

Завилов И.М.¹

¹ *Российская академия народного хозяйства и государственной службы при Президенте Российской Федерации*

Акционерное общество «Объединенная двигателестроительная корпорация» как пример создания ориентированной на рост акционерной стоимости компании российского ВПК

АННОТАЦИЯ:

В статье предлагается теоретическая модель создания ориентированной на рост акционерной стоимости компании российского военно-промышленного комплекса. Рассматривается формирование на основе концепции стоимостного управления системы сбалансированных показателей предприятия на примере АО «Объединенная двигателестроительная корпорация».

КЛЮЧЕВЫЕ СЛОВА: *проект, программа, портфель проектов, акционерная стоимость, стратегия*

JEL: E22, L20, M10, O21

ДЛЯ ЦИТИРОВАНИЯ:

Завилов И.М. Акционерное Общество «Объединенная двигателестроительная корпорация» как пример создания ориентированной на рост акционерной стоимости компании российского ВПК // Российское предпринимательство. — 2016. — Т. 17. — № 11. — С. 1335–1342. — doi: [10.18334/rp.17.11.35348](https://doi.org/10.18334/rp.17.11.35348)

Завилов Илья Михайлович, аспирант, Российская академия народного хозяйства и государственной службы при Президенте Российской Федерации (Ilya.zavilov@gmail.com)

ПОСТУПИЛО В РЕДАКЦИЮ: 10.06.2016 / ОПУБЛИКОВАНО: 20.06.2016

ОТКРЫТЫЙ ДОСТУП: <http://dx.doi.org/10.18334/rp.17.11.35348>

(с) Завилов И.М. / Публикация: ООО Издательство
"Креативная экономика"

Статья распространяется по лицензии Creative Commons CC BY-NC-ND
(<http://creativecommons.org/licenses/by-nc-nd/3.0/>)

ЯЗЫК ПУБЛИКАЦИИ: русский



Введение

Акционерное общество «Объединенная двигателестроительная корпорация» (ОДК) является широко интегрированным холдингом, который объединяет ряд российских предприятий, производящих двигатели для военной и гражданской авиации, ракетные двигатели, морские газотурбинные двигатели, газоперекачивающие установки гражданского назначения и т.д.

На развитие АО «ОДК» существенным образом влияет политика государственных расходов на оборону. Поскольку значительная доля продукции корпорации приходится на оборонный заказ, то снижение расходов на оборону может оказать существенное влияние на экономические показатели ОДК.

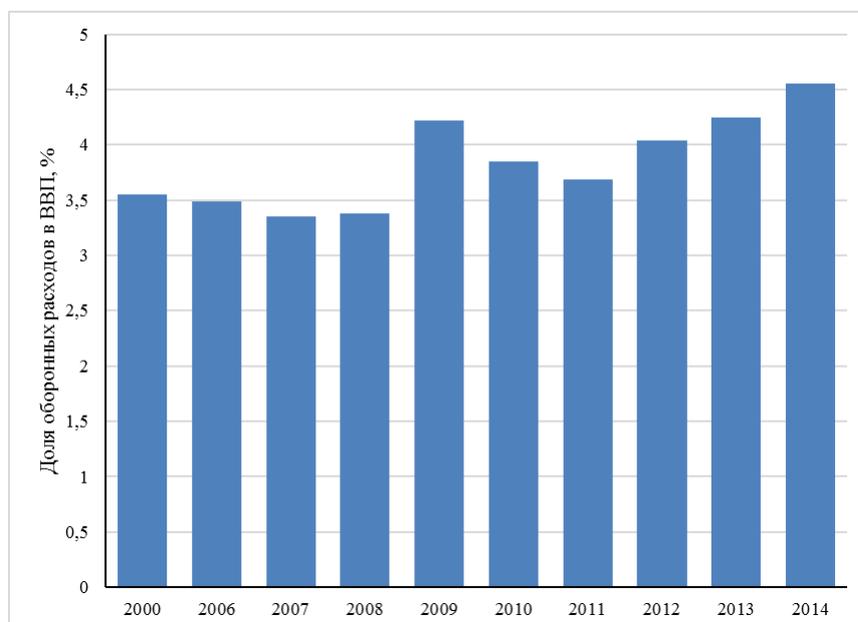


Рисунок 1. Динамика оборонных расходов России

Источник: данные Мирового банка

В разрезе экспортных рынков ОДК, наиболее существенное влияние на стратегические планы компании оказывают такие факторы, как фундаментальное состояние экономики и расходы на оборону в основных странах, потребителях продукции ОДК.



Рисунок 2. Динамика темпов роста ВВП и оборонных расходов основных стран-партнеров АО «ОДК»

Источник: данные Мирового банка

В разрезе базовых конкурентных стратегий М. Портера, АО «ОДК» придерживается фокусированной дифференциации. Корпорация развивает свое присутствие на рынке двигателей для самолетов и вертолетов (одна бизнес-единица), а также на рынке газотурбинного оборудования (другая бизнес-единица). Конкуренция на целевых рынках осуществляется за счет отличительных характеристик продукции ОДК по отношению к товарам-заменителям, то есть за счет дифференциации товара¹.

В рамках концептуального инструмента реализации данной стратегии на предприятии применяется методология управления проектами. Ключевые проекты АО «ОДК» направлены на создание во многом уникальных товаров: двигателей для самолетов и вертолетов как гражданского, так и военного назначения; газотурбинного оборудования. Многочисленные проекты корпорации объединяются в соответствующие программы. Применение схемы «проект – программа – портфель программ» преследует цели трансформации модели развития АО «ОДК» от технологически ориентированной к ориентированному на создание стоимости компании развитию.

¹ О базовых конкурентных стратегиях см. [1].

Организационная структура АО «ОДК» сформировалась под влиянием фундаментальных факторов: история холдинга, государственная форма собственности и государственный контроль над корпорацией, размер и количество входящих в ОДК предприятий, преимущественно военное назначение продукции компании, сложность используемых предприятиями холдинга технологий, размещение производственных сил ОДК, степень и характер производственной кооперации с иными компаниями².

Текущая модель стратегического управления АО «ОДК» включает в себя два ключевых аспекта:

– результаты проектов оцениваются под углом создания акционерной стоимости компании;

– эффективность работы менеджмента компании на всех уровнях иерархии оценивается по критерию оптимального использования имеющихся в его распоряжении ресурсов в целях создания добавленной стоимости компании (экономической прибыли).

Использование стоимостного подхода в рамках модели стратегического управления АО «ОДК» призвано повысить качество принимаемых на различных уровнях управленческой иерархии решений³.

Текущая модель стратегического управления АО «ОДК» имеет определенные недостатки и нуждается в некоторой модернизации. Пожалуй, основным недостатком текущей модели стратегического управления ОДК, на наш взгляд, является определенная негармоничность системы критериев оценки стратегии корпорации и внедряемых на предприятии принципов ориентированного на создание акционерной стоимости управления.

Модернизация модели стратегического управления АО «ОДК» необходима, прежде всего, в части механизма реализации разработанной стратегии, а конкретнее – системы отбора проектов и схемы распределения ресурсов между проектами.

Анализ существующей модели стратегического управления АО «ОДК» показал, что внедряемая на предприятиях корпорации концепция ориентированного на создание акционерной стоимости компании развития остро нуждается в принципиально новой системе оценочных

² Подробнее о влияющих на организационную структуру факторах см. [2].

³ Подробнее о стоимостном подходе развития предприятий см. [3-5].

критериев, которые будут отражать специфику и особенности функционирования АО «ОДК».

На взгляд автора, для АО «ОДК» в наибольшей степени подходит модель стратегического управления, которая основана на системе сбалансированных показателей оценки механизма реализации стратегии корпорации.

Концепция сбалансированных показателей оценки стратегии (Balanced Scorecard) направлена на консолидацию финансовых и нефинансовых критериев эффективности деятельности компании. В данной концепции показатели эффективности стратегии формируются в четырех основных проекциях:

1. финансовые результаты;
2. позиция перед клиентами компании;
3. оценка стратегически важных бизнес-процессов;
4. оценка способности компании к изменениям и обучаемости.

Главным условием системы сбалансированных показателей является наличие причинно-следственной связи между рассматриваемыми проекциями оценочных критериев. Из причинно-следственной связи между проекциями вытекает их строгая иерархия: во главе угла стоят финансовые показатели, они, в свою очередь, являются следствием позиции компании перед своими клиентами, способность компании удовлетворить максимальным образом потребности клиентов является следствием стратегических бизнес-процессов, а возможность компании оптимизировать бизнес-процессы напрямую зависит от уровня квалификации кадров и их способности к постоянному обучению⁴.

Поскольку стратегия АО «ОДК» предусматривает переход на стоимостное управление, то, на наш взгляд, показатели, характеризующие финансовые результаты, должны формироваться с учетом последних достижений в сфере ценообразования финансовых активов, а конкретно – в сфере ценообразования акций.

Наиболее широко распространенной моделью оценки стоимости финансовых активов на сегодняшний день является CAPM. Согласно данной модели, стоимость акции формируется исходя из премии за риск, скорректированной на волатильность данного актива [7].

⁴ Подробнее о система сбалансированных показателей см. [6].

Поскольку модель CAPM учитывала только один фактор, влияющий на стоимость финансовых активов, то были разработаны другие теории ценообразования, дополняющие CAPM. В частности, теория арбитражного ценообразования активов, которая, в отличие от CAPM, является многофакторной. Факторы, которые влияют на стоимость акции, подбираются индивидуально эмпирическим путем [8].

Более поздним дополнением CAPM, призванным устранить ее недостатки стала работа Фама и Френча. Экономистами была предложена альтернативная модель ценообразования активов. Во главу угла данной модели легла чувствительность акций к трем основным факторам: размеру компании, ее капитализации и отличию доходности компании от среднерыночной (фактор β из модели CAPM)⁵. Дополнением данной концепции стала четырехфакторная модель Кархарта, в которой к описанным выше факторам ценообразования финансовых активов был добавлен так называемый «моментум» – разница между стоимостью высокодоходных и низкодоходных акций за предыдущие периоды [11]. В последующем трехфакторная модель Фама и Френча была преобразована в пятифакторную: к уже существующим факторам ценообразования финансовых активов были добавлены устойчивая рентабельность капитала (ROE) и уровень инвестиций в компаниях [12].

В момент периода спада экономики, который наблюдается в российской экономике в данный момент, а также в случае существенных колебаний краткосрочных деловых циклов, когда инвесторы массово изымают вложения, значительное влияние на формирование стоимости компании может оказать такой фактор, как ликвидность⁶.

Таким образом, исходя из приведенных теорий, в качестве критериев финансовой проекции предлагаемой для внедрения системы сбалансированных показателей могут выступать:

- чистая приведенная стоимость проекта;
- рыночная премия за риск проекта;
- премия за размер компании;
- премия за капитализацию компании;
- премия за устойчивую рентабельность;
- премия за уровень инвестиций в развитие;

⁵ Подробнее см. [9, 10].

⁶ Подробнее о факторе ликвидности см. [13].

- премия за ликвидность;
- премия за высокую стоимость актива в предыдущем периоде;
- внутренняя норма доходности проекта;
- период окупаемости проекта;
- рентабельность инвестиций;
- экономическая прибыль (EVA);
- бюджет проекта и ряд других.

Наиболее значимые для стоимости АО «ОДК» показатели целесообразно определить опытным путем на исторических данных.

Новизной предлагаемой модели сбалансированных показателей является набор оценочных критериев финансовой проекции, которые эмпирически подстроены под специфику процесса создания акционерной стоимости АО «ОДК».

Чтобы настроить причинно-следственные связи между системами сбалансированных показателей и управления проектами АО «ОДК», предлагается разработать модель рейтинговой оценки проектов. Данная модель должна быть основана на показателях финансовой проекции системы сбалансированных показателей и служить основным ориентиром для распределения ресурсов между проектами ОДК.

Заключение

Таким образом, мы предлагаем разработать новаторскую в рамках АО «ОДК» двухэтапную модель оценки эффективности реализации стратегии корпорации. На авторский взгляд, построенная на обозначенных теоретических основах модель позволит улучшить существующий механизм стратегического управления ОДК и подчинить его целям создания и увеличения акционерной стоимости корпорации.

ИСТОЧНИКИ:

1. Porter M. E. Competitive Strategy. – New York: Free Press, 1980. – 396 p.
2. Pugh D. S. The Aston programme. Vol. I. – Dartmouth: Ashgate, 1998; Pugh D. S. The Aston programme. Vol. II. International comparisons. – Dartmouth: Ashgate, 1998; Pugh D. S. The Aston programme. Vol. III. Extensions and critiques. – Dartmouth: Ashgate, 1998.
3. Graham B., Dodd D. Security Analysis. – New York: McGraw-Hill Education, 2009.
4. Hillier D., Grinblatt M., Titman S. Financial Markets and Corporate Strategy. – 2nd European Edition. – New York: McGraw-Hill, 2012. – 877 p.
5. Брейли Р., Майерс С. Принципы корпоративных финансов. – 7-е изд. – М.: Олимп-Бизнес, 2012. – 978 с.

6. Каплан Р., Нортон Д. Сбалансированная система показателей. От стратегии к действию. — М.: Олимп-Бизнес, 2003. — 304 с.
7. Sharpe W. F. Capital Asset Prices: A Theory of Market Equilibrium under Conditions of Risk // The Journal of Finance. — 1964. — Vol. XIX. — № 3. — P. 425-442.
8. Ross S. A. The Arbitrage Theory of Capital Asset Pricing // Journal of Economic Theory. — 1976. — Vol. 13. — № 3. — P. 341-360.
9. Fama E. F., French K. R. The Cross-Section of Expected Stock Returns // The Journal of Finance. — 1992. — Vol. 47. — № 2. — P. 427-465.
10. Fama E. F., French K. R. Common risk factors in the returns on stocks and bonds // Journal of Financial Economics. — 1993. — Vol. 33. — № 1. — P. 3-56.
11. Carhart M. M. On persistence in Mutual Fund Performance // The Journal of Finance. — 1997. — Vol. 52. — № 1. — P. 57–82.
12. Fama E. F., French K. R. A five-factor asset pricing model // Journal of Financial Economics. — 2015. — Vol. 116. — № 1. — P. 1-22.
13. Pastor L., Stambaugh R. Liquidity Risk and Expected Stock Returns // The Journal of Political Economy. — 2003. — Vol. 111. — № 3. — P. 642-685.

Ilya M. Zavitov, Postgraduate, Russian Presidential Academy of National Economy and Public Administration

Joint-Stock Company “United Engine Corporation” as the example of creation of the Russian military industrial complex company oriented to the growth of the share value

ABSTRACT

The article suggests the theoretical model for creation of the Russian military industrial complex company oriented to the growth of the share value. Formation is reviewed based on the concept of the price management of the company's balanced indication system as exemplified by JSC “United Engine Corporation”.

KEYWORDS: project, program, project portfolio, share value, strategy
