УДК 336.64 DOI: 10.14451/1.251.301

Агентский конфликт в контексте управления оборотным капиталом

© 2025 **Спиридонов Евгений Эдуардович**
Аспирант. Российский экономический университет им. Г. В. Плеханова.
E-mail: evgeniy_sp@bk.ru

© 2025 **Грызунова Наталья Владимировна**
Доктор экономических наук, профессор. Российский экономический университет им. Г. В. Плеханова.
E-mail: gryzunova.nv@rea.ru

Ключевые слова: рентабельность, МСП, финансовый цикл, EBITDA, EVA.

В статье рассматривается агентский конфликт в управлении оборотным капиталом, подпитываемый использованием краткосрочных метрик, который ведет к неоптимальным инвестициям и разрушению добавочной стоимости бизнеса. Показано, как переход на метрики, учитывающие стоимость вложенного капитала, позволяет согласовать интересы менеджеров и собственников бизнеса, стимулируя долгосрочные и устойчивое создание стоимости компании.

Введение

Управление оборотным капиталом (ОК) является важной функцией корпоративных финансов, поскольку оно напрямую влияет на ликвидность, прибыльность и, в конечном итоге, на стоимость компании. Оборотный капитал, определяемый как чистый оборотный капитал, включающий запасы и дебиторскую задолженность за вычетом кредиторской задолженности, составляет значительную долю активов многих компаний, подчеркивая важность эффективного управления им.

Традиционная теория предполагает, что менеджеры действуют в интересах собственников, стремясь к максимизации их благосостояния. Однако в реальности существует агентский конфликт, возникающий из-за разделения собственности и контроля, когда интересы менеджеров (агентов) не полностью совпадают с интересами собственников (принципалов). Этот конфликт может проявляться в управлении ОК, поскольку решения, касающиеся инвестиций в запасы, дебиторскую задолженность или кредиторскую задолженность, могут быть продиктованы стремлением менеджмента к снижению личного риска или максимизации краткосрочных бонусов, а не долгосрочной стоимости компании.

Цель статьи — проанализировать агентский конфликт в контексте управления оборотным капиталом, критически оценить общепринятые метрики стимулирования менеджмента и предложить метрики стимулирования, способные смягчить агентский конфликт.

Сущность управления оборотным капиталом

Управление оборотным капиталом — это процесс управления текущими активами (запасами, дебиторской задолженностью) и текущими обязательствами (кредиторской задолженностью) для достижения оптимального уровня между ликвидностью и прибыльностью.

Ключевым показателем эффективности управления ОК является финансовый цикл (ФЦ) — временной лаг между расходами на покупку сырья и поступлением средств от продажи готовой продукции. Улучшение ОК, т.е. сокращение ФЦ, часто связывают с повышением прибыльности. Так, Shin и Soenen, Deloof, Garcia-Teruel и Martinez-Solano приводят эмпирические доказательства того, что прибыльность компаний обратно пропорциональна ее финансовому циклу [4].

Эффективное управление оборотным капиталом позволяет, в частности, ускорить оборачиваемость ОК. Ускорение оборачиваемости напрямую ведет к высвобождению денежных средств, которые могут быть направлены на инвестирование, погашение долгов или выплату дивидендов, тем самым создавая добавочную стоимость для владельцев бизнеса.

Однако минимизация инвестиций в чистый оборотный капитал не обязательно максимизирует стоимость организации. Aktas N. с коллегами обнаружил существование оптимального уровня оборотного капитала. Компании, которые приближаются к этому оптимальному уровню либо увеличивая, либо уменьшая свои инвестиции в ОК, повышают стоимость компании [6].

При росте производства или продаж неизбежно возникают более высокие потребности в ОК. Это связано с тем, что для обеспечения роста продаж компания должна увеличить запасы, а также, возможно, предоставить больше отсрочек платежа клиентам (увеличение дебиторской задолженности). Увеличение оборотного капитала является ключевым фактором, который менеджеры могут стремиться скрыть, подчеркивая другие показатели эффективности. Как показано в работе Bouwens J., компании, раскрывающие EBITDA, имеют более высокий уровень долга и более длительные финансовые циклы [8].

Автор данной статьи также отмечает (рис. 1), что наблюдается высокая корреляция между величиной финансового цикла и рентабельностью EBITDA среди российских малых и средних предприятий (МСП) в 2023 году. Можно утверждать, что высокая рентабельность EBITDA побуждает менеджеров, а возможно, и самих владельцев, увеличивать инвестиции в оборотный капитал, считая, что это увеличивает стоимость компании и благосостояние собственников.

Потребность в оборотном капитале может быть закрыта за счет следующих основных источников:

- **Торговый кредит**: кредиторская задолженность, то есть отсрочка платежей поставщикам, по сути, является формой краткосрочного небанковского финансирования.
- **Внешнее финансирование**: привлечение займов и банковских кредитов.
- **Собственный капитал**: используется для финансирования, хотя менее характерен для покрытия краткосрочных операционных потребностей.

Выбор источников финансирования важен, поскольку он влияет на стоимость капитала и, следовательно, на экономическую стоимость, создаваемую компанией (EVA). В условиях финансовой ограниченности, например, ограниченный доступ к внешнему капиталу, менеджмент должен более тщательно управлять внутренними ресурсами, чтобы обеспечить поступательное развитие. Более того, установлено, что [13]:

1. Дополнительный доллар, инвестированный в ОК, стоит для компании в среднем меньше, чем дополнительный доллар, хранящийся в денежных средствах.
2. Предельная ценность дополнительного доллара, инвестированного в ОК, снижается по мере увеличения текущего уровня инвестиций. В среднем, эта ценность уменьшается на

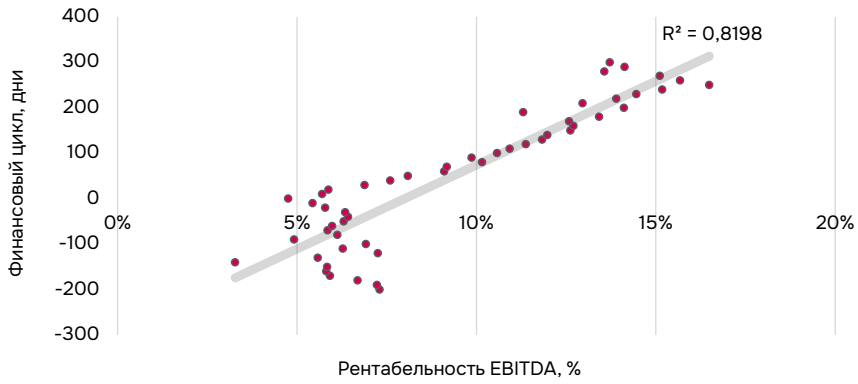

Рис. 1. Диаграмма рассеяния между финансовым циклом и рентабельностью EBITDA российских МСП в 2023 году.

$0,16 на каждый дополнительно инвестированный доллар. Это согласуется с аргументом о снижении предельной оценки инвестиций в оборотный капитал.

Так, для российских МСП в 2023 году требовалось вложить от 4 до 5 рублей, чтобы заработать 1 рубль EBITDA, при условии, что финансовый цикл компании находился в промежутке от −20 до +20 дней (рис. 2). При отклонении от этого уровня требования к размеру вложенного капитала начинают увеличиваться и для компаний с финансовым циклом, например, в 100 дней уже требовалось вложить в компанию 8 рублей капитала, чтобы заработать EBITDA в размере 1 рубля.

Хотя ОК тесно связан с прибыльностью, концентрация внимания исключительно на прибыльности может быть недостаточной для максимизации стоимости бизнеса, поскольку это игнорирует стоимость капитала и будущие денежные потоки. Ценность дополнительного доллара, инвестированного в ОК, значительно зависит от ожиданий будущих продаж [13]. Если менеджеры, например, избегают необходимых инвестиций в запасы, опасаясь снижения текущей прибыли, это может привести к будущим потерям продаж и потере акционерной стоимости. Таким образом, краткосрочное стремление к высокой прибыльности может привести к долгосрочным потерям стоимости.

Теоретические основы агентского конфликта

Агентская теория, берущая свое начало в работах Berle, Means и Coase, фокусируется на конфликтах интересов, возникающих, когда одна сторона (агент), например, менеджер действует от имени другой стороны (принципал), например, собственника бизнеса [11].

Конфликт типа «принципал-агент» — это классический конфликт, подробно описанный в работах M. C. Jensen, возникает из-за информационной асимметрии и несовпадения целей [10; 12]. Менеджеры могут принимать решения, максимизирующие их личную выгоду, а не благосостояние собственников компании. Наличие значительного свободного денежного потока позволяет менеджерам проявлять дискреционное поведение и принимать решения, которые не всегда оптимальны для акционеров [11].

Для снижения этих издержек акционеры вправе вводить ряд мер. Одной из наиболее значимых мер является создание качественной и эффективной системы мотивации высшего менеджмента, которая должна реализовывать общие принципы корпоративной культуры и формировать личную сопричастность управленцев к бизнесу, которым они руководят.

Специфика малых и средних предприятий (МСП)

МСП особенно часто сталкиваются со специфическими проблемами корпоративного управления, которые обостряют агентские конфликты. Недавние события подчеркнули, как внешние

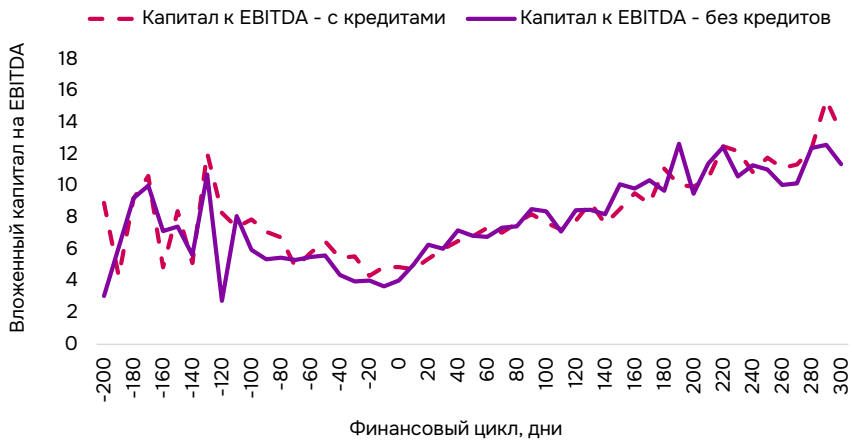

Рис. 2. Отношение вложенного капитала к показателю EBITDA в зависимости от продолжительности финансового цикла для российских МСП в 2023 году.

шоки могут обострять конфликт между акционерами и стейкхолдерами, влияя на распределение ресурсов, в том числе связанных с управлением оборотным капиталом [10].

В МСП, особенно в странах с недостаточной защитой инвесторов, механизмы корпоративного управления могут быть менее эффективными. Исследования показывают, что влияние корпоративного управления на решения о структуре капитала МСП может быть слабым или отсутствовать. Установлено, что, хотя корпоративное управление влияет на структуру капитала крупных организаций, его влияние на МСП менее выражено [12].

Это подчеркивает, что традиционные подходы к смягчению агентского конфликта, основанные на структуре совета директоров, могут быть неэффективны для МСП. Например, доля независимых директоров, которая, как показал Afrifa G., не оказывает значимого влияния на эффективность малых или средних предприятий [5].

Агентский конфликт усиливается, если система вознаграждения управленцев не привязана к целям компании. Исследователи подчеркивают необходимость модернизации и привязки системы материальных стимулов к целям компании. Отмечается, что, хотя объем функциональных обязанностей менеджмента может быть напрямую не связан с результатами компании, их материальные стимулы зависят от производительности. Привязка вознаграждения к неоптимальным показателям, таким как EBITDA, может вызвать системные издержки. Однако, повышение уровня вознаграждения менеджеров не всегда ведет к росту эффективности, демонстрируя нелинейную корреляцию. Это подчеркивает проблему выбора правильных метрик, минимизирующих агентские издержки [16].

EBITDA и оппортунистическое поведение

Для эффективного управления бизнесом и, в частности, оборотным капиталом, необходимо разработать систему ключевых показателей эффективности (КПЭ), которая снижает агентский конфликт и поощряет поведение, максимизирующее стоимость компании. Выбор показателей эффективности в контрактах топ-менеджеров является основным механизмом, формирующим их поведение и, следовательно, влияющим на решения по управлению ОК.

Согласно отчету компании FW Cook метрики, используемые для стимулирования менеджмента на основе данных за 2023 год в 250 крупнейших компаниях S&P 500, делятся на финансовые и нефинансовые, при этом финансовые метрики составляют в среднем около 80% от общего веса в планах стимулирования (табл. 1). Финансовые показатели остаются наиболее распространенными и критически важными индикаторами финансового здоровья и потенциала роста компании [17].

Таблица 1. Основные финансовые категории метрик стимулирования и их распространенность.

Категория	Распространенность	Описание
Прибыльность	92%	Наиболее распространенные меры, обычно имеющие наибольший вес (в среднем около 50% от общего веса всех метрик). Часто используются в сочетании с показателями выручки.
Выручка	56%	Вторая по распространенности финансовая мера. Комбинация выручки и прибыльности обеспечивает баланс между ростом продаж и сохранением прибыльности.
Денежный поток	28%	Включают свободный денежный поток или операционный денежный поток.
Прочие финансовые показатели	25%	Эта категория включает специфические для отрасли финансовые индикаторы или общекорпоративные стратегические приоритеты, такие как сокращение расходов или оборачиваемость запасов.
Показатели рентабельности	13%	Примеры включают рентабельность собственного капитала (ROE) или рентабельность активов (ROA). Они более распространены в долгосрочных планах.

Среди российских компаний практически все используют такие метрики финансовой результативности, как EBITDA (в абсолютном выражении или отнесенные к выручке) [1]. EBITDA (прибыль до вычета процентов, налогов, износа и амортизации) — это распространенный и часто используемый показатель для оценки вознаграждения руководителей. EBITDA не является стандартизированным показателем согласно US GAAP или IFRS, что позволяет компаниям включать и исключать статьи по своему усмотрению, еще более усиливая его оппортунистический характер.

Rozenbaum O. и Bouwens J. с коллегами критически оценивают использование EBITDA. Они утверждают, что фиксация менеджеров на EBITDA может побуждать их к завышенному инвестированию, в том числе в оборотный капитал, и чрезмерному использованию заемных средств относительно конкурентов [8; 14]. Существенно, что EBITDA не учитывает изменения в чистом оборотном капитале. Увеличение потребности в ОК, например, из-за роста продаж, требует дополнительного финансирования, что напрямую влияет на ликвидность и на свободный денежный поток.

Отсюда использование EBITDA особенно на фоне агентского конфликта в качестве основного показателя для стимулирования топменеджмента имеет ряд существенных недостатков:

1. **Краткосрочная ориентация.** Стимулирование менеджмента через EBITDA способствует краткосрочной мотивации. Чрезмерный акцент на краткосрочных показателях противоречит задаче обеспечения устойчивого развития компании.
2. **Игнорирование капитальных затрат и амортизации.** Поскольку EBITDA исключает амортизацию, она не отражает необходимость замены или обновления внеоборотных активов. Менеджмент, мотивированный исключительно EBITDA, может откладывать необходимые капитальные затраты, что искусственно завышает текущий результат, но подрывает долгосрочный рост производства и инновационную активность [15].
3. **Игнорирование структуры капитала и налогов.** EBITDA не учитывает расходы на обслуживание долга и налоги. Это означает, что менеджер может принимать рискованные решения по финансированию (высокий леверидж) или игнорировать эффективность налогового планирования, если его вознаграждение привязано только к EBITDA.

Хотя EBITDA часто используется для оценки финансовой результативности, более продвинутые системы мотивации привязаны к показателям стоимости бизнеса, таким как TSR (Total Shareholder Return), ROE (Return on Equity) или EVA (Economic Value Added). Это связано с тем, что простая привязка бонусов к прибыли или денежному потоку не формирует отношения менеджера к бизнесу как к своему делу и не решает проблемы ориентации на стоимость в долгосрочном плане. В частности, рекомендовано выплачивать переменную часть в виде акций или финансовых инструментов, связанных со стоимостью акций, и растягивать выплаты на срок не менее 3 лет [2].

Рисунок 3 показывает высокую обратную корреляцию между показателем ROE, который указывает на доходность собственников бизнеса, и рентабельность EBITDA, которая часто выступает стимулирующим фактором для менеджеров, на выборке малых и средних предприятий РФ в 2023 году.

Таким образом, стимулирование через показатель EBITDA может усиливать агентский конфликт, побуждая менеджеров к рискованным стратегиям, которые требуют большего финансирования, но скрывают реальные расходы и риски.

EVA как инструмент смягчения конфликта

Стремление разрешить агентский конфликт требует перехода от метрик, основанных на бухгалтерской прибыли (как EBITDA или чистая прибыль), к метрикам, основанным на создании стоимости. Экономическая добавленная стоимость, или EVA, является одним из таких показателей, признанных в международной практике для формирования долгосрочных систем мотивации [3].

Учитывая недостатки традиционных метрик, таких как EBITDA, показатель EVA, введенный Stern Stewart & Co. в 1994 году, предлагается как более подходящая основа для систем управления эффективностью и для долгосрочного стимулирования. EVA измеряет создаваемое богатство как операционную прибыль после налогов за вычетом стоимости всего вложенного капитала [7; 9]. Преимущества EVA как КПЭ включают в себя:

- **Учет стоимости капитала.** EVA, в отличие от традиционных показателей (ROE, ROA), учитывает стоимость всего капитала, используемого для получения прибыли. Этот аспект критически важен, так как он обеспечивает согласование интересов менеджмента с целью максимизации стоимости для акционеров.
- **Связь с рыночной стоимостью.** EVA является математическим и эмпирическим «строительным блоком» TSR. Рост EVA является объективным показателем, который гарантирует, что капитал инвестируется осторожно, а затраты сокращаются разумно, тем самым преследуя все возможности для роста.
- **Стимулирование долгосрочного стратегического мышления.** Метрики, связанные с EVA, естественно стимулируют долгосрочное и устойчивое принятие решений, не ограничивая руководителей чрезмерным сосредоточением на краткосрочной прибыльности [9].
- **Возможность декомпозиции.** EVA можно разбить на драйверы создания акционерной стоимости, такие как продажи, операционные расходы, чистые капитальные активы и оборотный капитал, что позволяет менеджерам определить конкретные области для создания стоимости.

Так, EVA по своей сути является мерой экономической, а не бухгалтерской прибыли, поскольку учитывает стоимость использования как заемного, так и собственного капитала. Эта метрика напрямую связывает вознаграждение менеджмента с интересами собственников, поскольку выплаты стимулируются только в том случае, если компания генерирует доход, превышающий стоимость привлечения всех ресурсов.

Зависимость EVA от финансового цикла

EVA, будучи показателем, основанным на остаточной прибыли, тесно связана с эффективностью использования капитала. Управление оборотным капиталом, а именно финансовым циклом, напрямую влияет на величину капитала, который необходимо привлечь, а следовательно, на стоимость капитала [7].

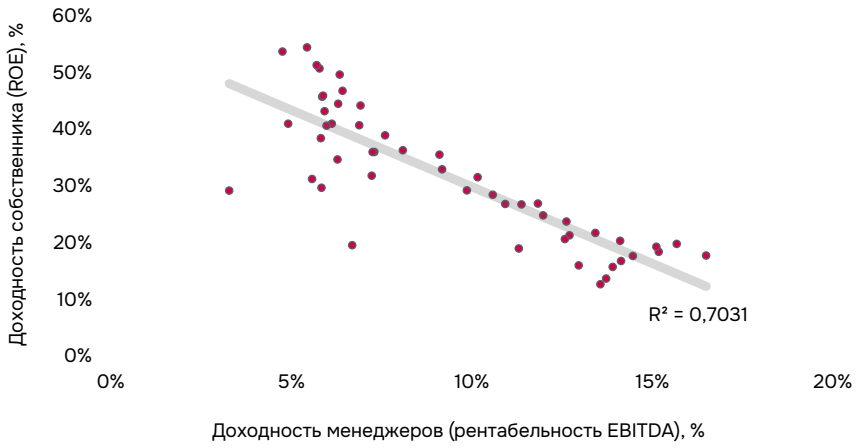

Рис. 3. Диаграмма рассеяния показателей ROE и EBITDA для российских МСП в 2023 году.

Если компания финансирует свою деятельность преимущественно за счет собственного капитала и сокращает финансовый цикл, она снижает общую сумму активов, которые необходимо финансировать. Это уменьшает общую величину инвестированного капитала, что при прочих равных условиях увеличивает EVA. При наличии кредитов и займов, сокращение финансового цикла позволяет снизить зависимость от дорогостоящего собственного капитала. Поскольку EVA учитывает средневзвешенную стоимость капитала (WACC), сокращение финансового цикла и, как следствие, снижение потребности в финансировании ведет к снижению WACC и, соответственно, к росту EVA.

Из рисунка 4 видно, что для стоимости собственного капитала в 20% и стоимости заемного капитала в 10% (среднее значение ключевой ставки в 2023 году) при отклонении финансового цикла от оптимального уровня происходит снижение EVA и в какой-то момент становится отрицательным. При этом для компаний, использующих заемные средства, снижение EVA происходит более быстрыми темпами. Дополнительно дисперсионный анализ (ANOVA) показывает, что существует статистически значимое различие между группами компаний с заемными средствами и без них для p-уровня меньше 0,1%.

Отсюда с учетом обнаруженной корреляции между финансовым циклом и рентабельностью EBITDA (рис. 1) можно сделать вывод, что управляющие собственники или менеджеры руководствуются стандартными метриками рентабельности по типу рентабельность EBITDA. Они, желая максимизировать доход, чрезмерно инвестируют в оборотный капитал, что приводит к разрушению стоимости компании.

В свою очередь применение показателя EVA вместо EBITDA способно естественным образом стимулировать долгосрочное и устойчивое развитие, заставляя руководителей стремиться ко всем возможностям роста при условии, что капитал инвестируется осторожно. EVA заставляет менеджеров использовать активы более эффективно и устранять нерентабельные виды деятельности.

EVA, несмотря на свои теоретические преимущества, также имеет недостатки, прежде всего связанный со сложностью бухгалтерских корректировок. Для расчета EVA типичная практика предполагает несколько корректировок, таких как капитализация расходов на НИОКР, рекламу, обучение персонала, добавление обратно резервов к инвестированному капиталу и использование экономической амортизации вместо бухгалтерской.

Однако Chen Y., Jin Z., Qin B. эмпирически доказали, что бухгалтерские корректировки, как правило, не являются необходимыми, чтобы EVA

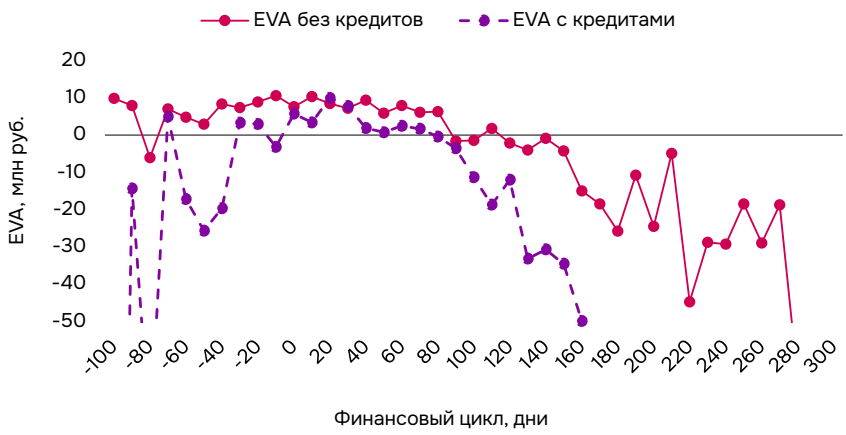

Рис. 4. Зависимость EVA от величины финансового цикла для российских МСП в 2023 году.

оставался достоверным показателем стоимости [9]. Дополнительные корректировки могут вводить ненужную сложность, затрудняя понимание и внедрение EVA менеджерами. Это подтверждает, что в практическом управлении простота и интуитивность важнее, чем чрезмерная техническая точность.

Заключение

Агентский конфликт в контексте управления оборотным капиталом является многогранной проблемой, усугубляемой информационной асимметрией, несовпадением целей и оппортунистическим выбором показателей эффективности.

Проблема агентского конфликта типа принципал–агент проявляется в неоптимальных инвестициях в ОК. Менеджеры могут вкладывать излишние денежные средства в оборотный капитал, уменьшая тем самым благосостояние акционеров. Выбор показателей эффективности критически важен: фиксация на показателях, игнорирующих стоимость капитала, например, EBITDA, может привести к систематическому завышенному инвестированию в капитал и чрезмерному долговому бремени.

Напротив, использование EVA, который включает в себя стоимость капитала, естественным образом стимулирует менеджеров к стратегическому мышлению. Хотя EVA требует корректировок для устранения бухгалтерских искажений, показано, что для большинства компаний эти корректировки не являются необходимыми для сохранения прогностической ценности показателя.

Библиографический список

1. *Адова И. Б., Милёхина О. В.* Развитие систем вознаграждения топ-менеджмента госкомпаний на основе ключевых показателей эффективности // Оценка программ и политик в условиях нового государственного управления. — 2018. — С. 7—11. — URL: https://www.elibrary.ru/ynvaff.
2. *Батаева Б. С.* Развитие вознаграждения топ-менеджмента в российских компаниях с государственным участием // Дискуссия. — 2019. — 1 (92). — С. 22—27. — URL: https://www.elibrary.ru/tejtqv.
3. *Леванова Л. Н.* Особенности мотивации руководителей высшего звена в России // Известия Саратовского университета. Новая серия. Серия Экономика. Управление. Право. — 2017. — Т. 17, № 1. — С. 50—55. — URL: https://www.elibrary.ru/yjvwax.
4. *Спиридонов Е. Э.* Эмпирический анализ связи между оборотным капиталом и рентабельностью малых и средних предприятий РФ // Финансы и кредит. — 2025. — Т. 31, № 9. — С. 96—112. — DOI: 10.24891/ubhquk. — EDN UBHQUK.
5. *Afrifa G. A., Tauringana V.* Corporate governance and performance of UK listed small and medium enterprises // Corporate Governance. — 2015. — Vol. 15, no. 5. — P. 719–733. — DOI: 10.1108/CG-03-2015-0029.
6. *Aktas N., Croci E., Petmezas D.* Is working capital management value-enhancing? Evidence from firm performance and investments // Journal of Corporate Finance. — 2015. — Vol. 30. — P. 98–113. — DOI: 10.1016/j.jcorpfin.2014.12.008.

7. *Bahri M.*, *St-Pierre J.*, *Sakka O.* Economic value added: a useful tool for SME performance management // International Journal of Productivity and Performance Management. — 2011. — Vol. 60, no. 6. — P. 603–621. — DOI: 10.1108/17410401111150779.
8. *Bouwens J.*, *De Kok T.*, *Verriest A.* The prevalence and validity of EBITDA as a performance measure // Comptabilité – Contrôle – Audit. — 2019. — Vol. 25, no. 1. — P. 55–105. — DOI: 10.3917/cca.251.0055.
9. *Chen Y.*, *Jin Z.*, *Qin B.* Economic Value Added in performance measurement: A simulation approach and empirical evidence // Accounting & Finance. — 2023. — Vol. 63, no. 1. — P. 109–140. — DOI: 10.1111/acfi.13053.
10. Exploring the third type of agency problem: An empirical study of the impact of debt suspension programmes on SMEs' resource allocations / R. Savio [et al.] // British Journal of Management. — 2024. — Vol. 35, no. 4. — P. 1886–1900. — DOI: 10.1111/1467-8551.12795.
11. *Hernández-Cánovas G.*, *Mínguez-Vera A.*, *Sánchez-Vidal J.* Ownership structure and debt as corporate governance mechanisms: An empirical analysis for Spanish SMEs // Journal of Business Economics and Management. — 2016. — Vol. 17, no. 6. — P. 960–976. — DOI: 10.3846/16111699.2013.859171.
12. *Huang W.*, *Boateng A.*, *Newman A.* Capital structure of Chinese listed SMEs: an agency theory perspective // Small Business Economics. — 2016. — Vol. 47, no. 2. — P. 535–550. — DOI: 10.1007/s11187-016-9729-6.
13. *Kieschnick R.*, *Laplante M.*, *Moussawi R.* Working capital management and shareholders' wealth // Review of finance. — 2013. — Vol. 17, no. 5. — P. 1827–1852. — DOI: 10.1093/rof/rfs043.
14. *Rozenbaum O.* EBITDA and managers' investment and leverage choices // Contemporary Accounting Research. — 2019. — Vol. 36, no. 1. — P. 513–546. — DOI: 10.1111/1911-3846.12387.
15. *Stewart B.* EVA, not EBITDA: A new financial paradigm for private equity firms // Journal of applied corporate finance. — 2019. — Vol. 31, no. 3. — P. 103–115. — DOI: 10.1111/jacf.12365.
16. The effectiveness of bonus payment as a financial incentive for top management / A. Bykova [et al.] // WSEAS Transactions on Business and Economics. — 2022. — Vol. 19. — P. 1476–1492. — DOI: 10.37394/23207.2022.19.133.
17. Top 250 Annual Incentive Plan Report 2024. —. — URL: https://www.fwcook.com/Publications-Events/Research/2024-Top-250-Annual-Incentive-Plan-Report (visited on 10/12/2025).