

Экономические вопросы управления

Бобылева А.З., Усачев А.А.

Совокупная акционерная доходность акционеров как инструмент оценки успешности бизнеса

Бобылева Алла Зиновьевна — доктор экономических наук, профессор, заведующий кафедрой финансового менеджмента факультета государственного управления МГУ имени М.В. Ломоносова.

E-mail: bobyleva@spa.msu.ru

Усачев Алексей Анатольевич — студент 5 курса факультета государственного управления МГУ имени М.В. Ломоносова, кафедра финансового менеджмента.

E-mail: usachevalexe@yaho.com

Аннотация

В статье рассматривается совокупная доходность акционеров как инструмент оценки эффективности функционирования компании (группы компаний), предлагается корректировка формулы расчета этого показателя для увеличения прозрачности и точности оценки. Анализируются факторы, влияющие на этот показатель, а также изучается его взаимосвязь с ростом акционерной стоимости. Прослеживается динамика изменений этого показателя для компаний рынка США и особенности для российского рынка. Рассматривается целесообразность использования показателя совокупной акционерной доходности для оценки эффективности деятельности менеджмента.

Ключевые слова

Акционерная стоимость, совокупная акционерная доходность, рентабельность инвестированного капитала, доход от инвестиций.

Одним из важнейших показателей для акционера является совокупная акционерная доходность. Этот показатель традиционно определяется как сумма прироста стоимости акции за определенный период и дивиденда на акцию за этот же период в отношении к той стоимости акции, по которой она была куплена. Этот показатель в наибольшей степени согласуется с теорией одного из родоначальников агентской теории и теории стоимости — А. Раппапорта, в соответствии с которой результаты деятельности менеджеров должны оцениваться по своему влиянию на благосостояние акционеров. Многие компании финансового и нефинансового сектора, как *Barclays Bank*, *British American Tobacco*, *Deutsche Bank*, *McDonalds*, *Pearson*, осознавая важность подобного показателя для акционеров, ставят своей целью рост или поддержание на определенном уровне совокупной акционерной доходности.

Хотя финансовая наука и практика признали ценность показателя совокупной акционерной доходности, до сих пор продолжают научные споры о выборе подходящего внутреннего показателя, измеряющего эффективность действий

менеджмента для обеспечения положительной динамики доходности акционеров¹. Проблема заключается в том, может ли показатель совокупной акционерной доходности, отражающий желательный результат для акционеров, мотивировать менеджмент на достижение долгосрочного и устойчивого роста стоимости компании. Эта проблема является частным случаем так называемых агентских конфликтов. В общем виде агентский конфликт описывается как возникающий в случае, если одна сторона (принципал) делегирует определенные задачи другой стороне (агенту) для их выполнения. Его необходимыми условиями являются: а) конфликт между целями и интересами принципала и агента и б) сложность и затратность процесса проверки действий агента принципалом. Агентские конфликты могут иметь разные проявления, также если у принципала и агента разная толерантность к риску². Соответственно, особое значение в управлении имеют способы мотивирования агента к достижению благоприятного для принципала результата.

Показатель совокупной акционерной доходности не зря пользуется популярностью: он легко рассчитывается, является доступным для понимания и сразу отражает то, к чему стремятся акционеры. В связи с этим проведенное исследование в первую очередь направлено на анализ показателя совокупной акционерной доходности как инструмента разрешения агентского конфликта. Главной задачей было показать, насколько индикатор, отражающий результат, будет подходить для того, чтобы направлять и измерять процесс достижения этого результата. Важным аспектом исследования также стало изучение взаимосвязи фундаментальных драйверов стоимости коммерческой компании и совокупной акционерной доходности акционеров на различных временных отрезках.

Более того, как будет показано в дальнейшем, общепринятая методика расчета показателя совокупной акционерной доходности игнорирует временной фактор дивидендной доходности, таким образом недооценивая действительную важность дивидендных выплат в структуре совокупного дохода акционеров.

¹ *Rapp M.S.* Information Asymmetries and the Value-relevance of Cash Flow and Accounting Figures — Empirical Analysis and Implications for Managerial Accounting // *Problems and Perspectives in Management*. 2010. Vol. 8. No 2. P. 64–75; *Bacidore J.M., Boquist J.A., Milbourn T.T., Thakor A.V.* The Search for the Best Financial Performance Measure // *Financial Analysts Journal*. 1997. Vol. 55. Issue 3. P. 11–20; *Burgman R., Van Clieaf M.* Total Shareholder Return (TSR) and Management Performance: A Performance Metric Appropriately Used, or Mostly Abused? // *Rotman International Journal of Pension Management*. 2012. Vol. 5. No 2. P. 26–33.

² *Eisenhardt K.M.* Agency Theory: An Assessment and Review // *Academy of Management Review*. 1989. Vol. 14. No 1. P. 57–74.

Для демонстрации результатов исследования определим совокупную акционерную доходность (TRS) как функцию от (1) процентного изменения стоимости акций и (2) дивидендной доходности, или:

$$TRS = \left(\frac{P_t}{P_{t-1}} - 1 \right) + \frac{D_t}{P_{t-1}}, \quad (1)$$

где P_t — это стоимость акции (или собственного капитала в целом) в момент времени t , P_{t-1} — это стоимость акции в предшествующий (базовый) период, D_t — это выплаченный дивиденд на обыкновенную акцию в момент времени t .

Формула (1) является общепринятым способом представления совокупной акционерной доходности³. Однако эту формулу нельзя назвать совершенной. Известно, что дивиденды выплачиваются компаниями в разное время и высоко ценятся рынком, поскольку являются прямой денежной формой дохода. Указанная выше формула не учитывает временную структуру дивидендных выплат, в связи с чем и предлагается ее корректировка.

Временной фактор необходимо принимать во внимание, так как раннее получение доходов позволяет не только снизить риски инвестиций, но и произвести капитализацию дивидендных выплат. В формулу (1), таким образом, стоит включить дополнительный фактор, который бы увеличивал дивиденд на среднерыночную ставку доходности, поскольку денежные средства, поступившие в результате выплаты дивидендов, являются наиболее ликвидными активами и могут быть инвестированы по этой ставке.

Таким образом, корректной формулой, выражающей совокупную акционерную доходность, будет являться:

$$TRS = \left(\frac{P_t}{P_{t-1}} - 1 \right) + \sum_{n=1}^t \frac{D_n \times (1+r)^{t-n}}{P_{t-1}}, \quad (2)$$

где r — это среднерыночная ставка доходности, а n — это момент выплаты дивиденда, принимающий значения $t-1 \leq n \leq t$.

Дополнительную ценность формулы (2) придает также то, что она корректно указывает на преимущества возвращения акционерам вложенных ими денег в виде дивидендов или выкупа акций: она фиксирует доходность на уровне среднерыночной, что особенно выгодно компаниям, теряющим стоимость.

Приведенную выше формулу (1) можно также представить следующим образом:

³ См., например: Koller T., Goedhart M., Wessels D. Valuation. Measuring and Managing the Value of Companies. Hoboken, NJ, 2010.

$$TRS = \left(\frac{P_t}{P_{t-1}} - 1 \right) + \frac{D_t}{P_{t-1}} = \frac{P_t - P_{t-1} + D_t}{P_{t-1}}, \quad (3)$$

то есть фактически показатель совокупной акционерной доходности можно эквивалентно назвать рентабельностью инвестиций акционеров (*Total Shareholder Return, Total Return to Shareholders, TRS*)⁴, поскольку формула будет показывать выход с первоначальных инвестиций, отношение дохода к вложению.

Для дальнейших преобразований, чтобы показать связь совокупной акционерной доходности со среднерыночной ставкой доходности, воспользуемся моделью дисконтирования дивидендных выплат (классической формулой Гордона)⁵.

Выделим следующие допущения для дальнейшего анализа:

- отсутствие неопределенности на рынке: все акторы располагают точной и достоверной информацией о состоянии рынка и каждой компании;
- дивиденд на одну акцию $D(t)$ растет по постоянной ставке g ;

При введении указанных ограничений, на отрезке времени от $t-1$ до t среднерыночная ставка доходности (r) будет связывать поток дивидендов (по ставке g) с рыночной стоимостью акции $P(t-1)$. То есть рыночная стоимость акции будет равна дисконтированному денежному потоку от этой акции, определяемому дивидендной доходностью:

$$P_{t-1} = \frac{D_t}{1+r} \left(1 + \frac{1+g}{1+r} + \frac{(1+g)^2}{(1+r)^2} + \dots \right) = \frac{D_t}{r-g} \quad (4)$$

Формула (4) в силу своих допущений определяется на основе модели дисконтированных дивидендных выплат, поэтому она принимает в расчет только ставку дивидендной доходности. Очевидно, что акционеры могут получить доход от своих инвестиций не только через прямые денежные выплаты, но и через изменение стоимости акции. Таким образом, формула совокупной акционерной доходности (1) эквивалентна:

$$TRS = \left(\frac{P_t}{P_{t-1}} - 1 \right) + \frac{D_t}{P_{t-1}} = \left(\frac{P_t}{P_{t-1}} - 1 \right) + (r - g) \quad (5)$$

Учитывая приведенные выше допущения об отсутствии неопределенности на рынке, постоянном росте дивиденда на акцию, а также постоянстве среднерыночной ставки доходности, можно заключить, что на совокупную акционерную доходность в реальных рыночных условиях будут влиять:

- 1) неожиданные изменения в денежных потоках (то есть такие изменения чистой прибыли и денежных потоков, влияющие или могущие влиять на текущие или

⁴ Deelder M., Goedhart M.H., Agrawal A. A Better Way to Understand TRS // Perspectives on Corporate Finance and Strategy. 2008. Vol. 28. P. 26–30.

⁵ Gordon M.J. The Investment, Financing, and Valuation of the Corporation. Homewood, IL, 1962.

- будущие дивидендные выплаты, которые не ожидалось рынком и не были заложены в оценку стоимости компании);
- 2) ожидаемые изменения в ставке дисконтирования, по которой оцениваются будущие денежные потоки;
 - 3) неожиданные изменения ставки дисконтирования⁶.

Представим совокупную акционерную доходность следующим образом:

$$\begin{aligned}
 TRS &= \left(\frac{P_t}{P_{t-1}} - 1\right) + (r - g) = \left(\frac{P_t}{P_{t-1}} - 1\right) + (r - g) + \Delta \frac{P}{E} - \Delta \frac{P}{E} + \Delta E - \Delta E = \\
 &= \left(\frac{P_t}{P_{t-1}} - 1\right) + (r - g) + \frac{P_t/P_{t-1}}{E_t/E_{t-1}} - \frac{P_t/P_{t-1}}{E_t/E_{t-1}} + \frac{E_t}{E_{t-1}} - \frac{E_t}{E_{t-1}} + 1 - 1 = \left(\frac{P_t E_t E_{t-1}}{P_{t-1} E_t E_{t-1}} - 1\right) + (r - \\
 &g) + \frac{P_t E_{t-1}}{E_t P_{t-1}} - \frac{P_t E_{t-1}}{E_t P_{t-1}} + \frac{E_t}{E_{t-1}} - \frac{E_t}{E_{t-1}} + 1 - 1 = \\
 &\left(\frac{E_t}{E_{t-1}} - 1\right) + \left(\frac{P_t/P_{t-1}}{E_t/E_{t-1}} - 1\right) + \left(\frac{E_t}{E_{t-1}} - 1\right) \times \left(\frac{P_t/P_{t-1}}{E_t/E_{t-1}} - 1\right) + r - g, \tag{6}
 \end{aligned}$$

то есть

$$TRS = \Delta E + \Delta \frac{P}{E} + (\Delta E \times \Delta \frac{P}{E}) + DY, \tag{7}$$

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 .

Поскольку в формуле (7) дивидендные выплаты, учитываемые в компоненте DY , не распределены равномерно, они несут разную ценность для акционеров. Для того чтобы корректно отражать влияние дивидендной политики компании на совокупную акционерную доходность, в данной работе предлагается рассчитывать также капитализируемый доход, приходящийся на каждый полученный дивиденд по среднерыночной ставке доходности. Таким образом, формулу (7) можно представить следующим образом:

$$TRS = \Delta E + \Delta \frac{P}{E} + (\Delta E \times \Delta \frac{P}{E}) + \sum_{n=1}^{\infty} \frac{D_n \times (1+r)^{t-n}}{P_{t-1}} \tag{8}$$

Стоит отметить важность фактора $(\Delta E \times \Delta \frac{P}{E})$, который часто игнорируется в силу своего, как правило, стремящегося к нулю значения⁷. Часто указываемое в литературе предложение игнорировать этот показатель как чрезвычайно маленький, приводит к существенной погрешности в расчетах, что подтверждает проведенное исследование.

Незначительность показателя может следовать из двух предпосылок: (1) относительная стабильность показателей прибыли; (2) прибыль является

⁶ Fama E.F. Stock Returns, Expected Returns, and Real Activity // The Journal of Finance. 1990. Vol. XLV. No 4. P. 1089–1108.

⁷ Koller T., Goedhart M., Wessels D. Op. cit.

неотрицательной. Ни одна из них не подтвердилась даже для списка компаний *S&P 500*, о чем подробнее будет сказано ниже.

Исходя из того, что денежные потоки от разных видов активности несут разную ценность в силу неодинаковой рентабельности различных проектов и риска, а также из того, что g , рост дивидендной доходности, не учитывает влияние роста дивидендных выплат на возможности инвестирования, предлагается декомпозировать совокупную акционерную доходность на доход, обеспеченный следующими факторами:

- 1) ростом выручки, за вычетом необходимых инвестиций⁸;
- 2) «старыми» инвестициями (то есть инвестициями, не требующими дополнительных вложений) (*organic value*);
- 3) изменениями в ожиданиях акционеров;
- 4) влиянием финансового левереджа⁹.

В случае использования компанией заемных средств необходимо из всех показателей убрать эффект долга путем использования в расчетах стоимости корпорации с учетом чистого долга (*Enterprise value*), а эффект левереджа рассчитать путем выделения из каждого фактора эффекта заемных средств и суммирования этих эффектов. Поскольку этот процесс, представленный в виде формулы, будет чересчур громоздким, рассмотрим упрощенную ситуацию: предположим, что компания не имеет заемных средств. Таким образом,

$$TRS = \Delta E + \Delta \frac{P}{E} + (\Delta E \times \Delta \frac{P}{E}) + DY = \left(\Delta E - \left[\frac{g}{k_D + r_D} \right] \times \frac{E_{t-1}}{r_{t-1}} \right) + \frac{E_{t-1}}{r_{t-1}} + \Delta \frac{P}{E} \quad (9)$$

Данная модель позволяет идентифицировать источники совокупной акционерной доходности и выявить факторы, влияющие на них.

С целью выявления и представления в количественном виде взаимосвязи, а также силы влияния каждого из факторов на совокупную акционерную доходность нами проведено эмпирическое исследование факторов, влияющих на совокупную акционерную доходность:

- 1) проводился анализ 75 случайно отобранных компаний (единственным требованием было наличие истории о торгах акциями на бирже более 10 лет) из списка *S&P 500* по формуле (7) на основании данных *Bloomberg*, *finance.yahoo.com*, *wikinest.com*, *ycharts.com*;

⁸ Здесь и далее инвестиционный капитал рассчитывается за вычетом гудвилл, как средний на начало и конец отчетного периода, чистый долг рассчитывается как задолженность за вычетом финансовых активов.

⁹ *Deelder M., Goedhart M.H., Agrawal A. Op. cit.*

2) проводился аналогичный по процедуре анализ 40 российских компаний, торгующихся на Московской бирже, на основании данных *moex.ru*, *investcafe.ru*.

Первый и самый главный вопрос, который целесообразно рассмотреть при изучении возможностей управления совокупной акционерной доходностью, является степень ограниченности менеджеров организации в их возможностях оказывать влияние на различные факторы, определяющие размер совокупной акционерной доходности.

Изменения в ожиданиях, как предполагается, будут оказывать наиболее существенное влияние на совокупную акционерную доходность 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). Так как стоимость компании можно определять через сумму всех денежных потоков, которые бизнес принесет в будущем, инвесторы, оценивая степень важности тех или иных новостей, изменяют свои прогнозы ожидаемой доходности и степени риска этого дохода, таким образом капитализируя новые тренды в стоимости компании. Именно в результате этого процесса у быстрорастущих и высокомаржинальных компаний прослеживается тренд более высокого соотношения стоимости (P) компании к ее доходам (E) по сравнению со среднерыночным. Соответственно, в стоимость акции уже заложена ожидаемая доходность. Рост стоимости акции за счет ожиданий (то есть за счет увеличения показателя P/E) может быть только при условии такого дохода, который ранее не был заложен рынком в расчеты стоимости компании, что позволяет инвесторам капитализировать будущие денежные потоки (которые ранее не ожидались) в текущей стоимости акции. В этом смысле ожидания предшествуют материальной прибыли или убытку.

Возможности влияния менеджмента на ожидания (измеряемые соотношением стоимости акции и дохода на одну акцию, P/E) акционеров в краткосрочной перспективе представляются нам ограниченными, поскольку ожидания во многом зависят не только от внутренних для компании факторов, но и от внешних факторов: роста процентных ставок, состояния отрасли и рынка, различных видов рисков.

Краткосрочные изменения стоимости акций (волатильность) появляется вследствие как постоянного анализа компании и рынка инвесторами, так и вследствие изменения общерыночных факторов, которые ведут к переоценке рисков, изменению ликвидности рынка, возможностей привлечения капитала для инвестирования и т. д. Соответственно, изменения стоимости акции часто корректируются на коротких

временных промежутках, особенно когда спекулятивные инвесторы фиксируют свою прибыль, поэтому, хотя управление ожиданиями и отношениями с инвесторами и является важной частью деятельности менеджмента организации, это не ведет к устойчивому повышению стоимости организации. Более того, оказание влияние на ожидания акционеров неосуществимо в средне- и долгосрочной перспективе, а попытки делать это систематично снижают возможности финансового маневра и потенциально могут оказать вред бизнесу в долгосрочной перспективе.

Помимо этого, можно прогнозировать низкую зависимость совокупной акционерной доходности от всех предложенных выше факторов, связанную с высокой волатильностью ценных бумаг от спекулятивных, а не фундаментальных факторов.

Предполагается, что фактором, отражающим операционную эффективность компании, на который менеджмент может оказывать прямое влияние, является изменение чистой прибыли.

Результаты исследования можно представить в обобщенном виде в следующих таблицах¹⁰:

Таблица 1. Корреляция факторов и совокупной акционерной доходности на рынках США¹¹

Фактор	Временной промежуток анализа					
	квартал	1 год	3 года	5 лет	Изменение за 5 лет	Изменение за 10 лет
Изменение прибыли	3,89%	23,03%	24,25%	70,29%**	29,88%	46,43%*
Изменение P/E	10,76%	20,02%	40,67%	12,82%	48,93%*	16,01%
Дивидендная доходность	3,01%	4,05%	18,19%	2,45%	14,97%	38,00%
TRS (медиана)	3,31%	9,74%	9,53%	7,06%	25,60%	46,24%*

* корреляция значима на уровне $p < 0,05$

** корреляция значима на уровне $p < 0,001$

¹⁰ Изменения в структуре презентации данных по рынкам России и США связаны со сложностью выбора сопоставимых данных; изменение за 10 лет на рынках России не исследовано, поскольку невозможно было сделать репрезентативную выборку.

Данные в строках: изменение прибыли, изменение P/E, дивидендная доходность означают корреляцию (в процентах) значений соответствующих факторов с результирующим показателем (совокупной акционерной доходностью), данные в строке TRS (медиана) отражают медианные значения совокупной акционерной доходности в соответствующие временные промежутки.

Данные в столбцах: 2, 3 года, 5 лет показывают данные «период к периоду», получающиеся из сопоставления значений показателей одного отрезка времени и следующего за ним. Столбцы «изменение за 3, 5, 10 лет» сравнивают данные за один год и значения соответствующих показателей по истечении указанного периода.

¹¹ Источник: рассчитано А.А. Усачевым. Методика взята из: Петрунин Ю.Ю. Информационные технологии анализа данных. Data Analysis. М., 2008. С. 122–138.

Предварительный анализ полученных данных позволяет установить увеличивающееся влияние фактора изменения чистой прибыли на совокупную акционерную доходность при расширении временного горизонта анализа. Факторы же дивидендной доходности и изменения ожиданий акционеров имеют ограниченное влияние в пределах трехлетнего периода при анализе средних значений. При сопоставлении значений в начале и конце пятилетнего и десятилетнего периодов можно наблюдать аналогичный тренд: уменьшается влияние фактора изменений ожиданий и возрастает влияние факторов дивидендной доходности и изменения чистой прибыли.

Таблица 2. Корреляция факторов и совокупной акционерной доходности на рынках России¹²

Фактор	Временной промежуток анализа				
	1 год	2 года	3 года	Изменение за 3 года	Изменение за 5 лет
Изменение прибыли	17,05%	37,71%	38,13%	36,07%	41,98%*
Изменение <i>P/E</i>	66,66%**	35,16%	38,03%	39,11%	24,88%
Дивидендная доходность	34,20%	64,12%**	62,73%**	61,22%**	61,58%**
<i>TRS</i> (медиана)	-8,34%	-7,74%	13,92%	-3,16%	-37,88%

* корреляция значима на уровне $p < 0,05$

** корреляция значима на уровне $p < 0,001$

Предварительный анализ полученных данных позволяет сказать, что выводы, сделанные по российскому рынку, в целом аналогичны выводам по рынкам США: влияние фактора изменения чистой прибыли растет при расширении временного горизонта анализа, а влияние фактора изменения ожиданий инвесторов падает. Тренды заметны в меньшей степени, поскольку временной горизонт анализа меньше, чем для рынков США в силу ограниченности информации в России. Особенностью является более высокое значение дивидендов для совокупной акционерной доходности.

Исследование позволяет сделать следующие выводы.

– Нельзя игнорировать взаимосвязь факторов изменения чистой прибыли и показателя *P/E*. Анализ показал, что абсолютное влияние данного фактора на конечный результат составляло около 20–25%. Как известно, для того, чтобы принимать

¹² Источник: рассчитано А.А. Усачевым. Методика взята из: *Петрунин Ю.Ю.* Указ. соч. С. 122–138.

правильные управленческие решения, нужно проводить корректный и наиболее полный анализ — погрешность почти в 25% является очень высокой.

– Использование совокупной акционерной доходности как меры эффективной работы менеджмента не представляется целесообразным: компания не может контролировать все факторы, влияющие на ожидания. Оказание влияния на ожидания акционеров неосуществимо в средне- и долгосрочной перспективе, а попытки делать это систематично снижают возможности финансового маневра и потенциально могут оказать вред бизнесу в долгосрочной перспективе. Как показали результаты исследования, только на пятилетнем периоде устанавливается устойчивая взаимосвязь между операционной деятельностью (измеряемой изменением чистой прибыли) и совокупной акционерной доходностью; соответственно, более узкие временные границы дают неправильную мотивацию менеджменту и вынуждают применять техники, несовместимые с долгосрочным ростом стоимости организации.

– Таким образом, ставить перед менеджментом задачу увеличения показателя *TRS* для целей постоянной оценки успешности их действий на своем посту чревато преобладанием краткосрочного видения со стороны менеджмента, нацеленного на немедленный эффект, который мог бы оказать влияние именно на ожидания инвесторов — наиболее важный фактор в краткосрочном периоде, который не скажется (или может сказаться негативно) на стоимости компании в долгосрочной перспективе.

– В краткосрочном периоде совокупная акционерная доходность может не отражать фундаментальную стоимость компании, в долгосрочном периоде ситуация обратная (например, зависимость изменений ожидаемых доходов от дивидендной доходности увеличивается с 5 (квартал) до 25% (3–4 года)¹³);

Исследование подтвердило данные Фамы и Френча 1988 года. Действительно, корреляция между совокупной акционерной доходностью и дивидендной доходностью составляет за период в 1 квартал примерно 3%, а на 3-летнем промежутке примерно 18,2%¹⁴. Исследование российского фондового рынка показало значительно большую корреляцию дивидендной доходности и совокупной акционерной доходности, что объясняется гораздо большей ее долей в структуре совокупной акционерной доходности в сравнении с ростом стоимости компании. Более того, на пятилетнем временном отрезке российские компании не принесли своим акционерам доход.

¹³ Fama E.F., French K.R. Dividend Yields and Expected Stock Returns // Journal of Financial Economics. 1988. No 22. P. 3–25.

¹⁴ Данные предоставлены по рынку США.

Поскольку причиной этого являлось падение стоимости акций, дивидендные выплаты стали самой надежной формой дохода.

Это позволяет утверждать, что в краткосрочном периоде (квартал) совокупная акционерная доходность является во многом случайной величиной, зависимой от волатильности рынка и акций компаний, колебаний чистой прибыли, не находящей отражение в ожиданиях инвесторов.

Значение коэффициентов корреляции для совокупной акционерной доходности на квартал позволяет сделать и еще один важный вывод. Известно, что компании часто ставят менеджменту целевые индикаторы чистой прибыли. Но у менеджмента есть множество инструментов для манипуляций над прибылью, в том числе по применению техник ее сглаживания. Однако, как показывает исследование, все эти действия абсолютно нерелевантны для рынка. То есть в краткосрочном периоде невозможно управлять совокупной акционерной доходностью, если только изменения в показателях прибыли не будут восприниматься постоянными и влияющими на будущие денежные потоки.

Период в 1 год аналогичным образом непоказателен для статистического определения влияния фундаментальных факторов на совокупную акционерную доходность. Однако уже при сравнении пятилетних периодов видно, что наибольшее влияние (корреляция более чем в 70%) на совокупную акционерную доходность оказывает изменение чистой прибыли (то есть результат деятельности компании) — на что менеджмент уже может влиять.

Выбор периода для анализа влияния факторов на совокупную акционерную доходность не является релевантным: вне зависимости от того, берем ли мы средние значения за период времени или сравниваем изменения в факторах, влияющих на совокупную акционерную доходность в начале и конце анализируемого периода, тенденции, указанные ранее, будут сохраняться. Влияние операционной деятельности на акционерную доходность будет расти в зависимости от длительности анализа, а влияние ожиданий будет уменьшаться.

– Сравнительный анализ показывает аналогичное поведение совокупной акционерной доходности на рынках США и России.

Аналогичным образом наибольшее влияние на совокупную акционерную доходность на краткосрочном временном промежутке влияют изменения в ожиданиях, однако увеличение временного горизонта анализа приводит к увеличивающемуся значению операционной эффективности компаний (измеряемой через изменение чистой прибыли).

Более того, на российском рынке акций драйверы совокупной акционерной доходности показывают даже большую корреляцию с результирующим показателем по сравнению с компаниями США. Особенно приведенное положение заметно на примере связи дивидендной доходности с совокупной акционерной доходностью.

Предполагается, что это связано в первую очередь с большим весом дивидендных выплат в структуре акционерной доходности по сравнению с ростом стоимости акции.

Учитывая предложенные для формулы (2) объяснения, можно отметить важность временного фактора выплаты дивидендов в условиях высоких рисков российского рынка, что и является причиной их высокой корреляции с совокупной акционерной доходностью. В условиях повышенной неопределенности институциональной среды, ограниченной ликвидности рынка и его зависимости от мировых фондовых рынков и цен на нефть, инвесторы будут отдавать предпочтение прямым денежным выплатам (в виде дивидендов или в форме обратного выкупа акций). Это и будет являться объяснением большей зависимости совокупной акционерной доходности на российском рынке по сравнению с рынком США.

– Компании, оцененные рынком высоко, имеют тенденцию показывать вполне скромную совокупную акционерную доходность (что объясняется как уже капитализированными ожиданиями, так и меньшим уровнем риска).

– совокупную акционерную доходность можно анализировать с позиций фундаментальных драйверов ценности организации: роста выручки и *ROIC* (*Return on Invested Capital*, коэффициент рентабельности инвестированного капитала), понимаемого как рентабельность портфеля проектов — организации в целом¹⁵.

Подобный выбор ключевых драйверов ценности организации обусловлен моделью дисконтированного денежного потока.

Проведенное исследование позволяет сделать также более фундаментальные выводы в отношении совокупной акционерной доходности для расширенного анализа по формуле (9), которая позволяет выделить ключевые драйверы совокупной акционерной доходности. В ходе исследования нами рассмотрены девять компаний потребительского сектора: *Coca-Cola*, *General Mills*, *Johnson&Johnson*, *Kellogg's*, *KraftFoods* — *Mondelez International*, *Nestle*, *PepsiCo*, *Procter&Gamble*, *Unilever*.

¹⁵ Показатель *ROIC* рассчитывался на основе финансовой отчетности компаний путем деления операционной прибыли за вычетом налога на прибыль (*NOPLAT*) на операционный инвестированный капитал.

Если в краткосрочном периоде (1 год) совокупная акционерная доходность коррелирует с *ROIC* всего на 6,2%, а с ростом выручки на 28,5%, то уже в среднесрочном периоде (3 года) эти значения меняются на 26,5% и 13,5% соответственно. Таким образом, показатель *ROIC* оказывается более устойчивым с точки зрения его влияния на доходность акционеров. И если компания хочет достичь устойчивого роста, а также принести максимальный доход прямым инвесторам (в противоположность спекулятивным), в конечном счете определяющий ее стоимость, то ей стоит в первую очередь сосредоточиться на улучшении *ROIC*, рентабельности инвестированного капитала, а рост выручки является более эффективным в краткосрочном периоде, но в том числе и более волатильным показателем.

Стоит помнить о том, что быстрый рост выручки может приводить к эрозии *ROIC* и отрицательно скажется на стоимости компании. Постановка в виде цели перед менеджментом достижение максимальной совокупной акционерной доходности может привести к тому, что менеджмент будет искусственно стремиться увеличить выручку компании, разрушая ее рентабельность, активно привлекая заемные средства и вкладываясь в заведомо нерентабельные инвестиционные проекты, которые дадут негативные эффекты в среднесрочном или долгосрочном периодах. Вместо этого стоит сосредоточиться на гармоничном совершенствовании ключевых драйверов ценности и долгосрочном росте стоимости компании.

Список литературы:

1. Петрунин Ю.Ю. Информационные технологии анализа данных. Data Analysis. М., 2008.
2. Bacidore J.M., Boquist J.A., Milbourn T.T., Thakor A.V. The Search for the Best Financial Performance Measure // Financial Analysts Journal. 1997. Vol. 55. Issue 3. P. 11–20.
3. Burgman R., Van Clieaf M. Total Shareholder Return (TSR) and Management Performance: A Performance Metric Appropriately Used, or Mostly Abused? // Rotman International Journal of Pension Management. 2012. Vol. 5. No 2. P. 26–33.
4. Deelder M., Goedhart M.H., Agrawal A. A Better Way to Understand TRS // Perspectives on Corporate Finance and Strategy. 2008. Vol. 28. P. 26–30.
5. Eisenhardt K.M. Agency Theory: An assessment and review // Academy of Management Review. 1989. Vol. 14. No 1. P. 57–74.
6. Fama E.F., French K.R. Dividend Yields and Expected Stock Returns // Journal of Financial Economics. 1988. No 22. P. 3–25.

7. Fama E.F. Stock Returns, Expected Returns, and Real Activity // The Journal of Finance. 1990. Vol. XLV. No 4. P. 1089–1108.
 8. Gordon M.J. The Investment, Financing, and Valuation of the Corporation. Homewood, IL, 1962.
 9. Koller T., Goedhart M., Wessels D. Valuation. Measuring and Managing the Value of Companies. Hoboken, NJ, 2010.
 10. Rapp M.S. Information Asymmetries and the Value-relevance of Cash Flow and Accounting Figures — Empirical Analysis and Implications for Managerial Accounting // Problems and Perspectives in Management. 2010. Vol. 8. No 2. P. 64–75.
-

Bobyleva A., Usachev A.

Total Shareholder Return as an Instrument of Valuing an Organization's Performance

Bobyleva, Alla – PhD, Professor, Head of Department of Financial Management, School of Public Administration, Lomonosov Moscow State University. E-mail: bobyleva@spa.msu.ru

Usachev, Alexey – student, School of Public Administration, Lomonosov Moscow State University. E-mail: usachevalexey@yahoo.com

Annotation

The article covers Total Shareholder Return (TSR) as an instrument of efficiency evaluation for an organization (groups of organizations). The factors influencing the TSR are analyzed. The article proposes certain improvements to the formula currently used to estimate the TSR, which will increase the transparency and the accuracy of such estimations. The connections between the TSR and the value for the investors are studied. The dynamics of the TSR for the companies in the US and Russian markets is analyzed and the practicality of using the TSR for the corporation management efficiency evaluation is considered.

Keywords

Shareholder value, Total Shareholder Return, investment income.

References:

1. Petrunin Ju.Ju. *Informacionnye tehnologii analiza dannyh. Data Analysis*. Moscow, 2008.
2. Bacidore J.M., Boquist J.A., Milbourn T.T., Thakor A.V. The Search for the Best Financial Performance Measure. *Financial Analysts Journal*, 1997, Vol. 55, Issue 3, pp. 11–20.
3. Burgman R., Van Clieaf M. Total Shareholder Return (TSR) and Management Performance: A Performance Metric Appropriately Used, or Mostly Abused? *Rotman International Journal of Pension Management*, 2012, Vol. 5, No 2, pp. 26–33.
4. Deelder M., Goedhart M.H., Agrawal A. A Better Way to Understand TRS. *Perspectives on Corporate Finance and Strategy*, 2008, 28, pp. 26–30.
5. Eisenhardt K.M. Agency Theory: An assessment and review. *Academy of Management Review*, 1989, Vol. 14, No 1, pp. 57–74.
6. Fama E.F., French K.R. Dividend Yields and Expected Stock Returns. *Journal of Financial Economics*, 1988, 22, pp. 3–25.

7. Fama E.F. Stock Returns, Expected Returns, and Real Activity. *The Journal of Finance*, 1990, Vol. XLV, No 4, pp. 1089–1108.
8. Gordon M.J. *The Investment, Financing, and Valuation of the Corporation*. Homewood, IL, 1962.
9. Koller T., Goedhart M., Wessels D. Valuation. *Measuring and Managing the Value of Companies*. Hoboken, NJ, 2010.
10. Rapp M.S. Information Asymmetries and the Value-relevance of Cash Flow and Accounting Figures — Empirical Analysis and Implications for Managerial Accounting. *Problems and Perspectives in Management*, 2010, Vol. 8, No 2, pp. 64–75.