

Глава 11. Анализ отчета о прибылях и убытках **Основные приемы выявления истинной величины прибыли.** **Мошеннические операции**

Аналитик, естественно, должен исходить из того, что изучаемые им показатели не являются плодом жульничества, что отраженные в балансе активы и пассивы показаны честно, без пропусков и фиктивных проводок. Аналитик должен также предполагать, что при субъективной оценке отдельных активов и пассивов менеджеры исходили из добросовестного и честного знания.

Публикуемые годовые отчеты компаний, зарегистрированных в Комиссии по ценным бумагам и биржам, проходят аудиторскую проверку со стороны независимых общественных бухгалтеров и заверяются ими. Таково теперь требование закона. Процедура аудиторских проверок существенно ужесточилась после 1933 г., отчасти по требованию самих бухгалтеров, отчасти под давлением Комиссии по ценным бумагам и биржам. Это не только снизило вероятность отъявленного мошенничества, но – и это намного важнее – теперь аналитики получают достаточно детальные и снабженные комментариями данные, что существенно облегчает их разумное истолкование.

До 1933 г., когда начала действовать Комиссия по ценным бумагам и биржам, недобросовестное искажение корпоративной отчетности было не такой уж редкостью. Целью искажений почти неизменно было одно – сделать отчетные данные более привлекательными, и обычно это «творчество» было связано с разными схемами манипуляций рынком ценных бумаг, в которых участвовали управляющие корпорациями. Хотя сейчас такого рода практика встречается существенно реже, аналитик должен быть внимательным к возможным попыткам жульнического искажения отчетных показателей.

Хороший анализ может помочь избежать инвестирования в жульнические компании

У аналитиков ценных бумаг мало возможностей вскрыть факты мошенничества, но они располагают инструментами, позволяющими обнаружить необычные закономерности, плохо поддающиеся объяснению и оправданию. Нельзя рекомендовать акции инвесторам до тех пор, пока аналитик не будет уверен, что знает и понимает компанию. Компании, участвующие в мошеннических или сомнительных операциях, могут быть выявлены внимательным аналитиком, который придет к заключению, что отчетные показатели просто бессмысленны.

Хороший аналитик ценных бумаг не ограничивается поддержанием контактов с компаниями, ценные бумаги которых он изучает. Для него источниками информации и понимания являются также профсоюзы, отраслевые ассоциации, конкуренты, потребители, поставщики и др., то есть все, у кого можно что-либо узнать о доле рынка, техническом развитии, тенденциях, слухах и пр. Именно по этим каналам до аналитика часто доходит информация о необычных операциях или сомнительных обстоятельствах.

Аналитик использует ряд чувствительных коэффициентов, разработанных для возможно раннего выявления изменений в компании, и прежде всего это коэффициенты, характеризующие производственные операции: оборот активов, оборот запасов готовой продукции, оборот дебиторской задолженности и т.п. Обнаружив признаки изменений, аналитик почти всегда обращается к менеджерам компании за разъяснениями. И если полученные ответы неадекватны, могут возникнуть определенные подозрения.

Аналитик располагает несколькими методами определения темпа роста компании. Некоторые приемы направлены на выявление способности компании финансировать рост. Когда отчетные данные показывают более быстрый рост, чем, по мнению аналитика, компания может профинансировать, возникают основания для озабоченности.

Аналитик, знакомый со страховым делом, должен понимать, что быстрый рост требует громадных вложений капитала, поскольку необходимы значительные первоначальные вложения. В случае компании Equity Funding Corporation аналитик не мог выявить факты мошенничества, но анализ потребностей в капитале насторожил некоторых аналитиков просто тем, что они не смогли понять, как же компания финансирует быстрый рост.

Бухгалтеры и аналитики

Если отчеты почти всех компаний составлены честно и аудиторы подтверждают, что они согласуются с общепринятыми правилами бухгалтерского учета, чего ради аналитику стоит влезать в отчетность? Главная причина в том, что общепризнанные правила бухгалтерского учета допускают известную свободу выведения результатов. Эта свобода позволяет компаниям строить отчет о прибылях и убытках на базе, не отражающей истинные результаты деятельности за год (включая доход от участия в дочерних компаниях), то есть не так, как это сделал бы аналитик.

Сопоставимость данных о величине товарных запасов и амортизации

В частности, правила бухучета позволяют некоторую вольность в истолковании объема запасов готовой продукции и амортизации. Корректировки необходимы, чтобы обеспечить сопоставимость этих показателей. Аналитик должен заново пересчитать эти показатели и дать их истолкование, и это не столько для приведения их в соответствие с приемлемой практикой учета, сколько для того, чтобы сделать их более понятными для инвестора.

Сопоставимость во времени. Умножение правил учета улучшило возможности сравнивать компании, занятые сходными видами бизнеса, но сами изменения правил бухгалтерского учета затрудняют сопоставление данных за разные периоды. Большинство вводимых заново правил учета не имеют обратного действия, иными словами, прошлые операции не нужно пересчитывать с учетом новых правил. Для этого есть следующие причины: дороговизна такого пересчета, недостаток нужных исходных данных; компания могла бы отказаться от некоторых операций, если бы в то время действовали новые правила учета; доверие к учету может пошатнуться, если приступить к пересмотру прежних отчетов. С точки зрения аналитика, частые изменения правил учета ведут к тому, что при расчете трендовых закономерностей и средних показателей приходится использовать и старые и новые правила учета некоторых операций. Эта непоследовательность и несопоставимость данных – небольшая плата за существенное повышение качества отчетной информации. Если аналитик знает об изменениях правил, ему несложно нивелировать влияние этих изменений.

Профессиональная доблесть и практическая полезность корректировок. Нужно различать значение финансового анализа просто как демонстрацию профессиональных достоинств аналитика и роль анализа в процессе выбора инвестиционных возможностей, прежде всего акций. Если изучение компании приходится начинать с давних отчетов, нужно обеспечить точность и достоверность показателей. Если аналитик не в состоянии осуществить все необходимые для этого корректировки отчетных показателей, он просто плохой профессионал. С этой точки зрения, всестороннее изучение методов и приемов анализа финансовых отчетов является важной частью образования аналитика.

Анализ отчетов полезнее при выборе облигаций, чем акций. Грамотно отобранные показатели обычно являются достаточно надежным обоснованием для успешного выбора облигаций и привилегированных акций. Главный вопрос – в достаточной ли степени прошлая эффективность отвечает должным критериям надежности выпусков. Но в области обыкновенных акций все зависит от оценки того, как будут расти прибыли в будущем. Поэтому удачный выбор обыкновенных акций для приобретения зависит от следующих четырех факторов:

1. Кто точнее оценивает будущее – аналитик или рынок?
2. Будут ли реализованы расчеты и ожидания?
3. Какие оценки будущего роста благоприятнее – сегодняшние или более ранние?
4. Каковы изменения (вверх или вниз) рыночной базы капитализации таких расчетов и ожиданий?

Эти факторы рыночной оценки, влияющие на доходность инвестиций, не имеют тесной связи с прошлой эффективностью. В свете сегодняшней озабоченности будущими темпами значительная часть работы аналитика над преобразованием и истолкованием прошлых данных может показаться практически неуместной и бесполезной, когда речь идет о покупке обыкновенных акций. Было бы неразумным отрицать, что при вложениях в акции значение имеет будущее.

Тем не менее по ряду причин аналитику следует продолжать это исследование и критический анализ прошлого. Во-первых, что бы ни делал аналитик, он должен поддерживать профессиональные стандарты, даже если рынок временами почти не обращает внимания на результаты его работы. Во-вторых, в ряде случаев такой критический анализ позволяет выявить, что некоторые выпуски акций переоценены, а другие (и это имеет еще большее значение) – недооценены. Зачастую бывает так, что анализ прибыли просто подтверждает, что отчетные показатели компании достаточно точны и результаты корректировок можно не принимать во внимание. Очень часто это служит указанием на то, что рынок имеет дело с верными показателями прибыли, а потому вероятность того, что котировка таких акций изменится, крайне мала. Выделить адекватно оцененные выпуски акций не менее важно, чем найти переоцененные или недооцененные. В третьих, какая бы модель оценки ни использовалась – мультипликатор прибыли, дисконтирование дивидендов или любая другая, – исходным пунктом вычислений и прогнозов является величина текущей прибыли. Чтобы получить верный прогноз, нужна как можно более точная оценка текущей способности получать прибыль. Способность получать прибыль можно было бы назвать «способностью зарабатывать», и для ее оценки недостаточно отчетных показателей. Главные вопросы: обладает ли компания физическими, производственными, финансовыми, сбытовыми, управленческими и прочими возможностями, которые нужны для реализации прогноза? А если компания в данный момент не располагает такими возможностями, то может ли она их приобрести? Если компания «уже делала это прежде», прогноз на будущее становится таким образом отчасти оправданным. Наконец, в будущем рынки акций будут проходить через состояния оптимизма, когда инвесторы охотно платят цену, запрашиваемую за расчеты на будущий успех, и пессимизма, когда даже за гарантированный и реализованный успех платят нищенские цены.

Продолжение читайте книге «Оценка ценных бумаг» Грэма и Додда.