

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 Макс: «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, пытаясь 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 уровню 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