандарты для инвестирования в облигации</b>	357
IV. Нужно применять четкие стандарты надежности	357
Природа и географическое местоположение	358
Величина предприятия	361
Условия выпуска	364
История выплаты процентов и дивидендов	376
<b>Глава 24. Конкретные стандарты для инвестирования в облигации (продолжение)</b>	379
Отношение дохода к процентным требованиям	379
<b>Глава 25. Конкретные стандарты для инвестирования в облигации (продолжение)</b>	391
Отношение стоимости основных производственных средств к консолидированному долгу	391
Отношение капитализации акций к консолидированному долгу	399
<b>Глава 26. Дополнительные факторы, которые следует учитывать при анализе облигаций</b>	407
<b>Глава 27. Привилегированные акции</b>	421
I. Популярность и степень использования	421
II. Поведение привилегированных акций в прошлые годы	422
III. Природа привилегированных акций и теория их выпуска	425
<b>Глава 28. Метод выбора привилегированных акций для инвестиций</b>	433
Некумулятивные выпуски	441
<b>Глава 29. Доходные облигации и гарантированные ценные бумаги</b>	445
I. Доходные облигации	445
II. Гарантированные выпуски	453
Включение гарантий и стоимости аренды в процедуру подсчета фиксированных отчислений	456
<b>Часть IV. Оценивание обыкновенных акций</b>	461
<b>Глава 30. Теория инвестиций в обыкновенные акции. Исторический обзор</b>	463
Примеры	464

<b>Глава 31. Текущие способы инвестирования в обыкновенные акции</b>	473
Три основных метода	474
Заключение	483
<b>Глава 32. Плюсы и минусы подхода к оценке стоимости. Факторы оценки стоимости</b>	485
<b>Глава 33. Прогнозирование доходов и дивидендов. Важность показателей доходов за прошлые годы. Концепция доходности</b>	495
Прогнозы дохода	495
Концепция доходности	502
Прогнозирование дивидендов	514
<b>Глава 34. Значение фактора дивидендов в оценке стоимости обыкновенных акций</b>	515
<b>Глава 35. Технические аспекты ставки дивидендов, выплачиваемых на акции</b>	525
Дивиденды в виде акций и дробление акций	526
Периодическая выплата дивидендов в виде акций	531
Замещающие дивиденды, выплачиваемые в виде акций	538
<b>Глава 36. Ставка капитализации для доходов и дивидендов</b>	543
Коэффициент дохода	545
<b>Глава 37. Структура капитализации</b>	555
<b>Глава 38. Фактор стоимости активов в оценке стоимости обыкновенных акций</b>	569
<b>Глава 39. Оценка стоимости обыкновенных акций компаний, занимающихся оказанием коммунальных услуг</b>	589
Оценивание величины будущего дохода	590
Влияние регулирования	603
<b>Глава 40. Оценка стоимости обыкновенных акций компаний, занимающихся оказанием коммунальных услуг (продолжение)</b>	607
Ставка капитализации для ожидаемого дохода	607

<b>Часть V. Старшие ценные бумаги со спекулятивными признаками</b>	623
<b>Глава 41. Привилегированные выпуски</b>	625
<b>Глава 42. Технические характеристики привилегированных старших ценных бумаг</b>	635
Соображения, применимые в целом к привилегированным выпускам	635
Сравнительные достоинства трех типов привилегий	639
Технические аспекты конвертируемых выпусков	641
<b>Глава 43. Участвующие выпуски и выпуски с гарантиями. Сравнение привилегированных выпусков и соответствующих обыкновенных акций</b>	647
<b>Глава 44. Старшие выпуски сомнительной надежности</b>	655
<b>Глава 45. “Рычаг”</b>	665
<b>Глава 46. Дешевые обыкновенные акции. Опционные warrants</b>	673
Warrants акционерных опционов	680
<b>Часть VI. Акционеры и руководство компаний</b>	687
<b>Глава 47. Общий подход к рассматриваемому вопросу. Акционеры и эффективность управления компанией</b>	689
Акционеры и эффективность управления компаниями	694
Оплата труда руководства компании	699
<b>Глава 48. Акционеры, руководство компании и дивидендная политика</b>	703
<b>Глава 49. Акционеры и их капитал</b>	719
Неблагоприятные корпоративные структуры	725
Вопрос продолжения деятельности предприятия	728
Корпорация как самостоятельная сущность	731
<b>Глава 50. Противоречия между акционерами и руководством компаний</b>	735
<b>Глава 51. Регулирование, осуществляемое Комиссией по ценным бумагам и биржам. Рекапитализация и реорганизация</b>	745
Комиссия по ценным бумагам и биржам	745
Реорганизация и рекапитализация	757

<b>Часть VII. Анализ ценных бумаг в действии</b>	763
<b>Глава 52. Расхождения между ценой и стоимостью</b>	765
Расхождения между ценой и стоимостью и их причины	771
<b>Глава 53. Анализ рынка и ценных бумаг</b>	781
Краткое изложение наших взглядов на инвестиционную политику	790
<b>Приложение</b>	795
Примечание 1	795
Выдержки из статьи “Экономика военного времени и стоимость акций”	795
Примечание 2	796
Состав и вычисление промышленного индекса Доу–Джонса	796
Примечание 3	797
Что значит быть правым при выполнении анализа ценных бумаг	797
Гиппократический метод анализа ценных бумаг	800
Примечание 4	803
Институциональное владение ценными бумагами и другими активами	803
Примечание 5	804
Официальное описание сберегательных облигаций Соединенных Штатов Америки	804
Примечание о продлении срока действия облигаций серии E	805
Примечание 6	805
Вычисление по формуле центральной стоимости промышленного индекса Доу–Джонса, 1924–1951 гг.	805
Вычисление по формуле центральной стоимости промышленного индекса Доу–Джонса, 1924–1951 гг. (окончание)	806
Примечание 7	806
Перечень данных, которые требуются для финансовых отчетов, предоставляемых в соответствии с Законом о ценных бумагах от 1933 года и Законом об обмене ценных бумаг от 1934 года	806
Примечание 8	810
Годовые отчеты	810
Примечание 9	810
Облигационная претензия или полное владение?	810
Примечание 10	811
Долговые обязательства Kreuger and Toll Company	811
Примечание 11	812
Два примера аналитических отчетов	812
Примечание 12	822
Бюллетени исследований в области бухгалтерского учета	822



Примечание 13	822
Учет товарно-материальных запасов	822
Примечание 14	824
Две иллюстрации причуд, характерных для современного учета товарно-материальных запасов и амортизации	824
Примечание 15	825
Вычисление доходов федеративных и национальных универмагов за год, завершившийся в январе 1948 года, на основе 100-процентного LIFO и FIFO	825
Примечание 16	826
Иллюстрация метода “нормального запаса”	826
Примечание 17	827
Пример поправок, вносимых аналитиком	827
Примечание 18	828
Интерпретация нематериальных активов	828
Примечание 19	828
Компания United States Steel Corporation	828
Примечание 20	832
Прибыль (в процентах) с продаж и чистой стоимости компании для разных групп компаний производственного типа, 1936–1940 гг. (соответствующие данные собраны Комиссией по ценным бумагам и биржам)	832
Прибыль (в процентах) с продаж и чистой стоимости компании для разных групп компаний производственного типа, 1936–1940 гг. (соответствующие данные собраны Комиссией по ценным бумагам и биржам) (продолжение)	833
Прибыль (в процентах) с продаж и чистой стоимости компании для разных групп компаний производственного типа, 1947–1949 гг. (соответствующие данные собраны National City Bank of New York)	834
Примечание 21	836
Отношение расходов на эксплуатацию железной дороги к валовому доходу от основной деятельности для железных дорог класса I, 1937 и 1948 гг.*	836
Примечание 22	836
Привилегированные акции инвестиционного класса	836
Примечание 23	837
Неудачный результат применения защитных мер, предусмотренных в соглашении	837
Примечание 24	839
Покрытие до и после выплаты федеральных налогов	839
Примечание 25	840
Две формулы для “запаса прочности” применительно к кредиту железнодорожных компаний	840

Примечание 26	841
Железнодорожные компании, удовлетворяющие минимальным количественным тестам для облигаций	841
Примечание 27	842
Примечание 28	847
Пример выбора акций по методу оценки стоимости (с указанием развития событий в последующие три года)	847
Примечание 29	848
Примечание 30	848
Показатели инвестиционных компаний	848
Примечание 31	850
Резюме книги Мида и Гродински	850
Примечание 32	852
Примечание 33	853
Анонс Celanese Corporation of America в <i>Analysts Journal</i> (второй квартал 1950 г.)	853
Примечание 34	854
Факторы материальных активов и “гудвилл” в рыночных оценках наших дней	854
Примечание 35	856
Последующие показатели двух групп ценных бумаг с заниженной стоимостью, выбранных в конце 1938 или 1939 года*	856
Примечание 36	857
Финансирование посредством привилегированных выпусков	857
Примечание 37	857
Пример внесения поправки в коэффициент пересчета в соответствии с положением, направленным против “разводнения”	857
Примечание 38	858
Финансовый рычаг в структурах капитала компаний, занимающихся оказанием коммунальных услуг	858
Примечание 39	859
Сравнение дешевых акций	859
Примечание 40	860
Заявление Слоуна, президента General Motors Corporation, по поводу дивидендной политики компании	860
Примечание 41	863
Два примера корпоративного “пирамидостроительства”	863
Примечание 42	866
Результаты продаж и слияний мелких банков Нью-Йорка в 1948–1950 гг. (для акционеров)*	866
Примечание 43	867
<i>Mission Corporation</i>	867

Примечание 44	868
Кумулятивное голосование	868
Примечание 45	868
Ценовое поведение новых предложений обыкновенных акций, сделанных в 1944–1946 гг.	868
Типичные новые предложения обыкновенных акций за период 1945–1946 гг.: American Phenolic Corporation	870
Примечание 46	871
“Календарный план”, предусмотренный главой X	871
Примечание 47	873
Missouri Pacific Railroad Company, процессуальные действия, связанные с передачей в доверительную собственность и реорганизацией	873
Прибыль (в процентах) с продаж и чистой стоимости компании для разных групп компаний производственного типа, 1936–1940 гг. (соответствующие данные собраны Комиссией по ценным бумагам и биржам) (окончание)	834
<b>Предметный указатель</b>	<b>875</b>

## ГЛАВА 16

# АНАЛИЗ БАЛАНСОВОГО ОТЧЕТА

**Шесть типов информации, указываемой в балансовом отчете.** Балансовый отчет заслуживает гораздо большего внимания, чем то, которое Уолл-стрит уделяла этому виду финансовой отчетности в прежние времена. В качестве введения в эту часть настоящей книги мы перечислим шесть типов важной информации, которые инвестор может извлечь для себя в результате изучения балансового отчета.

1. Почти во всех случаях балансовый отчет показывает, какой объем капитала фактически инвестирован в соответствующий бизнес и каким образом структура этого капитала подразделяется между старшими выпусками и обыкновенными акциями.
2. Балансовый отчет отражает силу или слабость позиции оборотного капитала.
3. Балансовый отчет позволяет проконтролировать достоверность величины дохода, указанной в счете доходов.
4. Балансовый отчет содержит данные, позволяющие протестировать истинный успех или процветание соответствующего бизнеса, т.е. определить величину прибыли на инвестированный капитал.
5. Балансовый отчет включает в себе основу для анализа источников дохода и отношения суммы прибыли к стоимости активов.
6. Балансовый отчет включает в себе основу для долгосрочного изучения соотношения между суммой прибыли и стоимостью активов, а также для долгосрочного анализа эволюции финансовой структуры на протяжении многих лет.

**Представление балансового отчета.** Балансовый отчет в его традиционном виде содержит перечень всех активов (с левой стороны), а также долговых обязательств, капитала и излишка (с правой стороны). (В Великобритании эти два столбца поменялись местами.) Новые и более информирующие методы представления балансового отчета приобретают все большую популярность в корпоративной финансовой отчетности. В частности, теперь показатель капитала и излишка определяется путем вычитания истинных долговых обязательств из активов. Кроме того, сейчас балансовый отчет позволяет получить более четкую картину позиции оборотного капитала путем перечисления текущих долговых обязательств непосредственно под текущими активами. Во многих корпоративных отчетах такое представление появляется под заголовком “Statement of Financial Condition” (“Отчет о финансовом положении”) и подается в дополнение к традиционному балансовому отчету<sup>1</sup>.

---

<sup>1</sup> U.S. Steel Corporation, Burroughs Adding Machine Company и другие компании опубликовали такой “Отчет о финансовом положении” вместо традиционного балансового отчета за 1949 год. Аудиторы сертифицировали счета в этой форме.

Мы рекомендуем аналитикам придерживаться в своей работе этой процедуры. Мы проиллюстрируем данный метод путем переработки балансового отчета Celanese Corporation за декабрь 1949 года на новый лад, включая рекомендованную нами интерпретацию долговых обязательств за привилегированные акции (табл. 34). Подробные элементы в разных категориях не приводятся.

**Таблица 34. Переработанный балансовый отчет Celanese Corporation, 31 декабря 1949 года (в тыс. долл.)**

Капитальные средства		
Консолидированный долг		80 100
4,75 долл. 1-й выпуск привилегированных акций (404 000 акций без указания номинальной стоимости, по 100 долл.)		40 400
7 долл. 2-й выпуск привилегированных акций (148 000 акций номинальной стоимостью 100, по 140 долл.)		20 700
Всего старших требований		141 200
Акционерный капитал (5 515 000 обыкновенных акций без указания номинальной стоимости)		96 600
Совокупные капитальные фонды		237 800
Представлено		
Текущими активами	85 900	
Минус		
Текущие долговые обязательства	16 600	
Прочие резервы	400	
Оборотный капитал (минус прочие резервы)		68 900
Промежуточные активы		15 700
Фиксированные активы, валовый объем	224 100	
Минус амортизация	70 900	
Фиксированные активы, чистый объем		153 200
Итого		237 000

## Обсуждение элементов балансового отчета

Поскольку мы исходим из того, что читатели знакомы с основами бухгалтерского учета, мы не будем подробно обсуждать здесь все элементы балансового отчета, а рассмотрим лишь те аспекты, которые могут требовать от аналитика специальных знаний.

**Денежные элементы.** Текущие активы включают собственно деньги и денежные эквиваленты, счета к получению и товарно-материальные запасы. Определенные денежные элементы, обычно в форме государственных облигаций, иногда отделяются компанией и отображаются отдельно от текущих активов. В редких случаях они сохраняются для исполнения долговых обязательств, которые не обозначены как текущие. В одних случаях они предназначаются для будущих расходов на приобретение основных производственных средств, в других — произвольно отделяются от текущих активов.

*Примеры.* U.S. Steel Corporation обозначила в отчете 308 млн. долл., сохраняемых для наращивания основных производственных средств в конце 1945 года. Меньшие элементы такого рода были представлены в последние годы в балансовых отчетах компаний Ohio Oil, Allied Kid и Real Silk Hosiery. Компания Stewart Warner обозначила в отчете 3 185 тыс. долл. в государственных облигациях, сохраняемых как нетекущие инвестиции в конце 1949 года.

Большинство железнодорожных компаний произвольно делят свои холдинги в виде государственных облигаций между “Временными денежными инвестициями”, представленными в текущих активах, и “Другими инвестициями”, представленными в некоем промежуточном элементе. Обратите внимание на перенос компанией Northern Pacific 11 млн. долл. из первой категории во вторую в 1949 году.

С точки зрения аналитика, лучше всего было бы включить в текущие активы все денежные элементы, подконтрольные соответствующей компании, в том числе и те, которые эта компания не обозначает как текущие, но *может*, при желании, обозначить таковыми. Это относится к большинству денежных фондов, выделенных для наращивания основных производственных средств. Компания, не имеющая такого выделенного фонда, может наращивать свои основные производственные средства с помощью своих обычных денежных средств.

Выкупная стоимость полисов страхования жизни — иногда довольно весомый элемент — в прежние времена обозначались в большинстве случаев как текущий актив, но в настоящее время почти всегда обозначались как промежуточный элемент<sup>2</sup>. Мы полагаем, что аналитик может надлежащим образом включить такую сумму, если она важна, в текущие активы для определенных вычислений (например, для нахождения стоимости текущих активов, когда речь идет об акциях).

**Товарно-материальные запасы.** В настоящее время становится привычным отделять от текущих активов определенные малоподвижные элементы товарно-материальных запасов. В прежние времена считалось достаточным снижать их стоимость до оценочной величины реализационной стоимости.

*Пример.* Компания Autocar обозначила в отчете 843 тыс. долл. превышения товарно-материальных запасов над однолетней величиной оценочной потребности как единовременный элемент на конец 1949 года<sup>3</sup>.

---

<sup>2</sup>Как исключительный случай, С. E. Hires & Company включила 425 тыс. долл. денежной стоимости страхования жизни в свои совокупные текущие активы (3 926 тыс. долл.) 30 сентября 1949 г.

<sup>3</sup>Одна из ряда серьезных проблем в этой области была представлена компанией R. G. Le Tourneau, Inc. в 1948 г. Аудиторы отметили, что товарно-материальные запасы этой компании включают значительные объемы, касающиеся малоподвижных и, возможно, устаревших элементов, а также оборудования, требующего дальнейшей разработки. Отмечались также достаточно большие долговые обязательства, связанные с обслуживанием продукции в этой области. Вследствие существенности этих двух неопределенных факторов аудиторы не выразили обычного мнения относительно финансового положения данной компании на конец соответствующего года или относительно результатов ее работы в 1948 г. Были представлены пересмотренные впоследствии показатели, отражающие снижение стоимости товарно-материальных запасов на 2 млн. долл. и увеличение накопившихся долговых обязательств в размере 500 тыс. долл. В результате компании пришлось приостановить выплату дивидендов на недавно проданный выпуск привилегированных акций.

Вопросом, который имеет общую важность на сегодняшний день, является основа оценивания стоимости товарно-материальных запасов, особенно если речь идет о выборе между методами FIFO и LIFO. (Подробно этот вопрос обсуждался в главе 11.)

Необычная интерпретация оборотного капитала продемонстрирована компанией Caterpillar Tractor. Эта компания вычитает полную LIFO-надбавку из стоимости товарно-материальных запасов, которая составляла в 1948 году 11,6 млн. долл., без кредита на соответствующую налоговую экономию. Такой налоговый кредит (4 млн. долл.) был обозначен как промежуточный элемент под заголовком “Отсроченные активы”.

Это является полной противоположностью практике магазинов, торгующих в рассрочку, которые обозначают всю свою дебиторскую задолженность как текущие активы, тогда как соответствующий подоходный налог обозначается как обязательство нетекущего резерва. (Ниже мы вернемся к рассмотрению этого вопроса.) Оба этих метода, по нашему мнению, неточны и требуют от аналитика внесения определенных поправок.

**Дебиторская задолженность.** Торговую или клиентскую дебиторскую задолженность минус скидки за убытки обозначают как текущие активы, несмотря на то, что в случае векселей кредита период оплаты может намного превышать год. Компании, занимающиеся производством грузовиков и других видов капитального оборудования, зачастую продают такие векселя кредита финансовым компаниям или банкам на регрессивной основе, т.е. ответственными за неплатеж становятся они. Величина такого обязательства перекупки будет указана в сноске как условное долговое обязательство. Мы порекомендовали бы аналитику добавить эти суммы как к дебиторской задолженности, так и к текущим долговым обязательствам, чтобы получить более четкую картину финансового положения компании.

*Примеры.* В конце 1949 года компания White Motors показала в своем отчете условное долговое обязательство в объеме около 9 500 тыс. долл. для повторной покупки договоров на продажу в рассрочку или для повторного приобретения автомобилей, проданных в соответствии с такими договорами. Сохраненная дебиторская задолженность составила примерно 9 600 тыс. долл. Sears Roebuck and Company, чтобы профинансировать агрессивную политику расширения своего бизнеса в последние годы, продала банкам большую часть своей дебиторской задолженности по рассрочке, ограничив свои долговые обязательства или потенциальные убытки в связи с этим десятью процентами проданных объемов. В сравнении с Montgomery Ward, которая не продала свою дебиторскую задолженность до конца 1949 года, необходимо сделать поправку на соответствующую разницу в методах<sup>4</sup>.

В случаях, когда дебиторская задолженность играет важную роль в бизнесе компании, особое внимание следует уделить анализу интерпретации этого элемента в балансовом отчете. Резерв на убытки и расходы, связанные с оплатой дебиторской задолженности, должен быть адекватным. Необходимо провести сравнения с другими компаниями, представляющими соответствующую отрасль. В крайних случаях истинная величина дебиторской задолженности может оказаться чрезвычайно завышенной.

---

<sup>4</sup> Значительная разница такого рода может быть выявлена при сравнении компаний Reliable Stores и Ludwig Baumann. Первая из них не продает свою дебиторскую задолженность, тогда как вторая продает.

*Пример.* Manufacturers Finance Company, осуществляющая специализированный вид кредитования компаний, в июне 1948 года показала дебиторскую задолженность в объеме 10 200 тыс. долл. после резервирования 278 тыс. долл. на безнадежные долги. Она задолжала 10 500 тыс. долл. по банковским ссудам и долговым распискам, указав акционерный капитал в размере 1 823 тыс. долл. В октябре 1948 года эта компания инициировала процедуру собственного банкротства, объявив о своей неспособности рефинансировать ссуды, по которым наступили сроки погашения. В ноябре 1949 года суд признал эту компанию неплатежеспособной. Это означало, что очевидное превышение акционерного капитала над долговыми обязательствами исчезло. Очевидно, что резервы на безнадежные долги оказались весьма неадекватными.

*Налог на прибыль с рассрочки нужно вычитать из дебиторской задолженности.* Для концернов, занимающихся продажей в рассрочку, характерна особая ситуация бухгалтерского учета. Они отчитываются перед акционерами о своей прибыли на основе объема продаж за каждый год, делая поправку на затраты и убытки, связанные с оплатой дебиторской задолженности. Но для налоговых целей они могут отсрочивать учет прибыли до момента фактической оплаты рассрочки. В результате эти компании показывают значительные условные долговые обязательства, чтобы подоходный налог можно было выплатить только после получения дебиторской задолженности<sup>5</sup>. Такие резервы вовсе не являются резервами, а лишь долговыми обязательствами, непосредственно связанными с дебиторской задолженностью. Если эта дебиторская задолженность выплачивается исправно, то налоги также будут выплачиваться. Аналитику следует вычесть этот налоговый резерв непосредственно из самого показателя дебиторской задолженности — точно так же, как поправка на будущие убытки и расходы, связанные с получением дебиторской задолженности, вычитаются самой компанией. Все это — однородные элементы, относящиеся к одной группе.

*Включите истинные резервы на долговые обязательства в текущие долговые обязательства.* С аналитической точки зрения резервы любого типа, которые представляют достаточно определенные долговые обязательства, следовало бы включить в текущие долговые обязательства и вычесть из текущих активов. Это позволяет упростить картину балансового отчета путем разделения всех долговых обязательств на две группы: текущие элементы и элементы консолидированного долга. В любом случае долговые обязательства резерва, как правило, выплачиваются за достаточно короткий срок.

---

<sup>5</sup> Компания Spiegel, Inc. пользуется достаточно запутанным методом совмещения четырех совершенно разных типов резервирования под общим названием “Contingency Reserves” (“Резервы на случай возникновения непредвиденных обстоятельств”). Первый элемент равняется 4 615 тыс. долл. для накопленного подоходного налога на продажи в рассрочку; это представляет собой несомненное долговое обязательство, поскольку дебиторская задолженность несомненно представляет собой активы. Второй элемент равняется 500 тыс. долл.; эта сумма резервируется для возможного будущего подоходного налога. Это довольно неоднозначный элемент, в котором, вероятно, заключается какое-то содержание. Третий элемент равняется 149 тыс. долл.; эта сумма, предназначенная для плана годовой оплаты труда работников, также носит весьма неоднозначный характер, хотя в данном случае и не является особенно важной. Четвертый элемент равняется 1 млн. долл.; эта сумма резервируется на случай возникновения непредвиденных обстоятельств, связанных со снижением цены товарно-материальных запасов. Этот элемент, по-видимому, представляет собой типичный условный элемент произвольного характера. См. балансовый отчет компании Spiegel, Inc. от 31 декабря 1949 года.



*Пример.* Это наблюдение применимо ко всем суммам, зарезервированным компанией General Motors на социальное обеспечение своих работников и для выплаты им премиальных (эта тема обсуждается ниже).

**Текущие долговые обязательства.** Эта категория должна включать все долговые обязательства, подлежащие оплате в течение года. Следовательно, она должна показывать рассрочку выпуска простых векселей или серийных облигаций за текущий год, а в некоторых случаях — часть выпуска долгосрочных облигаций, которые должны быть погашены с помощью фонда погашения в течение соответствующего года.

Большие долговые обязательства, связанные с подоходным налогом, которые стали типичными начиная с 1940 года, вызвали к жизни новый механизм, предназначенный для улучшения отношения текущих активов к текущим долговым обязательствам. Компании покупают большие количества сберегательных долговых расписок Казначейства Соединенных Штатов с номинальными процентными ставками, которые разрешается затем вычитать из суммы их долговых обязательств по налогам.

*Пример.* Компания General Motors вычла 466 млн. долл. таких сберегательных долговых расписок из своих текущих долговых обязательств на конец 1949 года, улучшив таким образом свое текущее отношение текущих активов к текущим долговым обязательствам с 2,3 к 1 до 3,6 к 1.

**Промежуточные активы.** Промежуточные элементы обычно состоят из нетекущей дебиторской задолженности, инвестиций, не интерпретируемых как легко реализуемые ценные бумаги, выкупной стоимости страхования жизни и активов будущих лет. Большинство компаний включает требования на возврат налога как промежуточный актив, однако многие компании показывают этот элемент как текущую дебиторскую задолженность. Нетекущая дебиторская задолженность обычно касается должностных лиц, служащих или аффилированных компаний. Большинство инвестиций в филиалы исключается из балансового отчета путем использования консолидированного отчета, однако из этого правила существует немало разных исключений. Некоторые из компаний не консолидируют свои зарубежные дочерние компании; другие не консолидируют дочерние компании, принадлежащие им менее чем на 100%. В некоторых случаях эти элементы инвестиций могут представлять владение значительным объемом текущих активов.

*Пример.* Компания Rice-Stix 30 ноября 1949 года показала актив в размере 1 272 тыс. долл., представляющий владение определенными дочерними компаниями (по их себестоимости) и авансы, предоставленные этим дочерним компаниям. В сноске указывалось, что эта инвестиция характеризуется текущим капиталом в размере 2 539 тыс. долл. Большая часть этого элемента была, вероятно, текущей.

**Фиксированные активы.** Фиксированные активы называют также счетом основных производственных средств или счетом основного капитала. В настоящее время почти во всех компаниях фиксированные активы отображаются консервативной величиной. Обычной основой является фактическая себестоимость минус амортизация. Значительные объемы нового оборудования были списаны до 1 долл. путем ускоренной амортизации, разрешенной согласно налоговому законодательству, которое действовало во время Второй мировой войны и сразу же после нее. Кроме того,

во многих случаях счет основных производственных средств списывался во время экономической депрессии 1930-х годов до величин, намного ниже себестоимости основных производственных средств.

Акционерам и аналитикам ценных бумаг требуется больший объем информации относительно приведенной стоимости основных производственных средств, чем тот, который содержится в финансовой отчетности компаний и отражает лишь исходную себестоимость или замещающую стоимость, выбранную много лет тому назад. Некоторые компании предоставляют оценку восстановительной стоимости минус амортизация — как правило, стремясь оправдать таким способом применение более высокой нормы амортизации, чем допускается для налоговых целей. Буквально несколько компаний приводят также показатели, касающиеся страховой стоимости их зданий и оборудования.

*Примеры.* Компания Equitable Office Building заявляла, что по состоянию на 30 апреля 1949 года данное здание и его внутренняя “начинка” были застрахованы от пожара на 18 млн. долл., однако чистая балансовая стоимость составляла 5,4 млн. долл. Equitable Office Building также утверждала, что соответствующий земельный участок и здание оцениваются в 27 750 тыс. долл. против совокупной чистой балансовой стоимости, равной 19,9 млн. долл. Компания Diamond T Motor указывала в своем отчете от 31 декабря 1949 года застрахованную стоимость своего здания и оборудования в размере 4 878 тыс. долл. против балансовой стоимости, равной 939 тыс. долл.

Если бы показатели, подобные этим, обязаны были приводить в сноских к своему балансовому отчету все компании, гораздо более полная информационная картина счета основных производственных средств оказалась доступной для тех, кому в действительности принадлежат соответствующие активы.

**Предоплаченные и отсроченные расходы.** В большинстве балансовых отчетов эта рубрика представляет сравнительно небольшой элемент, который появляется в нижней части списка активов. При вычислении стоимости активов он зачастую игнорируется или вовсе исключается. В действительности же некоторые из включенных элементов (обычно меньшие по своей величине) представляют собой вполне реальные активы, которые вполне можно включить в текущие счета. Они представляют собой суммы, выплачиваемые другим сторонам за услуги, которые должны быть оказаны ими в будущем (например, предоплаченная аренда или страховка). Американский институт бухгалтеров предложил включать такие элементы предоплаченных расходов в текущие активы, в качестве эквивалента дебиторской задолженности, и в настоящее время их начинают интерпретировать именно таким образом.

Отсроченные расходы, в отличие от предоплаченных расходов, представляют собой суммы (выплачиваемые или подлежащие оплате), за которые в будущем не будет оказано никаких конкретных услуг, но которые относятся на счет будущих операций. Отсроченные расходы включают дисконт на облигации, который логически амортизируется в течение всего срока действия соответствующего выпуска облигаций. Элементом, приобретающим все большую важность, являются пенсии, выплачиваемые авансом.

*Пример.* В отчете компании General Cable за 1949 год было показано, что эта компания выплатила в том году свыше 2 013 тыс. долл. на покрытие расходов по выплате

пенсий за выслугу лет. Часть этой суммы, подлежащая 10-процентному налогообложению, была записана на счет дохода, а баланс в размере 1 812 тыс. долл. был указан как один из активов, сгруппированных под заголовком “Предоплаченные расходы и отсроченные расходы”. До 1949 года большинство компаний записывали такие дополнительные выплаты на счет излишков. В этом счете иногда указывается себестоимость инструментов и штампов для моделей, еще отсутствующих на рынке. Принято амортизировать такие элементы достаточно быстро против фактических продаж<sup>6</sup>.

Сомнительный элемент бухгалтерского учета такого рода появляется в отчете Franklin Railway Supply Company за 1949 год. Компания показывает 605 тыс. долл. “Предоплаченных расходов” и тому подобного, что представляет собой весьма существенную сумму для столь небольшой компании. Из этой суммы 514 тыс. долл. представляет собой неосвоенную нагрузку на счет простаивающих основных производственных средств, не списанных, но находящихся в состоянии ожидания использования в будущем бизнесе. Трудно понять, как следовало бы начислить такие прошлые убытки на операции основных производственных средств в случае, если этим производственным средствам снова будет найдено применение. Несомненно, это представляет собой актив чрезвычайно неопределенного характера<sup>7</sup>.

Подводя итог сказанному, следует отметить, что “Предоплаченные расходы” и подобные им элементы чрезвычайно разнообразны по своему характеру и своей достоверности. К счастью, аналитик может игнорировать большинство из них как несущественные, тогда как более значительные могут потребовать довольно скрупулезного анализа.

**Неамортизируемый дисконт на облигации.** Когда компании получают от продажи своих облигаций сумму, меньшую, чем их номинальная стоимость, то соответствующий дисконт можно либо списать против излишков, либо представить как актив, который должен быть амортизирован в течение всего срока действия данного выпуска облигаций. Последний вариант представляет собой более распространенную практику, поэтому в балансовых отчетах компаний с консолидированным долгом очень часто встречается актив под названием “Неамортизируемый дисконт на облигации”. Иногда это интерпретируется как нематериальный элемент, который подлежит вычитанию из балансовой стоимости акций. Вообще говоря, этот предмет не настолько важен, чтобы придавать особое значение тому, как именно с ним поступают<sup>8</sup>.

---

<sup>6</sup> В конце 1949 г. компания Federal Motor Truck указала нетто-стоимость инструментов, штампов, оснастки и шаблонов в размере 887 тыс. долл. как отдельную часть счета своих основных производственных средств, представляющую почти половину общей стоимости. Ничего подобного не появлялось в финансовой отчетности этой компании за 1948 г. Причиной появления этого нового элемента стало радикальное изменение дизайна, которое еще не было полностью завершено в конце этого года. Списание на амортизацию инструментов, штампов и шаблонов в 1949 г. составило 195 тыс. долл. против 30 тыс. долл. в 1948 г.

<sup>7</sup> Тем не менее бухгалтеры решили, что данный отчет составлен в соответствии с общепринятой практикой.

<sup>8</sup> Интересный элемент появился в отчете Transcontinental Gas Pipe Line Company за 1949 г. Примерно 3 млн. долл. дисконта на облигации было списано в том году с балансового отчета компании путем занесения его на счет строительства. Таким образом этот дисконт на облигации был преобразован в часть фиксированных активов, неотличимую от других составных частей фиксированных активов.

**Нематериальные активы.** К широко известным типам нематериальных активов относятся “гудвилл”; патенты, авторские права и торговые марки; франшизы и лицензии; организационные расходы и расходы на развитие. Существует также много специальных элементов, например списки подписчиков или тираж в балансовых отчетах издателей газет и журналов.

*Пример.* Издательство Hearst Consolidated Publications в конце 1949 года показало 82 479 тыс. долл. на тираж, пресс-франшизы и справочные библиотеки из совокупных активов в объеме 157 млн. долл.<sup>9</sup>

**Право пользования недвижимостью, приобретенной на правах аренды.** Право пользования недвижимостью, приобретенной на правах аренды (лизгольд), означает, что арендатор имеет право занимать помещение на оговоренный период времени при условии внесения им соответствующей арендной платы. Такое право может рассматриваться как ценный актив, если текущая стоимость арендуемого имущества намного превышает величину арендной платы, указанную в договоре. В прошлом компании иногда указывали более или менее произвольные величины стоимости права пользования недвижимостью, приобретенной на правах аренды, представляя это право как актив. Актив подобного типа должен, конечно же, рассматриваться как совершенно нематериальный актив<sup>10</sup>.

Однако во многих случаях компании возводили здания на земле, арендованной ими на протяжении многих лет. По истечении срока аренды (и обусловленной реконструкцией) такое здание становится собственностью арендодателя (владельца соответствующего земельного участка). С технической точки зрения это здание не является собственностью нанимателя (арендатора). Оно является частью его лизгольдовой доли. В этом смысле такие здания, часто обозначаемые в балансовом отчете как лизгольдовые улучшения, следовало бы называть нематериальными активами, но с практической точки зрения их удобнее рассматривать как материальные инвестиции со стороны арендатора и, следовательно, как материальные активы.

*Пример 1.* Компания Hotel Waldorf Astoria возводила здание своей гостиницы на земле, арендованной у филиала New York Central Railroad. В балансовом отчете гостиницы ее доля в этом здании указывается под заголовком “Лизгольд”. Чистая сумма после амортизации в конце 1949 года составила 6 138 тыс. долл.

*Пример 2.* Компания F. W. Woolworth придерживается необычной практики. В конце 1949 года она показала стоимость зданий и усовершенствований в арендуемых помещениях в размере 77,1 млн. долл. минус амортизация в размере 4 939 тыс. долл. Фактически эта последняя сумма представляла амортизацию лишь за 1949 год, а предыдущие списания вычитались с целью получения исходной величины — 77,1 млн. долл.

---

<sup>9</sup> Подробную информацию о необычных нематериальных активах в балансовом отчете American District Telegraph Company см. в приложении.

<sup>10</sup> Пример манипулятивного использования стоимости права пользования недвижимостью, приобретенной на правах аренды (прежним руководством компании United Cigar Stores в 1920-е годы), можно найти в издании этой книги за 1940 г. В случае с United Cigar Stores к величине доходов, указанной в отчете этой компании, ежегодно прибавлялась определенная сумма, не раскрывавшаяся в отчете для акционеров, чтобы отразить какую-то часть предполагаемого повышения стоимости права пользования недвижимостью, приобретенной на правах аренды.

Интерпретация нематериальных активов в вычислении стоимости активов рассматривается в следующей главе.

**Надлежащее формулирование долговых обязательств.** Проблемы, возникающие у аналитика при интерпретации величины долговых обязательств, сводятся, в сущности, к двум категориям: интерпретация элементов резервов и надлежащая оценка стоимости долговых обязательств в виде привилегированных акций.

Как пояснялось в главе 10, желательно применять в разумных пределах все элементы резервов (1) для снижения счетов активов, (2) для увеличения текущих долговых обязательств и (3) для увеличения счета излишков. Какие-то из элементов резервов могут оставаться как истинные промежуточные долговые обязательства (например, резерв на претензии по травмам и повреждениям). Во многих случаях эти промежуточные долговые обязательства относительно невелики; в таком случае балансовый отчет можно упростить еще больше, сгруппировав их с текущими долговыми обязательствами в единый итоговый показатель.

**Другие резервы против долговых обязательств.** В наше время повышается важность резервов на компенсацию и другие страховые льготы. Такие льготы (наряду с пенсиями), очевидно, становятся неотъемлемой частью структуры заработной платы. Можно предположить, что вычисления, утвержденные бухгалтерами, достаточно точно представляют долговые обязательства под этими заголовками. То же можно сказать о резервах для участия в прибылях и выплаты премий. Однако самые крупные суммы на эти последние цели выплачиваются вскоре после закрытия отчетного периода, и их следует рассматривать как эквивалент кредиторской задолженности.

*Пример.* В 1949 году компания General Motors вычла из дохода 60 млн. долл. на выплату премий работникам и неназванную сумму для планов льгот, предоставляемых работникам. В балансовом отчете под заголовком “Резерв и другие (не текущие) долговые обязательства” были показаны 30 млн. долл. для планов льгот, 102 млн. долл. для выплаты премий работникам, налогов, warrants и пр. и 19,7 млн. долл. для выплаты премий работникам. Аналитику следует включить все три элемента в текущие долговые обязательства.

Резервы на случай возникновения непредвиденных обстоятельств обычно считаются частью счета излишков. Иногда в связи с этим могут возникать кое-какие сомнения. Например, в сноске к отчету Celanese Corporation за 1949 год утверждается, что под вопросом все еще остаются обратные налоги, но что окончательные долговые обязательства, если таковые будут иметь место, будут покрываться за счет “Резерва на случай возникновения непредвиденных обстоятельств” в размере 3 461 тыс. долл. Кто-то из аналитиков предпочел бы включить резерв такого рода в промежуточные долговые обязательства. К счастью, такие неоднозначные элементы редко бывают достаточно большими для того, чтобы оказывать существенное влияние на анализ балансового отчета.

Когда какой-либо резерв в балансовом отчете помечается как “резерв для возможного дополнительного налога”, аналитику следует включать его в “Текущие долговые обязательства”, даже если компания помещает его в какое-то другое место, — если только у него нет достаточно веских оснований для того, чтобы считать этот резерв не таким уж необходимым.

*Пример.* Это положение иллюстрируется балансовыми отчетами Nesco Corporation (которая раньше называлась National Enameling & Stamping). В 1948 году эта компания указывала в своем балансовом отчете резерв (в размере 552 тыс. долл.) на дополнительный налог как нетекущее долговое обязательство. В 1949 году он был признан как текущее долговое обязательство, с дополнительным разъяснением, что Казначейство Соединенных Штатов предъявляет претензию на 730 тыс. долл. плюс проценты.

**Резервы на зарубежные активы.** В случаях, когда такие резервы отражают сокращение, имеющее место до настоящего времени, их следует вычитать из соответствующего счета активов. В случаях, когда они предвосхищают будущие убытки, их следует рассматривать как резерв на случай возникновения непредвиденных обстоятельств и эквивалент излишков. Вообще говоря, речь в таких случаях идет об относительно небольших суммах. В некоторых исключительных случаях со стороны аналитика может потребоваться особое внимание.

*Пример.* В 1949 году компания Vick Chemical Company создала резерв в размере 2,7 млн. долл. на основе излишка, чтобы полностью компенсировать свои зарубежные чистые активы. Это составляло почти 10% от совокупных активов компании и, по-видимому, могло интерпретироваться аналитиком как часть счета излишков. Этот резерв, очевидно, был создан для того, чтобы изолировать счет доходов от влияния колебаний обменных курсов иностранных валют. (Читатель обнаружит ряд довольно сомнительных статей в счете доходов и счете излишков за 1949-1950 годы, что является следствием такой политики.)

**Долговые обязательства в виде привилегированных акций.** Традиционные балансовые отчеты показывают привилегированные акции как часть капитала и излишков. Таким образом, привилегированные акции группируются с обыкновенными акциями (как если бы они отражали долю в соответствующем бизнесе) и четко отделяются от консолидированного долга и прочих долговых обязательств. Такая традиционная практика не отвечает реалиям корпоративных финансов. В обычном случае, когда речь не идет о конверсии или аналогичном праве, привилегированные акции представляют не долю в соответствующем бизнесе, а лишь несовершенную кредиторскую позицию. (Их единственная реальная стоимость — на основе реально функционирующего предприятия — заключается в предоставляемом ими праве на получение обусловленных ежегодных дивидендов, выплачиваемых до осуществления каких-либо выплат на обыкновенные акции.) Самый разумный анализ балансового отчета группирует привилегированные акции с консолидированным долгом, давая в результате суммарный показатель до требований против фонда основного капитала. Облигационный заем и привилегированные акции можно объединить под заголовком “Старшие выпуски”.

Надлежащее вычисление долговых обязательств в виде привилегированных акций нередко оказывается для аналитика серьезной проблемой. Простейшее правило, которому должен следовать аналитик, таково: оценивать стоимость акций с преимущественными требованиями по самому высокому значению среди таких показателей, как номинальная стоимость (плюс любые невыплаченные суммы по дивидендам), выкупная цена (плюс задолженность) или средняя рыночная цена. В некоторых случаях “синтетическая номинальная стоимость” (например, эквивалент пятипроцентной

дивидендной ставки) может оказаться более подходящей, чем любой другой показатель. Для удобства можно зачастую использовать величину 100 долл. за одну акцию вместо более точного значения, не очень отличающегося от 100. Приведенное ниже обсуждение может служить иллюстрацией применения этого правила.

Почти во всех балансовых отчетах привилегированные акции указываются как долговое обязательство по своей номинальной стоимости (если у них есть эта номинальная стоимость). Однако такая номинальная стоимость может быть нереалистичной и, следовательно, вводить аналитика в заблуждение.

*Пример.* У Island Creek Coal Company имеются привилегированные акции по номинальной стоимости 1 долл. Владельцы привилегированных акций этой компании имеют право на получение ежегодных дивидендов в размере 6 долл. за акцию (и на получение 120 долл. за акцию в случае прекращения деятельности компании). В 1949 году цена этого выпуска выросла до 120 долл. При вычислении стоимости активов в виде обыкновенных акций Island Creek Coal Company привилегированные акции следует вычитать не по их номинальной стоимости (1 долл.), а по 120 долл., что является их истинной, или действующей номинальной стоимостью.

Если привилегированные акции представляют собой выпуск, для которого номинальная стоимость не указана, то в балансовом отчете для них указывается произвольная (низкая) стоимость, которая никак не связана с истинной величиной их требования.

*Пример.* Компания Interstate Bakeries указывает свои 4,80-долларовые привилегированные акции, не имеющие номинальной стоимости, как долговое обязательство величиной 10 долл. за каждую акцию. Они выкупаются по 105 долл. Их действующая номинальная стоимость равняется 100 или 105 долл.

В любом вычислении или отчете, имеющем своей целью показать величину капитала для обыкновенных акций, было бы неправильным не вычесть стоимость привилегированных акций, которая должна быть достаточно близкой к истинной величине их требования. Это не составляет проблемы, если привилегированные акции имеют репрезентативную номинальную стоимость, если их дивидендная ставка не превышает, например, 5%, и если по ним нет задолженности. В таких случаях (кстати говоря, довольно многочисленных) привилегированные акции можно вычитать по стоимости, указанной в балансовом отчете.

*Пример.* Компания General Motors выпустила 5-долларовые привилегированные акции на общую сумму 221 млн. долл. с возможностью выкупа по 120 долл. и 3,75-долларовые привилегированные акции на общую сумму 99 млн. долл. с возможностью выкупа по 100 долл. В балансовом отчете они указывались по своей номинальной стоимости, равной 100 долл. В 1950 году оба этих выпуска продавались по цене выше стоимости выкупа. Аналитик мог бы логически повысить величину данного долгового обязательства до цены выкупа, но это не создавало бы достаточной практической разницы, чтобы застраховаться от данной проблемы.

Если дивидендная ставка привилегированных акций превышает 5% и предусмотрена возможность их досрочного выкупа, то выкупная цена, как правило, является более подходящей величиной, чем номинальная стоимость.

*Пример.* 7-долларовые привилегированные акции компании American Locomotive следует оценивать по выкупной цене, равной 115 долл., а не по их номинальной стоимости, равной 100 долл.

Если выпуск привилегированных акций имеет высокую дивидендную ставку и не подлежит досрочному выкупу, то он обычно может продаваться гораздо дороже своей номинальной стоимости. Для такого долгового обязательства нет какой-то универсальной величины, которая была бы удовлетворительной во всех отношениях. Мы отдаем предпочтение любому из двух альтернативных методов: (1) округленная величина, достаточно близкая к преобладающей цене соответствующего выпуска, или (2) капитализированная величина, эквивалентная дивидендной ставке, равной 5% или меньше.

*Примеры.* Первый выпуск 4,75-долларовых привилегированных акций компании Celanese (без указания номинальной стоимости) отражается в балансовом отчете как долговое обязательство величиной 96,25 долл. за каждую акцию. Он предусматривает возможность досрочного выкупа по 102,5 долл., а его средняя цена в 1949 году равнялась 102 долл. Для удобства мы оценили его в 100 долл. за акцию, что является стандартной величиной. Второй выпуск 7-долларовых привилегированных акций имел номинальную стоимость, равную 100 долл., но он не предусматривает возможность досрочного выкупа, а его средняя цена в 1949 году равнялась 126 долл. Очевидно, что 100 долл. является заниженной величиной этого долгового обязательства. По нашему мнению, эквивалент пятипроцентных дивидендов, или основная сумма долга в размере 140 долл. в данном случае были бы вполне подходящей величиной.

В случае компании National Lead ее 7- и 6-долларовые выпуски привилегированных акций, не подлежащие досрочному выкупу, продавались в 1949 году по средним ценам, равным 176 и 144 долл. соответственно. Реальное основное требование этих выпусков на основе “реально функционирующего предприятия” осуществляется по более благоприятной ставке, чем 5%. Мы могли бы предположить для этих выпусков 4-процентную ставку, указав соответствующее долговое обязательство в размере 175 и 150 долл. за одну акцию.

Описанные выше методы применимы также к выпускам привилегированных акций, не подлежащим досрочному выкупу и не имеющим номинальной стоимости, которые встречаются довольно редко.

*Пример.* К этому типу относятся 4-долларовые привилегированные акции компании Standard Gas & Electric. Их требование, опережающее обыкновенные акции, следует оценить примерно в 80 долл. за основную сумму долга плюс накопленные дивиденды.

Определенные выпуски акций, называемые акциями класса А (впрочем, они известны и под другими названиями), имеют дивидендные требования до обыкновенных акций и должны оцениваться соответственно в представлении балансового отчета. Несмотря на то что при ликвидации у них может не быть каких-либо предпочтений в том, что касается активов, их преимущественное право на дивиденды следует рассматривать как важный фактор, поскольку при всех условиях, не считая самых исключительных, компанию следует анализировать на основе “реально функционирующего предприятия”, т.е. в предположении, что она будет функционировать бесконечно долго.



*Пример.* Акции класса А компании Curtiss-Wright, которые имеют номинальную стоимость, равную 1 долл., предоставляют их владельцам право на получение ежегодных ненакопительных предпочтительных дивидендов в размере 2 долл. и предусматривают возможность выкупа по 40 долл. В 1949 году их средняя цена равнялась примерно 20 долл. При анализе балансового отчета оценка стоимости акций класса А в размере 40 долл. была бы неподходящей, хотя и высокой.

Мы полагаем, что слишком большая путаница и непонимание порождаются частой практикой указания совершенно нерепрезентативной величины стоимости привилегированных акций в балансовом отчете. Можно было бы добиться существенного усовершенствования, если бы потребовать от всех составителей балансовых отчетов указывать в скобках (непосредственно под величиной стоимости привилегированных акций) полную сумму соответствующего долгового обязательства либо при выкупе, либо в случае ликвидации.

Кроме того, мы предлагаем — в случае, когда речь идет о аккумулируемых привилегированных дивидендах, — четко указывать эту сумму в балансовом отчете, а не “хоронить” ее в сносках, как это обычно делается. Неплохо было бы указывать величину такого накопления в скобках непосредственно под величиной накопленной (нераспределенной) прибыли на конец периода или разделить последний показатель непосредственно на величину, необходимую для выплаты накоплений и баланса, предположительно наличного для этого младшего выпуска.

**Вычисление акционерного капитала или балансовой стоимости в расчете на одну акцию.** Балансовая стоимость в расчете на одну обыкновенную акцию определяется путем сложения всех активов (обычно за исключением нематериальных активов), вычитания всех долговых обязательств и выпусков акций, опережающих обыкновенные акции, и последующего деления на количество акций.

Из нашего представления балансового отчета (см. выше) легко получить величину балансовой стоимости в расчете на одну акцию. Для этого нужно лишь разделить указанный акционерный капитал на количество акций. В случае Celanese Corporation соответствующий показатель по состоянию на конец 1949 года равняется примерно 17,50 долл. в расчете на одну акцию.

**Интерпретация нематериальных активов при вычислении стоимости активов.** Общепринятой практикой является исключение нематериальных активов при вычислении чистой стоимости активов, или акционерного капитала, в расчете на одну обыкновенную акцию. Термин “балансовая стоимость” включает в себе некоторую неоднозначность: иногда он используется для включения всех активов, представленных в бухгалтерских книгах, а иногда — для исключения нематериальных активов. Главное возражение аналитиков против включения элементов нематериальных активов заключается не в том, что такие элементы нереалистичны, а в том, что в бухгалтерских книгах для этих элементов обычно указываются совершенно произвольные (и зачастую бессмысленные) величины стоимости. Несмотря на то что подобная ситуация была типичной до появления Комиссии по ценным бумагам и биржам, в наши дни она принципиально изменилась. По сути, когда-то хорошо знакомый всем элемент “гудвилл”, который в прежние времена служил основой “разводнения акций”,

практически исчез из балансового отчета. В прежние времена элемент “гудвилл” зачастую отображался как отдельный актив, которому обычно присваивалось большое и округленное значение стоимости, однако не менее часто его прятали в совокупной стоимости фиксированных активов.

*Пример 1.* Когда в 1911 году была организована F. W. Woolworth Company, она показывала в своем балансовом отчете стоимость “гудвилл” в размере 50 млн. долл., против которой она показывала номинальную стоимость обыкновенных акций в размере 50 млн. долл. Все материальные активы были представлены выпуском привилегированных акций в размере 15 млн. долл. Эта стоимость “гудвилл” была списана до 1 долл. путем отчислений с излишков; последнее отчисление было выполнено в 1925 году.

*Пример 2.* Когда в 1902 году была организована United States Steel Corporation, она не показывала в своем балансовом отчете “гудвилл” или какие-либо другие нематериальные активы. Таким образом, вся ее капитализация якобы покрывалась счетом ее основного капитала и оборотным капиталом. Много лет спустя было выявлено, что не менее 769 млн. долл. счета основных производственных средств были припиской, которую обычно называют “водой”. Таким образом, все исходные обыкновенные акции и излишки, составляющие в сумме 533 млн. долл., были представлены нематериальными активами, а также изрядной долей привилегированных акций. U.S. Steel Corporation списала все эти нематериальные активы в своем балансовом отчете, воспользовавшись следующими процедурами: (1) в период между 1901 и 1929 годами она делала ежегодные ассигнования на погашение облигаций материнской компании, относя соответствующие суммы на счет доходов как дополнительную амортизацию; (2) в тот же период компания делала специальные списания, относимые на счета доходов и излишков; (3) в 1938 году компания окончательно списала 260 млн. долл. главным образом посредством снижения указанной стоимости обыкновенных акций со 100 до 75 долл. за акцию.

**Влияние закона “О фондовых биржах” от 1934 года.** Пример United States Steel Corporation иллюстрирует явление, которое можно было бы назвать стандартным процессом отражения “гудвилл” с момента принятия закона “О фондовых биржах” от 1934 года. (Этот закон предоставлял Комиссии по ценным бумагам и биржам право требовать полного раскрытия элементов балансового отчета и счета доходов всеми компаниями, зарегистрированными на бирже.) Первым шагом было отделение нематериальных активов от счета основных производственных средств. Впоследствии нематериальные активы обычно списывались путем отчислений с какого-либо счета излишков. Лишь очень немногие компании по-прежнему указывают первоначальную большую стоимость “гудвилл” или “воды” среди перечисленных ими активов. У промышленных компаний нематериальные активы, указываемые в балансовом отчете, в наши дни состоят главным образом из патентов, предположительно показываемых по своей фактической стоимости, и “покупной гудвилл”, которая представляет собой стоимость приобретения какого-то другого концерна сверх его материальных активов. Эти последние элементы “гудвилл” обычно списываются по частям с использованием произвольно выбранной нормы списания.

*Примеры.* См. выше ссылку на списание компанией Zenith Radio “покупной гудвилл” в 1948–1950 годах. Seaboard Finance Company заплатила 1 371 тыс. долл. за “по-

купной гудвилл” в 1950 году. Эту сумму компания списывает против доходов за двенадцатилетний период.

В нынешних условиях было бы, несомненно, уместно признать такие нематериальные активы как законные, но будет это сделано или нет, не имеет особого значения в случае средней промышленной компании, поскольку соответствующие суммы оказываются относительно небольшими.

**Стоимости активов и инвестиционные стоимости.** Сейчас было бы вполне уместно остановиться на неких “полуфилософских” наблюдениях, касающихся исторической связи между стоимостями активов и инвестиционными стоимостями. Сорок лет тому назад стоимости такого актива, как обыкновенные акции, придавалось большое значение. Но в те времена показатели балансового отчета типичного промышленного концерна и компании, предоставляющей коммунальные услуги, не заслуживали особого доверия, поскольку величина стоимости, указанная для фиксированных активов, чаще всего не была связана с фактической себестоимостью или какой-либо рациональной оценкой. В наше время, когда стоимости активов четко указываются в балансовом отчете — как правило, по остаточной стоимости, которая оказывается ниже нынешней восстановительной стоимости, — этой величине не уделяется почти никакого внимания в анализе ценных бумаг или в вычислениях, которыми пользуются инвесторы.

Почти такая же аномалия происходит с самим элементом “гудвилл” в его бухгалтерской интерпретации корпорациями. F. W. Woolworth Company поначалу показывала в своем балансовом отчете стоимость “гудвилл” в размере 50 млн. долл. Эта величина существенно превышала истинную стоимость “гудвилл” в то время. (Обыкновенные акции компании продавались в 1912 году на рынке по цене, эквивалентной 20 млн. долл. для “гудвилл”). Впоследствии, когда стоимость “гудвилл” была списана частями до 1 долл. (как было заявлено, “ради консерватизма”), стоимость “гудвилл” фактически равнялась, согласно собственным подсчетам рынка, нескольким сотням миллионов долларов, т.е. гораздо дороже первоначальной стоимости, указанной в бухгалтерских книгах.

В этой, а также в других областях финансов совершенствование практики бухгалтерского учета, корпоративной политики и инвестиционных принципов проходило параллельными и зачастую противоречащими друг другу путями.

**Альтернативное вычисление балансовой стоимости.** В большинстве случаев балансовую стоимость можно легко вычислить на основе обычного публикуемого балансового отчета. Достаточно сложить стоимость (номинальную или указанную) обыкновенных акций, всевозможные элементы излишков и произвольные резервы и вычесть из полученной суммы любой произвольный элемент для нематериальных активов. В результате будет получена суммарная стоимость обыкновенных акций, которую затем нужно разделить на количество акций. При необходимости можно внести поправки, чтобы скорректировать указанную величину долговых обязательств на стоимость привилегированных акций.

*Пример.* Компания Goodyear Tire & Rubber, декабрь 1949 года (табл. 35).

**Таблица 35. Компания Goodyear Tire & Rubber, 31 декабря 1949 года**

Обыкновенные акции	11 502 тыс. долл.
Избыточный капитал	19 579 тыс. долл.
Излишек прибыли и убытков	126 269 тыс. долл.
Резерв на случай возникновения непредвиденных обстоятельств	28 900 тыс. долл.
Итого	186 250 тыс. долл.
Количество обыкновенных акций	2 065 тыс. долл.
Балансовая стоимость в расчете на одну обыкновенную акцию	90,20 долл.

**Вычисление балансовой стоимости привилегированных акций.** При вычислении балансовой стоимости выпуска привилегированных акций такой выпуск рассматривается как обыкновенные акции, а выпуски, младшие по отношению к нему, исключаются из рассмотрения. Иллюстрацией соответствующих методов могут служить вычисления, заимствованные нами из балансового отчета American & Foreign Power Company, Inc. за декабрь 1949 года (табл. 36).

**Таблица 36. Вычисление стоимости активов в виде выпусков привилегированных акций American & Foreign Power Company, Inc. по состоянию на 31 декабря 1949 года (базируется на оценке стоимости активов в балансовом отчете; в тыс. долл.)**

1	Стоимость активов в расчете на одну акцию первого выпуска привилегированных акций		
	Первый выпуск привилегированных акций по номинальной стоимости	86 601	
	Второй выпуск привилегированных акций по номинальной стоимости	254 776	
	Обыкновенные акции по указанной стоимости	52 562	
	Резерв, установленный законом	9 407	
	Резерв на случай возникновения непредвиденных обстоятельств	3 529	
	Накопленная (нераспределенная) прибыль на конец периода	67 619	
	Чистые активы, имеющиеся в наличии для первого выпуска привилегированных акций	474 494	
	В расчете на одну акцию (на 866 тыс. штук 7- и 6-долларовых привилегированных акций)	548	
2	Стоимость активов в расчете на одну акцию второго выпуска привилегированных акций		
	Чистые активы, имеющиеся в наличии для первого выпуска привилегированных акций	474 494	
	Минус первый выпуск привилегированных акций по номинальной стоимости	86 601	
	Дивиденды, накопившиеся к 31 декабря 1949 г.	66 824	153 425
	Баланс для второго выпуска привилегированных акций		321 069
	В расчете на одну акцию (на 2 578 тыс. акций)		122

**Стоимость текущих и денежных активов.** Помимо хорошо известной концепции балансовой стоимости, мы хотим предложить две другие концепции аналогичного характера, т.е. стоимость текущих и денежных активов.

Стоимость текущих активов в виде акций включает в себя текущие активы как таковые минус все долговые обязательства и требования до соответствующего выпуска. Стоимость текущих активов в виде акций исключает не только нематериальные активы, но также фиксированные и прочие активы.

Стоимость денежных активов в виде акций включает в себя денежные активы как таковые минус все долговые обязательства и требования до соответствующего выпуска. Денежные активы, отличные от самих по себе денег, определяются как активы, непосредственно эквивалентные деньгам и хранимые вместо денег. К ним относятся депозитные сертификаты, ссуды до востребования, ценные бумаги, обращающиеся на бирже, по рыночной стоимости и выкупная стоимость страховых полисов.

Альтернативный способ вычисления стоимости денежных активов предполагает, что текущие активы, отличные от денежных элементов, используются для исполнения долговых обязательств до обыкновенных акций. В таком случае денежные активы сокращаются лишь на величину, необходимую для обеспечения баланса старших требований. Остаток денег может рассматриваться как доступный для обыкновенных акций. Этот остаток можно было бы назвать свободными деньгами, а соответствующую сумму в расчете на одну обыкновенную акцию можно было бы назвать свободной стоимостью денежных активов в виде обыкновенных акций.

В табл. 37 приведен пример вычисления четырех категорий стоимости активов для выпуска обыкновенных акций. Поскольку указанные текущие активы превышают все долговые обязательства до этих обыкновенных акций, все эти денежные активы представляют собой свободные деньги.

**Таблица 37. Вычисление стоимости разных активов обыкновенных акций Allied Kid Company по состоянию на 30 июня 1950 года**

Элемент	Величина	В расчете на одну акцию из 257 тыс. акций
1 Балансовая стоимость		
Балансовая стоимость, указанная в отчете	7 688 тыс. долл.	29,88 долл.
Добавить резерв на товарно-материальные запасы, чтобы получить основу FIFO	650 тыс. долл.	2,50 долл.
Балансовая стоимость после внесения поправки	8 338 тыс. долл.	32,38 долл.
2 Стоимость текущих активов		
Величина чистых текущих активов, указанная в отчете	6 063 тыс. долл.	23,59 долл.
Добавить		
Выкупная стоимость полисов страхования жизни	374 тыс. долл.	1,46 долл.
Государственные облигации, хранимые для новых основных производственных средств	400 тыс. долл.	1,55 долл.

Окончание табл. 37

Элемент	Величина	В расчете на одну акцию из 257 тыс. акций
Резерв на товарно-материальные запасы, как указано выше	650 тыс. долл.	2,54 долл.
Величина чистых текущих активов с поправкой	7 487 тыс. долл.	29,14 долл.
3 Стоимость чистых денежных активов		
Чистые денежные активы, как указано в отчете		
Деньги	1 208 тыс. долл.	
Государственные облигации	284 тыс. долл.	
	1 492 тыс. долл.	
Минус текущие долговые обязательства	1 238 тыс. долл.	
	254 тыс. долл.	0,99 долл.
Добавить		
Страхование жизни, как указано выше	374 тыс. долл.	1,46 долл.
Фонд основных производственных средств, как указано выше	400 тыс. долл.	1,55 долл.
Чистые денежные активы с поправкой	1 028 тыс. долл.	4 долл.
4 Стоимость свободных денежных активов		
Денежные активы, как указано в отчете	1 492 тыс. долл.	
Добавки как в пункте (3)	774 тыс. долл.	
	2 266 тыс. долл.	8,80 долл.

Следующие данные добавляются для их общего процента.

Цена, 30 июня 1950 г.	19 625 долл.
Средний доход за 1 год (закончившийся в июне 1950 г.)	3,90 долл.
Средний доход за 5 лет (закончившиеся в июне 1950 г.)	3,46 долл.
Средний доход за 10 лет (закончившиеся в июне 1950 г.)	2,68 долл.
Средний доход, 21 год, закончившийся в июне 1950 г.	1,80 долл.

**Практическое значение балансовой стоимости.** Финансовые службы регулярно подсчитывают балансовую стоимость обыкновенных акций на основе опубликованных балансовых отчетов. Предполагается, что этот показатель имеет немаловажное значение. Тем не менее было бы нелегко найти какую-либо область в инвестиционной практике, где стоимости актива в виде выпуска обыкновенных акций уделялось бы достаточно большое внимание. Правда, существуют два важных исключения из этого правила. Первым таким исключением являются акции компаний, предоставляющих коммунальные услуги. В этом случае нормы, допускаемые регуляторными органами (и результирующая доходность), могут в значительной степени зависеть от стоимости активов, вычисленной либо по их исходной себестоимости, либо по справедливой приведенной стоимости. Вторым исключением являются акции финансовых компаний, т.е. банков, страховых компаний, инвестиционных фондов и т.п. Поскольку почти все активы таких концернов имеют ликвидную природу, их стоимость

учитывается в той или иной степени в инвестиционных решениях, касающихся их акций. (Однако продажа на рынке акций финансовой компании менее чем за половину указанной стоимости ее активов ни в коем случае не является чем-то необычным.)

*Стоимость активов и доходность не связаны между собой.* В случае значительной категории промышленных компаний, а также железнодорожных компаний балансовая стоимость не имеет для инвесторов особого значения. Обыкновенные акции продаются свободно, либо значительно дороже, либо значительно дешевле балансовой стоимости, причем этому обстоятельству, по-видимому, никто не придает особого значения. Например, средняя цена обыкновенных акций компании Coca-Cola в 1949 году равнялась 148 долл. против балансовой стоимости, равной 27 долл., тогда как цена обыкновенных акций железнодорожной компании Northern Pacific Railway равнялась 15,5 долл. против балансовой стоимости, равной примерно 216 долл.

Существует достаточно веская причина для того, чтобы не придавать большого значения фактору стоимости активов. Средняя рыночная цена обыкновенных акций на протяжении ряда лет зависит главным образом от доходности и выплаты дивидендов. Эти факторы, в свою очередь, обычно не связаны со стоимостью активов. (В то время как какая-то связь все же может быть выявлена для корпораций в целом, соответствующий диапазон в случае отдельных компаний практически неограничен.) Инвесторы и спекулянты пришли к выводу, что стоимость активов обычно никак не сказывается на величине доходности или средней рыночной цене. Следовательно, они все чаще бывают склонны к тому, чтобы полностью игнорировать фактор стоимости активов.

Мы согласны с преобладающей точкой зрения, которая заключается в том, что стоимость активов не следует считать важным фактором при определении стоимости инвестиций (мы повторяем, что стоимость активов является более важным фактором при инвестировании в компании, занимающиеся оказанием коммунальных услуг, чем при инвестировании в какие-либо другие компании). Но это вовсе не означает, что следует вообще не обращать внимания на эту составляющую аналитической картины. Обсуждение этого вопроса мы продолжим в разделе, посвященном выбору облигаций и оценке стоимости обыкновенных акций. Но сейчас мы все же кратко опишем ту роль, которую, по нашему мнению, должны играть в инвестировании соображения, касающиеся стоимости активов.

1. Надежные облигации или привилегированные акции почти всегда требуют достаточного превышения материальных активов над старшим требованием наряду с адекватной доходностью.
2. Существует определенная опасность в покупке обыкновенных акций по цене, многократно превышающей стоимость активов, — придирчивый инвестор обязательно обратит внимание на это обстоятельство. Аналогично, покупка обыкновенных акций по цене, многократно меньшей стоимости активов, включает в себе определенные спекулятивные возможности, особенно при отсутствии значительного долга.
3. Методика оценивания стоимости обыкновенных акций становится более надежной в случаях, когда указанная величина доходности не превышает остаточной

стоимости основного капитала. Таким образом, когда акции можно купить по цене, гораздо ниже (*a*) величины доходности, (*b*) остаточной стоимости основного капитала и (*c*) средней рыночной котировки в прошлом, тогда такое сочетание элементов заключает в себе неплохие перспективы для инвестора.

4. Рыночная котировка, намного меньшая *самой по себе стоимости текущих активов*, может заключать в себе большое потенциальное значение во всех случаях и вполне реальное значение во многих случаях. Практически аксиомой является то, что, когда это имеет место, либо соответствующая цена является слишком низкой, либо руководству компании следует изменить свою политику в том или ином отношении.

**Структура капитала.** Предложенный нами вариант балансового отчета показывает итоговую величину “Фондов основного капитала”, а затем распределение этого фонда между облигациями, привилегированными и обыкновенными акциями. Это распределение обычно называют структурой капитала или структурой капитализации. Она обычно формулируется путем указания процента от совокупного значения капитала, представленного каждой категорией. Влияние изменения структуры капитала на доходность и стабильность соответствующего выпуска обыкновенных акций мы рассмотрим в главах 37 и 45.

**Позиция оборотного капитала.** Осторожные покупатели ценных бумаг внимательно анализируют содержимое балансового отчета, пытаются убедиться в адекватности денежных средств соответствующей компании, адекватности соотношения между текущими активами и текущими долговыми обязательствами, а также пытаются выявить наличие какой-либо задолженности, срок выплаты которой наступает в ближайшем будущем и которая может вылиться в проблему рефинансирования.

Ничего вразумительного мы не можем сказать здесь по поводу того, какой именно суммой денег должна располагать та или иная корпорация. Инвестор должен сформировать свое собственное мнение по поводу того, какая сумма денег требуется в том или ином конкретном случае, а также по поводу того, насколько серьезно следует относиться к любой выявленной нехватке денег. Что же касается величины оборотного капитала, то в прежние времена для промышленных компаний считалось стандартом как минимум 2 долл. текущих активов на каждый доллар текущих долговых обязательств.

Однако с конца 1920-х годов в большинстве отраслей стала проявляться тенденция к усилению текущей позиции. Мы пришли к выводу, что подавляющее большинство промышленных корпораций показывают соотношение между текущими активами и текущими долговыми обязательствами, заметно превышающее привычное ранее соотношение 2 к 1. Кроме того, сейчас проявляется тенденция к тому, что компании, соотношение между текущими активами и текущими долговыми обязательствами которых оказывается ниже среднего по соответствующей отрасли, воспринимаются инвесторами с большим подозрением<sup>11</sup>.

---

<sup>11</sup> См. Roy A. Foulke, *Signs of the Times*, Нью-Йорк, 1938 г.; и Alexander Wall, *How to Evaluate Financial Statements*, Нью-Йорк, 1936 г. Следует, однако, обратить внимание на критику автором второй книги (Alexander Wall) использования простых арифметических средних как основы для сравнения.



Подобные представления, как нам кажется, заключают в себе определенную логическую несурзность, поскольку она обязательно “штрафует” нижнюю половину любой группы независимо от того, насколько удовлетворительным может быть соответствующий показатель — сам по себе. Мы не можем предложить более разумную величину, чем критерий “2 к 1”, которую можно было бы использовать в качестве четкого количественного теста на достаточно комфортабельную финансовую позицию. Естественно, инвестору следует отдавать предпочтение компаниям, которые существенно превышают это минимальное требование, однако проблема заключается в том, следует ли рассматривать большее соотношение между текущими активами и текущими долговыми обязательствами как условие для покупки, а выпуск, удовлетворительный во всех остальных отношениях, обязательно отвергнуть в случае, если текущие активы лишь в два раза превышают текущие долговые обязательства. Мы не уверены, что таким правилом следует пользоваться на практике. Не знаем мы и величины, которую следовало бы предложить взамен традиционного критерия “2 к 1”.

Вторым показателем прочности финансового положения компании является так называемый “кислотный тест” (отношение кассовой наличности и дебиторской задолженности к текущим обязательствам фирмы), согласно которому текущие активы (за исключением товарно-материальных запасов) были хотя бы не меньше текущих долговых обязательств. Обычно инвестор должен рассчитывать на то, что интересующая его компания будет удовлетворять как критерию “2 к 1”, так и “кислотному тесту”. Если не удовлетворяется ни один из этих критериев, то в большинстве случаев это свидетельствует категорически против инвестирования в выпуск обыкновенных акций (равно как и облигаций или привилегированных акций); это также является весомым аргументом против покупки соответствующих ценных бумаг и со спекулятивной точки зрения.

**Таблица 38 А. Оборотный капитал American Can Company, 1939–1949 годы (в тыс. долл.)**

Элемент	1939 г.	1949 г.
Объем сбыта	187 400	468 300
Чистый доход	18 284	27 684
Показатели по состоянию на 31 декабря		
Объем товарно-материальных запасов	44 163	74 452
Совокупные текущие активы	76 995	109 481
Текущие долговые обязательства	20 737	54 624
Чистые текущие активы	56 258	54 857
Текущее соотношение	3,7:1	2,0:1
Оборотный капитал в расчете на один доллар сбыта	41 цент	23 цента
Отношение объема сбыта к товарно-материальным запасам	4,2 раза	6,3 раза
В расчете на одну обыкновенную акцию		
Доход за год	4,22	10,02
Дивиденды	4,00	4,00
Стоимость чистых активов	45	76
Средняя рыночная цена	100	94

Пример явно неадекватного оборотного капитала, образовавшегося в результате расширения начиная с 1940 года, иллюстрируется балансовым отчетом American Can Company по состоянию на конец 1949 года. В табл. 38А мы приводим ряд сравнительных показателей для этой компании. Аналитик мог бы рассчитывать на то, что American Can Company будет в должное время продавать ценные бумаги для наращивания своих чистых текущих активов. Если соответствующее финансирование должно принять форму предложения дополнительных обыкновенных акций, то можно было бы ожидать некоторого разводнения доходности в расчете на одну акцию.

Для дальнейшего сравнения в табл. 38Б и 38В мы приводим величины оборотного капитала и объемов сбыта производственных компаний в 1939 и 1949 годах.

**Таблица 38 Б. Оборотный капитал производственных компаний, зарегистрированных на бирже (показатели, предоставленные Комиссией по ценным бумагам и биржам; в млрд. долл.)**

Элемент	1939 г.	1949 г.
Объем товарно-материальных запасов	6,1	15,1
Совокупные текущие активы	13,1	34,2
Текущие долговые обязательства	3,0	11,5
Чистые текущие активы	10,1	22,7
Текущее соотношение	4,4 к 1	3,0 к 1

\*Частично оценено на основе показателей за 1948 г.

**Таблица 38 В. Объемы сбыта и товарно-материальные запасы всех производственных компаний (показатели, предоставленные министерством торговли; в млрд. долл.)**

Элемент	1939 г.	1949 г.
Объем сбыта	61,3	213,3
Объем товарно-материальных запасов на конец года	11,5	30,8
Отношение объема сбыта к товарно-материальным запасам	5,3 раза	7,0 раз

*Крупный банковский долг зачастую является признаком слабости.* Признаком финансовых затруднений почти всегда является наличие банковских ссуд или других долговых обязательств, подлежащих погашению в ближайшем будущем. Иными словами, редко бывает так, чтобы слабая финансовая позиция создавалась исключительно обычной торговой кредиторской задолженностью. Это вовсе не означает, что наличие банковского долга само по себе является плохим признаком: использование банковского кредита разумной величины — особенно для сезонных потребностей — не только оправданно, но даже желательно. Но если в балансовом отчете компании присутствует статья “Векселя или счета к оплате”, то аналитику следует более внимательно изучить финансовое положение данной компании, чем в случаях, когда ему приходится иметь дело с “чистым” балансовым отчетом. Для читателей могут представлять определенный интерес некоторые исторические комментарии по этой проблеме.

Послевоенный экономический бум 1919 года ознаменовался необычайным наращиванием дорогостоящих промышленных товарно-материальных запасов, финанси-

руемых главным образом за счет банковских ссуд. Падение цен на основные товары широкого потребления в 1920-1921 годах превратило эти промышленные банковские ссуды в серьезную проблему. Но экономическая депрессия 1930-х годов имела особые характеристики. Промышленные заимствования в 1929 году оказались необычайно малыми, во-первых, из-за отсутствия спекуляции товарами широкого потребления или товарно-материальными запасами и, во-вторых, из-за огромных распродаж акций с целью привлечения дополнительного оборотного капитала. (Естественно, были и исключения, такие, например, как *Anaconda Copper Mining Company*, которая в конце 1929 года задолжала банкам 35 млн. долл.; спустя три года этот долг вырос до 70 млн. долл.) Крупные банковские заимствования чаще встречались у железнодорожных компаний, а также у компаний, предоставляющих коммунальные услуги. Эти банковские заимствования обуславливались необходимостью оплачивать наращивание основных производственных средств, или погашать предыдущие долговые обязательства, или — в случае некоторых железнодорожных компаний — осуществлять фиксированные отчисления, не обеспеченные доходом компании. Расчет во всех подобных ситуациях строился на том, что такие банковские заимствования будут погашаться путем постоянного финансирования; однако во многих случаях такое рефинансирование оказывалось невозможным, результатом чего становилась передача компании в конкурсное управление. Коллапс системы *Innull*, которая охватывала холдинговые компании, занимающиеся оказанием коммунальных услуг, форсировался именно таким образом.

В последние годы в ряде случаев промышленным компаниям предоставлялись банковские ссуды при условии невыплаты этими компаниями дивидендов<sup>12</sup>.

Во время Второй мировой войны значительная доля заимствований выполнялась с целью финансирования военного производства; но поскольку такие заимствования были практически гарантированы государством, перегруженные этими заимствованиями балансовые отчеты этого периода не вызывали опасений у инвесторов. В послевоенный период высокий уровень как физического объема, так и цен требовали огромных дополнительных сумм и для счета оборотного капитала, и для счета основ-

---

<sup>12</sup> 1 декабря 1947 г. компания *Le Tourneau, Inc.* взяла ссуду в размере 5 млн. долл. под 3,5% годовых. Эта ссуда должна быть погашена к 1960 г. Согласно условиям предоставления этой ссуды чистые текущие активы компании не должны быть меньше 12 млн. долл. Кроме того, договор о предоставлении ссуды ограничивал привилегированные дивиденды величиной консолидированной накопленной (нераспределенной) прибыли на конец периода после 31 декабря 1947 г. плюс 600 тыс. долл. Согласно этому договору 1 751 тыс. долл. должны быть возмещены доходами, полученными после 31 декабря 1949 г., до выплаты денежных дивидендов на привилегированные акции или покупки какой-либо доли такого пакета акций для погашения.

31 октября 1949 г. компания *Gar Wood Industries* взяла краткосрочную ссуду в размере 5 млн. долл. Согласно договору, на основе которого *Gar Wood Industries* получила эту краткосрочную ссуду, компания взяла на себя обязательство не допускать сокращения чистых текущих активов менее обусловленного уровня. Кроме того, компания взяла на себя обязательство увеличить оборотный капитал на 25% своего годового чистого дохода, а также не погашать каких-либо привилегированных акций или выплачивать какие-либо привилегированные дивиденды за одним исключением: такие погашения и выплаты можно было делать лишь за счет чистого дохода, полученного с 31 октября 1947 г., плюс 100 тыс. долл. Ограничения по выплате дивидендов на обыкновенные акции были еще более жесткими.

ных производственных средств в сравнении с соответствующими показателями довоенных лет. Такие потребности удовлетворялись в основном за счет нераспределенной прибыли плюс долго- или среднесрочные заимствования. В отдельных случаях заключались договоры на предоставление значительных кратко- или среднесрочных ссуд, что таило в себе потенциальные затруднения.

**Среднесрочные банковские ссуды.** За прошедшие двенадцать лет срочная ссуда превратилась в важный способ финансирования корпораций. Такие ссуды обычно были рассчитаны на срок от пяти до пятнадцати лет; они погашались по частям на протяжении всего этого срока, причем в конце зачастую выплачивалась сумма, несколько большая средней (так называемый “баллон”). В качестве заимодавца обычно выступал банк, но иногда роль заимодавца играла какая-либо из страховых компаний.

*Примеры.* Эти срочные ссуды брались для разных целей, например, (1) для погашения выпусков облигаций (Commercial Investment Trust Company в 1939 г.) и даже привилегированных акций (Guantanamo Sugar в 1950 г.); (2) для получения дополнительного оборотного капитала (Manhattan Shirt в 1946 г.); (3) для финансирования покупок производственных средств или контроля акций (Beaunit Mills в 1948 г.).

В большинстве случаев срочные ссуды предусматривают заключение соглашения между заимодавцем и заемщиком, который принимает на себя обязательство поддерживать величину оборотного капитала на определенном уровне, а также не выплачивать дивиденды (в качестве исключения дивиденды можно выплачивать лишь из будущих доходов плюс некая ограниченная сумма). В результате большая часть накопленной (нераспределенной) прибыли на конец периода замораживается до момента полного погашения ссуды. Такие условия могут порождать разочарование и недовольство у акционеров компании-заемщика в случае бизнес-рецессии.

*Пример 1.* В 1947 году авиакомпания Northwest Air Lines продала 9 750 тыс. долл. 4,6-процентных привилегированных акций по номинальной стоимости. В 1948-1949 годах она заимствовала у банков до 15,1 млн. долл. В марте 1950 года Northwest Air Lines приостановила выплату привилегированных дивидендов из-за ограничений, наложенных соглашениями о предоставлении банковских ссуд и касающихся объема оборотного капитала и доходов начиная с марта 1949 года. В 1949 году цена привилегированных акций Northwest Air Lines снизилась до 13,625. Позже, в 1950 году, выплата привилегированных дивидендов была возобновлена.

*Пример 2.* В 1949 году компанией Le Tourneau в силу аналогичных причин была приостановлена выплата привилегированных дивидендов на привилегированные акции, выпущенные в 1946 году (см. выше).

С точки зрения анализа ценных бумаг этот банковский кредит напоминает краткосрочные долговые расписки, которые обычно продавались широкому кругу инвесторов как привычная часть корпоративного финансирования. Частично его нужно рассматривать как эквивалент текущих долговых обязательств, а частично — как эквивалент долга с ранним сроком погашения. Нет ничего опасного в том, что позиция текущих активов настолько сильна, что такие ссуды можно легко обслуживать как текущие долговые обязательства, или в том, что доходность настолько велика и устойчива, что рефинансирование не составляет проблемы. Но если не выполняется ни одно из этих условий, аналитик должен рассматривать наличие значительной

величины промежуточного банковского долга как потенциальную угрозу для дивидендов или даже для платежеспособности соответствующей компании.

Мы полагаем, нет нужды далее распространяться по поводу настоятельной необходимости изучения балансового отчета на предмет наличия каких-либо неблагоприятных признаков в природе банковских ссуд или других краткосрочных долговых обязательств компании.

## Вычисление доходов на основе балансового отчета

Во многих случаях истинную величину доходов за некоторое количество лет можно определить точнее путем сравнения изменений в счетах излишков и резервов, чем путем сложения величин доходов, приведенных в отчете. В этом случае можно воспользоваться следующим простым уравнением:

доход за определенный период = увеличение накопленной (нераспределенной) прибыли на конец периода (и избыточных резервов) + выплаченные дивиденды

*Пример.* Применение этого метода иллюстрируется сравнительными примерами, представленными в табл. 39. Обе компании создали резервы на случай пересмотра условий договоров и т.п. на основе доходов, полученных за указанный период. Доходы компании Electric Boat были достаточно высокими, тогда как доходы компании Transue & Williams вряд ли можно считать адекватными. Таким образом, истинные доходы этих компаний, определенные на основе сравнения их балансовых отчетов, существенно отличаются от величин, указанных ими в отчете. Рыночная цена на конец 1945 года, по-видимому, не отражает фактической ситуации.

**Таблица 39. Сравнение отчетных показателей дохода и изменений в балансовых отчетах двух компаний за десять лет (с 1936 по 1945 гг.)**

	<i>Transue &amp; Williams</i>	<i>Electric Boat</i>
Чистые активы в балансовом отчете в расчете на каждую акцию		
31 декабря 1945 г.	21,86 долл.	28,50 долл.
31 декабря 1935 г.	18,89 долл.	8,40 долл.
Приращение	2,97 долл.	20,10 долл.
Дивиденды, выплаченные за указанный период	11,05 долл.	9,35 долл.
Совокупный доход за указанный период на один балансовый отчет	14,02 долл.	29,45 долл.
Доход, приведенный в отчетах за указанный период	14,73 долл.	19,60 долл.
Разница	- 0,71 долл.	+ 9,85 долл.
Цена по состоянию на 31 декабря 1945 г.	28,50 долл.	22 долл.

Преимущество использования изменения счета “Накопленная (нераспределенная) прибыль на конец периода” как важного показателя доходов за определенный период времени заключается в том, что в этом изменении отражаются все доходы и убытки, тогда как некоторые из них могут исключаться из годовых отчетов о до-

ходах. (Аналитику иногда следует исключать значительные дебиты или кредиты, которые относятся к годам, предшествующим рассматриваемому периоду.) При использовании этого метода важно, чтобы все добровольные резервы рассматривались как часть накопленной (нераспределенной) прибыли на конец периода. К счастью, в последнее время становится привычным (и даже обязательным) показывать такие резервы как часть счета “Излишки” или “Акционерный капитал”.

В акционерном капитале имеются определенные изменения, не порожденные доходами и денежными дивидендами. Они являются главным образом следствием (1) продажи или повторной покупки определенных долей пакета акций соответствующей компании, (2) чрезвычайного снижения или повышения стоимости активов. В большинстве таких случаев (хотя и не всегда) подобные транзакции компенсируются посредством счетов “Капитал” и “Избыточный капитал” и не оказывают влияния на “Накопленную (нераспределенную) прибыль на конец периода”.

*Пример 1.* В 1947 году компания Barber Oil Corporation занесла на счет “Избыточный капитал” сумму в размере 2 733 тыс. долл., представляющую превышение себестоимости над номинальной стоимостью (10 долл.) 50 тыс. акций, выкупленных у акционеров-“диссидентов”.

*Пример 2.* В 1949 году компания American Safety Razor снизила стоимость “гудвилл”, патентов и тому подобного с 7 452 тыс. долл. до 5 млн. долл. Компания израсходовала свой избыточный капитал в размере 1 886 тыс. долл. и отнесла остаток в размере 566 тыс. долл. на счет “Накопленная (нераспределенная) прибыль на конец периода” (“Излишек прибыли и убытков”). В данном случае при вычислении долгосрочных доходов на основе счета “Накопленная (нераспределенная) прибыль на конец периода” аналитику следовало бы восстановить это последнее начисление.

Дивиденды, выплаченные акциями, можно отнести на счет “Накопленная (нераспределенная) прибыль на конец периода” целиком или частично. При сравнении балансовых отчетов за определенный период времени аналитик должен, конечно же, внести соответствующую поправку на влияние любых дивидендов, выплаченных акциями.

В редких случаях суммы переносятся из счета “Накопленная (нераспределенная) прибыль на конец периода” на “Счет основного капитала” без объявления дивидендов, выплаченных акциями. Именно таким образом поступила в 1949 году компания Chrysler, когда повысила номинальную стоимость своих акций с 2,50 до 25 долл. Во всех сравнениях балансовых отчетов за определенный период времени аналитик должен отслеживать отчисления и начисления в счет “Накопленная (нераспределенная) прибыль на конец периода”, чтобы уяснить, какие элементы (если таковые имеются) нужно исключить из фиксации совокупных доходов.

## Изучение дохода и позиции балансового отчета на протяжении продолжительного времени

В двух следующих главах мы рассмотрим важные соотношения между инвестированным капиталом, доходами, дивидендами и рыночной ценой, которыми обосновываются наши суждения относительно качества работы компании и привлекатель-

ности ее ценных бумаг. Всестороннее исследование обыкновенных акций должно включать сравнение абсолютных величин и важных соотношений, охватывающих многолетние периоды. Показатели такого рода позволяют аналитику составить достаточно полное представление об эффективности деятельности компании на протяжении продолжительного периода, а также о превратностях ее судьбы, темпах и направлении изменений, происходящих в этой компании. Вполне успешно решить такую задачу — особенно когда требуется сравнить показатели двух или большего числа компаний — позволяют балансовые отчеты и счета доходов за определенные годы, разделенные промежутками, например в десять лет. Более полный тип исследования должен включать агрегированные показатели дохода за десятилетия между датами составления балансовых отчетов, чтобы ряд важнейших соотношений можно было вычислять на основе показателей, характеризующих следующие друг за другом десятилетние периоды, а не отдельные годы, разделенные десятилетиями.

В приложении мы приводим примеры обоих типов таких исследований, охватывающих многолетние периоды. Ознакомление с этими примерами лучше всего начинать после прочтения следующих двух глав.

## **Краткое изложение предлагаемых улучшений в деле составления балансовых отчетов**

Мы предлагали немало улучшений в деле составления балансовых отчетов, которые, по нашему мнению, приведут к повышению качества и информативности показателей, содержащихся в этих отчетах, и облегчат сравнение результатов деятельности разных компаний. Ниже приведен краткий перечень таких улучшений.

1. Все компании должны указывать стоимость своих фиксированных активов для целей страхования или предоставлять какое-либо другое разъяснение к их приведенной стоимости.
2. Компании, формирующие отчеты на основе принципа LIFO, должны также указывать восстановительную стоимость своих товарно-материальных запасов.
3. В отчете об основном капитале и излишках должно четко указываться реальное право привилегированных акций на основную сумму долга и обратные дивиденды против совокупного фонда.