

Три этапа выбора ценных бумаг по Прайсу: анализ темпов роста и особенностей жизненного цикла КОМПАНИИ

Этап 1. Сбор информации

Чтение *Wall Street Journal*, *New York Times*, *Barren's*, *Forbes* и других аналогичных изданий помогало Прайсу находить выгодные объекты для инвестирования. В деловой прессе он прежде всего обращал внимание на сообщения о новых продуктах и технологиях, изменении потребительского поведения, тенденциях развития бизнеса, политических и экономических событиях, которые могли бы повлиять на бизнес. Часто Прайс вырезал и хранил наиболее интересные статьи, возвращаясь к ним снова и снова.

Он тщательно исследовал статистические данные и законодательные акты, касающиеся бизнеса, в том числе динамику прибыли компаний, торговый баланс, динамику

национального долга и валового внутреннего продукта — ВВП. (Во времена Прайса использовался термин “валовый национальный продукт” — ВНП. Данный показатель отражает стоимость товаров и услуг, произведенных национальной экономикой в текущем периоде, что позволяет определить темпы ее роста.) В наше время инвесторы, кроме этих классических источников, пользуются обзорами *Conference Board* (www.conference-board.org), где приводится динамика индекса потребительских ожиданий, а также опережающих экономических индикаторов. В состав последних входят различные макроэкономические параметры, например процент безработицы и индекс Доу–Джонса. Кроме того, Прайс придавал большое значение темпам инфляции и динамике процентных ставок. Он внимательно анализировал меры по регулированию денежной массы и процентных ставок, проводимые Федеральной резервной системой (ФРС), и пытался учесть их при принятии решений об инвестировании. *Bloomberg Financial* (www.bloomberg.com) и некоторые другие аналитические издания регулярно сообщают о наиболее важных мероприятиях ФРС, помещают отчеты о заседаниях и совещаниях ее руководящих органов.

Обычно низкие темпы инфляции и невысокие процентные ставки стимулируют инвестирование средств в акции. Но когда инфляция усиливается и ФРС поднимает процентные ставки, это отрицательно влияет на доходность инвестиций в акции и убийственно для инвестиций в облигации. Размер ущерба зависит от того, на сколько и как часто повышаются процентные ставки. Министерство труда США (www.stats.bls.gov) публикует динамику индекса инфляции в зависимости от изменения индекса потребительских цен (Consumer Price Index — CPI) и индексов цен производителей (Producer Price Indexes — PPI). CPI отра-

жает динамику цен на продовольственные товары, содержание жилья, одежду, транспорт, медицинское обслуживание и прочие товары или услуги широкого потребления. РРІ представляют собой совокупность индексов цен на основные товары производственного назначения, в частности муку, хлопок, металлопрокат, бензин, пиломатериалы, природный газ и другие.

Прайс изучал годовые и промежуточные отчеты, примечания к отчетности, заявления для прессы и т.п. Чтобы оценить уровень менеджмента, он лично либо с помощью своих аналитиков проводил собеседование с ключевыми топ-менеджерами заинтересовавшей его компании.

В наше время инвесторы, придерживающиеся стратегии Прайса, ищут потенциальные объекты инвестирования при помощи многих полезных источников информации: экономических обзоров *Value Line*, (www.valueline.com), *Market Guide* (www.marketguide.com) и *Yahoo!* (www.yahoo.com). Отраслевые обзоры *Standard & Poor* (www.standardandpoor.com) содержат основную информацию о положении дел в той или иной отрасли, направлениях ее развития, основные финансовые показатели и статистические данные.

Доступ к базам данных (*Infotrack* (www.galegroup.com) и ей подобные) можно получить в публичных библиотеках или университетах; в них также содержится полезная информация о ведущих компаниях и ключевых топ-менеджерах. Некоторые сайты, как, например, *Wall Street Journal* (www.wsj.com), дают ссылки на архивы публикаций прошлых лет на Web-сайтах компаний, где также встречаются статьи о ключевых топ-менеджерах. Различные консалтинговые компании (*Kiplinger reports* (www.kiplinger.com), *H.S.Dent Forecast Newsletter* (www.hsdent.com)) часто публикуют прогнозы развития той или иной отрасли, изменения потребительского поведения и т.п.

Этап 2. Оценка информации

Разработанные Прайсом критерии инвестирования до сих пор широко применяются аналитиками и управляющими компании *T. Rowe Price Associates*. В частности, к ним относятся.

- Дееспособность и репутация топ-менеджеров.
- Значительная часть акций компании в собственности топ-менеджеров и членов совета директоров.
- Превосходство товаров или услуг компании над товарами и услугами конкурентов, постоянный спрос потребителей на них.
- Постоянный рост объемов продаж, прибыли и дивидендов.
- Устойчиво высокая рентабельность операционной деятельности.
- Высокая доходность акционерного и суммарного инвестированного капитала.
- Высокий кредитный рейтинг компании и относительно небольшая доля обязательств в составе инвестированного капитала.
- Активное инвестирование в исследования и разработки, их высокий уровень (что подтверждается прогрессивностью и техническим уровнем выпускаемых продуктов).
- Лидерство в отрасли, наличие существенных конкурентных преимуществ.
- Моральный климат в коллективе, модель оплаты труда, позволяющая нанимать и удерживать лучших специалистов.
- Привлекательность текущего курса акций компании с точки зрения будущих прибылей и динамики коэффициента «цена/прибыль».

Прайс крайне отрицательно относился к государственному вмешательству в бизнес, поэтому сейчас он наверняка бы воздержался от инвестирования средств в табачные компании. Кроме всех перечисленных критериев, при выборе объектов инвестирования аналитики *T. Rowe Price Associates* обращают внимание на чистый денежный поток, генерируемый компанией (более подробно этот показатель рассмотрен в главе 10).

Внутренняя стоимость и коэффициент “цена/прибыль”

“Оценка привлекательности акций компании в качестве объекта инвестирования, как правило, достаточно далека от их текущего курса, поскольку последний совсем не отражает ее внутреннюю стоимость как в периоды чрезмерно пессимистичных, так и в периоды необоснованно радужных ожиданий участников фондового рынка, — часто говорил Прайс. — На курс акций влияет текущая прибыль компании, выплачиваемые дивиденды, общая экономическая ситуация, инфляция или, наоборот, дефляция, а также психология инвесторов”.

Кроме того, он отмечал: “Инвесторы должны остерегаться уплаты чрезмерно высокой цены за акции с высоким коэффициентом “цена/прибыль”. Иногда на рынке возникает ажиотажный спрос на акции со стороны мелких инвесторов, инвестиционных и пенсионных фондов. Тогда он превышает предложение, и курс акций поднимается намного выше их реальной стоимости. Обычно в такие времена лучше воздержаться от покупок, но если уж представился случай купить действительно ценные акции надежной промышленной компании, то инвестор должен быть готов уплатить больше, чем рассчитывал. Тем не менее лучшая стратегия — это держать

значительный запас наличности на случай падения курса акций интересующей вас компании”.

Для иллюстрации динамики коэффициента “цена/прибыль” во время колебаний фондового рынка Прайс привел пример приобретения в 1968–1970 годах акций двух известных компаний (табл. 20.1).

Таблица 20.1. Динамика курса акций и коэффициента “цена/прибыль” в 1968–1970 годах

	Максималь- ный курс, долл.	Коэффициент “цена/прибыль”	Минималь- ный курс, долл.	Коэффициент “цена/прибыль”
General Electric	50	25	30	17
Perkin Elmer	29	62	9	15

Примечание. *Perkin Elmer* была поглощена компанией *EG&G* в 1999 году.

Прайс купил акции *General Electric* в тот момент, когда их коэффициент “цена/прибыль” равнялся 24, т.е. был близок к максимальному. Но он чувствовал, что эта сделка себя оправдывает. С другой стороны, акции *Perkin Elmer* были куплены в момент, когда их коэффициент “цена/прибыль” равнялся 21, т.е. был близок к минимальному значению. Эта сделка типична для Прайса, предпочитавшего покупать акции с данным коэффициентом, равным или более низким, чем в среднем по фондовому рынку, а также чем в среднем для этих акций за предыдущие пять лет. Если учесть высокую волатильность современного фондового рынка, то продажа акций с самым разным уровнем коэффициента “цена/прибыль” не вызовет особого удивления.

“Существует такая закономерность: если по облигациям выплачиваются высокие проценты, то коэффициент “цена/прибыль” для акций держится на высоком уровне, и наоборот. Если темпы инфляции невысоки, равно как невы-

соки и процентные ставки по депозитам, то компаниям проще достичь высоких показателей по прибыли”, — писал Прайс.

Анализ рентабельности компаний и расхождения в данных различных аналитических компаний

В первую очередь Прайса интересовали компании с эффективным менеджментом, надежной системой финансового контроля, высокой рентабельностью деятельности. Рентабельность — это соотношение прибыли и объема продаж, выраженное в процентах. Существует четыре основных метода расчета этого показателя в зависимости от того, какие именно показатели объема продаж и прибыли выбираются (более подробно об этом показателе см. главу 9, пункт “Показатели рентабельности”).

1. Валовая рентабельность.
2. Рентабельность операционной деятельности.
3. Рентабельность до уплаты налогов.
4. Чистая рентабельность (рентабельность, рассчитанная исходя из прибыли после уплаты налогов).

Хотя все четыре показателя имеют важное значение, Прайс обращал основное внимание на рентабельность операционной деятельности. Она рассчитывается как отношение прибыли от операционной деятельности (т.е. прибыли, полученной от ведения бизнеса, а не от финансовых инвестиций или других подобных источников) к объему продаж. Чтобы оценить динамику этого показателя, Прайс рассматривал его значения за пять или более лет подряд. В табл. 20.2 приведены сравнительные данные по рентабельности операционной деятельности за несколько лет

(1994–1998 годы) для *IBM, Microsoft, General Electric, Pfizer*, а также средние значения для этой отрасли.

Таблица 20.2. Динамика рентабельности операционной деятельности за несколько лет, %

Компания	1994	1995	1996	1997	1998	Среднее значение по отрасли за 1998 год
IBM	17,5	21,6	18,5	18,0	17,3	12,7
Microsoft	42,2	38,9	41,0	50,1	55,0	30,5
GE	17,4	18,0	18,3	19,0	21,2	15,2
Pfizer	27,3	29,3	31,0	30,8	30,2	28,3

Источник. *Value Line Investment Survey*.

Важно отдавать себе отчет в том, что определения и методики расчета финансовых коэффициентов могут существенно различаться у различных аналитических служб и консалтинговых компаний. Это приводит к тому, что и результаты у них получаются разные. Инвесторы, использующие для анализа более одного источника, должны выяснить методику расчета основных показателей, просмотрев глоссарий терминов на Web-сайте или позвонив в службу помощи клиентам. Например, *Value Line* (www.valueline.com) под операционной прибылью понимает прибыль от операционной деятельности до вычета амортизации (неденежный вычет для покрытия физического и морального износа оборудования, зданий и сооружений, равно как и прочие неденежные вычеты из прибыли), уплаты процентов и налогов. Рентабельность операционной деятельности равна частному от деления этого показателя на объем продаж.

Market Guide (www.marketguide.com) предлагает несколько вариантов расчета рентабельности, комментируя методику каждого из них на своем Web-сайте. В частности, основной показатель рентабельности рассчитывается так

же, как и у *Value Line*: прибыль от операционной деятельности до вычета амортизации, процентов и налогов, деленная на объем продаж. Однако предлагается и еще один показатель рентабельности операционной деятельности, в котором прибыль от операционной деятельности уменьшена на сумму амортизации.

$$\text{Рентабельность операционной деятельности} = \frac{\text{Прибыль от операционной деятельности}}{\text{Объем продаж}}$$

Валовая прибыль связана с соотношением объема продаж и производственных затрат компании. Она показывает, сколько центов из каждого доллара объема продаж остается у компании после покрытия затрат, непосредственно связанных с реализованными продуктами (например, материальных затрат или расходов на оплату труда рабочих). Валовая рентабельность рассчитывается делением разности между объемом продаж и производственной себестоимостью на объем продаж.

$$\text{Валовая рентабельность} = \frac{\text{Объем продаж} - \text{Производственная себестоимость}}{\text{Объем продаж}}$$

Рентабельность до уплаты налогов имеет ту особенность, что в числителе этого показателя стоит показатель прибыли до уплаты налогов.

$$\text{Рентабельность до уплаты налогов} = \frac{\text{Прибыль до уплаты налогов}}{\text{Объем продаж}}$$

Чистая рентабельность отражает связь между чистой прибылью компании и объемом продаж.

$$\text{Чистая рентабельность} = \frac{\text{Чистая прибыль}}{\text{Объем продаж}}$$

В табл. 20.3 приведены значения всех четырех показателей рентабельности для тех же компаний за 1998 год.

Таблица 20.3. Показатели рентабельности некоторых компаний за 1998 год, %

<i>Компания</i>	<i>Валовая рентабельность</i>	<i>Рентабельность в операционной деятельности</i>	<i>Рентабельность до уплаты налогов</i>	<i>Чистая рентабельность</i>
GE	57,92	13,4	13,41	9,3
IBM	37,80	11,2	11,07	7,7
Microsoft	85,75	50,3	60,22	39,3
Pfizer	84,54	19,2	19,15	14,4

Источник. Данные *Market Guide*.

Доходность инвестированного капитала

Кроме доходности акционерного капитала (ROE), которая рассматривалась в главе 3, Прайс рассчитывал доходность инвестированного капитала (ROI). ROI сопоставляет прибыль с общей суммой долгосрочного капитала (собственного капитала и долгосрочных обязательств), использованного для ее получения. Компания может получить дополнительный долгосрочный капитал, произведя дополнительную эмиссию акций. Если полученные средства использованы эффективно, акционеры будут иметь дополнительную прибыль, однако в противном случае они получают меньше, чем могли бы до эмиссии. Другой способ получения дополнительного долгосрочного капитала — долгосрочные кредиты. Заимодавцы получают доход в виде процентов по кредиту до момента его погашения. Привлечение кредита может повысить значение ROE, однако в глазах консервативных инвесторов это одновременно повышает рискованность акций компании. Привлечение долгосрочного кредита оправдано в

период экономического роста, однако становится тяжелым бременем для компании в периоды экономического спада, поскольку вынуждает ее направлять часть денежного потока на выплату процентов и основной суммы задолженности при сокращающейся прибыли.

Market Guide рассчитывает ROI как частное чистой прибыли и общей суммы долгосрочного капитала (номинальная стоимость обыкновенных акций плюс стоимость привилегированных акций плюс долгосрочная задолженность или любые другие долгосрочные обязательства).

$$\text{ROI} = \frac{\text{Чистая прибыль}}{\text{Долгосрочный капитал}}$$

Value Line применяет другую методику расчета ROI: в числителе коэффициента — чистая прибыль плюс половина суммы процентов по долгосрочным обязательствам, а в знаменателе — долгосрочный капитал. Рассчитанный по этой методике коэффициент полезно сравнить с ROE, чтобы определить влияние использования заемного капитала на сумму полученной компанией прибыли. В табл. 20.4 приведены значения ROI и ROE для *IBM* и других компаний, причем очевидно, что у *IBM* высокая сумма долгосрочной задолженности.

Таблица 20.4. Сравнительный анализ и доходности акционерного и инвестированного капитала

<i>Компания</i>	<i>Доходность акционерного капитала (ROE), %</i>	<i>Доходность инвестированного капитала (ROI), %</i>
GE	23,9	23,5
IBM	32,6	18,6
Microsoft	28,8	28,8
Pfizer	29,9	28,4

Источник. Инвестиционный обзор *Value Line* за 1998 год.

Еще один популярный показатель доходности — доходность активов (ROA), представляющая собой отношение чистой прибыли к общей сумме активов компании.

$$\text{Доходность активов} = \frac{\text{Чистая прибыль}}{\text{Общая сумма активов}}$$

Все три показателя доходности — ROE, ROI и ROA — характеризуют эффективность использования капитала менеджментом компании.

Преимущества активной дивидендной политики

Сейчас инвесторы обращают относительно меньше внимания на выплачиваемые дивиденды, чем во времена Прайса, но зато более внимательно следят за эффективным использованием нераспределенной прибыли внутри компании. Прайс обычно отдавал предпочтение организациям с перспективами роста дивидендов и прибыли в будущем.

“Большинство частных и корпоративных инвесторов ставят перед собой две цели: во-первых, получить как можно больший текущий доход в виде дивидендов для покрытия текущих затрат, а во-вторых, максимизировать доход в будущем за счет роста курса акций для покрытия растущих цен на товары длительного пользования и содержание недвижимости. Если вспомнить пословицу “Лучше синица в руках, чем журавль в небе”, то можно сравнить доход от дивидендов с синицей, поскольку инвестор получает его уже сейчас. Доход от возможного повышения курса акций скорее напоминает журавля в небе, поскольку инвестор реализует его, лишь продав акции. Но курс акций так часто колеблется, что невозможно утверждать, что на момент

продажи он будет высоким. Если же курс падает до того, как бумаги проданы, то весь капитальный доход может быть потерян”, — говорил Прайс. Он также подчеркивал, что даже во времена постоянного повышательного тренда фондового рынка курс отдельных акций падает.

“Слишком многие люди ориентируются исключительно на рост курса акций и не придают значения выплачиваемым дивидендам. Однако если инвестор приобретает акции на гребне роста курса акций, то он уплачивает за них максимальную цену. Если же компания выплачивает невысокие дивиденды или вообще их не выплачивает, то совокупный эффект от такой операции может оказаться отрицательным. Кроме того, за счет дивидендов инвестор может компенсировать свои потери в случае непредвиденной динамики курса акций. Значимость дивидендов для компенсации потерь зависит от того, насколько глубока и продолжительна депрессия фондового рынка”.

Приведем пример дивидендной политики в компании *Avon*. Прайс купил акции этой компании в 1955 году, когда ее дивиденды составляли 4 цента на акцию. К 1972 году дивиденды возросли до 1,35 долл. на акцию, т.е. на 3275%. Это эквивалентно ежегодному приросту сумм выплат на 23%.

В течение 20 лет, с 1978 по 1998 год, компании из рейтинга *Standard & Poor 500* реинвестировали примерно половину полученной прибыли. Согласно расчетам аналитика из компании *Thomson Financial* Вайзенберга, первоначальная инвестиция в компании из этого списка на сумму 10 тыс. долл. возросла до 127,9 тыс. долл. без учета реинвестирования дивидендов и до 262,6 тыс. долл. с учетом этого обстоятельства.

Некоторые особенности применения критериев Прайса

Довольно часто акции какой-либо компании не соответствовали критериям Прайса полностью, однако он все равно допускал возможность их приобретения. Очень вероятно, что Прайс вложил бы некоторые средства в акции *Yahoo!*, *America Online* и других Internet-компаний. Скорее всего, он постарался бы сделать это сразу после их появления на фондовом рынке, пока другие дельцы с Уолл-стрит не распознали заложенные в них возможности. В этом случае ему пришлось бы несколько видоизменить систему своих критериев отбора ценных бумаг. Особое значение для таких акций имеет наличие потенциально огромного рынка сбыта для инновационных товаров или услуг, существенные конкурентные преимущества компании, стремительно растущий объем продаж, положительный либо по меньшей мере достаточный для финансирования расходов денежный поток и качественный менеджмент.

В ноябре 1999 года аналитик рынка недвижимости Марк Гернштейн из консалтинговой компании *Market Guide* (www.marketguide.com) написал статью для корпоративного Web-сайта, где говорилось: “Современная сеть Internet лишь недавно изобретена, а для инновационных компаний в первые годы деятельности типичны траты, превышающие их доходы. Поэтому нельзя подходить к этому сектору экономики с теми же мерками, что и к зрелым компаниям, работающим в традиционных отраслях”.

Вполне возможно, что Прайс инвестировал бы часть средств и в акции наподобие *Cisco Systems* и *Microsoft*. Он постоянно искал компании с низким уровнем задолженности и превосходными продуктами, значительная часть акций которых принадлежала бы их топ-менеджерам.

Управляющий инвестиционного фонда Прайса Боб Смит, купивший акции *Microsoft*, так объяснил мотивы этой сделки: “Билл Гейтс владеет примерно 20% акций компании и может привлекать лучших специалистов в этой области”¹. *Microsoft* не имеет задолженности, постоянно показывает в отчетах высокую прибыль и доходность акционерного капитала.

Хотя *Microsoft* не выплачивает дивиденды, Прайс, скорее всего, не стал бы настаивать на соблюдении этого критерия в данном конкретном случае. Однако он крайне отрицательно относился к вмешательству государства в предпринимательскую деятельность и наверняка был бы крайне недоволен судебным преследованием *Microsoft* со стороны Министерства юстиции США за нарушение антимонопольного законодательства. В ноябре 1999 года судья Томас Джексон счел, что *Microsoft* является монополией и использует свои финансовые возможности для ограничения конкуренции. После того как в 2000 году третейский суд принял аналогичное решение, Министерство юстиции рекомендовало разделить компанию на две части. Весной 2000 года все еще не было ясно, как это решение повлияет на бизнес компании (по всей видимости, оно будет обжаловано).

Жизненный цикл компании и темп роста прибыли

Прайс утверждал, что понимание особенностей жизненного цикла компании и способность прогнозировать будущую динамику прибыли имеют большое значение для принятия обоснованного решения. Он сопоставлял жизненный цикл компании с жизнью человека: рождение, зрелость и упадок. После учреждения молодая компания проходит

¹ По материалам моей беседы с Бобом Смитом, 1999 г.

через стартовый этап. Если она пережила его, то наступает период бурного роста, сменяющийся через какое-то время периодом зрелости и соответствующим снижением темпов роста прибыли. Затем компания вступает в полосу упадка, а прибыль в это время часто сменяется убытком.

На стартовом этапе прибыль, как правило, невелика, а иногда первые несколько лет оказываются убыточными. На этапе динамичного роста прибыль быстро возрастает, а рентабельность достигает 100% и даже более. В последние годы некоторые компании, особенно действующие в отраслях высоких технологий, неизменно демонстрировали высокие темпы роста прибыли. К ним относятся *Cisco Systems* и *Microsoft*. Первая основана в 1984 году; с момента основания и по 1998 год включительно ее темп роста прибыли достиг 59% (данные взяты из обзора *Value Line*). *Microsoft* стала акционерным обществом в 1975 году, но за те же пять лет ее темп роста прибыли составлял 34,5% в год. По мере роста масштабов деятельности темпы роста прибыли снижались до уровня 7–15%. Основанная в 1878 году *General Electric* в последние пять лет демонстрирует темп роста прибыли на уровне всего 13% в год, а *Coca-Cola* (основана в 1892 году) — 15%.

На этапе упадка компания имеет нулевую прибыль, а то и убыток, и в конце концов прекращает деятельность. Однако некоторым организациям удастся пережить второй подъем благодаря реорганизации бизнеса, освоению нового продукта, внедрению новой деловой стратегии и т.п. В 1960 году сеть розничных магазинов *S.S. Kresge*, показывавшая до этого весьма посредственные финансовые результаты, вышла на третье место в отрасли сразу вслед за *Woolworth* и *W. T. Grant*. Топ-менеджеры решили принципиально изменить деловую стратегию компании и переименовали ее в *Kmart*. Зато дела *W. T. Grant* резко пошли вниз, и вскоре компания обанкротилась. Еще одним примером компании-

феникса является *Motorola*, также рефокусировавшая свой бизнес и проведшая коренную реорганизацию бизнес-процессов (см. главу 15).

Показатели объема продаж

Покупая новые акции или анализируя эффективность сделанных ранее капиталовложений, Прайс принимал во внимание как стоимостной показатель объема продаж, так и продажи в натуральном выражении. Это позволяет более точно определить, на какой фазе жизненного цикла находится компания. Продажи в натуральном выражении — это количество единиц проданной продукции. Например, в автомобильной отрасли продажи в натуральном выражении — это количество проданных машин или грузовиков, в электроэнергетике — киловатт-часов электроэнергии, отпущенной потребителям, для авиаперевозок — пассажирооборот.

Прайс задавал себе вопрос: “Как компания наращивает объем продаж — за счет увеличения количества продаваемых продуктов или за счет повышения цен на них, а может, за счет обоих способов?” Вообще говоря, возможности компании по повышению цен ограничены наличием товаров-субститутов, деятельностью конкурентов и т.п. Это особенно справедливо в условиях сегодняшних высококонкурентных рынков. Поэтому показатель продаж в натуральном выражении приобретает особое значение. Многие компании, в том числе *Coca-Cola*, приводят данные о выпуске продукции в натуральном выражении в своих годовых отчетах. Та же *Coca-Cola* использует показатель количества проданных упаковок напитков (в упаковке 24 баночки напитка по 235 граммов каждая). Некоторые консалтинговые компании также используют такие показатели (например, *Value Line*, отраслевые издания и другие аналитические службы).

Если номенклатура производимых продуктов слишком обширна, то данные о натуральном объеме производства не приводятся. В этом случае Прайс рекомендовал позвонить финансовому директору или выяснить соотношение между темпами роста объема продаж в стоимостном и натуральном выражении другими способами. Полезную информацию могут предоставить в отделе связей с акционерами.

Прайс утверждал: «Необходимо постоянно отслеживать динамику прибыли своих инвестиционных объектов». Снижение темпов роста объема продаж в натуральном выражении наряду со снижением показателей прибыли он считал одним из признаков замедления развития.

«Снижение темпов роста прибыли в каком-то отдельно взятом году еще не означает, что компания исчерпала возможности для своего развития. Деловые циклы, появление новых технологий часто влияют на динамику прибыли. Поэтому необходимо иметь определенный опыт и навыки анализа, чтобы выявить принципиальные изменения в динамике прибыли».

Кроме снижения объемов продаж и прибыли, о вступлении компании в полосу упадка свидетельствуют следующие признаки: снижение рентабельности продаж, доходности акционерного или инвестированного капитала на протяжении нескольких кварталов подряд. Это можно выяснить, проанализировав промежуточные отчеты компании или инвестиционные обзоры за соответствующий период.

В статье для журнала *Barren's*, написанной в 1939 году, Прайс отметил, что в отрасли железнодорожных перевозок грузооборот снижается уже на протяжении нескольких лет, в то время как в энергетике наблюдается постоянный рост продаж в натуральном выражении (в киловатт-часах). Он никогда не любил инвестировать средства в отрасли коммунального обслуживания по той причине, что они на-

ходятся под существенным влиянием государственных органов. Но в наши дни он, возможно, изменил бы этому правилу. Инвестиционный управляющий Дэвид Теста говорит, что сейчас классическим примером отрасли с сокращающимся объемом продаж в натуральном выражении является оборонная промышленность. Компании, производящие военную технику, сокращают объемы производства по причине уменьшения ассигнований на оборону в государственном бюджете.

Значение размеров компании

Размер компании часто определяется по показателю объема продаж, но для специалистов в области инвестирования понятие “размер компании” часто означает сумму рыночной капитализации организации (произведение рыночной цены одной акции на количество выпущенных акций). Компании обычно делятся на малые, средние и крупные.

Не существует специальных отраслевых стандартов относительно того, какую компанию считать крупной или средней. Специалисты *T. Rowe Price Associates* считают, что компания с рыночной капитализацией до 500 млн. долл. является малой, сверх 5 млрд. долл. — крупной, ну а те организации, которые попадают в середину этого интервала, считаются средними. Вновь созданные и быстрорастущие компании иногда объединяются в категорию мелких — их сумма рыночной капитализации составляет от 50 до 500 млн. долл.

Хотя Прайс всегда предпочитал инвестировать в крупные компании, такие, как *General Electric* или *Coca-Cola*, он вкладывал часть средств и в меньшие по размеру компании, обещавшие значительно увеличить свои обороты в ближайшем будущем. Акции малых компаний обычно котируются на фондовой бирже *Nasdaq* и отличаются крайне вы-

сокой волатильностью. Часто инвестору сложно получить информацию об этих организациях, поэтому приходится проводить дополнительные исследования.

Среди инвесторов ходят легенды об удачных сделках, когда задешево приобретались акции молодых растущих компаний, ставших впоследствии лидерами бизнеса. Не менее широко распространены истории о колоссальных убытках тех, кто инвестировал без разбора в малые компании, но, увы, ни одна из них не оправдывала ожиданий. Поэтому особое значение имеет правильная оценка финансового состояния малой компании, ее способности пережить грядущие потрясения и не влезать в неоплатные долги. Кроме того, Дэвид Теста считает, что “инвесторы должны решить, выпускает ли организация первоклассные продукты и существует ли для них достаточно емкий рынок, способный в долгосрочной перспективе обеспечить компании высокую прибыль”.

В 1960 году Прайс учредил специальный инвестиционный фонд для того, чтобы сформировать портфель акций малых растущих компаний. В течение нескольких первых лет деятельности этот фонд не достиг особых успехов. В 1962 году стоимость его портфеля ценных бумаг упала на 29% притом, что индекс *Standard & Poor 500* снизился лишь на 9%. Несмотря на неудачу, Прайс продолжал действовать в этом направлении, и дела фонда вскоре улучшились. Через пять лет инвестиционный портфель фонда “прибавил” в стоимости 44% против 9% прироста индекса *Standard & Poor 500*. К 1968 году акции малых инновационных компаний приобрели большую популярность среди инвесторов, и в фонд рекой потекли вклады. Прайсу даже пришлось временно прекратить их прием. Он не хотел оказаться вынужденным инвестировать средства в столь дорогостоящие акции.

В 1960-х годах Прайс приобрел акции *Xerox* и *Texas Instruments*, в то время небольших начинающих компаний. В 1980-х годах такими же небольшими и начинающими были *Sun Microsystems*, *Home Depot*, ставшие символом успеха стратегии Прайса в 1990-х.

Периодически случались времена, когда малый бизнес действовал успешнее, чем крупные компании, а иногда бывало и наоборот. Это наглядно показано на рис. 20.1.

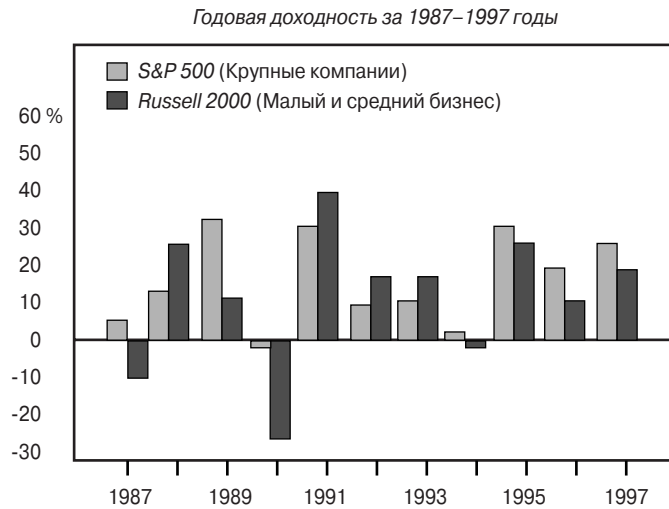


Рис. 20.1. Динамика курсов акций крупных и малых компаний

Источник. *T. Rowe Price Associates Insight Bulletin, Investing In Small-Company Stocks.*

Но если малая компания выбрана правильно, то она может демонстрировать прекрасные финансовые результаты, даже когда малый бизнес в целом переживает не лучшие времена. Некоторые инвесторы нацелены на поиск динамично развивающейся малой компании, способной через несколько лет стать очередной “историей успеха”. Другие

предпочитают инвестировать средства в инвестиционный фонд, специализирующийся на малом бизнесе и уже доказавший правильность своей стратегии.

Этап 3. Принятие решения

Прежде чем принять решение, Прайс старался удостовериться в соответствии выбранной компании критериям, описанным в начале этой главы. Анализируя потенциальные объекты инвестирования, он обращал внимание на динамику прибыли и объема продаж, а также показатели рентабельности продаж, доходности акционерного и инвестированного капитала. Он считал, что о возможном замедлении развития и ухудшении финансового положения свидетельствуют следующие признаки.

- Сокращающийся объем продаж.
- Падение прибыли и рентабельности продаж на протяжении нескольких кварталов подряд.
- Снижение доходности акционерного капитала в течение нескольких кварталов подряд.
- Резкий рост налогов.
- Ухудшение качества менеджмента.
- Потенциально негативное воздействие на бизнес мер государственного регулирования, судебные решения не в пользу компании (по существенным вопросам).
- Насыщение рынка.
- Обострение конкурентной борьбы.
- Существенный рост цен на сырье и материалы, повышение заработной платы.

Информацию для проведения анализа можно извлечь из финансовой отчетности компаний и обзоров аналитических агентств. Публикации в деловой и общественно-политической

прессе часто бывают посвящены состоянию конкуренции в той или иной отрасли, обсуждению направлений развития экономики, правительственной политике и т.п.

Сокращение прибыли компании не обязательно связано с ее просчетами, но может вызываться проблемами отрасли или даже экономики в целом. Поэтому окончательные выводы можно делать, лишь сравнив показатели компании с показателями ее ближайших конкурентов или среднеотраслевыми значениями. В результате аналитик получает картину развития экономического цикла и может установить, находится ли отрасль на этапе подъема или депрессии. В свою очередь, это помогает реально оценить достижения компании.

Минимальные и максимальные цены сделок с акциями

“Когда на фондовом рынке господствует депрессия и курсы акций падают, никто не может точно предсказать, каких значений они достигнут, — говорит Прайс. — Но мы совершенно уверены в том, что при любых обстоятельствах собираемся стать владельцами пакета акций интересующей компании на долгое время. Поэтому устанавливаем для себя определенный уровень цен, при достижении которого совершаем сделку”.

Например, в период падения курсов акций Прайс устанавливал, что по достижении ими значения в 45 долл. за акцию можно приобрести определенный пакет. Если курс падал до 42 долл. за акцию, то приобретался более крупный пакет, а при 40 долл. докупались все акции, необходимые для того, чтобы сосредоточить определенную долю уставного капитала. Конечно, иногда динамика фондового рынка не позволяла аккумулировать заранее установленное количество акций. В периоды повышения кур-

сов акций, если Прайс собирался продать имеющийся пакет, он давал брокерам поручение продавать акции частями: какую-то часть — по достижении курсом определенного значения, а остальные партии — по более высоким ценам. Если курс конкретных акций начинал снижаться на фоне общего роста фондового рынка или объявлялись противоречивые сведения о данной компании, то Прайс давал распоряжение продать все акции по максимально возможной на данный момент цене (в этом случае никакие пороговые значения цены акций не устанавливались).

Однако сама по себе депрессия на фондовом рынке отнюдь не могла заставить Прайса продавать акции. Если он был уверен в хороших перспективах компании на будущее, то рассматривал такую ситуацию как шанс докупить дополнительный пакет акций по выгодной цене. Прайс однозначно продавал акции компании лишь тогда, когда не видел перспектив ее развития или она переставала удовлетворять его критериям инвестирования. Кроме того, иногда он продавал акции, чтобы получить в свое распоряжение свободные денежные средства для заключения гораздо более выгодной сделки (учитывая при этом дополнительные расходы на замещение одних акций другими и налоги).

Налоговые аспекты продажи ценных бумаг

Инвесторы имеют возможность уменьшить сумму налога на прибыль за счет вычета из прибыли от сделок понесенных убытков или других издержек. Хуже обстоит дело с налогом на капитальную прибыль (т.е. сумму прироста стоимости инвестиций в результате повышения курса акций) — он представляет собой своеобразный штраф на успешных инвесторов. В подтверждение этого тезиса Прайс часто приводил пример с компанией *Agon*.

“В момент приобретения акций *Avon* они стоили меньше доллара за единицу. Но через несколько лет пакет акций был продан по цене 131 долл. за акцию. Таким образом, капитальная прибыль составила около 130 долл. на одну акцию. Ставка федерального и местного налога зависит от того, в какую категорию по уровню дохода попадает налогоплательщик, а также от общей суммы капитальной прибыли. Если ставка налога на капитальную прибыль составляет 30% (в настоящее время максимальная ставка налога на капитальную прибыль — 20%), то из 130 долл. капитальной прибыли 39 долл. уйдет на уплату налога и лишь 92 долл. можно будет реинвестировать. Тогда купленные на эту сумму акции должны подняться в цене не менее чем на 44%, чтобы хотя бы компенсировать уплаченный по предыдущей сделке налог.

Акции *Avon* проданы по 131 долл. за ед.
Акции *Avon* были приобретены по 1 долл. за ед.
Капитальная прибыль 130 долл.
Налог на прибыль 130 долл. \times 0,30 = 39 долл.
Поступления от продажи акций 131 долл.
Уплаченный налог 39 долл.
Прибыль после уплаты налога 92 долл.