

Глава 18. Анализ баланса. **Растущий перечень среднесрочных пассивов.**

В прошлом редко встречались пассивы, которые не могли бы быть отнесены к категориям текущих обязательств или долговременных обязательств. Те, которые имели характер общих резервов, заносились в резервный капитал. Остатки были настолько малы, что их можно было просто приплюсовать к текущим пассивам. Сегодня аналитики оказались в иной ситуации. Многочисленная группа пассивов не может быть отнесена ни к одному из двух классов. Речь идет о следующих классах обязательств:

- внебалансовые пассивы;
- отложенные налоги;
- привилегированные акции.

Внебалансовые пассивы

В состав внебалансовых пассивов входят:

- эксплуатационная аренда;
- соглашения по операциям сбыта;
- сделки партнеров;
- долг компании, отнесенный на неконсолидированные филиалы и партнеров;
- возможные обязательства по судебным спорам;
- пенсионные обязательства и прочие послепенсионные выплаты.

Аналитик должен решить, как обходиться с этими пассивами. Те, которые уместны в балансе, подлежат классификации и отнесению к текущим пассивам, долгосрочному долгу или собственным средствам. Например, отложенный не подлежащий рефинансированию комиссионный доход не является обязательством, и при вычислении доходности собственного капитала лучше всего приплюсовать эту статью к собственным средствам.

Эксплуатационная аренда. С точки зрения предоставления финансовых отчетов эксплуатационная аренда предпочтительнее инвестиционной аренды в двух отношениях. Во-первых, эксплуатационная аренда не находит отражения в активах и пассивах баланса. А с инвестиционной арендой дело обстоит иначе: в баланс заносится, что актив был приобретен и долговые обязательства возникли. Во-вторых, расходы по эксплуатационной аренде представляют собой простые арендные платежи, равномерно выплачиваемые на протяжении срока эксплуатации арендуемого объекта.

Расходы в условиях инвестиционной аренды. В условиях инвестиционной аренды актив амортизируется равномерно и пропорционально. Процентная компонента заимствования отражается, как в случае с закладной. В первые годы аренды проценты по закладной составляют почти 100% всех арендных платежей, а в последние годы почти все выплаты являются частью основной суммы долга, а процентная компонента ничтожна. Таким образом, в первые годы инвестиционной аренды общие выплаты (амортизация плюс процент) выше, чем арендная плата по эксплуатационной аренде, а в последние – ниже. Использование инвестиционной аренды сокращает чистую прибыль в первые годы и способствует ее росту – в последние годы соглашения об аренде.

Два вида аренды. В бухгалтерском учете критерии, отличающие инвестиционную аренду от эксплуатационной, достаточно произвольны: срок аренды не должен превышать 75% нормативного срока эксплуатации арендуемого объекта, либо текущая стоимость минимальной арендной платы в начале срока аренды не должна превышать 90% разумной стоимости арендуемого объекта. Достаточно просто структурировать условия соглашения таким образом, чтобы переход от одного вида аренды к другому оказался достаточно простым делом. Поэтому возможна ситуация, когда две компании будут осуществлять экономически идентичные операции, но одна в условиях эксплуатационной аренды покажет в первые годы меньшие обязательства и более раннюю прибыль, чем другая, выбравшая условия инвестиционной аренды. У первой компании различные коэффициенты прибыльности, стабильности и финансового риска будут выглядеть лучше, чем у второй. При этом экономический смысл их действий будет одинаков.

Немного истории. Прежде объектом арендных договоров была, как правило, недвижимость. Сроки аренды были длительными, а возможности продлить соглашение – достаточно обширными. Аналитики обычно капитализировали аренду, умножая годовую арендную плату на 10 или, несколько позднее, на 8. С помощью таких простых расчетов в прежние времена, когда процентные ставки были довольно низки и стабильны, аналитики рассчитывали примерную цену недвижимости и могли сравнить компанию, которая брала кредит и покупала недвижимость, с той, которая брала недвижимость в аренду и не имела долгов.

Сегодняшняя аренда – сроки короче, а процент выше. Сегодня намного чаще встречается краткосрочная аренда таких активов, как компьютеры, автомобили и другое оборудование, нормативный срок эксплуатации которых сравнительно невелик. Умножив здесь на 8 или на 10, можно сильно преувеличить стоимость актива и величину обязательств. К счастью, компании обязаны раскрывать в примечаниях определенную информацию об условиях аренды за каждый из первых пяти лет и сообщать общие данные об условиях аренды в последующий срок. Многие компании приводят данные об

условиях аренды по пятилетиям. Это дает аналитику возможность точнее рассчитывать стоимость активов и пассивов.

Два примера эксплуатационной аренды. В таблице 18.2 даны два графика платежей по эксплуатационной аренде, на основании которых можно рассчитать капитализированную стоимость арендуемых объектов.

Таблица 18.2. Графики минимальных годовых арендных платежей по договорам об эксплуатационной аренде (в млн дол.)

На 31 декабря года	Корпорация Топка	Корпорация Mead
1986	0,6	28,9*
1987	0,4	25,4*
1988	0,4	17,8*
1989	0,2	13,3*
1990	0,1	10,5*
Последующие годы	0,0	285,6*
Всего	1,7	381,5*

* До 2057 г.

Источник: Из годового отчета за 1985 г. Корпорация Топка. Из данных видно, что корпорация Топка арендует сравнительно краткосрочные активы, и что некоторые соглашения об аренде истекают довольно скоро. Нетрудно подсчитать приведенную стоимость арендуемых активов компании – достаточно только выбрать ставку процента. Все платежи показаны в таблице 18.2. Если выбрать ставку 15% и принять, что арендная плата вносится в конце года, приведенное ниже уравнение даст нам текущую стоимость обязательств компании по эксплуатационной аренде на начало 1986 г.

Итак, текущая стоимость арендуемых активов составляет 1,301 млн дол., или в 3,7 раза больше, чем среднегодовые арендные платежи за пять лет, и примерно вдвое больше арендной платы за 1986 г.

Корпорация Mead. В случае корпорации Mead мы имеем дело с долгосрочной арендой и не менее чем для одного из арендуемых активов продолжительность эксплуатации

составляет 72 года – до 2057 г. Как оценить стоимость арендуемых компанией объектов? Во-первых, аналитик должен заметить, что некоторые арендные договора истекают достаточно скоро, поскольку годовая арендная плата быстро снижается от 29 млн дол. в 1986 г. до примерно 10 млн дол. в 1990 г. Для получения приблизительной оценки аналитик может: 1) разделить сумму арендных платежей за 1991-2057 гг. на число лет в этом периоде и получить величину среднегодовой арендной платы – 4,26 млн дол.; 2) либо разделить остаток арендных платежей – 285,6 млн дол. – на величину последнего известного платежа (за 1990 г.) – 10,5 млн дол., и тогда мы получим, что все арендные обязательства будут выплачены к 2017 г., то есть на 40 лет раньше срока. Наконец, можно дать арендной плате уменьшаться еще два года на 3 млн дол. в год, а для оставшегося периода вычислить постоянную арендную ставку, как в случае 1. Тогда у корпорации Mead получается следующий график арендных платежей (в млн дол.):

$$1991 \text{ г. } 10,5 - 3,0 = 7,5$$

$$1992 \text{ г. } 7,5 - 3,0 = 4,5$$

$$1993-2057 \text{ гг. } (285,6 - 7,5 - 4,5) / 65 = 4,209 \text{ в год}$$

Приняв величину ставки за 15%, на основании этого графика платежей получим, что текущая стоимость арендуемых корпорацией объектов составляет 84,3 млн дол. Если пересчитать все для ставки 12%, текущая стоимость арендуемых активов вырастет всего до 94,8 млн дол. Как видим, значение текущей стоимости не слишком чувствительно к величине процента и оно составляет примерно 1/4 суммы арендных платежей за 72 года (381,5 млн дол.). Понятно, что если получить у компании более детальную информацию о сроках и динамике платежей, можно получить более точные оценки текущей стоимости.

Вычисления для корпорации Mead демонстрируют, что использование традиционных значений мультипликатора (8 или 10) дает не очень разумные варианты в период высоких ставок процента. За первые пять лет минимальная среднегодовая величина арендной платы по договору эксплуатационной аренды составила 19,2 млн дол., и при умножении на 10 мы получаем оценку, которая почти вдвое превосходит результат, полученный нами в результате дисконтирования будущих арендных платежей. В соответствии с результатами наших вычислений величина мультипликатора должна быть примерно равна 4.

Процентный компонент платежей при эксплуатационной аренде. Если аналитик капитализирует эксплуатационную аренду корпорации Mead, ему придется отразить в балансе активы и пассивы. Чтобы не получить искаженное значение показателя

доходности инвестиций, нужно прибавить процентный компонент арендной платы в числителе и таким образом уравновесить присутствие величины обязательств по аренде в знаменателе. Какую часть арендной платы считать связанной с процентом? Решение дает формула вычисления текущей стоимости. Сумма арендных платежей для корпорации Mead равна 381,5 млн дол. Текущую стоимость мы вычислили – 94,8 млн дол. Она представляет собой основную сумму займа. Остальное – это процент.

Находим значение дроби:

$$(381,5-94,8) / 381,5 = 75,15\%$$

используем его как среднюю долю процентных платежей в средней величине арендной платы за пятилетний период. Если такая величина доходности арендных пассивов кажется завышенной, можно взять текущую ставку процента и пересчитать все то же самое для самых краткосрочных арендуемых активов, а затем вычислить значение процентной компоненты в арендной плате.

Следует ли отражать в балансе эксплуатационную аренду? Остается открытым вопрос, должен ли аналитик отражать в балансе активы и пассивы по эксплуатационной аренде. Для некоторых целей – да. Активы и пассивы должны присутствовать в балансе при вычислении таких коэффициентов, как доходность инвестиций, отношение долга к собственному капиталу, долга к основным средствам и оборота основных средств. При анализе ликвидируемой компании все, относящееся к эксплуатационной аренде, должно быть удалено из баланса. Такого рода активы доступны только при выплате арендной платы, а соответствующие обязательства могут быть погашены намного меньшими суммами, чем текущая стоимость этих активов.

Практические сложности. Существуют практические сложности, которые могут привести аналитика к выводу, что труд по введению эксплуатационной аренды в баланс не оправдан. Ведь для того, чтобы сделать сопоставимыми аренды эксплуатационную и инвестиционную, нужно для первой ежегодно списывать пассивы, как при использовании ипотечного кредита, и проводить амортизацию активов, хотя бы методом равномерного списания. Даже для отдельного объекта аренды нужно много вычислений. Но в типичном случае какие-то аренды ежегодно заканчиваются, а другие начинаются. Чтобы учесть амортизацию, нужно истекающие каждый год арендные отношения рассматривать как отдельный актив с его собственным сроком эксплуатации. Нужны не только подробные расчеты, но и поиск труднодоступной информации, и использование достаточно уязвимых предположений.

Правило «третья часть арендной платы» сомнительно. Поскольку вычисления процента и коэффициента амортизации сложны и не могут дать достоверного результата, некоторые специалисты предлагают считать, что процентный компонент равен $1/3$ арендной платы. Представляется, что получаемая таким образом величина не очень годится для первых лет долгосрочной аренды. Арендная плата за здание с нормативным сроком службы 50 лет будет преимущественно процентной, поскольку равномерная ставка амортизации равна только 2%. Какой метод использовать аналитику? Не существует общепринятого решения проблемы эксплуатационной аренды. Можно отметить следующие непростые вопросы.

Выбор ставки дисконтирования. Чтобы оценить стоимость арендуемого актива и величину обязательств по аренде, нужно выбрать величину ставки дисконтирования будущих арендных платежей. Если взять большую ставку процента, мы получим высокую доходность от сравнительно небольших арендуемых активов. При малой ставке процента сравнительно большие арендуемые активы обеспечат небольшой уровень доходности. Чтобы повысить сопоставимость, можно для всех компаний использовать одну ставку процента, но так можно получить искаженные коэффициенты доходности, поскольку мы даем один ответ, возможно, на неодинаковые ситуации.

Выбор ставки амортизации. Для вычисления величины амортизационных отчислений нужны гипотезы о первоначальной продолжительности нормативного срока эксплуатации. Когда речь идет о долговременных активах, возможны серьезные ошибки в оценке величины амортизации.

Использование величины арендной платы. Можно использовать арендную плату вместо суммы процента и амортизации, но это не обеспечивает сопоставимости с компаниями, использующими инвестиционную аренду. Однако если у компании много арендных соглашений, начатых в разные периоды, арендная плата может оказаться вполне приемлемой заменой для суммы процентов и амортизации. К тому же при этом подходе для выделения в арендной плате двух компонентов издержек достаточно выбрать значение только процентной ставки. Долгосрочная аренда не так уж чувствительна к небольшим изменениям величины процента, а у краткосрочной аренды процентная компонента сравнительно мала по отношению к величине амортизации. Так что вычисление доходности капитала до учета амортизации, когда арендная плата выступает в качестве суммы амортизации и процента, может быть, и является самым приемлемым решением.

Простые правила нужно приспособливать к современным условиям. Вероятно, есть

смысл в использовании простых, хотя и довольно грубых правил оценки процентной составляющей. На сегодняшний день эти правила таковы:

- для краткосрочной аренды – треть от годовой арендной платы;
- для аренды на 12-20 лет – половина от годовой арендной платы;
- если аренда более чем на 20 лет – 60%.

Эти числа получены в результате обработки данных о стоимости аренды, предоставленных рядом компаний. Эти простые правила привязаны к процентным компонентам арендной платы, существовавшим в 1985 г. и первой половине 1986 г. Предлагаемые коэффициенты должны изменяться по мере изменения уровня процентных ставок. Мы исходим из того, что аналитик, использующий простые правила, будет наблюдать за динамикой процентного компонента арендной платы, особенно для компаний из схожих отраслей.

Исключение эксплуатационной аренды из вычислений доходности. Капитализация эксплуатационной аренды ради вычисления показателей доходности не является альтернативой. Этот подход использует оценку обязательств по аренде только для анализа структуры капитала, отношения собственных средств к материальным активам и других схожих показателей, но при этом не отражает эксплуатационную аренду в знаменателе любых коэффициентов доходности. Проблема в том, что если мы неодинаково учитываем инвестиционную и эксплуатационную аренды, может оказаться, что мы по-разному учитываем идентичные активы. Часто случается, что инвестиционная аренда по прошествии ряда лет переходит в другую категорию. Договор об эксплуатационной аренде преобразуется в договор об инвестиционной аренде, если срок аренды перестал составлять меньше 75% нормативного срока службы активов, либо текущая стоимость активов оказывается меньше 90% их нормальной цены. Строго говоря, это хороший аргумент в пользу того, чтобы все схожие активы получали отражение в балансе.

Иные внебалансовые пассивы

Для большинства других случаев внебалансовых пассивов аналитику приходится полагаться не на установленные правила, а на собственный здравый смысл.

Соглашения по операциям сбыта

Возврат депонированных товаров. Газетные киоски часто берут на продажу журналы с условием, что когда выйдет следующий номер, все непроданные экземпляры будут взяты назад. В большинстве отраслей такое соглашение называют депонированием продукции, и деньги, полученные от клиента, в силу неопределенности исхода сделки

рассматривают, скорее, не как доход, а как своего рода депозит. Но не такого рода соглашения по сбыту являются аналитической проблемой.

Ответственное хранение. Сложнее ситуация, когда продукция «хранится» у другой стороны, так что покупатель имеет право вернуть полученные товары в обмен на уплаченные деньги, причем с процентами. В сущности, это вариант предоставления ссуды под залог, и такого рода сделки именно так и следует рассматривать.

Сделки партнеров. Многие сделки партнеров представляют собой заимствования у компании и предоставление ей займов. Партнерами могут быть частные лица и организации, которые не являются филиалами или дочерними предприятиями компании, а именно:

- лица, передающие собственность в управление по доверенности;
- нефилиальные филиалы, акции которых формально принадлежат третьей стороне, либо их принадлежность не имеет экономического значения;
- партнеры по совместным рискованным предприятиям;
- администраторы и управляющие компаниями;
- главные акционеры и их родственники.

Иногда такого рода отношения используют, чтобы брать кредиты от имени компании, так что кредит не получает отражения в ее балансе. Что еще хуже, ссуда может появиться в балансе в виде привилегированных акций, обыкновенных акций или еще каких-либо второстепенных ценных бумаг. Еще чаще в балансе ничего не меняется, но компания берет на себя гарантии кредита или обеспечивает его с помощью аккредитива. Аналитику приходится немало поработать, чтобы все распутать и разобраться в такого рода сложных операциях.

Возможные обязательства по судебным спорам. Многие возможные обязательства по судебным спорам исключают из баланса на том основании, что невозможно определить результат судебного разбирательства или что попытка оценить возможные обязательства повлияет на ход дела в суде. Обычно в примечаниях указывают, при каких условиях возникают обязательства, хотя обычно отсутствуют количественные оценки возможных доходов или ущерба.

Существует ли актив? Экономический смысл некоторых скрытых пассивов заключается в том, что сдающая отчет компания является тем, кто принимает обязательство и извлекает выгоду из займа или предоставления гарантии на заем. Аналитик может

заклучить, что обязательство, а может быть, и актив, подлежат отражению в балансе. Поскольку обязательство, как правило, тщательно скрыто, аналитику может оказаться проще найти актив, за счет которого компания получает выгоду.

Прочие пассивы

Долгосрочный долг

Характеристики долгосрочного долга рассматриваются в главах 23 и 24.

Пенсионные и другие послепенсионные выплаты

Эти обязательства были рассмотрены в главе 12.

Пенсионные обязательства в балансе

Иногда в балансе присутствуют пассивы пенсионного фонда, хотя в чисто экономическом смысле они не существуют. Причиной этого может быть то, что компания уже исчерпала возможности сокращать налогооблагаемый доход и предпочитает ничего не отчислять в пенсионный фонд, пока эти отчисления нельзя будет использовать для сокращения налогов. В результате в пассиве могут появиться немалые обязательства, при том, что пенсионный фонд наполнен с избытком и никаких экономических обязательств не существует. В таком случае аналитику нужно вывести эти обязательства за баланс и откорректировать величину отчислений в пенсионный фонд, соответствующие налоги и собственные средства за те годы, когда чрезмерные отчисления привели к переполнению пенсионного фонда.

Закрытие пенсионного фонда

Еще одна сложная ситуация возникла сравнительно недавно. Компания закрывает старый пенсионный фонд с фиксированной величиной пенсий и, купив пожизненную ренту по всем своим пенсионным обязательствам и забрав из фонда оставшиеся после этого деньги, учреждает новый такой же пенсионный фонд. Все активы фонда, оставшиеся после покрытия его обязательств перед пенсионерами, следует после этого рассматривать как активы компании – предоплату пенсионных расходов, и соответственно все пенсионные обязательства, остающиеся после этой операции в балансе компании, подлежат удалению из баланса.

Бумажный резерв« для погашения пенсионных обязательств

Большинство работающих в Германии дочерних компаний до недавнего времени не передавали пенсионные деньги на управление в особые трастовые фонды. Вместо этого они просто показывали в балансе наличие пенсионных обязательств.

Отложенные налоги

Крупнейшей группой промежуточных пассивов являются отложенные налоговые

обязательства. Соответствующие вопросы были детально рассмотрены в главе 17, а влияние этих обязательств на движение денег – в главе 15.

Обязательства по привилегированным акциям

До недавнего времени в балансах привилегированные акции обычно показывали как часть собственного капитала. Их учитывали наравне с обыкновенными акциями как долю в собственном капитале, что резко отделяло их от долгосрочного долга и других пассивов. (В 1985 г. Комиссия по ценным бумагам и биржам потребовала, чтобы подлежащие обязательному выкупу привилегированные акции впредь показывали отдельно от собственного капитала.) Для аналитика самым разумным было бы объединять привилегированные акции с долговременным долгом, чтобы получить сумму первоочередных требований на средства компании. Облигации и привилегированные акции можно отнести к одной группе «первоочередного долга», дающего преимущественное право на активы в случае ликвидации компании. Но при этом нужно отдавать себе отчет, что в этой группе привилегированные акции являются второстепенными обязательствами. Вопрос о надлежащей балансовой оценке суммы обязательств по привилегированным акциям разбирается в главе 19.

Задолженность по дивидендам на привилегированные акции

Если накоплены обязательства по невыплаченным дивидендам на привилегированные акции, их нужно ясно отразить в балансовом отчете, а не хоронить в примечаниях. Лучше всего показать сумму этих невыплаченных дивидендов в скобках сразу после строки «нераспределенная прибыль» либо приплюсовать эту сумму к обязательствам по привилегированным акциям. С точки зрения владельца обыкновенных акций, это и есть не что иное, как обязательства.

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