



УДК 338.24
ББК 65.291.21

ПРИМЕНЕНИЕ КОНЦЕПЦИИ EXPECTATIONS-BASED MANAGEMENT ДЛЯ ПРИНЯТИЯ ИНВЕСТИЦИОННЫХ РЕШЕНИЙ

И.Д. Аникина

Рассмотрена концепция менеджмента, основанного на ожиданиях (Expectations-Based Management – EBM), определены факторы, воздействующие на рост стоимости компании, проанализировано сходство и различие моделей EBM и экономической добавленной стоимости (EVA), предложена модель принятия инвестиционных решений на основе анализа факторов EBM.

Ключевые слова: менеджмент, основанный на ожиданиях (EBM); экономическая добавленная стоимость (EVA); факторы роста стоимости компании.

Существуют различные модели управления стоимостью компании [самые известные из них – модель экономической добавленной стоимости – economic value added (EVA); модель добавленной акционерной стоимости – shareholders value added (SVA)], которые позволяют связывать критерии эффективности финансовых и инвестиционных решений с изменением стоимости компании. Такие модели применяются для оценки эффективности деятельности компании, совершенствования систем мотивации, улучшения внешних и внутренних коммуникаций в компании. Одна из современных концепций управления стоимостью компании – менеджмент на основе ожиданий (Expectations-Based Management – EBM¹). Концепция основана на том, что совокупная доходность акционеров (Total Return to Shareholders – TRS) в большей степени зависит от того, насколько фактические показатели деятельности компании отличаются от ожидаемых, а не от динамики этих показателей (как предполагают другие модели). Авторы концепции – Т. Коупленд и А. Долгофф [1, с. 38] приводят следующую аналогию, аргументируя свою позицию: «Фондовый рынок во многом напоминает ипподром в дни больших скачек. Чтобы получить большой выигрыш, не следует ставить на фаворита – потен-

циально самую быструю лошадь. Скорее имеет смысл поставить на лошадь, способную пробежать дистанцию быстрее, чем от нее ожидают. Зачастую самая быстрая лошадь является фаворитом, ведь от нее ожидают многого, но много денег она не принесет, даже если выиграет. На нее поставят слишком многие, поэтому выигрыш будет невелик». На фондовом рынке значительный выигрыш также получают инвесторы, вложившие деньги не в те компании, которые стабильно показывают высокие результаты (доходность по таким акциям будет невелика), а в те, которые смогли превзойти ожидания рынка. Рассматриваемая концепция позволяет понять, почему, несмотря на повышение прибыли в динамике, курс акций компании может снижаться: это происходит потому, что фактический рост прибыли меньше ожидаемого инвесторами, и если прибыль выросла, например, на 2 %, а ожидался рост на 3 %, доходность акционеров снизится по сравнению с требуемой. В то же время снижение прибыли не всегда приводит к снижению стоимости акций: если компания показала фактические результаты лучше ожидаемых (прибыль снизилась на 2 %, а ожидалось падение на 3 %), то курс акций вырастет.

Согласно концепции EBM определяется как разность между фактической и ожидаемой экономической прибылью (ER) или добавленной экономической стоимостью (EVA) [1, с. 39]:

$$EBM = EVA_f - EVA_e; \quad (1)$$

где EVA_f – фактическое значение добавленной экономической стоимости;
 EVA_e – ожидаемое значение добавленной экономической стоимости.

Если EBM больше нуля, то компания превзошла ожидания инвесторов и рыночная капитализация компании увеличится. Если EBM меньше нуля, компания не оправдала ожиданий инвесторов и рыночная стоимость компании уменьшится, несмотря на возможный рост в динамике показателей прибыли или объемов инвестированного капитала.

Рассмотрим факторы, влияющие на EBM. Для этого запишем формулу расчета EVA:

$$EVA = (ROI - WACC) \times IC, \quad (2)$$

где ROI – рентабельность инвестированного капитала, %; $ROI = NOPAT/IC \times 100$; $NOPAT$ – чистая операционная прибыль после налогообложения;

$WACC$ – средневзвешенная стоимость (цена) капитала, %;

IC – инвестированный капитал, д. е.

Тогда:

$$EBM = (ROI_f - WACC_f) \times IC_f - (ROI_e - WACC_e) \times IC_e, \quad (3)$$

или:

$$EBM = (ROI_f - WACC_f) \times (IC_f - IC_e) + (ROI_f - ROI_e) \times IC_e + (WACC_e - WACC_f) \times IC_e, \quad (4)$$

где ROI_f и ROI_e – фактическая и ожидаемая рентабельность инвестированного капитала соответственно, %;

$WACC_f$ и $WACC_e$ – фактическая и ожидаемая средневзвешенная стоимость (цена) капитала соответственно, %;

IC_f и IC_e – фактический и ожидаемый инвестированный капитал соответственно, д. е.

Формула (4) позволяет увидеть, что рост экономической добавленной стоимости, приводящий к росту капитализации компании, может происходить за счет:

- превышения фактических инвестиций над ожидаемыми ($IC_f - IC_e$), при этом $(ROI_f - WACC_f) > 0$;
- роста фактической рентабельности инвестированного капитала по сравнению с ожидаемой, то есть путем получения большей прибыли на инвестированный капитал ($ROI_f - ROI_e$);
- уменьшения фактической средневзвешенной цены капитала компании по сравнению с ожидаемой ($WACC_e - WACC_f$).

Концепция EVA предполагает, что при EVA больше нуля компания получает дополнительную экономическую прибыль, что приводит к росту акционерного капитала компании. Однако анализ с помощью EBM показывает, что это не всегда так. Пусть имеются следующие данные о фактических и ожидаемых значениях IC , ROI и $WACC$ (см. табл. 1, 2).

Таблица 1

Пример расчета EVA и EBM (условные данные)

Показатель	ROI, %	WACC, %	IC, д. е.	EVA, д. е.	EBM, д. е.
Базисные значения	10	5	100	+50	–
Ожидаемые значения (вариант 1)	15	5	100	+100	–
Фактические значения:					
Вариант 1.1	12	5	100	+70	–30
Вариант 2.1	20	8	100	+120	+20
Ожидаемые значения (вариант 2)	5	10	100	–50	–
Фактические значения:					
Вариант 1.2	8	10	100	–20	+30
Вариант 2.2	8	10	120	–24	+26
Вариант 3.2	5	10	120	–60	–10
Вариант 4.2	10	5	120	+60	+110

Факторный анализ ЕВМ

Показатели	ЕВМ, д. е.	В том числе за счет факторов, д. е.		
		Δ ROI	Δ WACC	Δ IC
Вариант 1.1	-30	-30	0	0
Вариант 2.1	+20	+50	-30	0
Вариант 1.2	+30	+30	0	0
Вариант 2.2	+26	+30	0	-4
Вариант 3.2	-10	0	0	-10
Вариант 4.2	+110	+50	+50	+10

Проанализируем фактические значения в вариантах 1.1 и 1.2 EVA_f при данных вариантах больше нуля, к тому же больше базисного значения EVA_0 , что свидетельствует об эффективности деятельности компании. Но если эти данные сравнить с ожидавшимися, согласно варианту 1, то при фактических значениях в варианте 1.1 произойдет уменьшение стоимости акций компании, так как рентабельность инвестированного капитала ниже ожидавшейся.

Рассмотрим фактические данные по вариантам 1.2 и 2.2 EVA при данных вариантах меньше нуля: можно сделать вывод о неэффективной деятельности менеджеров за текущий период. Однако, сравнивая достигнутые показатели с ожидаемыми, можно увидеть, что менеджеры работали эффективно, так как сумели получить прибыль больше ожидаемой, что приведет к росту стоимости акций компании. Вариант 2.2 показывает, что, несмотря на рентабельность инвестированного капитала больше ожидаемой, увеличение объема инвестиций не привело к росту благосостояния акционеров, поскольку ROI меньше WACC. Это подтверждает и вариант 3.2 – при значении $(ROI - WACC)$ меньше нуля инвестиции будут приводить к снижению стоимости акций компании.

Как данный анализ связан с решениями об инвестировании? Например, принимать ли решения о дополнительном инвестировании в варианте 1.1, когда рентабельность инвестированного капитала растет, она выше цены капитала, но ниже ожидаемых значений? В данном случае решения об инвестициях должны приниматься на основе традиционного анализа эффективности инвестиций: инвестиции выгодны, если рентабельность инвестированного капитала больше цены капитала. Если компания не осуществит данные инвестиции (выплатит акционерам все в виде дивидендов), то акционеры получат доходность не выше цены капитала,

поэтому осуществление инвестиций им выгодно даже при снижении курса акций. Кроме того, если компания не будет осуществлять инвестиций, то это приведет к потере стоимости большей, чем при их осуществлении.

Рассматривая решения об инвестировании, Т. Коупленд и А. Долгофф считают, что стоимость компании растет или уменьшается в зависимости от превышения фактической рентабельности инвестированного капитала над ожидаемой. Курс акций пойдет вверх, если фактическая рентабельность выше ожидаемой, даже при $ROI_f < WACC$, но интересы акционеров при этом пострадают, поэтому компании в данном случае лучше не осуществлять инвестиции, а выплатить акционерам дивиденды. В то же время для более корректной оценки влияния на стоимость компании необходимо все же сравнивать не только фактическую и ожидаемую рентабельность капитала, но и фактическое и ожидаемое значение WACC. Тогда модель принятия инвестиционных решений будет выглядеть следующим образом (см. рис. 1).

Квадраты 1 и 2 означают, что стоимость компании будет расти, так как результативность компании выше ожидаемой $[(ROI_f - ROI_0) > (WACC_f - WACC_0)]$, но в долгосрочной перспективе вариант 2 будет неэффективен для акционеров и приведет к разрушению стоимости, так как $ROI_f < WACC_f$. В данном случае имеется избыточное инвестирование в компании, и для повышения благосостояния акционеров необходимо не производить инвестиции, финансирование которых в данном случае избыточно, а выплатить дивиденды. Положение компании в квадрате 1 означает, что компания работает результативно $[(ROI_f - ROI_0) > (WACC_f - WACC_0)]$ и эффективно $(ROI_f > WACC_f)$, поэтому необходимо осуществление дополнительных инвестиций.

	$ROI_f > WACC_f$	$ROI_f < WACC_f$
$(ROI_f - ROI_e) > (WACC_f - WACC_e)$	1. $V_s \uparrow$ Осуществлять дополнительное инвестирование	2. $V_s \uparrow$ Избыточное финансирование, выплатить дивиденды
$(ROI_f - ROI_e) < (WACC_f - WACC_e)$	3. $V_s \downarrow$ Недостаточное финансирование	4. $V_s \downarrow$ Выход из капитала компании (продажа подразделения)

Рис. 1. Принятие инвестиционных решений на основе концепции EBM *:

V_s – стоимость акционерного капитала компании; \uparrow – увеличение показателя; \downarrow – уменьшение показателя

Квадраты 3 и 4 показывают снижение стоимости компании в текущем периоде, поскольку фактические результаты ее деятельности не оправдывают ожидаемых $[(ROI_f - ROI_e) < (WACC_f - WACC_e)]$. Тем не менее при нахождении в квадрате 3, несмотря на текущее снижение стоимости компании, менеджерам необходимо продолжить осуществление инвестиций, так как они эффективны ($ROI_f > WACC_f$) и отказ от них и выплата дивидендов принесет акционерам меньший доход.

Квадрат 4 представляет самое неблагоприятное положение компании, так как она не соответствует ожиданиям акционеров и инвесторов и неэффективна ($ROI_f < WACC_f$). В данной ситуации наилучшее решение – продажа неэффективного подразделения.

Большое значение при оценке эффективности деятельности компании имеет не только анализ показателя EBM, но и изменение рыночного шума. Рыночный шум характеризует разброс мнений инвесторов о перспективах компании и тем больше, чем больше неуверенность относительно достижения финансовых результатов. Рыночный шум увеличивает сложность оценки эффективности деятельности компании, так как в случае большого разброса мнений относительно результатов деятельности предприятия непросто дать оценку фактически полученным данным. Например, если предполагаемый доход на акцию компании по разным оценкам находится в пределах 10 ÷ 18 руб. на акцию, а фактический результат составил 14 руб. за акцию, то при прочих равных условиях эти результаты не повлияют на изменение ожиданий и не скажутся значительно (в долгос-

рочном периоде) на изменении курса акций. Если же оценка ожидаемого результата составляла 12 ÷ 13 руб. на акцию, то фактически достигнутые результаты приведут к росту стоимости акций компании. Рыночный шум (Signal-to-Noise Ratio – SNR) измеряют с помощью коэффициента «сигнал/рыночный шум» [1, с. 72]:

$$SNR = \Delta R_i / \delta_{Ri}, \quad (5)$$

где SNR – коэффициент сигнал/рыночный шум;

D_i – изменение оценок аналитиков;
 d_{Ri} – дисперсия оценок аналитиков.

Рост коэффициента SNR говорит о росте неопределенности относительно будущего компании и приводит к снижению стоимости ее акций. Разница в оценках аналитиков может быть вызвана следующими причинами: 1) увеличением неопределенности внешней среды; 2) увеличением неопределенности внутренней среды (нестабильность рентабельности деятельности компании). Соотношение между значениями EBM и SNR показано на рисунке 2.

Положительное значение EBM при снижении рыночного шума (квадрат 1 на рис. 2) свидетельствует о росте эффективности деятельности компании: компания превосходит ожидания инвесторов, рассчитывая на стабилизацию результатов своей деятельности, улучшаются коммуникации с инвесторами. Положительное значение EBM при увеличении рыночного шума (квадрат 2) не будет влиять на изменение стоимости компании, поскольку текущее превосходство в результатах ($EBM > 0$) не обеспечивается ростом стабильности в деятельности компании в будущем или улучшением коммуникаций с инвесторами.

* Составлено автором.

	SNR ↑	SNR ↓
EVM > 0	1. $V_s \approx \text{const}$ Текущая эффективность при ухудшении перспектив роста стоимости компании	2. $V_s \uparrow$ Эффективность компании увеличивается
EVM < 0	3. $V_s \downarrow$ Неэффективность компании увеличивается	4. $V_s \approx \text{const}$ Текущая неэффективность деятельности компании при стабилизации перспектив

Рис. 2. Влияние изменения коэффициента сигнал/рыночный шум на изменение стоимости компании *

EVM меньше нуля и повышение рыночного шума (квадрат 3) показывает неэффективность деятельности компании как в текущем периоде (результаты хуже ожидаемых), так и отсутствие уверенности в стабильности результатов в будущем, инвесторы не имеют полной информации о будущих перспективах предприятия. При EVM меньше нуля и уменьшении рыночного шума (квадрат 4) стоимость компании не будет значительно изменяться, так как неоправданные ожидания инвесторов в текущем периоде будут скорректированы в будущем, о чем говорит снижение рыночного шума. Если рассматривать данные тенденции на примере модели дисконтированных денежных потоков, то можно отметить, что уменьшение денежного потока будет компенсировано снижением ставки дисконтирования.

Важно отметить, что ожидания инвесторов не ограничиваются текущим периодом: долгосрочные ожидания, как показали исследования [1, с. 60–74], в значительно большей степени влияют на изменение стоимости компании, чем краткосрочные. Т. Коупленд и А. Долгофф, приводя примеры влияния EVM на изменение стоимости компании, берут за основу модель капитализации стоимости компании, которая предполагает, что денежные потоки компании изменяются незначительно. В этом случае ожидаемые значения ROI будут постоянны и отражают долгосрочные ожидания инвесторов. Анализ EVM, основанный на сравнении таких фактических и ожидаемых значений показателей, не представляет трудностей. Однако если речь идет о циклическом виде бизнеса, о растущем или, наоборот,

угасающем бизнесе, то возникает вопрос о том, какие ожидания отражает ROI: краткосрочные или долгосрочные?

Если ROI отражает краткосрочные ожидания (рентабельность будущего периода), то приведет ли отклонение фактических данных текущего года от ожидаемых к изменению курса акций, так как, как подчеркивают Т. Коупленд и А. Долгофф, «мы показали, что рынок практически не реагирует на колебания показателя текущей прибыли, зато информация об ожидаемой динамике прибыли оказывает на него существенное влияние. Иногда динамика прибыли в краткосрочном и долгосрочном аспектах совпадает, но если это не так, то рынок все равно реагирует прежде всего на долгосрочную тенденцию» [1, с. 77].

Если же ROI отражает долгосрочные тенденции, то насколько корректно сравнивать эту ROI с данными за текущий период? Окажет ли превышение фактической ROI над ожидаемой влияние на изменение ожидаемых долгосрочных значений ROI и, следовательно, на изменение стоимости компании? Поскольку Т. Коупленд и А. Долгофф анализируют инвестиционные решения компании, которые в основном носят долгосрочный характер, то можно предположить, что речь идет о долгосрочных прогнозах. Поэтому, рассматривая ожидания аналитиков, необходимо ориентироваться, во-первых, на их оценки будущего года и при расчете EVM сравнивать фактические значения с ожидаемыми; во-вторых, следить за изменением ожиданий инвесторов.

Аналитики делают различные прогнозы, учитывающие и краткосрочные, и дол-

* Составлено автором.

госрочные периоды развития компании. В значительной степени это зависит от инвестиционного горизонта инвестора: придерживается ли он долгосрочной или краткосрочной стратегии. Мнение каких инвесторов менеджеры компании должны учитывать при принятии управленческих решений об инвестировании? С точки зрения компании создание стоимости – долгосрочный процесс, поэтому, несомненно, необходимо учитывать мнение инвесторов, ориентирующихся на долгосрочную стратегию. Это важно с точки зрения оценки эффективности и принятия управленческих решений. Как было показано выше (см. рис. 2), ориентация только на краткосрочные решения может привести к разрушению стоимости в долгосрочном периоде.

Таким образом, анализируя ЕВМ и давая оценку эффективности деятельности менеджеров, необходимо учитывать не только значение показателя ЕВМ (больше либо меньше нуля), но и такие факторы, как изменения рыночного шума, отражающегося в изменении показателя SNR; разницу отклонений фактических показателей ROI и WACC от ожидаемых; горизонт принятия инвестиционных решений инвесторами.

Концепция менеджмента на основе ожиданий показывает, что для успешного управления стоимостью компании необходимо улучшение взаимодействия с инвесторами, акционерами, другими стейкхолдерами, формирующими ожидания перспектив компании. Для выработки реалистичных прогнозов компании необходимо большое внимание уделять драйверам стоимости – то есть факторам, оказывающим значительное влияние на изменение стоимости [2, с. 49]. Значимость различных факторов стоимости будет специфична для каждой компании в зависимости от отрасли, к которой принадлежит предприятие; размера предприятия; стадии жизненного цикла отрасли и предприятия; стадии развития экономики страны; конъюнктуры рынков; специфики самой компании, ее стратегии, имеющихся ресурсов и потенциала. Но система показателей стоимости, подлежащая оценке со стороны инвесторов, в значительной степени отличается универсальностью (см. табл. 3).

На основе анализа деятельности компании и выбора факторов стоимости компания разрабатывает бюджеты и планирует целевые показатели, в зависимости от достижения которых устанавливается система оплаты труда менеджеров.

Таблица 3

Факторы стоимости компании *

Уровень	Стоимость компании		
	Финансовые факторы стоимости	Инвестиционные факторы стоимости	Операционные факторы стоимости
Корпоративный уровень	Средневзвешенная стоимость капитала (WACC). Структура капитала. Дивидендная политика. Риски компании	Рентабельность инвестиций (ROI). Объем инвестированного капитала (IC). Структура инвестиционного портфеля	Темпы роста выручки. Цена единицы продукции
Инвестиционный проект	Средневзвешенная стоимость капитала проекта (WACC). Структура капитала проекта. Транзакционные издержки по привлечению капитала. Риски проекта	Чистая приведенная стоимость (NPV). Срок окупаемости	Объем продаж в нат. ед. Себестоимость. Структура издержек
Операционный уровень	Финансовый цикл (в днях и д. е.). Дебиторская и кредиторская задолженность	Производственная мощность	Производительность труда. Процент повторных покупок. Нормативы оборотных средств. Структура издержек

* Составлено автором.

Концепция менеджмента на основе ожиданий привлекает внимание к таким аспектам деятельности компании, как:

- необходимость построения системы взаимодействия с акционерами и другими инвесторами для улучшения коммуникаций с ними с целью снижения рыночного шума (показателя SNR) путем разъяснения перспектив компании и ее конкурентных преимуществ;
- модель ЕВМ помогает принять правильные инвестиционные решения в неоднозначных и сложных ситуациях; важно понимать, что инвестиционное решение воздействует и на другие подразделения компании, на изменения в их денежных потоках и рисках, поэтому необходимо оценивать инвестиции не только по показателю чистой приведенной стоимости (NPV), но рассматривать вклад принимаемого инвестиционного проекта в изменение ожиданий инвесторов и изменение стоимости всей компании;

- с помощью анализа показателя ЕВМ возможно оценивать эффективность деятельности компании в целом и ее отдельных подразделений;
- модель ЕВМ позволяет усовершенствовать систему оплаты труда, направленную на рост мотивации к труду в интересах повышения стоимости компании.

ПРИМЕЧАНИЕ

¹ ЕВМ – Expectations-Based Management – термин, запатентованный консалтинговой компанией «Monitor Group».

СПИСОК ЛИТЕРАТУРЫ

1. Коупленд, Т. Expectations-Based Management. Как достичь превосходства в управлении стоимостью компании / Т. Коупленд, А. Долгофф. – М. : Эксмо, 2009. – 384 с.
2. Теплова, Т. В. Инвестиционные рычаги максимизации стоимости компании. Практика российских предприятий / Т. В. Теплова. – М. : Вершина, 2007. – 272 с.

APPLICATION OF EXPECTATIONS-BASED MANAGEMENT IN INVESTMENT DECISION-MAKING

I.D. Anikina

The Expectations-Based Management conception (EBM) is discussed as including factors influencing company's cost increase, sameness and difference between EBM and EVA models. The author offers the model of investment decision making on the basis of EBM factor analysis.

Key words: *Expectations-Based Management (EBM), economic value added (EVA), company cost-growth factors.*