

## Секция «Государственное и муниципальное управление»

### Современные концепции рентабельности инвестиций акционеров

*Усачев Алексей Анатольевич*

*Студент*

*Московский государственный университет имени М.В. Ломоносова, Факультет  
государственного управления, Москва, Россия*

*E-mail: usachevalexeu@yahoo.com*

Идея о том, что целью функционирования любой коммерческой организации является увеличение ценности для акционеров, является общепризнанной в мировой финансовой литературе [3, 4]. Считается, что те фирмы, которые достигали наибольшей рентабельности инвестиций акционеров также создавали больше рабочих мест, инвестировали в исследования и разработки и обнаруживали приверженность социальным обязательствам.

Тем не менее, в литературе встречается критика такого подхода [5]. Например, Джек Велч, генеральный директор Дженерал Электрик (1981-2001) говорил, что «Максимизация ценности для акционеров – это самая глупая идея на планете. Ценность для акционеров – это результат, а не стратегия». В частности, отмечается, что акционеры не являются собственниками фирмы, а обладают лишь обязательственными правами по отношению к ней (разделение имущества, ответственности и полномочий), что они не являются основными поставщиками финансовых ресурсов, что диверсификация инвестиционных портфелей позволяет акционерам защититься от рисков, связанных с недополученной прибылью или банкротством в большей степени, чем, например, сотрудникам и менеджерам, что большей частью акций могут обладать спекулятивные владельцы, не заинтересованные в долгосрочных вложениях. Отмечается также, что официально заявленная ориентация на максимизацию ценности для акционеров снижает мотивацию других стейкхолдеров.

Несмотря на дискуссионность положения о максимизации прибыли для акционеров как главной цели функционирования коммерческой организации, стоит отметить, что именно эта концепция позволяет выделить ключевые драйверы ценности компании и позволяет сфокусироваться на достижении конкретной цели – увеличении ценности компании в целом, что, несомненно, имеет как экономические, так и социальные преимущества. В свою очередь, данная цель может конкретизироваться в ряде более частных задач, которые являются ценными с позиций своего вклада в увеличении денежного потока и долгосрочной стоимости организации.

Часто ценность для акционеров измеряется с помощью такой характеристики, как рентабельность инвестиций акционеров (Total Shareholder Return).

Соответственно, этот показатель может (а) привлекать инвесторов; (б) служить способом измерения эффективности менеджмента в организации. Например, такие компании финансового и нефинансового сектора ставят своей целью поддержание рентабельности инвестиций акционеров: Deutsche Bank, Barclays Bank, McDonalds, British American Tobacco, Pearson и так далее.

При отсутствии неопределенности на рынке в бесконечности, где дивиденд на одну акцию  $D(t)$  в течение времени от  $t-1$  до  $t$  растет постоянно по ставке  $g$ , и рыночная

процентная ставка, которая связывает поток дивидендов с рыночной стоимостью акции  $P(t-1)$ , является постоянной и равна  $r$ , рыночная цена акции будет равна (1 формула)

Определим рентабельность инвестиций акционеров или общий доход для акционеров как функцию от (1) процентного изменения цены акций и (2) дивидендной доходности или (2 формула), из сказанного выше видно, что

(3 формула), то есть при наличии неопределенности на рынке и волатильности процентной ставки, на TRS также будут влиять:

1. Неожиданные изменения в денежных потоках;
2. Ожидаемые изменения в ставке дисконтирования, по которой оцениваются будущие денежные потоки;
3. Неожиданные изменения ставки дисконтирования[1];

Составим модифицированную формулу рентабельности инвестиций акционеров следующим образом: (4 формула), то есть (5 формула), где  $E$  – это чистая прибыль,  $DY$  – дивидендная доходность, а произведение прироста прибыли и прироста  $P/E$  (выражающего изменение ожиданий акционеров) показывает влияние приращенной прибыли на изменение  $P/E$ .

Исходя из того, что разные виды прибыли приносят разную ценность (в первую очередь из-за связанных рисков и влияния на будущие денежные потоки), а также из того, что  $g$ , рост дивидендной доходности, не учитывает влияние роста выплат на возможности инвестирования, предлагается декомпозировать рентабельность инвестиций акционеров на:

1. Ценность, полученную от роста выручки, за вычетом необходимых инвестиций;
2. Ценность, сгенерированную «старыми» инвестициями (organic value);
3. Изменения в ожиданиях акционеров;
4. Влияние финансового левереджа[4].

Данная модель позволяет идентифицировать источники рентабельности инвестиций акционеров и понять механизмы, влияющие на нее.

Стоит отметить, что изменения в ожиданиях оказывают наиболее существенное влияние на рентабельность инвестиций акционеров в краткосрочном периоде. Этому предлагается простое объяснение: инвестиции, как известно, осуществляются, исходя из возможностей проекта (или компании) обеспечивать плату с учетом риска за используемые финансовые ресурсы (требуемая ставка доходности). Соответственно, в цену акции уже заложена ожидаемая доходность. Рост цены акции за счет ожиданий может быть только при условии дохода сверх ожидаемого, что позволяет рынку капитализировать будущие денежные потоки в текущей цене акции. Поскольку информация о состоянии компании обновляется постоянно, эти ожидания являются чрезвычайно волатильными и находятся вне сферы контроля менеджмента.

Исследование позволяет сделать следующие выводы:

- использование рентабельности инвестиций для акционеров как меры эффективной работы менеджмента не представляется целесообразным, поскольку компания не может контролировать все факторы, влияющие на ожидания;
- сравнения TRS корректно только между схожими по росту выручки, рентабельности инвестированного капитала и  $P/E$  компаниями;
- в краткосрочном периоде рентабельность инвестиций акционеров может не отражать фундаментальную стоимость компании (в данном случае измеряемую через эко-

номическую добавленную стоимость – EVA), в долгосрочном периоде ситуация обратная (например, зависимость изменений ожидаемых доходов от дивидендной доходности увеличивается с 5 (квартал) до 25% (3-4 года)[2]);

- компании, оцененные рынком высоко, имеют тенденцию показывать вполне скромную рентабельность инвестиций акционеров (что объясняется как уже капитализированными ожиданиями, так и меньшим уровнем риска);

- в долгосрочном периоде рентабельность инвестиций акционеров имеет тенденцию стремиться к среднерыночной (с учетом отраслевой специфики);

- необходимо также учитывать эффективность использования финансового левереджа (уменьшение риска чрезмерного инвестирования, эффекты налоговых щитов, а также стоимость бизнес-эрозии при использовании затратных заемных средств);

### Литература

1. Fama E.F. Stock Returns, Expected Returns, and Real Activity // The Journal of Finance, vol. XLV, 1990, №4;
2. Fama E.F., French K.R. Dividend Yields and Expected Stock Returns // Journal of Financial Economics, 22, 1988, №3-25;
3. Jensen M.C., Meckling W.H. Theory of the Firm: Managerial Behaviour, Agency Cost and Ownership Structure // Journal of Financial Economics, vol. 3, 1976, №4;
4. Koller T., Goedhart M., Wessels D. Valuation. Measuring and Managing the Value of Companies. Hoboken, US, 2010.
5. Lazonick W., O’Sullivan M. Maximizing Shareholder Value: a New Ideology for Corporate Governance // Economy and Societ, vol. 29, 2000, №13-35;

### Иллюстрации

$$\begin{aligned}
 (1) P_{t-1} &= \frac{D_t}{1+r} \left( 1 + \frac{1+g}{1+r} + \frac{(1+g)^2}{(1+r)^2} + \dots \right) = \frac{D_t}{r-g} \\
 (2) TRS &= \left( \frac{P_t}{P_{t-1}} - 1 \right) + \frac{D_t}{P_{t-1}} \\
 (3) TRS &= \left( \frac{P_t}{P_{t-1}} - 1 \right) + (r - g) \\
 (4) TRS &= \left( \frac{P_t}{P_{t-1}} - 1 \right) + (r - g) = \left( \frac{P_t}{P_{t-1}} - 1 \right) + (r - g) + \Delta \frac{P}{E} - \Delta \frac{P}{E} + \Delta E - \Delta E = \left( \frac{P_t}{P_{t-1}} - 1 \right) + \\
 & (r - g) + \frac{P_t}{E_t} \frac{P_{t-1}}{E_{t-1}} - \frac{P_t}{E_t} \frac{P_{t-1}}{E_{t-1}} + \frac{E_t}{E_{t-1}} - \frac{E_t}{E_{t-1}} + 1 - 1 = \left( \frac{P_t E_t E_{t-1}}{P_{t-1} E_t E_{t-1}} - 1 \right) + (r - g) + \frac{P_t E_{t-1}}{E_t P_{t-1}} - \frac{P_t E_{t-1}}{E_t P_{t-1}} + \\
 & \frac{E_t}{E_{t-1}} - \frac{E_t}{E_{t-1}} + 1 - 1 = \left( \frac{E_t}{E_{t-1}} - 1 \right) + \left( \frac{P_t}{E_t} \frac{P_{t-1}}{E_{t-1}} - 1 \right) + \left( \frac{E_t}{E_{t-1}} - 1 \right) \times \left( \frac{P_t}{E_t} \frac{P_{t-1}}{E_{t-1}} - 1 \right) + r - g \\
 (5) TRS\% &= \Delta E\% + \Delta \frac{P}{E}\% + (\Delta E \times \Delta \frac{P}{E})\% + DY\%
 \end{aligned}$$

Рис. 1: формулы