

ВВЕДЕНИЕ

Весной 1975 года, вскоре после того как я начал работать в фонде Mutual Shares Fund, Макс Гейне предложил мне обратить внимание на небольшую пивоваренную компанию — F&M Schaefer Brewing Company. Я никогда не забуду охватившие меня чувства, когда я, взглянув на балансовый отчет этой компании, увидел, что ее чистая стоимость составляет 40 миллионов долларов, а ее нематериальные (неосязаемые) активы также равняются 40 миллионам долларов. Тогда я сказал Максу: “Похоже на дешевую компанию. Она продается намного ниже своей чистой стоимости... Классический пример акций с завышенной стоимостью!” Макс посоветовал мне: “Присмотрись повнимательнее”.

Я взглянул в примечания и на финансовые отчеты, но из них невозможно было понять, откуда берется такой показатель нематериальных активов. Я позвонил казначею F&M Schaefer Brewing Company и сказал: “Я изучаю балансовый отчет вашей компании. Скажите мне, пожалуйста, откуда у вас взялись 40 миллионов долларов нематериальных активов?” Он ответил: «Разве вам не известна поговорка нашей компании “Schaefer — это пиво, которое нужно выпить, после того как вы уже выпили кружку пива”?»

Это был мой первый анализ нематериальных активов, стоимость которых была, конечно же, значительно завышена, которые увеличивали балансовую стоимость активов и показывали более высокие доходы, чем они были на самом деле. Мы не стали покупать эти акции.

Сколько таких пустышек фигурирует в балансовых отчетах компаний в наше время? Миллиарды? Или, может быть, с того времени что-то изменилось? Располагают ли такие компании, как Coca-Cola, Philip Morris и Gillette, огромными нематериальными активами, которые они сейчас используют по всему миру и даже не отражают в своих балансовых отчетах?

Это повторное издание классического издания (от 1937 года) книги Бена Грэхема и Спенсера Мередита *The Interpretation of Financial Statements* представляется весьма своевременным и актуальным.

Поскольку наши соглашения о правилах ведения бухгалтерского учета были и остаются неадекватными, постоянно меняясь в попытках поспеть за эволюцией компаний, базовый анализ финансовых отчетов средним инвестором (например, предпринимателями и школьными преподавателями) в наши дни приобретает еще большую важность, чем прежде.

В 1998 году мы уже около двадцати лет испытываем на себе действие мощной волны слияний, когда самые крупные и известные компании успели поглотить одну или даже несколько более мелких компаний. Финансовые отчеты компаний, которые образовались в результате таких слияний, становится все труднее и труднее анализировать, пытаюсь выявить на их основе истинное положение дел в компании. В настоящее время Совет по стандартам финансового учета (Financial Accounting Standards Board) решает, следует ли упразднить метод слияния компаний без переоценки стоимости активов, используемый для оценки поглощений; это изменение должно привести к повышению цены накопленных нематериальных активов фирмы, представленной в балансовых отчетах. Слияние позволяет компании объединить свои счета со счетами присоединенной или приобретенной компании без указания цены накопленных нематериальных активов. Слияние также ограничивает обратный выкуп акций, тогда как покупательский метод бухгалтерского учета (еще один метод бухгалтерского учета, используемый при слияниях или приобретениях) допускает обратный выкуп акций и требует, чтобы цена накопленных нематериальных активов амортизировалась на протяжении периода, не превышающего сорока лет. Требование фиксировать цену накопленных нематериальных активов может привести к снижению премий приобретения и уровней оценки корпоративной стоимости.

Wells Fargo и First Interstate, два банка, слияние которых произошло в 1996 году, воспользовались покупательским методом бухгалтерского учета, тогда как недавнее слияние Chase Manhattan Bank и Chemical Bank осуществлялось с использованием метода объединения. При анализе результатов этих и подобных им слияний с помощью указанных методов бухгалтерского учета такие результаты следует интерпретировать единообразно. Например, Wells Fargo использует денежный поток для обратного выкупа акций даже после ежегодной амортизации цены накопленных нематериальных активов в размере почти 300 миллионов долларов и в настоящее время указывает в своих

отчетах денежные доходы (а также регулярные доходы) после амортизации доходов на каждую акцию. Мы, сотрудники фонда Mutual Shares Fund, присматриваемся внимательнее к денежным доходам, чем к доходам после амортизации цены накопленных нематериальных активов компании, в тех отраслях, где наблюдается много сделок и образуются значительные неосязаемые активы. Точная интерпретация со стороны инвесторов этих статей бухгалтерского учета и изменений корпоративного поведения является ключом к современному высокодинамичному рынку. Принцип Бена Грэхема, который заключается в постоянном обращении к финансовым отчетам, удержит инвестора от совершения крупных ошибок, которые могут помешать ему правильно оценить стоимость слияния компаний.

Кем бы вы ни были — твердым последователем Бена Грэхема, инвестором в дорогостоящие компании или инвестором в развитие, — вы должны согласиться с тем, что цена акций связана с финансовым положением соответствующей компании. Время от времени инвесторы игнорируют такие основополагающие показатели, как балансовая стоимость активов, денежный поток, проценты, выплачиваемые акционерам, и всевозможные коэффициенты, которые обуславливают стоимость обыкновенных акций. Это особенно относится к периодам достатка или страха, что инвесторы откажутся от фундаментальных методов успешного инвестирования. Точное понимание того, как следует интерпретировать базовые финансовые показатели, поможет инвесторам сконцентрироваться, избежать дорогостоящих ошибок, а также выявить скрытые ценности Уолл-стрит.

Современные компании отличаются гораздо более высокой степенью глобализации, чем в прежние времена. Многие из их продуктов, продаваемых по всему миру, являются результатом многолетних исследований, а на продвижение этих товаров затрачиваются многие миллионы долларов. Тем не менее в своих балансовых отчетах компании очень редко упоминают какие-либо из своих нематериальных активов, поскольку они уже отражены в рыночной цене соответствующих товаров. Но сколько и почему готов заплатить рынок за то или иное фирменное название (имя бренда)? Связана ли каким-то образом эта сумма с денежными потоками, которые генерируют эти широко известные товары? Глобальные компании научились неплохо пользоваться своими торговыми марками. Авиакомпании пользуются компьютерами для вычисления оптимальной нагрузки. Информационно-

управляющие системы помогают извлекать из активов большие прибыли, чем в прежние времена. По мере глобализации компаний (как непосредственной, так и путем создания совместных предприятий) подлинные стоимости фирменных названий приобретают все более четкие очертания. Инвесторы, использующие финансовые отчеты, могут в таком случае определить, как рынок оценивает неосязаемые активы их фирменного названия и продукта.

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

После прочтения книги вам станут более понятны такие документы, как отчеты о прибылях и убытках, годовые отчеты и пресс-релизы, касающиеся отчислений, резервов, и пересмотренный отчет о прибылях и убытках, не говоря уж о многих других видах финансовой отчетности. Данная книга принесет пользу всем инвесторам — от начинающих до инвесторов со стажем. Во всяком случае, для меня эта книга оказалась очень полезной. Как утверждает Бен, ознакомившись с этой книгой, вы сможете покупать свои акции так, как вы обычно выбираете бакалейные товары, а не парфюмерию. Сосредоточьте свое внимание на фундаментальных показателях — образно выражаясь, на том, сколько вы платите за вырезку и подсолнечное масло, — и вы не ошибетесь.

Если *Анализ финансовой отчетности компаний* станет вашей настольной книгой, то я не сомневаюсь, что ваши финансы от этого только выиграют.

Удачного инвестирования,
Майкл Ф. Прайс

ГЛАВА 2

ДЕБЕТЫ И КРЕДИТЫ

Пониманию финансовых отчетов будет способствовать краткий обзор методов бухгалтерского учета, на которых базируются эти финансовые отчеты. Ведение бухгалтерских книг, бухгалтерский учет и финансовые отчеты базируются на двух концепциях дебета и кредита.

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

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

Поскольку капитал и разные формы нераспределенной прибыли представляют собой счета долговых обязательств, записи, наращивающие эти счета, называются кредитами, а записи, сокращающие эти счета, — дебетами.

Деловые книги ведутся по так называемому “методу двойной записи”, в соответствии с которым каждая запись в дебет счета (дебетовая проводка) сопровождается соответствующей записью в кредит счета (кредитовой проводкой). В таких книгах всегда поддерживается баланс; это означает, что сумма счетов активов всегда равняется сумме счетов долговых обязательств.

Обычные операции компании предполагают наличие разных счетов доходов и расходов, таких как “Продажи”, “Выплаченная заработная плата” и т.п., которые не появляются в балансовом отчете. Эти текущие, или промежуточные, счета переносятся (или ликвидируются) в конце соответствующего периода в нераспределенную прибыль или в прибыли и убытки (такое название присваивается счету излишков, который отражает текущие результаты, дивиденды и т.п.). Поскольку записи доходов эквивалентны добавкам в нераспределенную прибыль, то они появляются как кредитовые счета или счета долговых обязательств.

Записи расходов, которые эквивалентны вычетам из нераспределенной прибыли, появляются как дебетовые счета или счета активов.

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

Присоединенный упрощенный типичный пример может оказаться полезной иллюстрацией того, как операции компании вводятся в книги, затем отражаются в пробном (предварительном) бухгалтерском балансе и наконец включаются в балансовый отчет. (Не следует рассчитывать на то, что в столь кратком руководстве можно адекватно отразить все тонкости корпоративного бухгалтерского учета. Эти тонкости и подробности можно найти в любом стандартном учебнике по бухгалтерскому учету.)

В начале периода компания X представила следующий балансовый отчет.

Наличные деньги	3 000 долл.	Акционерный капитал	5 000 долл.
Товарно-материальные запасы	4 000 долл.	Излишек прибылей и убытков	2 000 долл.
	-----		-----
	7 000 долл.		7 000 долл.

Главная книга (книга, в которой хранятся все счета), из которой был взят приведенный выше балансовый отчет, должна иметь следующий вид.

Наличные деньги		Товарно-материальные запасы		Акционерный капитал		Излишек прибылей и убытков	
		Дебет	Кредит	Дебет	Кредит	Дебет	Кредит
3 000 долл.		4 000 долл.			5 000 долл.		2 000 долл.

В течение указанного периода компания X продает товары в кредит на 3 тыс. долл., что обходится ей в 1 800 долл., и совершает разные расходы, оплачиваемые наличными, на общую сумму 500 долл.

Исходные записи, сделанные в журнале, таковы.

Дебет "Счета к получению"	3 000 долл.	Кредит "Продажи"	3 000 долл.
Дебет "Издержки реализации" ¹	1 800 долл.	Кредит "Товарно-материальные запасы"	1 800 долл.
Дебет "Расходы" (разные записи)	500 долл.	Кредит "Наличные деньги"	500 долл.

В конце указанного периода перечисленные выше записи переносятся в главную книгу, которая принимает следующий вид.

Наличные деньги		Товарно-материальные запасы ²		Счета к получению		Продажи	
Дебет	Кредит	Дебет	Кредит	Дебет	Кредит	Дебет	Кредит
3 000	500	4 000	1 800	3 000			3 000
	2 500 (для баланса)		2 200 (для баланса)				
-----	-----	-----	-----				
3 000	3 000	4 000	4 000				
=====	=====	=====	=====				
2 500		2 200					
<i>Издержки реализации</i>		<i>Расходы</i>		<i>Акционерный капитал</i>		<i>Излишек прибылей и убытков</i>	
1 800			500		5 000		2 000

Из указанного выше будет “снят” следующий пробный (предварительный) бухгалтерский баланс.

Наличные деньги	2 500	Акционерный капитал	5 000
Товарно-материальные запасы	2 200	Излишек прибылей и убытков	2 000
Счета к получению	3 000	Продажи	3 000
Издержки реализации	1 800		
Расходы	500		
	-----		-----
	10 000		10 000

Текущие счета затем переносятся в “Прибыли и убытки” следующими трансферными записями.

Дебет “Продажи”	3 000	Кредит “Прибыли и убытки”	3 000
Дебет “Прибыли и убытки”	1 800	Кредит “Издержки реализации”	1 800
Дебет “Прибыли и убытки”	500	Кредит “Расходы”	500

Следует отметить, что это приводит к чистому увеличению на 700 долл. в “Излишке прибылей и убытков”, представляя прибыль за указанный период. Эти записи устраняют текущие счета. Теперь главная книга будет иметь следующий вид.

¹ “Издержки реализации” фактически вычисляются путем вычитания запаса товарно-материальных ценностей на конец учетного года из запаса товарно-материальных ценностей на начало учетного года плюс покупки. Мы используем такую запись с целью упрощения.

² См. предыдущую сноску.

	<i>Наличные деньги</i>		<i>Товарно-материальные запасы</i>				<i>Счета к получению</i>	
3 000	500		4 000	1 800			3 000	
	2 500	(для баланса)		2 200	(для баланса)			
-----	-----		-----	-----				
3 000	3 000		4 000	4 000				
=====	=====		=====	=====				
2 500			2 200					
	<i>Продажи</i>		<i>Издержки реализации</i>		<i>Расходы</i>			
в "Прибыли и убытки"	3 000	3 000	1 800	1 800	в "Прибыли и убытки"	500	500	в "Прибыли и убытки"
	-----	-----	-----	-----		-----	-----	
	3 000	3 000	1 800	1 800		500	500	
	=====	=====	=====	=====		=====	=====	
	<i>Акционерный капитал</i>		<i>Излишек прибылей и убытков</i>					
	5 000		(из издержек реализации) (расходы) Для баланса		1 800	2 000		
					500	3 000	(из продаж)	
					2 700			
					-----	-----		
					5 000	5 000		
					=====	=====		
						2 700		

Из приведенной выше главной книги мы получили бы следующий балансовый отчет, представляющий положение компании X по завершении рассматриваемого периода.

	<i>Активы</i>		<i>Долговые обязательства</i>	
Наличные деньги	2 500	Акционерный капитал	5 000	
Товарно-материальные запасы	2 200	Излишек прибылей и убытков	2 700	
Счета к получению	3 000			

	7 700			

				7 700