

Федеральное государственное образовательное бюджетное учреждение
высшего образования
«Финансовый университет при Правительстве Российской Федерации»

На правах рукописи

Четырёв Василий Анатольевич

ФИНАНСОВЫЙ ИНСТРУМЕНТАРИЙ КОРПОРАТИВНОГО РОСТА ФАРМАЦЕВТИЧЕСКИХ КОМПАНИЙ

5.2.4. Финансы

АВТОРЕФЕРАТ
диссертации на соискание ученой степени
кандидата экономических наук

Научный руководитель

Хотинская Галина Игоревна,
доктор экономических наук, профессор

Москва – 2025

Диссертация представлена к публичному рассмотрению и защите в порядке, установленном ФГОБУ ВО «Финансовый университет при Правительстве Российской Федерации» в соответствии с предоставленным правом самостоятельно присуждать ученые степени кандидата наук, ученые степени доктора наук согласно положениям пункта 3.1 статьи 4 Федерального закона от 23 августа 1996 г. № 127-ФЗ «О науке и государственной научно-технической политике».

Публичное рассмотрение и защита диссертации состоятся 11 февраля 2026 г. в 16:00 часов на заседании диссертационного совета Финансового университета Д 505.001.101 по адресу: Москва, Ленинградский проспект, д. 51. корп. 1, ауд. 1001.

С диссертацией можно ознакомиться в диссертационном зале Библиотечно-информационного комплекса ФГОБУ ВО «Финансовый университет при Правительстве Российской Федерации» по адресу: 125167, Москва, Ленинградский проспект, д. 49/2, комн. 100 и на официальном сайте Финансового университета в информационно-телекоммуникационной сети «Интернет» по адресу: www.fa.ru.

Персональный состав диссертационного совета:

председатель – Каменева Е.А., д.э.н., профессор;
заместитель председателя – Лосева О.В., д.э.н., доцент;
ученый секретарь – Древинг С.Р., д.э.н., доцент;

члены диссертационного совета:

Косорукова И.В., д.э.н., профессор;
Львова Н.А., д.э.н., доцент;
Стерник С.Г., д.э.н., профессор;
Федотова М.А., д.э.н., профессор;
Хотинская Г.И., д.э.н., профессор;
Чараева М.В., д.э.н., доцент;
Черникова Л.И., д.э.н., профессор;
Якупова Н.М., д.э.н., профессор.

Автореферат диссертации разослан 16 декабря 2025 г.

Ученый секретарь диссертационного совета
Финансового университета Д 505.001.101

С.Р. Древинг

I Общая характеристика работы

Актуальность темы исследования. Корпоративный рост, его качество и специфика на страновых и отраслевых рынках, границы и драйверы (включая финансовый инструментарий) – актуальная научная и прикладная задача, поскольку уровень и характер динамики во многом определяют текущую и будущую конкурентоспособность не только хозяйствующих субъектов, но и позиции страны на глобальном рынке.

В современных финансовых практиках в качестве критерия корпоративного роста выступает стоимость компании (фундаментальная, рыночная, добавленная и пр.). В рамках стоимостно-ориентированного подхода к управлению (value-based management, далее – VBM) стоимость – эффективный инструмент, обеспечивающий целевую отдачу от вложенного капитала, характеризующий создание ценности для акционеров и способствующий долгосрочному развитию компании. В условиях высокого уровня неопределенности, нестабильной геополитической ситуации, жесткой рыночной конкуренции и ограниченности финансовых ресурсов VBM обретает еще большую актуальность. Многочисленные научные исследования и многолетняя практика корпоративного управления зарубежных корпораций доказала эффективность применения принципов VBM.

Вместе с тем, российский опыт демонстрирует, что лишь малая доля отечественных компаний придерживается стоимостного подхода, на что есть ряд причин – как внешних по отношению к компаниям, так и внутренних. Потому актуальным становится вопрос выявления драйверов и стоп-барьеров роста российских компаний в ракурсе VBM, глубокий анализ которых дает возможность сформировать финансовый инструментарий не только публичных, но и непубличных компаний и, следовательно, обеспечивать корпоративный рост в разных системах его измерения.

Степень разработанности темы исследования. В настоящее время существует достаточное количество работ и исследований, в которых исследованы концепции корпоративного роста, сделаны попытки к их классификации и систематизации, предложены ключевые детерминанты роста.

Так, среди зарубежных и отечественных исследователей, изучавших и систематизировавших методологические подходы к интерпретации теорий и концепций корпоративного роста, а также его детерминантов, можно отметить работы Р. Гибрата, Э. Мансфилда, Б. Йовановича, Н.К. Пирогова, М.Г. Поповидченко, С.С. Кузьмина, А.Т. Зуб, М.В. Кудиной, Г.И. Хотинской, Б. Джилберта, П. МакДугалла,

Д. Аудреча, Р. Каплана, Д. Нортон, Р. Нельсона, С. Уинтера, Ж.Н. Тарасовой, А.Л. Рожковского.

В частности, в исследованиях А. Раппапорта, Дж. Стерна, Б. Стюарта, Т. Коупленда, Т. Колера, Дж. Муррина, Т. Левиса, Дж. Мэддена-Бертли, Е. Оттосона, Ф. Вейссенриедера, Н.М. Квач, О.А. Кузнецовой, И.В. Ивашковской, Е.Б. Кукиной, И.В. Пенкиной развиваются и исследуются модели и инструменты измерения корпоративного роста в рамках концепции стоимостно-ориентированного управления.

Вместе с тем, несмотря на наличие вышеперечисленных исследований, следует отметить недостаточную разработанность методологического инструментария обеспечения корпоративного роста в терминах стоимостного управления для национальных компаний, оперирующих в условиях развивающегося финансового рынка Российской Федерации, что и стало предпосылкой выбора темы, цели и задач исследования.

Цель исследования заключается в выявлении и оценке факторов корпоративного роста и разработке на этой основе финансового инструментария для фармацевтических компаний.

В соответствии с целью в диссертации поставлены **ключевые задачи**:

- 1) исследовать теории и концепции в области корпоративного роста; обобщить и структурировать модели роста и финансовый инструментарий, его обеспечивающий; систематизировать разновидности корпоративного роста и измерительный инструментарий для условий развитых и развивающихся рынков;
- 2) выявить специфику фармацевтической деятельности и на этой основе определить алгоритм для исследования факторов корпоративного роста дифференцированно для публичных и непубличных компаний;
- 3) идентифицировать факторы, которые оказывают наибольшее влияние на корпоративный рост публичных фармацевтических компаний, оперирующих на российском рынке;
- 4) выявить и оценить факторы корпоративного роста непубличных российских фармацевтических компаний;
- 5) разработать интегральную финансовую модель, учитывающую специфику фармацевтической деятельности и выявленные статистически значимые для корпоративного роста компаний факторы, а также научно-обоснованные рекомендации по ее имплементации в публичных и непубличных компаниях.

Объект исследования – финансы отечественных и зарубежных фармацевтических компаний, оперирующих на российском рынке.

Предметом исследования является совокупность отношений, влияющих на корпоративный рост, а также факторы, его определяющие, финансовые индикаторы оценки качества.

Область исследования диссертации соответствует п. 15. «Корпоративные финансы. Финансовая стратегия корпораций. Финансовый менеджмент» Паспорта научной специальности 5.2.4. Финансы (экономические науки).

Методология и методы исследования. Методологическая база исследования основывается на положениях концепций и теорий корпоративных финансов и финансового менеджмента, а также результатах исследований проблем корпоративного роста как российских, так и зарубежных авторов.

С целью проведения исследования и достижения поставленных задач используется комплекс общенаучных теоретических и эмпирических методов, таких, как абстрагирование, обобщение, систематизация, формализация, синтез, анализ и классификация, а также специфических методов исследования, в том числе финансовое моделирование, факторный анализ, прогнозирование, корреляционно-регрессионный анализ и эконометрическое моделирование с применением метода логарифмирования переменных регрессии, анализ степени монополизации рынка при помощи индекса Херфиндаля-Хиршмана. Проведение математических расчетов и графическая визуализация результатов исследования осуществлено при помощи программного комплекса MS Office.

Информационной базой исследования послужили результаты зарубежных и отечественных научных исследований в области корпоративных финансов в целом и корпоративного роста в частности, стандартизирующие документы, интернет-ресурсы, публикуемая финансовая отчетность компаний, информация, размещенная в справочно-аналитических системах.

Эмпирической базой исследования послужили статистические данные по 15 зарубежным публичным фармацевтическим компаниям, которые оперируют в том числе на российском рынке, и по 107 российским фармацевтическим компаниям, включая данные бухгалтерской отчетности и прочую финансовую информацию.

Научная новизна исследования заключается в развитии подходов к идентификации факторов корпоративного роста фармацевтических компаний и разработке финансового инструментария для его измерения и управления.

Положения, выносимые на защиту:

- предложен концептуальный подход к исследованию корпоративного роста, включающий синтез трех теоретических направлений (Закон Гибрата

в части эмпирических закономерностей; стоимостно-ориентированное управление – VBM-концепция и ее разновидности; парадигмы корпоративного роста) и дифференциацию аналитического инструментария для публичных и непубличных компаний (стратегический анализ на базе VBM-концепции для публичных компаний, корреляционно-регрессионный анализ для непубличных компаний); подход базируется на авторских таксономиях моделей корпоративного роста (18 моделей, структурированных по пяти критериальным признакам – подходам к измерению и управлению, источникам роста, темпам роста, сбалансированности роста и рисков, способам масштабирования бизнеса) и инструментов финансового измерения корпоративного роста, адекватных для развитых (в терминах стоимости-ориентированного управления) и развивающихся (в терминах роста масштабов деятельности) рынков (С. 23; 30; 55);

- выявлена специфика фармацевтической деятельности, влияющая на приростную динамику и предложен авторский алгоритм декомпозиции экономической добавленной стоимости (далее – EVA) и ее составляющих (NOPAT, IC, WACC) для определения факторов роста публичных фармацевтических компаний. Оценена чувствительность результирующего показателя к совокупности факторов корпоративного роста. Проведенное эмпирическое исследование позволило определить, что ключевым драйвером роста публичных фармацевтических компаний, работающих в России, являются расходы на НИОКР, результатом которых становится разработка инновационных препаратов, обладающих высокой маржинальностью (С. 79-88);

- предложен авторский методический подход для выявления факторов роста непубличных фармацевтических компаний, для тестирования которого сформирован набор эмпирических данных непубличных фармацевтических компаний и построена многофакторная регрессионная модель; тестирование позволило определить наиболее значимые для российских непубличных компаний факторы: производственные факторы, реклама и продвижение, масштаб деятельности (С. 88-97);

- выделены ключевые этапы построения финансовой модели корпоративного роста (целеполагание, ограничения, прогноз, его оценка, сценарии, декомпозиция целевого индикатора) и разработан авторский интегральный алгоритм финансового моделирования, учитывающий специфику фармацевтической деятельности и выявленные статистически значимые для корпоративного роста публичных и непубличных компаний факторы; модель позволяет эффективно диагностировать сложные и неопределенные ситуации, оценивать динамические связи ключевых показателей и перспективы корпоративного роста (прежде всего, за счет финансовых

инструментов) с учетом специфики фармацевтической деятельности, строить прогнозы расширенного или сокращенного формата в зависимости от цели прогнозирования (С. 100-114);

- разработаны научно-обоснованные рекомендации для российских фармацевтических компаний по имплементации авторской финансовой модели в менеджмент в целях корпоративного роста, а также по интеграции государственного сектора и фармацевтической индустрии для расширения инвестиционных возможностей последней (создание совместных производств, субсидирование и пр.) (С. 138-145).

Теоретическая значимость работы состоит в развитии теории корпоративных финансов в части классификации концепций, моделей и инструментов финансового измерения корпоративного роста, в развитии подходов к выявлению факторов корпоративного роста дифференцировано для публичных и непубличных компаний.

Практическая значимость работы заключается в возможности использования предложенного в работе интегрального алгоритма финансового моделирования корпоративного роста в деятельности фармацевтической компании, позволяющего осуществлять эффективный анализ сложных и неопределенных ситуаций, исследовать динамические связи ключевых показателей, оценивать перспективы корпоративного роста с учетом специфики фармацевтической деятельности, выявлять точки потенциального роста, строить прогнозы расширенного или сокращенного формата в зависимости от цели прогнозирования.

Степень достоверности, апробация и внедрение результатов исследования. Достоверность полученных результатов подтверждается соответием выдвинутых в исследовании положений существующим концепциям корпоративных финансов в области корпоративного роста, а также согласованностью с предыдущими научными результатами по данной проблематике.

Основные результаты исследования опубликованы и апробированы в установленном порядке, обсуждались и получили одобрение на научных конференциях: на IV Всероссийской научно-практической конференции «Финансы и корпоративное управление в меняющемся мире» (Москва, Финансовый университет, 29 сентября 2022 г.); на VI Всероссийской научно-практической конференции «Финансы и корпоративное управление в меняющемся мире» (Москва, Финансовый университет, 26 сентября 2024 г.); на Всероссийской научно-практической конференции «Трансформация экономики и финансового сектора России: вызовы и тренды» (Москва, Университет Синергия, 11 апреля 2025 г.).

Материалы диссертации используются в практической деятельности ООО «Легион», в частности, используется разработанный в диссертации алгоритм финансового моделирования корпоративного роста с учетом специфики деятельности компаний. По материалам исследования внедрена модель декомпозиции экономической добавленной стоимости, позволяющая выявлять текущие факторы роста компании, а также точки потенциального развития. Выводы и основные положения диссертации используются в практической работе компании и способствуют ее корпоративному росту.

Материалы диссертации используются Кафедрой корпоративных финансов и корпоративного управления Факультета экономики и бизнеса Финансового университета в преподавании учебной дисциплины «Корпоративные финансы (продвинутый уровень)» для самостоятельной работы студентов, обучающихся по направлению подготовки 38.04.01 «Экономика», направленность программы магистратуры «Мировая экономика и бизнес-инжиниринг».

Апробация и внедрение результатов исследования подтверждены соответствующими документами.

Публикации. Основные научные результаты диссертации опубликованы в 6 научных работах общим объемом 4,45 п.л. (весь объем авторский), опубликованных в рецензируемых научных изданиях, определенных ВАК при Минобрнауки России.

Структура и объем диссертации определены целью и задачами исследования. Диссертация состоит из введения, трех глав, заключения, и списка литературы, включающего 126 наименований. Текст диссертации изложен на 170 страницах, содержит 28 таблиц, 14 рисунков, 24 формулы.

II Основное содержание работы

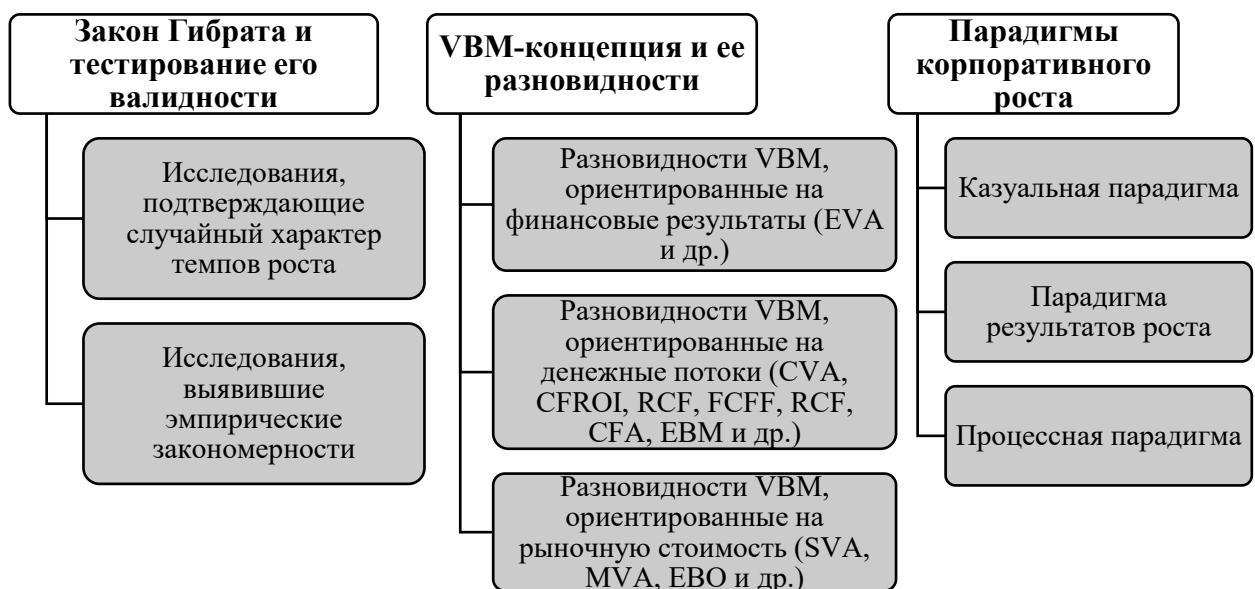
В соответствии с целью и задачами исследования обоснованы следующие научные результаты.

Предложен концептуальный подход к исследованию корпоративного роста, включающий синтез трех теоретических направлений (Закона Гибрата в части эмпирических закономерностей; стоимостно-ориентированное управление – VBM-концепция и ее разновидности; парадигмы корпоративного роста) и дифференциацию аналитического инструментария для публичных и непубличных компаний (стратегический анализ на базе VBM-концепции для публичных компаний, корреляционно-регрессионный анализ для непубличных компаний); подход базируется на авторских таксономиях моделей корпоративного

роста (18 моделей, структурированных по пяти критериальным признакам – подходам к измерению и управлению, источникам роста, темпам роста, сбалансированности роста и рисков, способам масштабирования бизнеса) и инструментов финансового измерения корпоративного роста, адекватных для развитых (в терминах стоимостно-ориентированного управления) и развивающихся (в терминах роста масштабов деятельности) рынков.

Попытки теоретической интерпретации корпоративного роста, осмысливания драйверов, которые его обеспечивают, начались в 30-е годы XX века. Изучение корпоративного роста и его драйверов на текущий момент не завершено и является важной теоретической и прикладной проблемой, поскольку характеристики корпоративного роста в значительной степени обуславливают уровень конкурентоспособности бизнеса.

Изучение концепций корпоративного роста и их эволюции в исторической ретроспективе позволяет структурировать их в три фокус-направления, каждое из которых характеризуется доминантой, смысловым ядром и эмпирическими результатами. Данные фокус-направления представлены на рисунке 1.



Источник: составлено автором.
Рисунок 1 – Систематизация концепций корпоративного роста

Таким образом, в области корпоративного роста такими фокус-направлениями являются:

- закон Гибрата и тестирование его валидности: в качестве доминанты выступает масштаб деятельности (преимущественно генерируемые бизнесом доходы), а смысловое ядро обусловлено поиском причинно-следственных связей, объясняющих

уровень доминанты; в этом случае исследование валидности на разных страновых и отраслевых рынках, в том числе с помощью корреляционно-регрессионного анализа, дает результаты в диапазоне от стохастического характера корпоративного роста до выявления закономерностей в отдельных сегментах выборки;

- VBM-концепция и ее разновидности: в этом случае доминантой является стоимость бизнеса, а смысловое ядро – ключевой индикатор, информативный для всех стейкхолдеров; совокупность последних структурируется на три группы (разновидности VBM, ориентированные на финансовые результаты, например EVA; разновидности VBM, ориентированные на денежные потоки, например CVA, FCFF); разновидности VBM, ориентированные на рыночную стоимость, например SVA, MVA); декомпозиция ключевого индикатора и относительно масштабная выборка данных позволяют выявить статистически значимые драйверы роста стоимости бизнеса;

- парадигмы корпоративного роста: как следует из определения, в качестве детерминанты выступает парадигма бизнеса (базисные принципы, постулаты, природа компании как единого целого) – казуальная, результатов роста, процессная); смысловое ядро в этом случае структурируется в зависимости от механистической (детерминистской) или органической (диссипативной, эмерджентной) природы бизнеса; в качестве эмпирического эффекта выступают для механистических систем значимые причинно-следственные связи и драйверы роста, для органических систем – организационные изменения (реструктуризация, параметры и качество организационной структуры, адекватность последней стадии жизненного цикла и др.).

Концептуальное исследование корпоративного роста в России целесообразно проводить на основе синтеза трех описанных фокус-направлений. Это обусловлено рядом причин:

- любая компания – это экономическая система, которой органически присущи детерминистские связи и казуальные модели; их выявление, измерение и построение – важная научно-прикладная задача;

- современная компания – это сложная и открытая экономическая система, находящаяся в квазистабильном состоянии с окружающей средой и под воздействием стохастических влияний; в этих условиях неизбежны абстрагирования, особенно при построении модели корпоративного роста;

- в условиях развитой экономики доминантной является стоимостно-ориентированная идеология, однако на развивающихся рынках она представлена дискретно – в этом случае в аналитических целях для выявления причинно-следственных связей в области корпоративного роста целесообразно

комбинировать инструментарий VBM-концепции (на массиве данных публичных компаний) и традиционные эконометрические методы (для непубличных компаний);

- при построении модели корпоративного роста целесообразно использовать в качестве результирующего показателя ключевой индикатор, базирующийся на финансовом результате, например, EVA (или денежном потоке) – это позволяет интегрировать в прогнозную модель стоимостно-ориентированное целеполагание, а также факторы, статистически значимые для публичных и непубличных компаний;

- перечисленное выше означает, что из совокупности парадигм корпоративного роста в данном исследовании приоритетны казуальная парадигма (поскольку концептуальный подход автора базируется на выявлении причинно-следственных связей) и парадигма результатов роста, поскольку количественная диагностика позволяет увидеть не только «точки роста», но и «точки бифуркации».

Для целей реализации предложенного концептуального подхода к исследованию корпоративного роста в диссертации сформированы таксономии моделей корпоративного роста и инструментов финансового измерения корпоративного роста.

Таксономия моделей корпоративного роста представлена на рисунке 2.

Таксономия инструментов финансового измерения корпоративного роста представлена на рисунке 3.

Выявлена специфика фармацевтической деятельности, влияющая на приростную динамику и предложен авторский алгоритм декомпозиции экономической добавленной стоимости (EVA) и ее составляющих (NOPAT, IC, WACC) для определения факторов роста публичных фармацевтических компаний. Оценена чувствительность результирующего показателя к совокупности факторов корпоративного роста. Проведенное эмпирическое исследование позволило определить, что ключевым драйвером роста публичных фармацевтических компаний, работающих в России, являются расходы на НИОКР, результатом которых становится разработка инновационных препаратов, обладающих высокой маржинальностью.

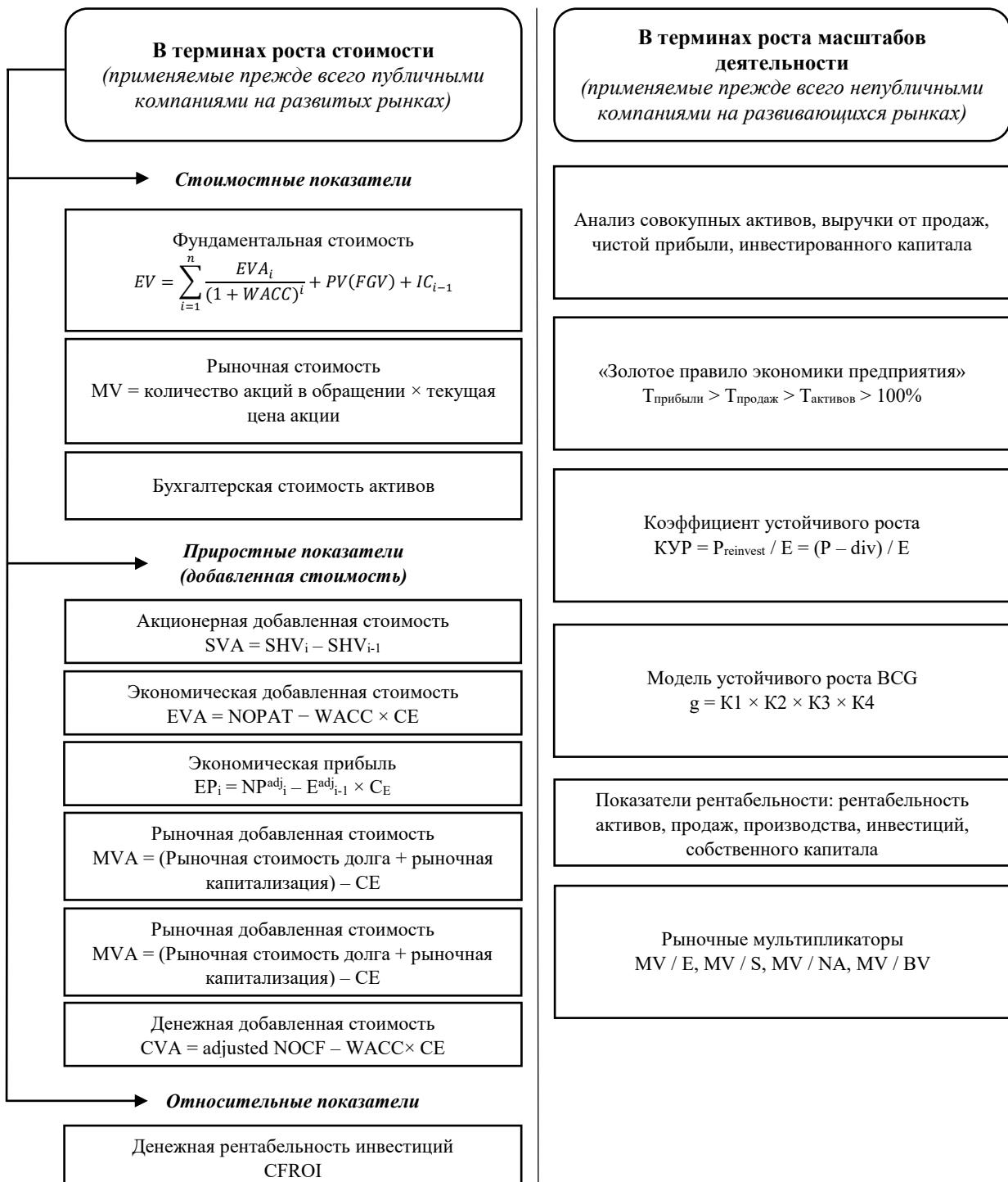
В диссертации проведен анализ мирового и российского рынка фармацевтики, по итогам которого выявлены следующие факторы, отражающие специфику фармацевтической деятельности и оказывающие влияние на возможности корпоративного роста российских фармацевтических компаний:

- существенная значимость научных исследований и высокая капиталоемкость фармацевтической деятельности в части разработки новых лекарственных средств либо создания лекарственных препаратов-дженериков;

Критерий классификации	Классификация теорий и стратегий роста	Краткое описание теорий и стратегий роста
Подходы к измерению и управлению	Финансовая модель измерения и управления	Направлена на максимизацию стоимостных критериев
	Учетная модель измерения и управления	Направлена на максимизацию бухгалтерских критериев, прежде всего, чистой прибыли
Источники корпоративного роста	Органический рост	Рост путем использования внутренних ресурсов в пределах существующих бизнес-структур за счет реинвестирования прибыли предыдущих лет в сочетании с привлечением заемного капитала
	Неорганический рост	Рост путем поглощения и присоединения сторонних хозяйствующих субъектов, слияния с другими организациями
Темпы корпоративного роста	Суперрост	Достижение высоких темпов роста в сравнительно короткие сроки и завоевание доминирующего положения на рынке
	Динамичный рост	Достижение темпов роста, превышающих среднерыночные значения, позволяющих находиться среди лидеров
	Скачкообразный рост	Обеспечение роста внезапными непродолжительными приращениями стоимости / иного индикатора роста
	Умеренный рост	Обеспечение среднеотраслевых темпов роста
	Медленный рост	Поддержание темпов роста, отстающих от показателей в среднем по рынку
	Замедление роста	Обеспечение абсолютного прироста активов, продаж, прибыли, сопровождающееся сокращением их относительного изменения
Сбалансированность роста и риски	Интенсивный рост	Обеспечение позитивной динамики абсолютных индикаторов, обусловленной наращиванием объема ресурсов; высокие значения g-коэффициентов при ухудшении индикаторов рентабельности и оборачиваемости
	Экстенсивный рост	Обеспечение позитивной динамики абсолютных показателей, обусловленной ускорением оборачиваемости активов; высокие значения g-коэффициентов при улучшении индикаторов оборачиваемости и ВЕР-коэффициентов
	Агрессивный рост	Обеспечение динамичного роста абсолютных показателей при высоких индикаторах эффективности и интенсивности, но с нарастанием финансовых рисков
	Сбалансированный рост	Обеспечение позитивной динамики абсолютных показателей при соблюдении «золотого правила экономики предприятия», стабильности динамики показателей финансового состояния, рентабельности и оборачиваемости
	Устойчивый рост	Обеспечение расчетного темпа прироста, которого компания может достичь при сохранении операционной и финансовой политики, стабильной приростной динамики выручки
Способ масштабирования бизнеса	Вирусный рост	Самоподдерживающийся процесс распространения информации о продукте или услуге, при котором существующие пользователи привлекают новых
	«Липкий» рост	Рост, обеспеченный не только привлечением новых клиентов, но и их удержанием
	Оплаченный рост	Рост, обеспеченный расходами на рекламу и продвижение

Источник: составлено автором.
Рисунок 2 – Таксономия моделей корпоративного роста

Инструменты измерения корпоративного роста



Источник: составлено автором.

Рисунок 3 – Таксономия инструментов финансового измерения корпоративного роста

- большой ассортимент лекарственных препаратов и невозможность генерации множества лекарственных кандидатов силами одной компании и даже одной страны;
- длительный цикл разработки лекарственных средств (разработка формулы, доклинические и клинические испытания, одобрение регулятором / госрегистрация,

пост-маркетинговое наблюдение), который может занимать 10-15 лет до момента выхода лекарственного препарата на рынок;

- строгое государственное регулирование фармацевтической отрасли: государственное регулирование цен на лекарственные средства; стандарты вывода продуктов на рынок; государственный контроль оборота (госпитальные закупки, льготное лекарственное обеспечение, в том числе программы высокозатратных нозологий, обеспечение необходимыми лекарственными средствами, региональные льготные программы и пр.);

- государственная поддержка фармпроизводителей, ориентированная на импортозамещение препаратов зарубежных компаний; субсидирование исследований и разработок (в том числе по программе «продуктовая полка»); льготное заемное финансирование, взаимные гарантии; изменения в законодательство по закупкам (например, правило «второй лишний») и пр.;

- повышенная социальная ответственность фармацевтических производителей, которая заключается в необходимости обеспечивать доступность, безопасность и качество лекарственной продукции;

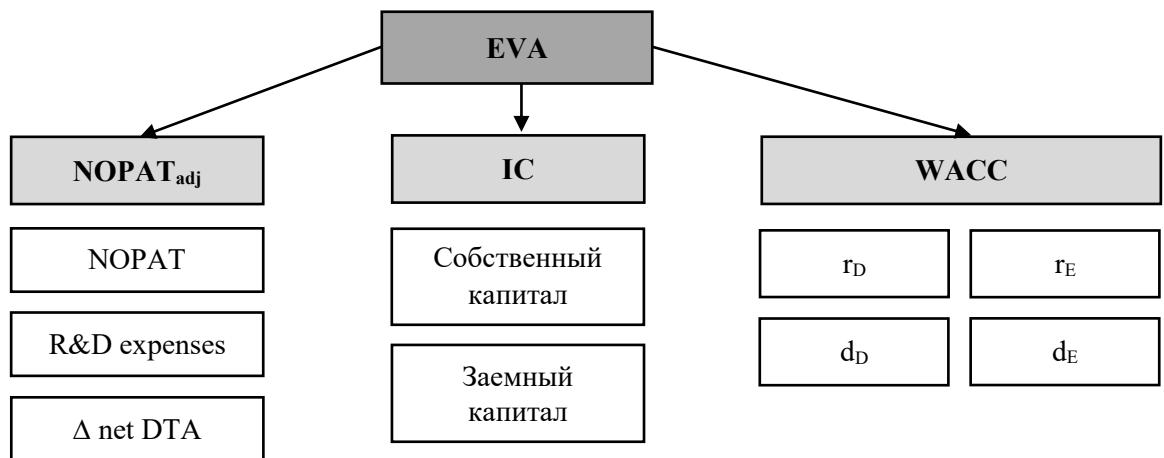
- бизнес-модель компании (блокбастерная, дженериковая) и различия в подходах к ценообразованию и планированию поступлений для оригинальных лекарственных препаратов и дженериков.

По итогам анализа фармацевтической деятельности сделан вывод о наличии конкурентных преимуществ оригинальных препаратов относительно лекарств-дженериков. Инновационные лекарственные средства приносят фармкомпаниям высокую доходность, выступают в качестве драйвера инновационного развития всей фарминдустрии, дающего возможность формировать целевые терапевтические направления и рыночные ниши, выполняют важную социальную значимую роль.

Обозначенные в работе характеристики фарминдустрии дают возможность сформулировать гипотезу о наличии позитивного влияния затрат на исследования и разработки, а также стоимости находящихся на балансе фармацевтической компании результатов исследований и разработок (патентов). С целью тестирования данной гипотезы проведен статистический анализ деятельности международных публичных фармацевтических компаний, для которых затраты на R&D являются одной из ключевых статей расходов.

В качестве критерия создания стоимости выбран показатель EVA. Для целей анализа составлена выборка из 15 зарубежных компаний фармацевтической отрасли. С целью выявления факторов создания стоимости проведена декомпозиция EVA

на показатели, которые на нее влияют. Результаты декомпозиции представлены на рисунке 4.



Источник: составлено автором.
Рисунок 4 – Декомпозиция показателя EVA

С целью выявления влияния указанных на рисунке 4 показателей на экономическую добавленную стоимость составлена корреляционная матрица, в ячейках которой указаны попарные коэффициенты корреляции, характеризующие тесноту связи двух соответствующих показателей. Наибольший коэффициент корреляции с EVA, за исключением показателя NOPAT, имеет показатель расходов на исследования и разработки, он составляет 0,83 – это свидетельствует о наличии положительной взаимосвязи данных показателей.

Также проведенный регрессионный анализ дает возможность построить эконометрические модели, в которых зависимой переменной выступает экономическая добавленная стоимость, а переменными-факторами являются компоненты расчета EVA. В результате анализа получен следующий наиболее обоснованный вариант регрессионной модели, выраженный формулой (1)

$$EVA = 1,717285 \times R\&D \ exp. + 3,737119 \times \Delta \ net \ DTA - 2\ 407,79, \quad (1)$$

где EVA – экономическая добавленная стоимость;

R&D exp – расходы на исследования и разработки;

Δ net DTA – изменение чистого отложенного налогового актива.

Полученная модель является значимой при допущении уровня значимости, равного 5%, высокое значение коэффициента детерминации, равного 0,852, свидетельствует

о том, что изменение величины EVA на 85,2% объясняется заложенными в модель факторами.

Таким образом, полученные результаты статистического анализа позволяют подтвердить сформулированную гипотезу: расходы на НИОКР как фундамент для разработки сравнительно новых препаратов, обладающих более высокой маржинальностью, являются драйвером стоимости передовых фармацевтических компаний.

Предложен авторский методический подход для выявления факторов роста непубличных фармацевтических компаний, для тестирования которого сформирован набор эмпирических данных непубличных фармацевтических компаний и построена многофакторная регрессионная модель; тестирование позволило определить наиболее значимые для российских непубличных компаний факторы: производственные факторы, реклама и продвижение, масштаб деятельности.

Принципы стоимостно-ориентированного управления не получили широкого распространения среди компаний развивающихся экономик, в частности, российской экономики, в связи с чем ключевыми критериями роста компаний в таких условиях остаются не рост стоимости, а динамика масштабов деятельности. В этой связи проведен анализ факторов корпоративного роста российских фармацевтических компаний, подавляющая часть которых относится к непубличным обществам, в терминах роста масштабов деятельности.

Для проведения статистического анализа использованы данные по 107 фармацевтическим компаниям, включая 82 компании с положительными темпами прироста продаж и 25 компаний, демонстрирующих сокращение выручки. Анализ проведен для двух данных подвыборок по отдельности.

В качестве критерия корпоративного роста выбран показатель прироста выручки от продаж. В список переменных-факторов включены базовые параметры, оказывающие влияние на объемы производства, которые учитываются в производственной функции Кобба-Дугласа – факторы трудовых ресурсов, основного и оборотного капитала, кроме того, факторы возраста и размера компании, а также факторы, учитывающие специфику отрасли фармацевтики – затраты, связанные с исследованиями и разработками, и затраты по продвижению и рекламе (коммерческие расходы).

Поскольку на повестке исследования находится корпоративный рост, при формализации факторов и зависимого показателя роста данные переменные

представлены в виде приростных величин. Кроме того, для стандартизации факторов осуществлено логарифмирование переменных с тем, чтобы устраниить искажения, связанные с различающимися единицами измерения показателей. Таким образом, предлагаемая для проверки регрессионная модель выражена в виде формулы (2)

$$\ln g = \beta_0 + \beta_1 \ln \frac{\Phi\text{OT}_{2022}}{\Phi\text{OT}_{2018}} + \beta_2 \ln \frac{\text{OC}_{2022}}{\text{OC}_{2018}} + \beta_3 \ln \frac{\text{OK}_{2022}}{\text{OK}_{2018}} + \beta_4 \ln \frac{\text{R&D}_{2022}}{\text{R&D}_{2018}} + \beta_5 \ln \frac{\text{ДКР}_{2022}}{\text{ДКР}_{2018}} + \beta_6 \ln \text{Возраст} + \beta_7 \ln \text{Размер}, \quad (2)$$

где g – показатель корпоративного роста, выраженный приростом выручки за рассматриваемый период;

ФОТ – расходы на оплату труда;

ОС – основной капитал;

OK – оборотный капитал;

R&D – результаты исследований и разработок;

ДКР – доля коммерческих расходов в себестоимости.

В таблице 1 представлены результаты построения многофакторной линейной регрессии.

Таблица 1 – Результаты моделирования линейной регрессии

Показатель	Компании с увеличивающимся объемом продаж				Компании с сокращающимся объемом продаж			
Множественный R	0,7164				0,4445			
R ²	0,5133				0,1976			
F-статистика	11,1481				0,5981			
p-значение	0,0000				0,7492			
Наименование показателя	Коэффициенты	Стандартная ошибка	t-статистика	P-значение	Коэффициенты	Стандартная ошибка	t-статистика	P-значение
g	2,1876	0,6030	3,6277	0,0005	0,0141	1,1233	0,0126	0,9901
$\ln \frac{\Phi\text{OT}_{2022}}{\Phi\text{OT}_{2018}}$	0,4194	0,1292	3,2451	0,0018	0,0685	0,1944	0,3526	0,7287
$\ln \frac{\text{OC}_{2022}}{\text{OC}_{2018}}$	-0,0278	0,0567	-0,4910	0,6249	0,0372	0,0583	0,6370	0,5326
$\ln \frac{\text{OK}_{2022}}{\text{OK}_{2018}}$	0,1612	0,0510	3,1601	0,0023	-0,0105	0,0881	-0,1192	0,9065
$\ln \frac{\text{R&D}_{2022}}{\text{R&D}_{2018}}$	0,0085	0,0083	1,0267	0,3079	0,0181	0,0132	1,3694	0,1887
$\ln \frac{\text{ДКР}_{2022}}{\text{ДКР}_{2018}}$	0,1205	0,0390	3,0913	0,0028	0,0227	0,0510	0,4457	0,6614
ln Возраст	-0,1109	0,0825	-1,3440	0,1831	0,2143	0,1611	1,3302	0,2010
ln Размер	-0,1090	0,0376	-2,9013	0,0049	-0,0531	0,0711	-0,7470	0,4652

Источник: составлено автором.

По результатам выполненного статистического исследования сделан вывод о том, что анализируемая зависимость переменных существует только для выборки компаний с положительными реальными темпами продаж. В части оценки зависимости результирующей переменной от выбранных факторов по значимой модели получены следующие результаты:

- фактор прироста расходов на оплату труда является значимым при уровне значимости 1% и положительно влияет на корпоративный рост;
- фактор наращивания основного капитала является незначимым;
- фактор прироста оборотного капитала является значимым при уровне значимости 1% и положительно влияет на корпоративный рост;
- фактор прироста результатов исследований и разработок является незначимым;
- фактор прироста доли коммерческих расходов является значимым при уровне значимости 1% и положительно влияет на корпоративный рост;
- фактор возраста компании условно значим и отрицательно влияет на корпоративный рост, что подтверждает предположение о том, что более зрелые компании растут медленнее;
- фактор размера компании является значимым при уровне значимости 1% и отрицательно влияет на корпоративный рост, что подтверждает предположение о том, что более крупные компании растут медленнее.

Таким образом, проведенное исследование факторов корпоративного роста фармацевтических компаний продемонстрировало, что его динамика во многом зависит от производственных факторов, фактора рекламы и продвижения и фактора масштабов деятельности компаний.

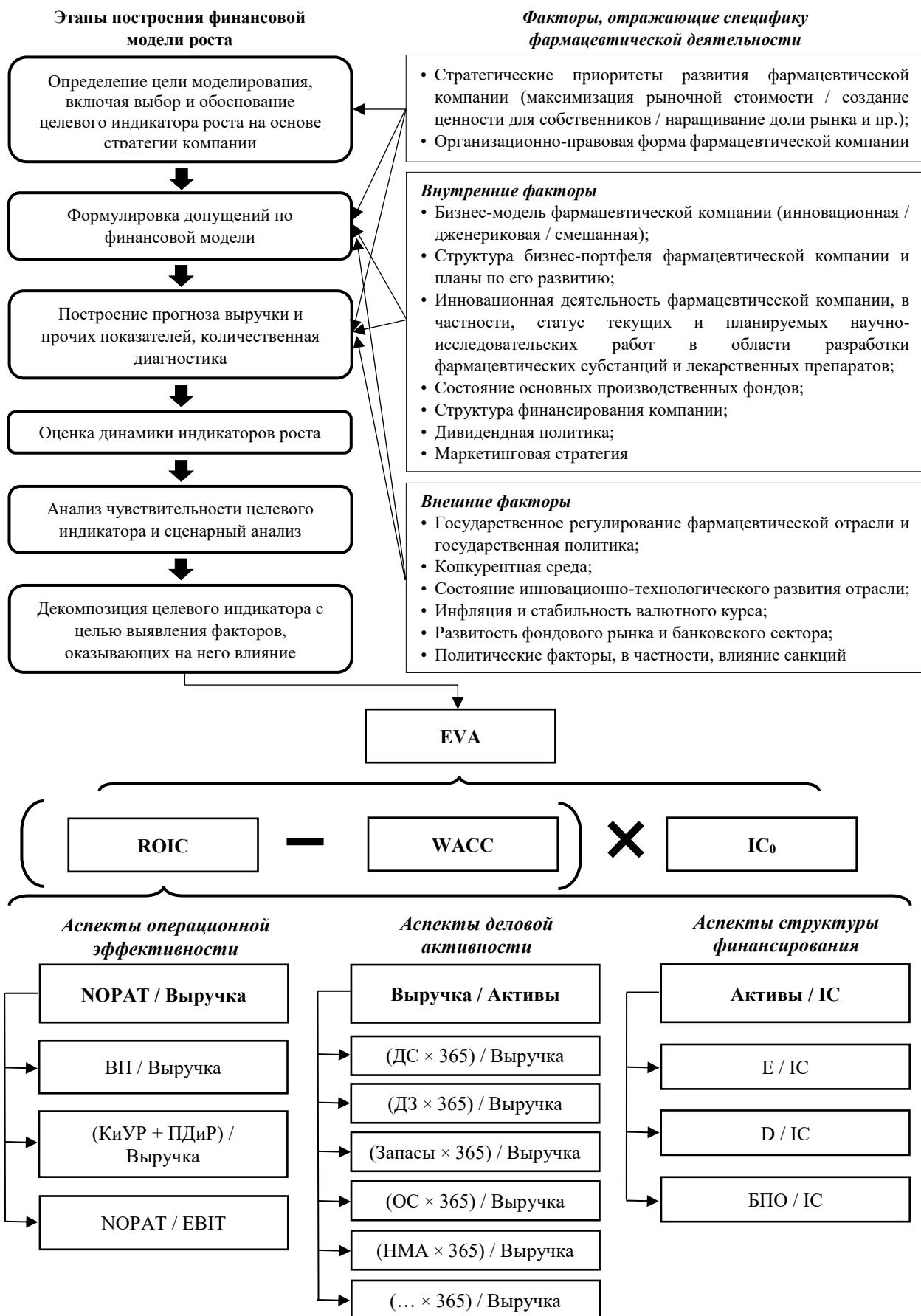
Из анализируемых специфических для индустрии фармацевтики факторов росту компаний способствует фактор коммерческих расходов по рекламе и продвижению лекарственных препаратов. Данный факт интерпретируется следующим образом: в структуре реализации препаратов российских фармацевтических компаний преобладают лекарства-копии, тогда как спрос на оригинальные лекарственные препараты, в том числе против редких и тяжелых заболеваний, обеспечивают в первую очередь крупные зарубежные фармкорпорации, присутствующие на российском рынке; в таких условиях именно успешные маркетинговые и рекламные кампании дают возможность отечественным производителям выделить свою продукцию относительно предлагаемой конкурентами, наращивать объем продаж и обеспечивать рост.

При этом зависимость корпоративного роста от прироста расходов на исследования и разработки для российских компаний не выявлена. Это обусловлено спецификой научно-исследовательской деятельности именно в области фармацевтики, заключающейся в высокой длительности периода разработки новых лекарственных препаратов (необходимо пройти целый ряд этапов доклинических и клинических исследований). В этой связи эффект воздействия расходов, связанных с R&D, на корпоративный рост в краткосрочном периоде, который рассматривался в исследовании, выявить затруднительно. Также следует отметить, что слабая взаимосвязь этих показателей может быть обусловлена сравнительно менее существенными масштабами научно-исследовательских работ среднестатистической российской фармацевтической компании и, соответственно, менее высокой долей расходов на R&D в структуре затрат по сравнению с зарубежными фармацевтическими корпорациями.

Выделены ключевые этапы построения финансовой модели корпоративного роста (целеполагание, ограничения, прогноз, его оценка, сценарии, декомпозиция целевого индикатора) и разработан авторский интегральный алгоритм финансового моделирования, учитывающий специфику фармацевтической деятельности и выявленные статистически значимые для корпоративного роста публичных и непубличных компаний факторы; модель позволяет эффективно диагностировать сложные и неопределенные ситуации, оценивать динамические связи ключевых показателей и перспективы корпоративного роста (прежде всего, за счет финансовых инструментов) с учетом специфики фармацевтической деятельности, строить прогнозы расширенного или сокращенного формата в зависимости от цели прогнозирования.

Финансовую модель корпоративного роста отличается от других разновидностей финансовых моделей целью моделирования – оценка динамики индикаторов роста компании и перспектив роста в будущем. Поскольку объектом данного исследования выступают компании фармацевтической отрасли, сформулирован алгоритм построения финансовой модели корпоративного роста фармацевтической компании, которая учитывает на каждом этапе построения финансовой модели специфические характеристики ведения деятельности в данной индустрии.

Алгоритм финансового моделирования корпоративного роста с учетом специфики деятельности фармацевтической компании представлен в виде блок-схемы на рисунке 5.



Источник: составлено автором.

Рисунок 5 – Схема алгоритма финансового моделирования корпоративного роста фармацевтической компании

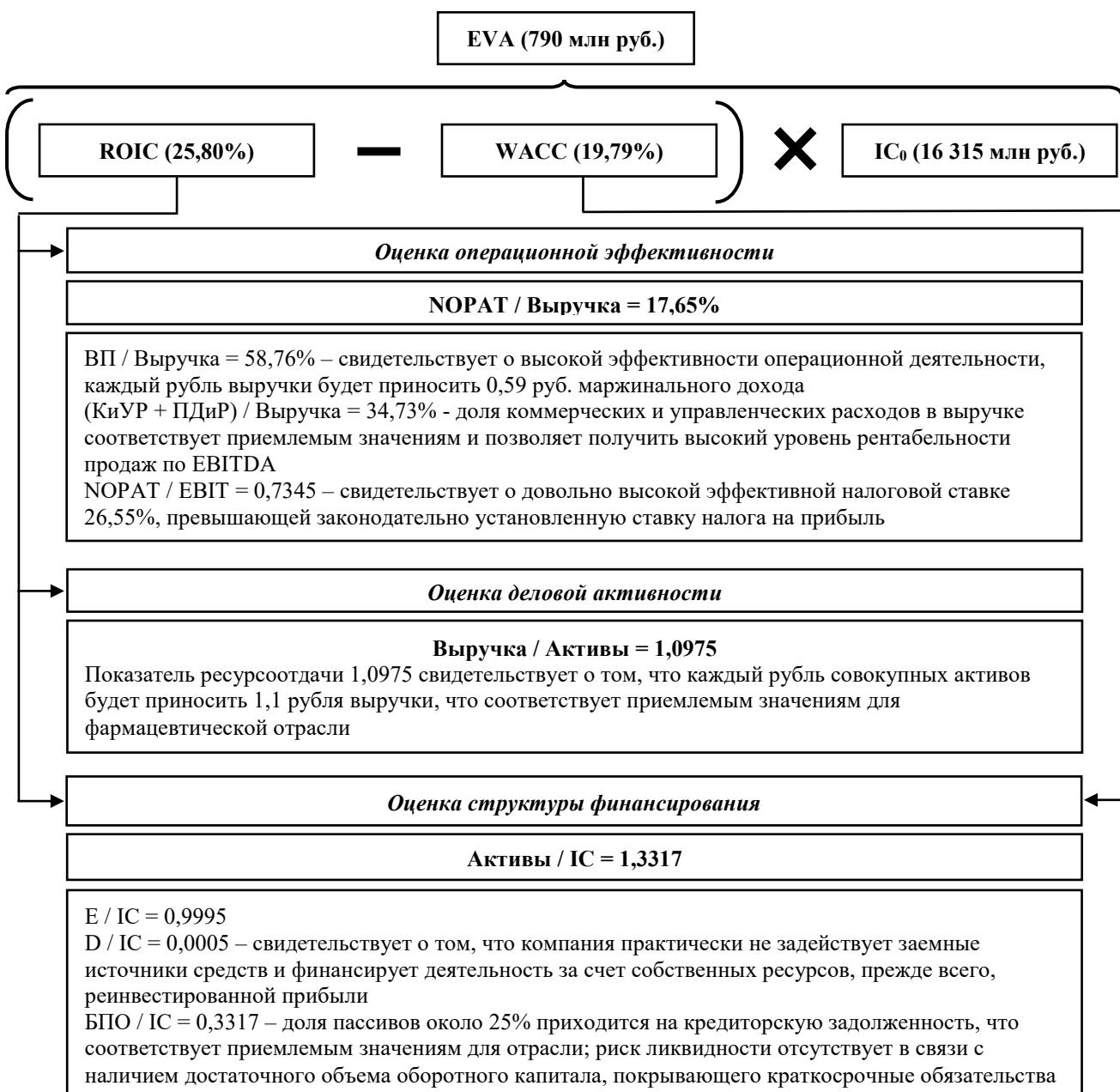
В качестве целевого индикатора при построении модели корпоративного роста предлагается выбрать показатель экономической добавленной стоимости (EVA). В результате декомпозиции показателя EVA получена многофакторная модель обеспечения корпоративного роста в терминах целевого индикатора EVA, представленная в формуле (3)

$$\begin{aligned}
 EVA &= (ROIC - WACC) \times IC_0 = \\
 &= \left[\left(\frac{\text{ВП}}{\text{Выручка}} - \frac{\text{КиУР+ПДиР}}{\text{Выручка}} \right) \times \frac{\text{NOPAT}}{\text{EBIT}} \times \right. \\
 &\quad \left. \times \frac{365}{\left(\frac{\text{ДС} \times 365}{\text{Выручка}} + \frac{\text{ДЗ} \times 365}{\text{Выручка}} + \frac{3 \times 365}{\text{Выручка}} + \frac{\text{ОС} \times 365}{\text{Выручка}} + \frac{\text{НМА} \times 365}{\text{Выручка}} + \dots \times 365}{\text{Выручка}} \right)} \times \right. \\
 &\quad \left. \times \left(\frac{E}{IC_0} + \frac{D}{IC_0} + \frac{\text{БПО}}{IC_0} \right) - WACC \right] \times IC_0, \tag{3}
 \end{aligned}$$

где EVA – экономическая добавленная стоимость;
 ROIC – рентабельность инвестированного капитала;
 WACC – средневзвешенная стоимость капитала;
 IC₀ – инвестированный капитал на начало периода;
 ВП – валовая прибыль;
 КиУР – коммерческие и управленческие расходы;
 ПДиР – прочие доходы и расходы;
 NOPAT – чистая операционная прибыль после уплаты налогов;
 EBIT – прибыль до вычета процентов и налогов;
 ДС – денежные средства;
 ДЗ – дебиторская задолженность;
 З – запасы;
 ОС – основные средства;
 НМА – нематериальные активы;
 Е – собственный капитал;
 D – платные заемные источники финансирования;
 БПО – беспроцентные обязательства (прежде всего, кредиторская задолженность).

Данный подход к декомпозиции показателя ROIC позволяет анализировать три аспекта финансово-хозяйственной деятельности компании: с позиции эффективности операционной деятельности, деловой активности и структуры финансирования компании, и отслеживать вклад каждого аспекта деятельности в динамику корпоративного роста.

Для целей применения инструментария финансового моделирования корпоративного роста фармацевтической компании рассмотрена компания АО «Акрихин». В работе проанализированы результаты ее финансово-хозяйственной деятельности за последние 10 лет, построен прогноз финансовых показателей с учетом допущений, включающих в себя их историческую динамику, бизнес-модель компании, структуру продуктового портфеля, стратегия развития компании, ожидания в отношении развития фармацевтической отрасли. На основе данного прогноза осуществлен прогноз показателя EVA, оценена фундаментальная стоимость компании, проведен анализ чувствительности фундаментальной стоимости к ее факторам, а также рассмотрена многофакторная модель формирования EVA, представленная на рисунке 6.



Источник: составлено автором.

Рисунок 6 – Диагностика формирования EVA АО «Акрихин»

В результате проведенного анализа сформулированы следующие выводы. Высокие значения EVA компании будут обеспечиваться за счет высокой маржинальности операционной деятельности и приемлемых показателей деловой активности. При этом потенциал еще большего роста EVA заключается в возможности привлечения заемных источников финансирования и использования механизма финансового рычага, о чем свидетельствуют коэффициенты финансовой зависимости и автономии. Это позволит компании дополнительно нарастить обороты бизнеса и расширить масштабы операционной деятельности. При этом компании необходимо определить границы потенциального расширения деятельности, ориентируясь на емкость потребительского рынка и возможности компании нарастить долю рынка. Кроме того, важно также учитывать возможность роста риска и, соответственно, требуемой доходности владельцев собственного капитала компании при увеличении коэффициента финансового рычага, в связи с чем необходим поиск оптимальной структуры капитала. Таким образом, сделан вывод о том, что оптимальный объем привлечения дополнительных заемных ресурсов позволит как улучшить показатели компании в терминах динамики масштабов деятельности и операционной эффективности, так и снизить среднюю стоимость привлечения капитала за счет увеличения в структуре доли более «дешевого» заемного капитала, что будет способствовать увеличению спреда между ROIC и WACC и, следовательно, корпоративному росту компании.

Разработаны научно-обоснованные рекомендации для российских фармацевтических компаний по имплементации авторской финансовой модели в менеджмент в целях корпоративного роста, а также по интеграции государственного сектора и фармацевтической индустрии для расширения инвестиционных возможностей последней (создание совместных производств, субсидирование и пр.).

Фармацевтическая отрасль является социально значимым сектором экономики в любом государстве. Обеспечение населения страны необходимыми медикаментами и мерами для повышения уровня качества жизни и ее продолжительности – одна из приоритетных государственных задач. Выполнение этой задачи невозможно представить без обеспечения благоприятного развития фармацевтической отрасли на уровне отдельных корпораций.

Предложенный ранее подход к декомпозиции целевого индикатора роста EVA представляет собой только первый шаг оценки драйверов корпоративного роста, поскольку руководство компаний едва ли способно оказывать непосредственное влияние на укрупненные показатели маржинальной доходности, оборачиваемости и пр.

Следующий шаг заключается в проведении факторного анализа этих показателей и их разложение на более детальные драйверы роста оперативного уровня, при этом целесообразно производить подобный анализ в разрезе отдельных бизнес-единиц компании, ее бизнес портфелей и даже отдельных продуктов. После того, как драйверы стоимости будут определены, стратегию компании необходимо перевести на показатели, где должны быть установлены целевые индикаторы с определенной периодичностью выполнения (ежедневные, ежемесячные, ежеквартальные и пр.). Выстроенная таким образом система управления драйверами корпоративного роста позволит менеджменту компании получить эффективные рычаги влияния на целевые индикаторы (в нашем случае EVA), нивелировать негативное влияние барьеров, обусловленных конъюнктурой отечественного фармрынка, и удовлетворять интересы всех заинтересованных сторон – в первую очередь, акционеров компании.

Существенной проблемой развития российской фармацевтической отрасли является высокая доля импорта в структуре государственных закупок, а также в общем объеме продаж фармацевтической продукции, при отсутствии преференций отечественным участникам рынка. Несмотря на то, что в количественном выражении отечественные медицинские препараты доминируют над импортными, первые характеризуются низким уровнем цен. Следствие этого – незначительный уровень маржи в цене реализации. Это обстоятельство не позволяет российским фармпроизводителям в должном объеме осуществлять вливание средств в более перспективные направления – разработку новых препаратов или производство высокоэффективных дженериков, где уровень наценки существенно выше. Описанная ситуация находит свое косвенное отражение в том факте, что на данный момент наблюдается структурное несоответствие величины государственных расходов, связанных со здравоохранением, масштабам национальной экономики Российской Федерации и мировым тенденциям.

Следующим важным фактом, определяющим современное состояние отечественной фармацевтической отрасли, является ориентация отечественных компаний на собственные источники средств для осуществления инвестиций, что ограничивает возможности по проведению научных исследований и разработок инновационных препаратов, являющихся основным источником формирования прибыли, используемой для дальнейшего развития бизнеса.

Одним из способов решения вопроса поиска первоначального источника инвестиций в отрасли представляется частичная интеграция государственного сектора в фармацевтическую промышленность путем создания совместных с государством производств, а также создание госкорпорации, которая могла бы взять на себя вопросы

совместного производства лекарственных средств и их дальнейшей реализации. Именно вовлечение государства в отрасль, вероятно, наиболее эффективно повлияет, в первую очередь на структуру рынка и, как результат, на укрепление позиций отечественных фармацевтических предприятий.

В работе выявлено положительное влияние фактора коммерческих расходов по рекламе и продвижению лекарственных препаратов на рост компании. В условиях ужесточения конкуренции, а также значительного преобладания в продуктовом портфеле российских фармацевтических компаний дженериков, не выделяющихся уникальностью непосредственно фармакологических свойств, именно успешные маркетинговые и рекламные кампании дают возможность отечественным производителям выделить свою продукцию относительно предлагаемой конкурентами, наращивать объем продаж и обеспечивать рост. В этой связи отечественным фармацевтическим компаниям рекомендуется, помимо развития собственных разработок инновационных лекарственных средств, также уделять внимание совершенствованию маркетинговых стратегий по продвижению препаратов-дженериков.

Отдельно следует также подчеркнуть необходимость создания условий для цифровизации финансов в компании. Финансовая трансформация в компании может включать в себя множество направлений и областей, включая повышение автоматизации операций, наращивание аналитических возможностей, анализ больших данных, совершенствование средств контроля и пр. Новые информационные системы и цифровые технологии, такие как роботизированная автоматизация процессов (RPA), искусственный интеллект и машинное обучение, предлагают новые возможности, которые могут сделать финансовую функцию в компании более эффективной и повысить его способность обеспечивать понимание актуальной ситуации для принятия более рациональных финансовых и бизнес-решений.

III Заключение

Разработанный в диссертации инструментарий анализа факторов корпоративного роста фармацевтических компаний позволяет сформулировать ключевые драйверы роста, специфичные для компаний развитых и развивающихся рынков. Предложенный в диссертации алгоритм финансового моделирования корпоративного роста с учетом специфики деятельности фармацевтической компании, включающий в себя инструмент для факторного анализа целевого индикатора корпоративного роста, дает возможность выделить ключевые этапы построения финансовой модели роста, учесть факторы,

отражающие особенности фармацевтической деятельности, и выявить потенциальные точки роста компании.

IV Список работ, опубликованных по теме диссертации

*Публикации в рецензируемых научных изданиях,
определенных ВАК при Минобрнауки России:*

1. Четырёв, В. А. Анализ драйверов роста стоимости российских фармацевтических компаний / В.А. Четырёв // Экономика и предпринимательство. – 2023. – № 5. – С. 1138-1143. – ISSN 1999-2300.
2. Четырёв, В. А. Моделирование фундаментальной стоимости компании / В.А. Четырёв // Экономика и предпринимательство. – 2024. – № 1. – С. 809-815. – ISSN 1999-2300.
3. Четырёв, В. А. Анализ факторов корпоративного роста непубличных компаний / В.А. Четырёв // Экономика и предпринимательство. – 2024. – № 9. – С. 919-923. – ISSN 1999-2300.
4. Четырёв, В. А. Построение финансовой модели корпоративного роста фармацевтической компании / В.А. Четырёв // Финансовая экономика. – 2024. – № 12. – С. 273-278. – ISSN 2075-7786.
5. Четырёв, В. А. Концепции, модели и индикаторы корпоративного роста (финансовый аспект) / В.А. Четырёв // Инновации и инвестиции. – 2025. – № 6. – С. 617-622. – ISSN 2307-180X.
6. Четырёв, В.А. Рекомендации по обеспечению корпоративного роста российских фармацевтических компаний / В.А. Четырёв // Финансовая экономика. – 2025. – № 6. – С. 81-85. – ISSN 2075-7786.