

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

**ДИССЕРТАЦИЯ**  
на соискание ученой степени  
кандидата экономических наук

Научный руководитель

Хотинская Галина Игоревна,  
доктор экономических наук, профессор

Москва – 2025

## Оглавление

Введение.....	3
Глава 1 Концепции корпоративного роста. Драйверы и метрики роста современных компаний .....	11
1.1 Становление и эволюция теорий корпоративного роста .....	11
1.2 Ключевые индикаторы корпоративного роста на развитых финансовых рынках (стоимостно-ориентированный подход) .....	31
1.3 Особенности и финансовые измерения корпоративного роста в развивающихся экономиках.....	43
Глава 2 Идентификация и оценка факторов корпоративного роста фармацевтических компаний .....	56
2.1 Специфика финансов фармацевтических компаний и ее влияние на корпоративный рост.....	56
2.2 Выявление и оценка ключевых факторов роста публичных фармацевтических компаний .....	79
2.3 Факторы роста и их оценка для непубличных фармацевтических компаний .....	88
Глава 3 Инструментарий роста фармацевтических компаний и методические рекомендации по его применению в корпоративных финансовых стратегиях .....	98
3.1 Построение финансовой модели роста для российских фармацевтических компаний .....	98
3.2 Имплементация финансовых моделей в стратегии роста фармацевтических компаний .....	114
3.3 Методические рекомендации по применению финансового инструментария в фармацевтических компаниях в целях корпоративного роста .....	138
Заключение .....	146
Список литературы .....	155

## Введение

**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. Поэтому 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. НORTона, 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 общенациональных 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 стоимостно-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 (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, аprobация и внедрение результатов исследования.** Достоверность полученных результатов подтверждается соответствием 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 аprobированы 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 компании. 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.

## Глава 1

# **Концепции корпоративного роста. Драйверы и метрики роста современных компаний**

### **1.1 Становление и эволюция теорий корпоративного роста**

Теоретическое осмысление феномена корпоративного роста и факторов, его детерминирующих, уходит своими истоками в 1930-е годы [61]. Как отмечено в работе [65], корпоративный рост можно интерпретировать как «качественное и/или количественное увеличение ключевых индикаторов деятельности компании, в качестве которых могут рассматриваться темпы роста объема продаж, чистая прибыль, фундаментальная или рыночная стоимость и пр.» [65]. На сегодняшний день исследование механизмов роста компаний и обеспечивающих его факторов остается незавершенным, сохраняя свою научную и практическую актуальность, так как именно параметры роста компаний главным образом определяют ее способность поддерживать конкуренцию на рынке.

Хронологически первая модель корпоративного роста формализована французским инженером Р. Гибратом в 1931 году в работе «*Les inégalités économiques*» [11], который сформулировал гипотезу о независимости динамики роста компании от тех или иных систематических факторов и его стохастическом характере. Иными словами, Р. Гибрат предположил, что темп корпоративного роста за каждый период времени зависит от некоторой совокупности случайных факторов – таким образом, ученым отвергается возможность достижения устойчивой траектории корпоративного роста. Закон Гибрата выражается в форме авторегрессионной модели, в соответствии с которой значение временного ряда линейно зависит

от значения ряда в предыдущем периоде, в виде простейшего AR-процесса, приведенного в формуле (1)

$$\ln S_t = \alpha + \beta \times \ln S_{t-1} + \varepsilon, \quad (1)$$

где  $S$  – размер корпорации, который может быть выражен в виде объема продаж, величины активов, численности персонала и пр.;  
 $\beta$  – коэффициент авторегрессии;  
 $\alpha$  – константа;  
 $\varepsilon$  – белый шум;  
 $t$  – период времени.

В случае, если величина коэффициента авторегрессии  $\beta$  равна 1, это свидетельствует о выполнении закона Гибрата и о случайности роста компаний, его независимости от систематических факторов, например, от размера или возраста, структуры капитала и пр.

Оставаясь незамеченным в течение нескольких лет после публикации, закон Гибрата получил распространение среди экономистов в 1950-е годы. В противовес статической теории фирмы, которая не описывала наблюдаемое распределение размера корпораций, благодаря закону Гибрата удалось вывести логарифмически нормальное распределение, хорошо объясняющее существующую ситуацию. Это обстоятельство в сочетании с простотой формулировки повлекло за собой множество исследований, направленных на подтверждение или опровержение закона Гибрата. Модель тестировалась на примере как развитых, так и на развивающихся рынков [87], однако результаты получались неоднозначными – ряд исследований подтверждает случайный характер темпов роста [74], в других работах обнаруживаются отклонения от данной закономерности.

В частности, американский ученый Э. Мансфилд [82] протестировал валидность закона Гибрата для всех корпораций на рынке, произведя анализ

на выборке американских компаний, специализирующихся на производстве стали, нефтепродуктов и резины. Как отмечается Н.К. Пироговым и М.Г. Поповидченко [48], рассмотрены практически все компании в данных видах деятельности за период с 1916 года по 1957 год. Этот временной период разбит на десятилетние интервалы, по каждому из которых проведен статистический анализ распределения размера компаний. В качестве показателя размера использован объем производства для компаний, производящих сталь и нефтепродукты, и количество сотрудников для компаний, производящих резину. Э. Мансфилд выделил среди рассматриваемых компаний несколько размерных категорий и сопоставил среднее значение и дисперсию темпов роста. По итогам исследования Э. Мансфилда гипотеза о выполнении закона Гибрата опровергнута в 70% тестируемых им случаев, поскольку, как выявил Э. Мансфилд, наблюдается обратная пропорциональная взаимосвязь между размером компаний и интенсивностью ее роста [48]. Выявленную тенденцию Э. Мансфилд объясняет «существованием зависимости между размером компаний и вероятностью покинуть рынок: крупные компании существенно менее подвержены риску вытеснения, чем небольшие; таким образом, меньшие компании растут более высокими темпами, чтобы увеличить шансы остаться на рынке, в то время как для более крупных компаний такая необходимость пропадает» [82]. В качестве одного из потенциальных объяснений вышеописанных результатов выступает теория Б. Йовановича, которая представляет собой «теорию отбора, учитывающую процесс входа компаний на рынок и выхода с него и при некоторых условиях способную объяснить наблюдаемые отклонения от закона Гибрата» [48]. Б. Йованович утверждает, что «в ходе операционной деятельности, ориентируясь на полученную прибыль, они получают представление об определенных параметрах эффективности, которые изначально им неизвестны; более эффективные компании продолжают деятельность, в то время как для менее эффективных оптимальным решением является выход с рынка; согласно

предположениям модели, рост, как и его дисперсия, отрицательно зависит от возраста компании; таким образом, закон Гибрата не выполняется для молодых компаний, которые зачастую являются более мелкими, но может быть вполне подходящей гипотезой для более зрелых и крупных фирм» [79].

Последующие многочисленные научные исследования, направленные на тестирование валидности закона Гибрата, отличались отраслевыми особенностями исследуемых компаний, использованием различных дополнительных допущений и добавлением в регрессионные модели тех или иных дополнительных факторов корпоративного роста. Так, в рамках упомянутого выше исследования Э. Мансфилда при тестировании регрессионной модели учитывались все компании рассматриваемых отраслей, в том числе и те, которые за исследуемый период времени покинули отраслевые рынки, иными словами, использовалось допущение об эквивалентности выхода с рынка той или иной компании отрицательным темпам роста, равным -100%; при этом в научных работах ряда других исследователей компаний, выбывшие из отраслевого рынка, исключались из тестируемой совокупности. Одной из таких работ стало исследование Д. Эванса [73], который также включил в спецификацию модели переменную возраста компаний и в качестве факторов учел квадраты переменных, предположив, что зависимость темпов роста как от размера, так и от возраста компаний может оказаться нелинейной. По итогам тестирования гипотезы на данных по 20 000 компаний США с 1976 г. по 1982 г. без учета отраслевой принадлежности Д. Эвансом сделан вывод о наличии обратной взаимосвязи как между ростом компании и ее размером, так и между ростом компании и ее возрастом. Кроме того, Д. Эванс установил положительное влияние возраста компаний на вероятность остаться на рынке, тем самым подтвердив выводы теории Йовановича.

Б. Контини, Р. Ревелли [70] в своей работе провели исследование валидности закона Гибрата на выборке итальянских компаний промышленного сектора дифференцировано для периодов

макроэкономического роста и спада, установив, что в условиях макроэкономического подъема рост компаний замедляется по мере увеличения возраста, а в условиях спада национальной экономики более высокими темпами растут более зрелые компании.

С. Дас [71] одним из первых провел исследование валидности закона Гибрата в условиях развивающейся экономики, протестировав регрессионную модель на примере выборки из более чем 50 компаний промышленного сектора Индии. Результаты исследования свидетельствовали о наличии отрицательной взаимосвязи между размером компании и темпами ее роста, при этом С. Дас установил, что степень влияния размера на рост компаний в условиях развивающейся экономики выше, чем для компаний, оперирующих на развитых рынках.

В дальнейшем отдельными учеными исследования проводились дифференцированно для крупных и мелких компаний, другие исследователи учитывали помимо переменных размера и возраста компании прочие факторы, такие, как расходы на исследования и разработки, структура капитала, уровень институционального развития страны и некоторые другие. В целом, большая часть исследований, направленных на установление валидности гипотезы Гибрата, отвергает данную гипотезу и свидетельствует о наличии влияния некоторых систематических факторов на корпоративный рост, при этом наличие и степень воздействия тех или иных факторов на рост компаний зависит от страновых условий их деятельности и отраслевых особенностей. Хронологически первым в качестве значимого фактора корпоративного роста стал рассматриваться размер компаний. С появлением теории Б. Йовановича и последующих исследований по тестированию закона Гибрата на различных отраслевых рынках разных стран еще одним ключевым значимым фактором корпоративного роста признан возраст компаний.

В отечественной научной литературе также есть ряд исследований, проводящих тестирование валидности закона Гибрата. Так, Н.К. Пирогов и М.Г. Поповидченко в своем исследовании сделали попытку установить

наличие систематических факторов корпоративного роста для российских компаний, включив в выборку для исследования данные по более чем 3,5 тыс. компаний, действующих в 15 отраслях экономики, за 10 лет по 2008 год включительно [49]. В рамках исследования авторы помимо факторов размера и возраста компании добавили в спецификацию модели несколько объясняющих переменных, учитывающих отраслевые особенности компаний в выборке и специфические показатели и параметры их деятельности, в том числе среднеотраслевой темп роста, коэффициент ликвидности, доходность инвестированного капитала, финансовый рычаг и некоторые другие. В качестве базовой модели при исследовании авторы использовали авторегрессионную модель, в рамках которой зависимой переменной выступает размер компании, при этом также проводя тестирование дополнительной спецификации модели, для которой в качестве зависимой переменной взят темп корпоративного роста, с целью верификации истинности результатов тестирования базовой модели. Также авторы учли возможность зависимости наличия и степени влияния тех или иных объясняющих переменных на зависимую переменную от первоначального размера компании, разделив всю выборку компаний на четыре подвыборки по признаку первоначального размера компаний. Полученные авторами результаты позволили сделать вывод о том, что «закон Гибрата для российских компаний не действует: существует устойчивая отрицательная зависимость темпов роста от размера компаний как на уровне всей выборки, так и на уровне размерных групп и отраслей; значимое положительное влияние на рост оказывают также такие факторы, как структура капитала (значимость и сила воздействия этого параметра варьируются в зависимости от отрасли), среднеотраслевой темп роста и минимальный эффективный размер компаний» [49].

Таким образом, закон Гибрата служит теоретическим фундаментом для проведения более углубленных и специализированных изысканий в вопросах анализа детерминант роста компаний, и, учитывая описанное выше, нельзя

утверждать о его абсолютной достоверности, поскольку закон выполняется лишь при определенных условиях и ограничениях. При этом зачастую выявляемые в рамках исследований отклонения от закона Гибрата хорошо согласуются между собой – в большинстве случаев делается вывод об обратной зависимости темпов роста компании от ее размера.

Реализация нового целеполагания в практике корпоративного менеджмента обусловила формирование в финансовой науке конца XX века концепции стоимостно-ориентированного управления. Данная концепция возникла в середине 1980-х годов, и ее формирование и развитие неразрывно связано с так называемым «сдвигом парадигмы» в теории и практике корпоративного управления. Этот термин в контексте корпоративных финансов и корпоративного управления подразумевает под собой тот факт, что на смену учетной (затратной) модели приходит стоимостная (финансовая) модель измерения и управления [64]. На сегодняшний день максимизация бухгалтерской прибыли утратила приоритетное значение среди важнейших ориентиров функционирования компаний. Как отмечается в работе [66], «в корпоративной среде все более явным образом формируется осознание неспособности учетной модели и, в частности, показателя бухгалтерской прибыли отражать степень развития бизнеса – прибыль не учитывает стоимость альтернативных вложений владельцев капитала, отражает только результаты деятельности компании за определенный период в прошлом, не учитывает долгосрочную эффективность, игнорирует риски, влияние внешних факторов, а также интересы части заинтересованных сторон, в конце концов, получение компанией прибыли может сопровождаться одновременным ухудшением рентабельности деятельности и не позволяет судить о наличии свободного денежного потока, доступного владельцам капитала; ориентация менеджмента на достижение максимально возможной прибыли к концу отчетного периода может привести к снижению долгосрочной эффективности» [66]. Смещение акцентов происходит в сторону стратегического управления, ориентированного на стоимость, коим

и является VBM. Данная концепция предполагает отказ от бухгалтерских критериев благосостояния и предлагает сконцентрироваться на одном интегральном критерии, который отражает эффективность управленческих решений, при этом является понятным и прозрачным для акционеров и инвесторов – стоимости корпорации.

В качестве первоисточников концепции VBM чаще всего упоминаются:

- модель акционерной добавленной стоимости А. Раппапорта [15];
- экономическая добавленная стоимость Стерна-Стюарта [16];
- экономическая прибыль Коупленда-Колера-Муррина [5];
- денежная добавленная стоимость Левиса [84].

Появление упомянутых моделей, получивших широкое распространение в теории и практике корпоративных финансов, позволило создать методологический фундамент для дальнейшего развития стоимостно-ориентированного подхода к управлению посредством обобщения и синтеза накопленного практического опыта. Сегодня инструментарий теоретиков и практиков корпоративного управления содержит целый ряд интерпретаций и разновидностей концепции стоимостного управления: SVA (Shareholder Value Added); EVA (Economic Value Added); CVA (Cash Value Added); MVA (Market Value Added); CFROI (Cash Flow Return on Investment); FCFF (Free Cash Flow to Firm); EBM (Expectations-Based Management); RCF (Residual Cash Flow); CFA (Cash flow added); Модель Эдварда-Белла-Ольсона (EBO) и др.

Как отмечается в работе [60], отмеченные модели VBM предполагают «поиск интегрального индикатора, который позволит менеджерам измерять, прогнозировать величину стоимости корпорации и осуществлять мониторинг и управление ею; причем подходы к ее оценке принципиально отличаются от традиционных методов оценки бизнеса (затратного, доходного, сравнительного), дающих «точечный» во времени результат, не предусматривающий оперативное и стратегическое управление компанией» [60].

Следует также отметить подходы ряда отечественных авторов, в частности, С.С. Кузьмина, А.Т. Зуб, М.В. Кудиной [42], к систематизации теорий и моделей корпоративного роста на основании методологии парадигм. Под парадигмой корпоративного роста, согласно мнению авторов, понимается «ряд различных теорий, концепций, моделей роста компаний, объединенных вокруг характерного для парадигмы «ядра», состоящего из теоретико-методологических принципов, определяющего методы, направления и задачи исследований в рамках данной парадигмы» [42]. По мнению авторов, основным классифицирующим признаком парадигм является подход к восприятию компании либо в качестве механической, либо в качестве органической системы. Таким образом, С.С. Кузьминым, А.Т. Зуб, М.В. Кудиной выделяются три основные парадигмы корпоративного роста: казуальная, парадигма результатов роста и процессная парадигма [34].

С.С. Кузьмин отмечает, что казуальная парадигма основана на интерпретации сущности компании в качестве «механистической системы, которая предполагает описание всех организационных процессов как детерминированных причинно-следственными связями, а задача исследователя состоит в том, чтобы их описывать и делать однозначные предсказания относительно последствий того или иного воздействия на организацию; организация уподобляется механизму, где движение любой его части строго предопределено силами, действующими со стороны других частей, а теоретическое описание функционирования механизма представляет собой «чертеж», однозначно определяющий взаимодействие частей механизма» [42]. По мнению автора, «механистическое понимание организации породило следующее представление о росте: если вы хотите добиться роста фирмы, определите факторы, детерминирующие рост, и создайте условия для их возникновения и усиления» [43].

Каузальная парадигма допускает факт множественности причин роста и их синергию. Так, например, американские исследователи Б. Джилберт, П. МакДугалл и Д. Аудреч [76] определяют в качестве факторов роста

«наличие доступных ресурсов, четко сформулированной стратегии роста фирмы, ее благоприятного рыночного и географического положения, а также личных качеств предпринимателя – ясности целей, воли, готовности рисковать, наличия знаний и навыков».

Для применения подходов и моделей казуальной парадигмы зачастую требуются особые техники и навыки, что объясняется их значительной методологической сложностью. В качестве примера можно привести модель роста на основе сбалансированной системы показателей Р. Каплана и Д. Нортона [3], которая, как отмечают авторы, предполагает «сбалансированное взаимодействие четырех факторов роста – отношение компании к клиентам, внутренние бизнес-процессы, обучение и развитие персонала, привлекательные для акционеров финансовые показатели; сочетание этих показателей должно быть эффективным, то есть создавать оптимальные условия для роста капитализации компании» [43].

Интерпретируя компанию как органическую систему, авторы выделяют две другие парадигмы корпоративного роста – парадигму результатов роста и процессную парадигму. С этой точки зрения компания рассматривается авторами как «сложная система, состоящая из ряда взаимосвязанных подсистем, а ее свойства не сводятся к сумме свойств составляющих ее подсистем; компания как система проявляет эмерджентность, то есть способность к появлению новых свойств, адаптации к меняющейся внешней среде, и признаки диссипативной структуры, способной к самоорганизации и повышению системной сложности» [42].

Согласно подходу С.С. Кузьмина, парадигма результатов роста «исследует организационные изменения, сопровождающие рост, в рамках нее ставится вопрос не столько о причинах роста, сколько о его последствиях; исследования в рамках этой парадигмы задаются представлениями о существовании фаз роста, о смене периодов монотонного роста и быстрых радикальных преобразований, о существовании особых зон развития, характеризующихся повышенным риском банкротства, «точек бифуркации»;

теории парадигмы результатов роста берут на себя практическую управленческую функцию, освещая руководству возможную траекторию развития компании и желательные изменения на разных этапах движения по этой траектории, составляя прогнозы относительно угроз и мер по их предотвращению, таких, например, как реструктуризация, реинжиниринг бизнес-процессов или изменение принципов управления финансами» [43]. Автор отмечает, что «относящиеся к парадигме результатов роста многочисленные модели жизненного цикла компаний основываются на представлении, что рост компании представляет собой изменение сложившегося динамического равновесия компании и ее окружения в направлении достижения нового равновесия; поэтому рост не является постепенным, монотонным процессом: на определенных этапах жизненного цикла ускоряется, а на других – замедляется» [43].

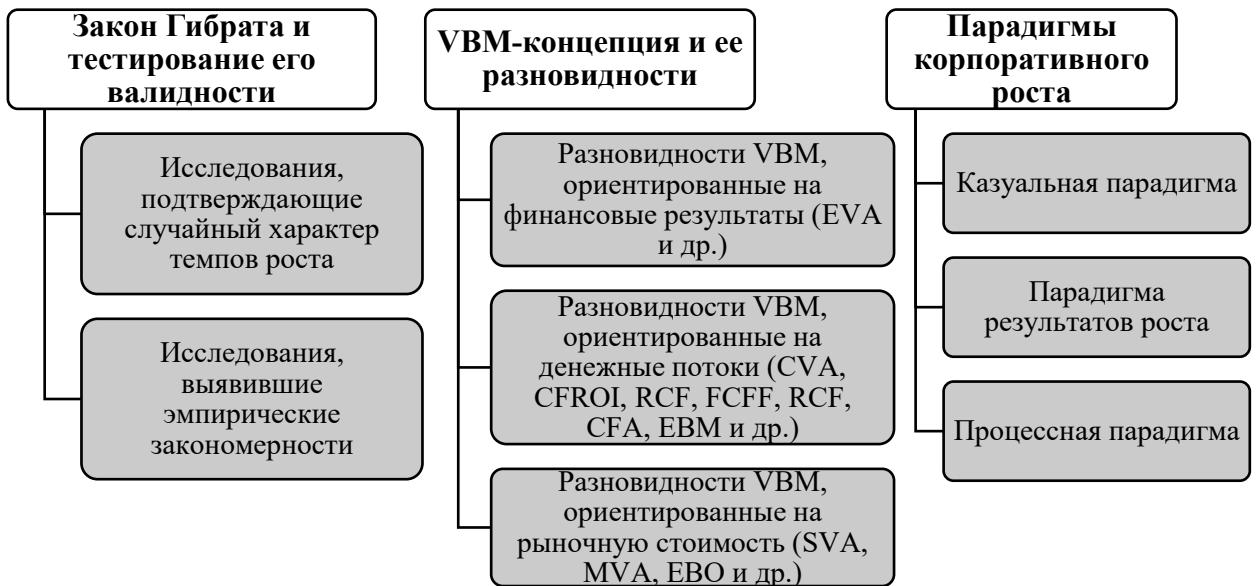
Общенаучным базисом парадигмы результатов роста выступает популяционно-экологический подход, который сформировался в биологии в 1970-1980 гг., а сегодня применяется также в экономике и прочих научных отраслях. С.С. Кузьминым отмечается, что «если предметом исследования популяционной экологии являются закономерности развития и жизненные циклы популяций живых организмов, то аналогичные закономерности можно обнаружить и при изучении эволюции компаний одной отрасли, конкурирующих за одни и те же ресурсы на одних и тех же рынках и изменяющихся под воздействием «естественному отбора», обеспечивающего выживание наиболее приспособленных» [42]. Описанное сравнение используется в рамках экономической теории экологии организационных популяций, основу которой заложили Р. Нельсон и С. Уинтер [6] еще в начале 1980-х годов, и в дополнительной ее концепции организационной ДНК.

С.С. Кузьмин отмечает, что «процессная парадигма корпоративного роста представлена теориями, выявляющими и описывающими сопровождающие рост организационные изменения, часто выступающие в качестве условия роста; рассматривая рост компании как данность, теории

процессной парадигмы исследуют процессы, которые происходят на его этапах; цель их исследования описывается вопросом: «Каким образом рост отражается в изменениях структуры, культуры и бизнес-процессов организации и на ее взаимоотношениях со стейкхолдерами?»; в рамках этой парадигмы создается образ растущей организации, в которой рост приводит к разносторонним изменениям, охватывающим все ее подсистемы; некоторые из них носят позитивный характер, «работая» на повышение организационной эффективности, другие же составляют новые и часто неожиданные препятствия роста (например, рост бюрократизации уровней принятия решений)» [43].

Теории данной парадигмы авторы называют дескриптивными, поскольку они «описывают процессы, характерные для одной или нескольких организаций, что не позволяет сформулировать общие закономерности роста, действительные для определенного типа организаций; они лишь регистрируют события и описывают произошедшее, а их предметом являются особенные, характерные для данной конкретной организации черты и показатели роста» [42]. Авторы отмечают, что «процессная парадигма предполагает существование различных траекторий развития для разных организаций, ориентируя исследователей на понимание индивидуальности роста, уникальности конкретных его событий, которые привели к данному результату, тем самым легитимируя случайность как существенное условие роста; в практическом плане при разработке стратегий роста парадигма ориентирует менеджеров на творчество, поиск индивидуальных путей и методов, предостерегая от копирования чужого успеха» [42].

Таким образом, вековая эволюция взглядов на корпоративный рост способствовала появлению множества исследований теоретического и прикладного характера. В наиболее общем виде их совокупность может быть представлена следующими направлениями научных интересов, представленными на рисунке 1 [68].



Источник: составлено автором по материалам [43; 48; 68].

Рисунок 1 – Классификация концепций корпоративного роста

В зависимости от интерпретации корпоративного роста и методологии его исследования практически в каждой теории этой области знаний анализируются модели роста, каждая из которых обусловлена определенными детерминантами.

Производными от трактовки корпоративного роста по его источникам (расширение бизнеса за счет внутренней доходности или за счет слияний и поглощений) различают [61]:

- органический рост или модель внутреннего роста;
- неорганический рост или модель внешнего роста.

Модель внутреннего роста предполагает реализацию стратегий корпоративного роста путем использования имеющихся у корпорации внутренних ресурсов и в пределах уже существующих в ней бизнес-структур. Как отмечается в работе [60], «ключевая особенность модели внутреннего роста заключается в реинвестировании накопленной прибыли предыдущих лет в сочетании с привлечением заемного капитала для финансирования существующего бизнеса» [60]. Модель внутреннего роста предполагает, что новые направления бизнеса формируются в пределах корпорации за счет

разработки новой продукции, внедрения инноваций, проведения маркетинговой кампании и пр. Корпоративный рост, обеспечиваемый за счет новых направлений бизнеса, расширения производственных мощностей, наращивания производства и реализации продукции представляет собой альтернативу расширения путем поглощения бизнеса извне, и, как правило, корпорации придерживаются стратегий внутреннего роста в качестве базовой модели корпоративного роста. Такие стратегии роста не обеспечивают сиюминутного и в то же время значительного расширения масштабов деятельности, но при этом характеризуются относительно несущественным уровнем неопределенности и риска. Модель внутреннего роста создает условия для совершенствования существующей операционной бизнес-модели, таким образом активизируя новый импульс к корпоративному росту.

Модель внешнего роста ориентируется на расширение корпорации путем поглощения и присоединения сторонних хозяйствующих субъектов, слияния с другими организациями, за счет чего корпорации удается обеспечить значительное расширение масштабов деятельности [68].

На ранних стадиях жизненного цикла корпорациям, как правило, присуща модель внутреннего роста за счет активного расширения продаж и освоения новых рынков. При этом более зрелые и крупные корпорации с целью увеличения своей доли на рынке применяют также и инструменты внешнего корпоративного роста. Таким образом, ключевым преимуществом модели внутреннего роста является возможность оперативного проникновения на новые рынки, быстрого выхода на глобальный рынок, существенное расширение бизнес-структуры корпорации, усиление ее стратегических позиций и рост корпоративной стоимости. Модель внутреннего корпоративного роста представляет собой в значительной степени менее быстрый механизм наращивания стоимости корпорации в сравнении с моделью внешнего роста. Корпоративный рост осуществляется поступательно путем задействования исключительно внутренних ресурсов, в каждой вновь осваиваемой области необходимо мобилизовать ресурсы

и ожидать выхода на ожидаемый уровень эффективности в новых организационных условиях [60].

Модель внешнего роста обеспечивает скачкообразную динамику, хотя, как показывает практика, при слияниях и поглощениях корпорации подвергают себя значительно более высокому риску. Результаты множества исследований таких сделок позволяют сделать вывод о том, что лишь каждая третья сделка M&A обеспечивает корпорациям положительный синергетический эффект и прирост стоимости объединенной корпорации.

В зависимости от масштаба и зрелости странового рынка (прежде всего финансового) и уровня развития VBM, различают финансовую и учетную модель измерения и управления.

Финансовая (стоимостная) модель измерения и управления, ориентированная на максимизацию рыночной стоимости бизнеса и богатства его собственников, характерна для стран с развитым фондовым рынком и разделением функций владения и управления. Ключевым индикатором корпоративного роста в этом случае становится та или иная разновидность VBM-концепции.

Учетная (затратная) модель измерения и управления, ориентированная на максимизацию бухгалтерских метрик, прежде всего, чистой прибыли, характерна для развивающихся экономик, где разделение функций владения и управления носит дискретный характер [68].

Также в теории и практике корпоративного управления выделяют классификацию стратегий роста по критерию его темпов:

- суперрост – компания достигает высоких темпов роста в сравнительно короткие сроки и завоевывает доминирующее положение на рынке;
- динамичный рост – компания развивается темпами роста, превышающими среднерыночные значения, находясь среди лидеров

по индикаторам роста, однако еще не достигнувшая доминирующего положения на рынке;

- скачкообразный рост – обеспечивается внезапными и непродолжительными приращениями корпоративной стоимости и/или иного индикатора роста;
- умеренный рост – компания придерживается среднеотраслевых темпов развития;
- медленный рост – компания демонстрирует темпы роста, отстающие от показателей в среднем по рынку;
- замедление роста – компания достигает абсолютного прироста индикаторов активов, продаж, прибыли, который, однако, сопровождается сокращением их относительного изменения – темпов прироста [68].

Еще одна важная характеристика корпоративного роста – его интенсивность или экстенсивность. Под интенсивным корпоративным ростом следует понимать расширение масштабов деятельности, обусловленное более эффективным использованием имеющихся в распоряжении компании ресурсов. В рамках оценки интенсивности корпоративного роста распространено применение показателей оборачиваемости. При этом большинство отечественных компаний характеризуется экстенсивным ростом, представляющим собой рост, сопровождающийся сокращением эффективности использования investированного в компанию капитала. Тем временем неэффективное использование привлеченного капитала компаниями на развитых финансовых рынках подвергает сомнению оправданность его использования.

Оценка ключевых индикаторов эффективности позволяет защититься от модели «рост ради роста». Реализация данной оценки базируется на применении метрик рентабельности, среди которых:

- рентабельность продаж, позволяющая оценить эффективность ценовой политики и определить, какую сумму прибыли приносит каждая денежная единица продаж ( $ROS = \text{Profit} / \text{Sales}$ );
- рентабельность производства, позволяющая оценить и сопоставить уровень маржинальности различных продуктов компании ( $ROC = \text{Profit} / \text{Cost of sales}$ );
- рентабельность активов, которая позволяет сделать вывод о степени эффективности задействования ресурсного потенциала компании ( $ROA = \text{Profit} / \text{Assets}$ );
- рентабельность собственного капитала, которая дает возможность оценить уровень доходности капитала, инвестированного собственниками в компанию ( $ROE = \text{Profit} / \text{Equity}$ ).

Анализ вышеупомянутых индикаторов, а также динамики абсолютных показателей дает возможность сформулировать вербальную модель роста, среди которых можно выделить следующие типы:

- экстенсивный рост, который сопровождается «позитивной динамикой абсолютных индикаторов, обусловленной наращиванием объема ресурсов; при такой модели прослеживаются высокие значения g-коэффициентов при ухудшении индикаторов рентабельности и оборачиваемости; при особенно неблагоприятном сценарии экстенсивного роста наблюдается модель «рост ради роста», характеризующаяся положительной динамикой абсолютных показателей при ухудшении индикаторов эффективности, нарушении «золотого правила экономики предприятия» и усугублении финансовых рисков» [68];
- интенсивный рост, который сопровождается «позитивной динамикой абсолютных показателей, обусловленной в первую очередь ускорением оборачиваемости активов; при такой модели роста высокие значения g-коэффициентов сочетаются с улучшающимися индикаторами оборачиваемости и ВЕР-коэффициентами, при этом показатели

рентабельности могут как улучшаться, так и ухудшаться, могут иметься диспропорции при анализе сбалансированность роста, а также значительные, но при этом не растущие финансовые риски; одной из модификаций является модель догоняющего роста, характеризующаяся наращиванием объема ресурсов и улучшающимися индикаторами эффективности» [68];

- агрессивный рост, который сопровождается «динамичным ростом абсолютных показателей при значительных индикаторах эффективности и интенсивности; однако существенным недостатком данной модели выступает нарастание финансовых рисков» [63];

- сбалансированный рост, который сопровождается «позитивной динамикой абсолютных показателей при полном соблюдении «золотого правила экономики предприятия», стабильностью в динамике показателей финансового состояния и стабильной тенденцией роста индикаторов рентабельности и оборачиваемости» [63];

- устойчивый рост, который в исторической ретроспективе интерпретировался как рост, обеспеченный собственными источниками финансирования, прежде всего за счет прибыли [54]; впоследствии разные авторы расширяли понимание устойчивого роста и интерпретировали его с точки зрения расчетного прироста, которого компания может достичь при сохранении операционной и финансовой политики [35], стабильной приростной динамики выручки (добавленной стоимости) и т.д.

По способам масштабирования бизнеса и механизмам роста модели дифференцируются на:

- вирусный рост – самоподдерживающийся процесс распространения информации о продукте или услуге, при котором существующие пользователи привлекают новых; эта модель роста обеспечивается: качеством продукта / услуги, благодаря которому работает «сарафанное» радио; простотой обмена информацией (ссылки или кнопки

в социальных сетях); вознаграждением за рекомендации, которые мотивируют пользователей распространять информацию; интенсивность вирусного роста измеряется вирусным коэффициентом, который характеризует, какое количество дополнительных клиентов способен привести за собой каждый новый клиент – в случае, если коэффициент составляет 1, то только один из каждого десяти клиентов приведет за собой дополнительного клиента, а если коэффициент превышает 1, то будет обеспечен экспоненциальный рост;

- «липкий» рост, то есть обеспеченный не только привлечением новых клиентов, но и их удержанием; эта модель роста реализуется тогда, когда скорость появления новых клиентов превышает коэффициент потери, то есть происходит «накопление клиентов»;
- оплаченный рост, то есть обеспеченный расходами на рекламу и продвижение продукта / услуги; интенсивность оплаченного роста зависит от стоимости привлечения нового клиента и доходности каждого существующего клиента [8].

Вышеописанное представляет собой обобщение и систематизацию научных знаний в области корпоративного роста, где разнообразные модели структурируются по правилам таксономии. В данном случае 18 моделей корпоративного роста структурированы по пяти критериальным признакам. Таксономия моделей корпоративного роста представлена на рисунке 2 [68].

В практике управления западных компаний корпоративный рост является несомненной доминантой более конкурентоспособных корпораций, что находит свое отражение в управлеченческих регламентах [60]. Сегодня в наиболее развитых экономиках стратегия корпоративного роста реализуется на основе принципов стоимостно-ориентированного управления, на котором следует остановиться подробнее.

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 по материалам [8; 35; 54; 61; 63].

Рисунок 2 – Таксономия моделей корпоративного роста

## **1.2 Ключевые индикаторы корпоративного роста на развитых финансовых рынках (стоимостно-ориентированный подход)**

Как описано выше, ключевым индикатором роста в практике корпоративного управления в развитых экономиках выступает стоимость как интегральный критерий результативности компании в рамках VBM-концепции. Говоря о стоимости как экономической категории, важно отметить, что существует множество подходов к интерпретации как понятия стоимости, так и понятия стоимости корпорации. Исторически сформировались две основные трактовки стоимости – стоимость товара как потребительная стоимость, иными словами, его полезность, способность удовлетворить те или иные потребности человека (трактовка маржиналистской теории) и стоимость товара как его внутреннее свойство, определяемое затратами труда, воплощенного в товаре (трактовка марксистской теории) [7]. Стоимость же корпорации также следует рассматривать как комплексное понятие, которое объединяет в себе две составляющие – фундаментальную стоимость и рыночную стоимость.

Фундаментальная стоимость корпорации – это дисконтированная стоимость денежных потоков, которые она способна генерировать за оставшееся время ее существования. Фундаментальная стоимость отражает оценку перспектив развития корпорации, ее способность приносить выгоды и удовлетворять интересы всех заинтересованных сторон – собственников, кредиторов, менеджеров.

Понятие рыночной стоимости, в свою очередь, также в финансовой среде интерпретируется по-разному. Так, Федеральным законом № 135-ФЗ «Об оценочной деятельности в Российской Федерации» от 29 июля 1998 года [19] и Федеральным стандартом оценки «Виды стоимости (ФСО II)» [27] устанавливается, что «под рыночной стоимостью объекта оценки понимается наиболее вероятная цена, по которой данный объект оценки может быть отчужден на открытом рынке в условиях

конкуренции, когда стороны сделки действуют разумно, располагая всей необходимой информацией, а на величине цены сделки не отражаются какие-либо чрезвычайные обстоятельства, то есть когда:

- одна из сторон сделки не обязана отчуждать объект оценки, а другая сторона не обязана принимать исполнение;
- стороны сделки хорошо осведомлены о предмете сделки и действуют в своих интересах;
- объект оценки представлен на открытом рынке посредством публичной оферты, типичной для аналогичных объектов оценки;
- цена сделки представляет собой разумное вознаграждение за объект оценки без принуждения к совершению сделки в отношении сторон сделки с чьей-либо стороны;
- платеж за объект оценки выражен в денежной форме».

Кроме того, под понятием рыночной стоимости корпорации может также подразумеваться ее рыночная капитализация, то есть текущая стоимость на бирже согласно котировкам ее акций.

Понятие фундаментальной стоимости имеет вероятностный характер, поскольку ее величина опирается на прогноз будущих денежных потоков, тогда как рыночная стоимость (как рыночная капитализация) характеризуется рыночной ценой акции в определенный момент времени, а рыночная цена, в свою очередь, фиксирует итог состоявшихся биржевых сделок. Фундаментальная и рыночная стоимости корпорации, очевидно, чаще всего не соответствуют друг другу, но при этом находятся во взаимосвязи. Фундаментальная стоимость – категория внутренняя, она формируется в процессе производственной, финансовой, инвестиционной деятельности корпорации. Среди факторов, которые воздействуют на фундаментальную стоимость, существенное влияние имеют такие, как уровень компетенции управленицев, информационное обеспечение и благоприятные отношения с инвесторами, под влиянием которых фундаментальная стоимость корпорации становится величиной косвенно наблюдаемой, когда инвесторы

и прочие субъекты рынка на основе публичной информации становятся осведомленными о положении дел и формируют мнение об успешности функционирования в будущем, и, в конце концов, под влиянием ценообразующих факторов на фондовом рынке фундаментальная стоимость трансформируется в рыночную капитализацию [41]. Таким образом, рыночную капитализацию можно назвать категорией производной от фундаментальной стоимости, рыночная капитализация – ее индикатор. И, будучи зависимой от рыночной цены, она представляет собой величину, сильно подверженную внешним, неподвластным менеджменту событиям, ее положительные и отрицательные отклонения, которые зачастую не поддаются какому-либо рациональному объяснению, приводят к переоценке либо недооценке компании. Потому внимание данной работы сконцентрировано прежде всего на внутренней, фундаментальной стоимости.

Стоимость в рамках стоимостно-ориентированного управления корпорацией представляет собой инструмент, позволяющий оценивать результативность управления корпорацией, осуществлять мониторинг реализации ее стратегии, текущее благосостояние и перспективы развития в будущем. Если обратиться к трактовке стоимостно-ориентированного управления различных авторов, изучавших концепцию VBM, можно увидеть, что их мнения разделились относительно вопроса о критерии оптимизации. Так, ряд авторов, в том числе Т. Коупленд, Т. Коллер, Дж. Муррин [5], придерживаются мнения о том, что стоимость следует максимизировать. К другой группе относятся авторы, которые рассматривают в качестве критерия оптимизации рост стоимости, а не максимизацию [1]. При этом следует отметить, что в более поздних работах исследователи вопросов VBM придерживаются именно последнего, более сдержанного критерия – роста стоимости. Данный критерий выглядит более предпочтительным, поскольку, во-первых, не представляется возможным определить максимально возможное значение стоимости корпорации, к которому она должна стремиться, в том числе потому, что данное значение постоянно меняется

под влиянием изменчивых факторов внутренней и внешней среды; во-вторых, встает вопрос об оптимальности критерия максимизации, ведь стремление менеджмента любой ценой нарастить стоимость к концу определенного периода времени может увеличивать риск ограничения ее роста в долгосрочной перспективе. Более того, рост стоимости корпорации едва ли может быть стабильным в условиях цикличности развития экономики. Поэтому корпоративное управление должно ориентироваться не на прирост стоимости в каждом отдельно взятом периоде, а на поддержание долгосрочной тенденции роста стоимости [7].

Таким образом, обобщая сказанное выше, можно сделать вывод о том, что применение концепции стоимостно-ориентированного управления в корпорации должно осуществляться посредством реализации стратегии роста фундаментальной стоимости в долгосрочном периоде, при этом обеспечивающей баланс интересов акционеров, инвесторов, менеджмента и прочих заинтересованных лиц.

Сегодня принципы стоимостно-ориентированного управления используют в своей деятельности большое количество зарубежных компаний, которые, как правило, для внедрения VBM привлекают специалистов консалтинговых компаний. По этой причине наиболее известные подходы к корпоративному управлению, ориентированному на стоимость, зародились именно в международных консалтинговых компаниях, обобщивших теоретические знания и богатый практический опыт.

Исторически первым подходом к трактовке VBM, получившим широкое признание, стал подход американского экономиста А. Раппапорта [15], соучредителя Alcar Group Inc., в 1993 году ставшей частью L.E.K. Consulting Group LLC. В 1980-е годы им впервые введено понятие акционерной добавленной стоимости (Shareholder Value Added, SVA, торговая марка L.E.K. Consulting), которую он определил как «разницу между оценкой стоимости в случае внедрения анализируемой стратегии развития компании и базовой величиной стоимости, которая, в свою очередь, учитывает текущую

рыночную оценку акций компании» [15]. Таким образом, SVA рассчитывается по формуле (2)

$$SVA = SHV_t - SHV_{t-1}, \quad (2)$$

где SVA – акционерная добавленная стоимость;

SHV – акционерная стоимость компании (внутренняя стоимость за вычетом рыночной стоимости долга);

$t$  – момент времени.

Методология А. Раппапорта базируется на установлении взаимозависимости факторов создания стоимости и пятью движущими силами отраслевой конкуренции по модели Портера. А. Раппапорт считал ключевыми драйверами увеличения денежных потоков темпы прироста продаж и операционную маржу. Модель А. Раппапорта предполагает определение сумм вознаграждения управленцев компании исходя из индикаторов создания стоимости. Должны быть разработаны такие показатели, которые объективно оценивают вклад того или иного менеджера в формирование добавленной стоимости и будут являться базой премирования. Несмотря на практическую применимость модели А. Раппапорта, ее интеграции с моделью Портера, А.Л. Рожковский отмечает, что модель SVA опирается на ряд сомнительных допущений, подчеркивая, что «прирост дохода за счет стратегических инвестиций обеспечивается уже в период их осуществления, прирост величины операционной прибыли экстраполируется в бесконечность, факторы стоимости являются константами, привязанными к объему продаж».

Одной из наиболее популярных моделей в рамках концепции VBM является модель экономической добавленной стоимости (Economic Value Added, далее – EVA, торговая марка консалтинговой компании Stern Stewart & Co), основанная в 1990-е годы Дж. Стерном и Б. Стюартом [16]. Ими предложено решение проблемы трансформации показателей

бухгалтерской отчетности корпораций в показатель стоимости. Расчет EVA, опирающийся на бухгалтерские показатели, производится по формуле (3)

$$EVA = NOPAT - WACC \times CE = (ROIC - WACC) \times CE, \quad (3)$$

где EVA – экономическая добавленная стоимость, созданная всем инвестированным в компанию капиталом;

NOPAT (Net operating profit after taxes) – чистая операционная прибыль после налогообложения;

WACC (Weighted average cost of capital) – средневзвешенная стоимость привлеченного капитала;

CE (Capital employed) – сумма инвестированного капитала;

ROIC (Return on invested capital) – рентабельность инвестированного капитала, исходя из формулы (3)  $ROIC = NOPAT / CE$ .

EVA, по сути, представляет собой остаточный доход, то есть экономическую прибыль корпорации. Идея расчета данного показателя заключается в следующем: инвестор должен иметь отдачу, которая компенсировала бы принятый им риск, отраженный в стоимости задействованного капитала. Положительная величина экономической добавленной стоимости интерпретируется как рост стоимости компаний, создание ценности, увеличение богатства акционеров, отрицательная EVA свидетельствует о «разрушении» стоимости. Соответственно, чем больше ее значение, тем при прочих равных условиях выше эффективность использования привлеченных источников финансирования компанией.

Авторы EVA Дж. Стерн и Б. Стюарт рассматривают четыре аспекта деятельности компании, которые затрагивает их концепция («четыре М для EVA»): measurement (отчетность), management (планирование и бюджетирование), motivation (система мотивации управленцев), mindset (сдвиг в корпоративной культуре) [16]. Дж. Стерн и Б. Стюарт

отмечают, что «положительной чертой модели экономической добавленной стоимости является ее непосредственная взаимосвязь с созданием стоимости компании, благодаря чему менеджмент функционирует и принимает управленческие решения таким образом, как если бы менеджеры являлись собственниками; использование экономической добавленной стоимости как инструмента управления в компании способствует сдвигу корпоративной культуры в сторону менеджмента, действующего по-предпринимательски, нацеленного на формирование стоимости, а также децентрализации процессов принятия решений» [29]. Минусом же модели EVA можно назвать искажение бухгалтерской информации, которая лежит в основе ее расчета, в связи с чем могут возникнуть трудности в сравнении величины EVA разных компаний.

В это же время, параллельно с исследованиями создателей EVA, сформировалась трактовка концепции VBM Т. Коупленда, Т. Коллера и Дж. Муррина [5], представлявших международную консалтинговую компанию McKinsey. Появление концепции Коупленда-Коллера-Муррина обусловлено необходимостью формирования у менеджеров и всех остальных стейкхолдеров корпорации мышления, нацеленного на стоимость. Концепция базируется на мониторинге величины экономической (остаточной) прибыли, которая рассчитывается по формуле (4)

$$EP = NP - E_0 \times C_E = (ROE - C_E) \times E_0, \quad (4)$$

где EP (Economic profit) – экономическая прибыль;

NP (Net profit) – чистая прибыль;

$E_0$  – собственный капитал на начало периода;

$C_E$  – стоимость собственного капитала;

$ROE_i$  (Return on equity) – рентабельность собственного капитала.

Также следует отметить, что концепция предполагает кроме применения модели экономической прибыли как критерия прироста стоимости в краткосрочной перспективе также модель DCF в качестве критерия стоимости в долгосрочном периоде.

Внедрение стоимостного мышления предполагает, согласно концепции, выявление факторов, непосредственным образом воздействующих на прирост стоимости, включая такие, как создание соответствующей системы мотивации персонала, ключевых показателей эффективности и пр. Отличием данной концепции от предыдущих трактовок VBM также можно назвать подход к определению инвестиированного капитала: если модель EVA предполагает оценку показателя IC при помощи корректировок балансовой оценки его компонентов, то рассматриваемая концепция подразумевает также стоимостную оценку нематериальных активов, не учитываемых в бухгалтерском учете. Центральное место в процессе создания стоимости занимает структура бизнес-портфеля: в соответствии с концепцией Коупленда-Коллера-Муррина, целесообразно провести анализ каждого направления бизнеса с точки зрения его эффекта на прирост стоимости, его потенциала роста, возможностей и перспектив реструктуризации.

Концепция консультантов из McKinsey далеко не ограничивается моделью остаточной прибыли – авторы предложили целый ряд рекомендаций по оценке корпорации и интерпретации ее результатов. Одним из примеров является так называемая гексаграмма структурной перестройки, представленная на рисунке 3.

По мнению авторов, гексаграмма позволяет «количественно измерить эффективность рычагов создания стоимости: информационного обмена с инвесторами, внутренних улучшений, отъединения структурных подразделений, перспектив роста (как органического, так и через слияния и поглощения), финансового конструирования» [29].



Источник: [5].

Рисунок 3 – Гексаграмма структурной перестройки

Следующий подход к интерпретации VBM, на который следует обратить внимание – модель CFROI (cash flow return on investment), предложенная компанией HOLT Value Associates [13]. CFROI, по сути, представляет собой «внутреннюю норму доходности», то есть ставку, при которой суммарные денежные притоки соответствуют суммарным оттокам денежных средств; показатель полезен для определения спреда доходности: если величина CFROI выше требуемой владельцами капитала доходности, можно сделать вывод о приросте стоимости компании, при превышении же требуемой доходности над значением CFROI стоимость компании разрушается» [13]. Таким образом, данная концепция рассматривает компанию как инвестиционный проект, а показатель CFROI отражает запас его прочности.

Поскольку подход HOLT Value Associates основан на расчете денежных потоков, его применение нивелирует бухгалтерские искажения, что является преимуществом данного подхода, например, над моделями EVA или EP. Помимо этого, модель CFROI предполагает расчет денежных притоков и оттоков в текущих ценах, таким образом учитывая влияние инфляции. При этом данная концепция имеет ряд недостатков. Так, показатель CFROI

выражается в виде относительной величины, а потому он не отражает величину прироста или снижения стоимости компании за период, как уже упомянутые EVA и EP. Кроме того, как отмечается в работе [7], «при определении CFROI определяется внутренняя норма доходности за период жизненного цикла компании, следовательно, величину стоимости капитала необходимо определить на аналогичном временном горизонте, что сделать довольно затруднительно, поскольку осуществить прогноз стоимости заемного финансирования на 5, 10 и более лет с высокой степенью точности едва ли представляется выполнимой задачей» [7].

Также следует упомянуть такие модели, применяемые при стоимостном управлении компанией, как MVA и CVA.

Метод рыночной добавленной стоимости (Market Value Added) – метод, позволяющий оценить разницу в оценке компании субъектами финансового рынка (рыночная стоимость) и скорректированной балансовой стоимости заемного и акционерного капитала, вложенного в предприятие, то есть это показатель, характеризующий премию, которой рынок «награждает» предприятие, помимо инвестированных владельцами его капитала ресурсов [38]. Показатель MVA рассчитывается по формуле (5)

$$MVA = (MC + D) - CE, \quad (5)$$

где MVA – рыночная добавленная стоимость;

MC (Market capitalization) – рыночная капитализация;

D (Debt) – рыночная стоимость долга;

CE (Capital employed) – инвестиированный капитал.

Таким образом, MVA представляет собой критерий создания стоимости, отражающий, как рынок оценивает возможности компании по генерированию будущих значений EVA. Также считается, что MVA эквивалентна приведенной стоимости ожидаемых в будущем составляющих EVA,

и в научной литературе встречается также используемая для расчета MVA формула (6)

$$MVA = \sum_{t=1}^n \frac{EVA_t}{(1+WACC)^t} - CE, \quad (6)$$

где MVA – рыночная добавленная стоимость;  
 EVA – экономическая добавленная стоимость;  
 WACC – средневзвешенная стоимость капитала;  
 CE – инвестированный капитал;  
 t – период времени.

Как отмечается в работе [29], «положительное значение MVA говорит о том, что компания создает ценность для акционеров, отрицательное же значение свидетельствует о том, что ценность инвестиционных решений ниже, чем стоимость капитала, вложенного в предприятие, что означает, что ценность разрушена; иначе говоря, если рыночные ожидания позитивны и предполагают, что предприятие способно обеспечивать в будущем доходность не ниже, чем затраты на привлечение финансирования, то MVA должно быть не ниже 0, и наоборот» [29].

Другим недостатком EVA, которое присуще и MVA, является тот факт, что оценка данных показателей оторвана от движения денежных потоков, тогда как именно денежные потоки компании зачастую находятся в фокусе потенциальных инвесторов и кредиторов. Нивелируют отмеченный недостаток методы оценки стоимости, ориентирующиеся на управление денежными потоками.

Еще одной из моделей, кроме CFROI, которые основаны на расчете денежных потоков, является модель денежной добавленной стоимости (Cash Value Added), предложенная в конце 1990-х годов Е. Оттосоном и Ф. Вейссенриедером [84]. Данная модель основана на расчете разницы между чистым денежным потоком, генерируемым компанией, и стоимостью

финансирования компании. Можно заметить, что подход к оценке CVA напоминает формулу расчета EVA, только вместо показателя чистой операционной прибыли после налогов берут значение денежного потока от операционной деятельности, очищенное от налогов. Таким образом, показатель CVA рассчитывается по формуле (7)

$$CVA = \text{adjusted NOCF} - WACC \times CE, \quad (7)$$

где CVA (Cash value added) – денежная добавленная стоимость;  
 adjusted NOCF (Net operating cash flow) – денежный поток от операционной деятельности, очищенный от налогов;  
 WACC – средневзвешенная стоимость капитала;  
 CE – инвестированный капитал.

Обобщая множество интерпретаций и разновидностей концепции стоимостно-ориентированного управления, укрупненно их можно структурировать по ключевым индикаторам в управлении компанией, которые остаются неизменными, открытыми и понятными для всех стейкхолдеров:

- генерируемый компанией финансовый результат, например, EVA (Economic Value Added);
- денежный поток, превышающий стоимость привлечения финансирования для обеспечения деятельности компании, например, CVA (Cash Value Added), CFROI (Cash Flow Return on Investment); FCFF (Free Cash Flow to Firm), RCF (Residual Cash Flow), CFA (Cash flow added), EBM (Expectations-Based Management);
- рыночная стоимость, например, SVA (Shareholder Value Added), MVA (Market Value Added), модель Эдварда-Белла-Ольсона (EBO) и другие [63].

Следует также отметить, что всеми консалтинговыми компаниями делается акцент на необходимости стоимостного мышления в компании, предполагающего четкое понимание драйверов стоимости, децентрализацию управленческих решений и предпринимательский подход к действиям, которые будут свидетельствовать о росте стоимости компании.

### **1.3 Особенности и финансовые измерения корпоративного роста в развивающихся экономиках**

Как отмечено выше, осмысление и развитие концепций корпоративного роста в западной экономической науке имеет длительную историю – около 100 лет. Растущий интерес теоретиков и практиков к этой области знаний, наблюдавшийся в последней четверти прошлого столетия за рубежом, в новом тысячелетии проявился и в России. Российская действительность специфична не только в плане отставания в научных интересах и прикладных технологиях, но и в плане интерпретации проблемы корпоративного роста со стороны бизнеса.

Если за рубежом корпоративный рост интерпретируется прежде всего в терминах роста стоимости бизнеса, то в России безусловной доминантой является рост продаж. Западные корпорации еще в 1980-х годах начали активно использовать в своей деятельности принципы стоимостного управления, тогда как отечественные компании только в середине 1990-х годов впервые познакомились с VBM, когда предпринимались первые попытки применения стратегического управления в российских реалиях.

Наиболее систематизированное представление о практике применения стоимостно-ориентированного управления в отечественных компаниях содержится в работах Ж.Н. Тарасовой [57]. Она выделяет три этапа распространения VBM в практике корпоративного управления российских компаний.

Первый этап приходится на период с середины 1990-х годов по 2000 год. Автор отмечает, что «в данный период развития экономики России начался процесс притока иностранных инвестиций в отечественные компании, что сопровождалось также приходом новых практик корпоративного управления; изначально стоимостное управление интегрировалось в деятельность крупных корпораций с наличием иностранного капитала с целью увеличения рыночной капитализации» [57]. По мнению автора, «наиболее вероятно, что главным фактором распространения принципов VBM являлась конкуренция за финансовые ресурсы при осуществлении IPO на иностранных фондовых рынках; на данном этапе сдерживающим фактором развития стратегического управления в российских корпорациях являлась модель управления, при которой доминировал собственник-инсайдер с краткосрочным горизонтом принятия решений».

Второй этап становления российской практики VBM приходится на период с 2000 года по 2010 год. В это время завершается процесс интеграции стоимостного управления в крупнейших отечественных корпорациях «первой волны», который сопровождается началом применения систем мотивации менеджмента, направленных на достижение не только краткосрочных, но и долгосрочных результатов. По мнению автора, «в данный период происходит также разграничение функций собственников и профессиональных управленцев, делегирование акционерами функций операционного управления профессиональным менеджерам, что стимулирует процесс популяризации принципов VBM» [57]. В 2000-х годах появляются первые упоминания элементов стоимостно-ориентированного управления в публикуемых отчетных документах российских корпораций. Так, в работе Ж.Н. Тарасовой приведены 16 компаний, в чьих отчетах за рассматриваемый промежуток времени появляется информация о применении VBM-концепции.

Наиболее активные действия, направленные на наращивание корпоративной стоимости, на данном этапе наблюдались при подготовке к IPO, эмиссии облигаций, сделкам слияний и поглощений, причем применение VBM по большей части носило проектный характер с установленными сроками, бюджетом и ресурсами. Таким образом, при достаточно высокой степени интеграции, концепция VBM активно использовалась только в течение определенного периода времени. При этом данный этап характеризуется наличием случаев эффективного внедрения и применения стоимостно-ориентированного управления крупными российскими корпорациями, мотивацией сотрудников с точки зрения ориентации на прирост стоимости, применением стоимостных индикаторов в вопросах стратегического развития компаний.

Третий этап, согласно Ж.Н. Тарасовой, берет свое начало в 2010 году – автор отмечает, что «именно в этом году аудиторско-консалтинговой компанией КПМГ проведена конференция, посвященная экономической добавленной стоимости; некоторыми исследователями отмечается, что это событие обусловило осознание необходимости использования актуальных концепций стратегического управления, в частности, VBM» [57]. На данном этапе продолжается внедрение стоимостного управления в деятельности российских корпораций, но «ключевое отличие от предыдущего этапа заключается в том, что теперь применение VBM становится более системным – миссия, стратегические цели и задачи компаний формулируются с точки зрения наращивания стоимости бизнеса» [57].

А.Л. Рожковским [51] проведено исследование крупнейших частных отечественных компаний по объему выручки (за 2015 год), направленное на изучение степени внедрения в них VBM. По результатам анализа компании в выборке сгруппированы в категории, перечисленные в таблице 1.

В процессе исследования А.Л. Рожковским отмечено, что «первая группа состоит из наиболее крупных компаний с более высокой степенью

публичности и более высоким качеством корпоративного управления; помимо этого, установлена зависимость между глубиной интеграции VBM и показателями эффективности: для компаний с выстроенной системой управления стоимостью характерны более высокие значения темпов роста выручки, индикаторов рентабельности активов, продаж, инвестированного капитала» [51].

Таблица 1 – Группировка российских компаний по степени внедрения VBM

Наименование группы	Характеристика группы	Количество компаний	
		единицы	проценты
Компании, внедрившие целостную систему управления стоимостью	целью компаний является повышение стоимости или капитализации; используются стоимостные показатели; определены ключевые факторы стоимости; система мотивации основана на показателях создания стоимости	50	25
Компании, использующие отдельные элементы концепции управления стоимостью	целью компаний является увеличение выручки, чистой прибыли, доли рынка; используются стоимостные показатели; определены ключевые факторы стоимости	23	12
Компании, не использующие концепцию управления стоимостью	не раскрывают информацию о целях компаний; не используют стоимостные показатели	125	63

Источник: [51].

Таким образом, можно сделать вывод о том, что в отечественной практике корпоративного управления концепция VBM на сегодняшний день не получила широкого распространения – среди крупнейших российских компаний лишь четверть внедрила целостную стоимостную систему управления. В значительной мере данный факт обусловлен подавляющим преобладанием среди корпоративных образований тех, которые ведут свою деятельность в форме непубличного общества – на их долю приходится не менее 99% от общего количества хозяйствующих субъектов – юридических лиц. При этом VBM-подход, как отмечено в работе [60], имеет «значительные перспективы на развивающихся рынках, ведь его применение дает возможность вывести корпоративное управление на совершенно иной уровень за счет:

- трансформации ключевых индикаторов и перехода от учетных оценок к стоимостным;
- переориентации с тактических целей и задач на долгосрочные стратегические приоритеты;
- смещения акцентов в корпоративном управлении с текущего учета и контроля на перспективы развития и прогнозирование;
- перехода к соответствующим драйверам корпоративного роста, обеспечивающим приращение стоимости корпорации, от факторов увеличения бухгалтерской прибыли» [60].

Вместе с тем, принципы Value-Based Management в корпоративном управлении не получили широкого распространения среди компаний развивающихся экономик также по причине того, что подавляющая часть из вышеописанных показателей корпоративного роста не подлежит оценке в условиях недостаточно развитого фондового рынка. Ключевым критерием роста компании в таких условиях выступает не рост ее стоимости, а динамика масштабов деятельности.

Между тем практический опыт демонстрирует, что далеко не все вариации корпоративного роста будут свидетельствовать о развитии компании в среднесрочном и долгосрочном периодах. Так, несбалансированный рост приводит к нарастанию финансовых рисков, а ориентация компании на наращивание чистой прибыли может стать ловушкой [59]. Следовательно, с целью сохранения корпоративного роста на долгосрочном горизонте важно иметь систему показателей, позволяющих оценить качество корпоративного роста, а также инструментов, дающих возможность внедрять подходящие стратегии. В практике корпоративного управления на развивающихся рынках применяются различные индикаторы качества корпоративного роста, по результатам анализа которых руководители принимают управленческие решения. Совокупность основных индикаторов для измерения корпоративного роста представлена в таблице 2.

Таблица 2 – Методический инструментарий измерений корпоративного роста

Наименование показателя	Экономическое содержание	Порядок расчета
Абсолютные индикаторы развития		
Совокупные активы (Assets)	ресурсный потенциал компании	-
Собственный капитал (Equity)	источники финансирования, принадлежащие собственникам	-
Выручка от продажи (Sales)	суммарные и по видам деятельности (операционные, инвестиционные и т.д.) доходы	-
Инвестированный капитал (Capital Employed)	объем инвестированного капитала	сумма разделов III и IV баланса
Себестоимость продаж (Costs of sales)	суммарные и по видам деятельности расходы	-
Прибыль / убыток (Profit / Loss)	финансовые результаты деятельности компаний	-
Относительные индикаторы развития		
«Золотое правило экономики предприятия»	условие роста, сбалансированного по динамике прибыли, продаж, активов	$T_{прибыли} > T_{продаж} > T_{активов} > 100\%$
Коэффициент устойчивого роста (KUR)	условие роста, адекватное объему реинвестиции прибыли или рост, сбалансированный по источникам финансирования	$R_{invest} / E = (P - div) / E$
Модель BCG (оценка устойчивости роста)	увеличение объема продаж при условии сохранения операционной и финансовой политик неизменными	$g = K1 \times K2 \times K3 \times K4$
Показатели рентабельности: активов (ROA), собственного капитала (ROE), инвестиций (ROI), продаж (ROS), производства (ROC)	характеристика эффективности использования ресурсного потенциала, собственного капитала, инвестиций, ценовой политики, соотношения затрат и финансовых результатов	$P / A, P / E, P / I, P / S, P / C$

Источник: составлено автором по материалам [61].

При реализации той или иной стратегии роста вне зависимости от применяемых инструментов для недопущения диспропорций в развитии корпорации необходимо придерживаться сбалансированного роста. С целью измерения сбалансированности роста в отечественной практике анализируют так называемое «золотое правило экономики предприятия», требующее от корпорации поддержания темпов роста прибыли, выручки и активов таким образом, чтобы они удовлетворяли условиям неравенства, приведенного в формуле (8)

$$T_{\text{прибыли}} > T_{\text{продаж}} > T_{\text{активов}} > 100\%, \quad (8)$$

где  $T_{\text{прибыли}}$  – темп прироста прибыли;

$T_{\text{продаж}}$  – темп прироста продаж;

$T_{\text{активов}}$  – темп прироста активов.

Первая часть неравенства предполагает, что величина чистой прибыли возрастает с более высокими темпами относительно величины выручки, что будет свидетельствовать об экономии на расходах. Выполнение второй части неравенства свидетельствует о генерировании собственным и заемным капиталом, инвестированным в активы, увеличивающейся выручки от реализации, а значит, о более эффективном использовании ресурсов. Наконец, в случае справедливости последней части неравенства можно сделать вывод о наращивании корпорацией ресурсного потенциала, который обеспечивает компании возможность приращения продаж.

Сбалансированный рост является обязательным критерием обеспечения устойчивого роста, подразумевающего «продолжающееся» развитие. Концепция устойчивого роста позволяет прогнозировать будущее финансовое состояние компаний, тестировать степень надежности прогнозов относительно ее роста, находить наиболее значимые детерминанты ценности [68]. Она применяется и в текущем управлении компанией, и в оценке бизнеса, и в формулировании финансовых стратегий [85]. Концепция устойчивого роста особенно актуальна в периоды неустойчивости, турбулентности экономики и может быть применена как в динамическом моделировании малого бизнеса [9], так и в анализе крупных предприятий [86]. Для диагностики устойчивости роста компании применяется коэффициент устойчивости роста (КУР). Методика его расчета

основана на принципе зависимости роста от величины реинвестируемой прибыли. Он отражает максимально возможный темп прироста собственного капитала без привлечения внешнего финансирования, то есть только за счет реинвестированной прибыли. Алгоритм расчета можно представить в виде формулы (9)

$$\text{КУР} = P_{\text{reinvest}} / E_0 = (P - \text{div}) / E_0, \quad (9)$$

где КУР – коэффициент устойчивого роста;  
 $P_{\text{reinvest}}$  – реинвестированная прибыль;  
 $E_0$  – собственный капитал на начало периода;  
 $P$  – чистая прибыль;  
 $\text{div}$  – выплаченные дивиденды.

Как отмечается в работе [60], «математически более сложный вариант оценки устойчивости корпоративного роста предложен компанией Boston Consulting Group (BCG); в трактовке BCG устойчивый рост – это скорость увеличения объема продаж при условии неизменности операционной и финансовой политик; для оценки операционной политики в модели BCG используются два коэффициента – рентабельность продаж и оборачиваемость активов, для оценки финансовой политики используются коэффициент реинвестирования прибыли и коэффициент финансового рычага» [60], которые объединяются в рамках формулы (10)

$$g = K_1 \times K_2 \times K_3 \times K_4, \quad (10)$$

где  $g$  – коэффициент устойчивого роста;  
 $K_1$  – коэффициент капитализации чистой прибыли;  
 $K_2$  – коэффициент рентабельности продаж;

$K_3$  – коэффициент оборачиваемости активов;

$K_4$  – коэффициент левериджа (мультипликатор капитала).

Таким образом, согласно приведенной выше модели BCG, темп устойчивого роста характеризует потенциальный темп прироста продаж при сохранении неизменными перечисленных показателей. В работе [60] отмечается, что «в случае отклонения фактического темпа роста от расчетного должны произойти изменения либо в операционной, либо в финансовой политике; превышение фактических темпов роста над расчетными может привести к дисбалансу источников финансирования и нехватке капитала; динамика роста ниже расчетного в разных операционных ситуациях может привести к образованию избытка капитала» [60].

При показателях темпов роста компании, превосходящих расчетное значение КУР, можно сделать вывод о несоответствии темпов ее роста и темпов привлечения капитала, а точнее, о дефиците источников привлечения капитала. В то же время, обратная ситуация может свидетельствовать о наличии избытка привлеченного финансирования.

В работе [60] отмечено, что «перечисленные коэффициенты, по сути, являются факторами устойчивого роста, а коэффициент устойчивого роста – это комплексный показатель, определяемый через базовые индикаторы корпоративной финансовой стратегии; такой подход позволяет оценить не только устойчивость роста, но и его факторную чувствительность; исследование темпов изменения каждого из четырех факторов позволяет количественно интерпретировать их влияние на корпоративный рост, а также понять, какие ресурсы и в каком объеме необходимо мобилизовать для реализации стратегии развития компании; дело в том, что устойчивый корпоративный рост – это, прежде всего, повышение объема продаж; при этом любое увеличение продаж должно быть компенсировано вложением дополнительных ресурсов (например, увеличением заемных

средств, уменьшением дивидендных выплат и др.); отслеживание коэффициента устойчивого роста позволяет оценить на сбалансированность основные финансовые индикаторы и выявить несогласованность в их изменениях» [60].

Методологический инструментарий оценки корпоративного роста включает в себя также рыночные индикаторы стоимости компании, потому целесообразно также уделить внимание имеющимся на практике подходам к определению рыночной стоимости компании, наиболее распространенные из которых – фондовый метод и метод мультипликаторов [60].

Фондовый метод представляет собой расчет рыночной стоимости компании путем произведения текущей биржевой цены одной акции компании на количество акций в обращении. При этом следует отметить, что в отечественной практике возможности использования данного метода при оценке капитализации очень ограничены в силу того, что он применим только к публичным компаниям, тогда как их количество в Российской Федерации на данный момент составляет немногим больше 800, из которых 209 компаний имеет торгуемые на активных рынках акции [94], при общем количестве коммерческих организаций в России в 2,6 млн [95]. Таким образом, на публичные компании приходится менее 0,1% среди всех отечественных компаний. В таких условиях становится актуальным метод мультипликаторов, который предполагает оценку рыночной стоимости компаний на основе двух шагов:

- во-первых, расчет величины одного из мультипликаторов, в виде отношения капитализации к тому или иному показателю деятельности, на основе данных публичных компаний.
- во-вторых, расчет капитализации оцениваемой непубличной компании на основе соответствующего выбранному в шаге 1 мультипликатору индикатора ее деятельности и полученной в шаге 1 величины мультипликатора для публичных компаний.

В таблице 3 представлены некоторые разновидности мультиликаторов.

Таблица 3 – Разновидности рыночных мультиликаторов

Мультиликатор	Характеристика мультиликатора	Формула
MV / BV	Отношение рыночной стоимости компании к балансовой стоимости активов. Капитализация $i$ -й компании определяется как произведение MV / BV и балансовой стоимости ее активов ( $BV_i$ )	$k \times BV_i$
MV / NA	Отношение рыночной стоимости компании к чистым активам. Капитализация $i$ -й компании определяется как произведение MV / NA и ее чистых активов ( $NA_i$ )	$k \times NA_i$
MV / S	Отношение рыночной стоимости компании к объему продаж. Капитализация $i$ -й компании определяется как произведение MV / S и ее объема продаж ( $S_i$ )	$k \times S_i$
MV / E	Отношение рыночной стоимости компании к чистой прибыли. Капитализация $i$ -й компании определяется как произведение MV / E и ее чистой прибыли ( $E_i$ )	$k \times E_i$

Источник: составлено автором по материалам [61].

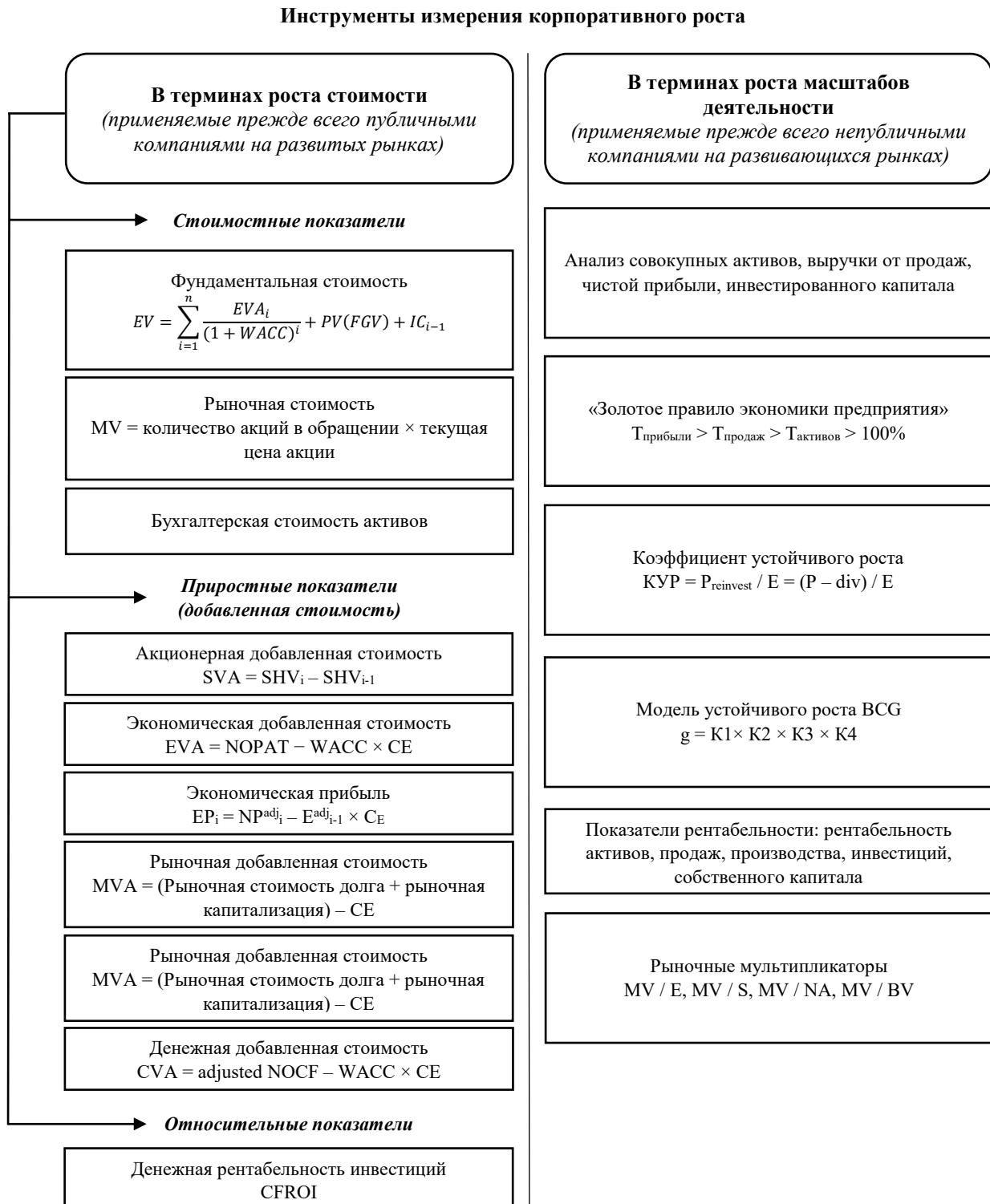
В силу простоты расчета рыночные мультиликаторы достаточно активно применяются при оценке компаний, инвестиционной стратегии и стратегическом управлении, используются инвесторами и профессиональными аналитиками при анализе акций различных компаний одной отрасли. Оценка при помощи мультиликаторов позволяет инвесторам выявлять недооцененные или переоцененные акции для покупки или продажи: в случае, если по результатам оценки значения мультиликаторов оказались значительно ниже среднерыночных или отраслевых, это может свидетельствовать о недооценке акций рассматриваемой компании, и, соответственно, сравнительно более высокие мультиликаторы могут указывать на переоцененность акций. Кроме того, анализ динамики мультиликаторов компании во времени может оказаться полезным для выявления тенденций ее развития.

Описанное выше представляет собой инструментарий измерения корпоративного роста в практике компаний на развивающихся рынках, в частности, российских корпораций. Как отмечено в работе [60], «в практике управления западных компаний корпоративный рост является несомненной доминантой наиболее конкурентоспособных компаний и находит свое отражение в управлеченческих регламентах; в отечественной же практике стратегия роста крайне редко формализована на корпоративном уровне, однако потенциал роста – важный фактор инвестиционной привлекательности компаний» [60].

Из перечисленных выше детерминантов в работе акцентировано внимание на детерминантах финансового характера, и специфицированы инструменты измерения корпоративного роста.

Как отмечалось ранее, ключевым индикатором корпоративного роста в развитых экономиках выступает стоимость как интегральный критерий результативности компании в рамках VBM-концепции. На развивающихся рынках, где VBM-концепция не получила масштабного распространения, система измерения чаще всего выстраивается на основе бухгалтерских метрик – объема продаж, стоимости активов, прибыли – и производных от них коэффициентов. В этих условиях в целях поиска адаптивной модели корпоративного роста для российского рынка целесообразно структурировать инструменты измерения для развитых и развивающихся рынков [68]. Такая таксономия инструментов измерения корпоративного роста представлена на рисунке 4.

Далее в работе предлагается проведение эмпирического тестирования инструментов финансового измерения корпоративного роста для компаний развитых и развивающихся экономик.



Источник: составлено автором.  
**Рисунок 4 – Таксономия инструментов финансового измерения корпоративного роста**

## Глава 2

### Идентификация и оценка факторов корпоративного роста фармацевтических компаний

#### 2.1 Специфика финансов фармацевтических компаний и ее влияние на корпоративный рост

Рассмотренный в первой главе инструментарий измерения корпоративного роста и выявления факторов, которые оказывают на него влияние, предлагается применить на примере компаний фармацевтической отрасли. Идентификацию и оценку степени влияния факторов корпоративного роста фармацевтических компаний следует начать с характеристики отрасли в целом, выявления и описания особенностей деятельности по разработке и производству фармацевтических субстанций и лекарственных препаратов, получения понимания о нынешнем состоянии как глобального, так и российского фармацевтического рынка, что позволит сформировать представление о потенциальных факторах, определяющих характер динамики корпоративного роста компаний данной отрасли в условиях развитого и развивающегося финансовых рынков.

Индустрия фармацевтики на сегодняшний день справедливо причисляется к числу наиболее наукоемких и капиталоемких отраслей мировой экономики. Фармацевтическая деятельность, основанная на разработке и выводе на рынок инновационных препаратов, сочетающих в себе эффективность и безопасность для пациентов, требует значительного объема финансовых, технологических и интеллектуальных ресурсов, которые задействуются в многоэтапном процессе научно-исследовательских работ. Выводящиеся на рынок новые препараты – продукт дорогостоящих и одновременно с этим сопряженных с высокими рисками исследований и разработок фармацевтических производителей.

Кроме того, рынок фармацевтики является одним из крупнейших и при этом динамично растущих мировых рынков, о чем свидетельствует динамика объема продаж – так, с 2000 года по 2024 год данный показатель применительно к мировой фармацевтической отрасли возрос с менее 400 млрд долл. до около 1 700 млрд долл., то есть более чем четырехкратно в течение последних 24 лет [108]. Такие значительные масштабы фармацевтического рынка при продолжающемся росте объясняются несколькими факторами, среди которых можно отметить: поддерживающийся неэластичный спрос на лекарственные препараты в силу удовлетворения наиболее базовой потребности населения – здоровья; общую тенденцию старения мирового населения, что приводит к росту численности людей пожилого возраста, потребляющего больше лекарственных средств; рост хронических заболеваний, в т.ч. диабета, сердечно-сосудистых заболеваний, онкологии, требующих длительной и зачастую пожизненной терапии; инновационное развитие, позволяющее выводить на рынок дорогостоящие препараты, разрабатывать новые, сложные методы лечения (например, генная терапия, иммуноонкология, таргетные препараты) с высокой стоимостью за курс; повышение уровня жизни, рост доступности медицины и развитие системы здравоохранения в развивающихся странах Африки, Латинской Америки, Азии, открывающие новые рынки сбыта.

Современные фармацевтические производители ведут свою деятельность в рамках двух основных бизнес-моделей – инновационной (блокбастерной) и дженериковой. Инновационная бизнес-модель фармацевтической компании основана на создании и производстве оригинальных лекарственных препаратов, разрабатываемых «с нуля» в течение длительного периода времени (в среднем от 10 до 15 лет), и, соответственно, требующих значительных финансовых вложений в научно-исследовательскую деятельность. При этом фармацевтические компании, выпускающие инновационные препараты, защищены патентами в течение 10-15 лет после выхода на рынок данных препаратов, что позволяет

таким компаниям генерировать значительный объем продаж, который может исчисляться миллиардами долларов, и выступать в качестве драйверов фармацевтического рынка. Препараты-блокбастеры составляют основную долю выручки компаний так называемой «Big Pharma» (например, Pfizer, Novartis, Roche, AstraZeneca и пр.) и позволяют компенсировать колоссальные затраты на исследования и разработки, а также убытки от нереализованных проектов.

В свою очередь, дженериковая бизнес-модель предполагает производство и реализацию лекарств-копий, эквивалентных оригинальным препаратам, называемых дженериками и разрабатываемых на основе действующего вещества оригинального препарата с отличающимися вспомогательными компонентами. В силу минимальных инвестиций в исследования и разработки препарата, обусловленных отсутствием необходимости значительных затрат на фундаментальные исследования и масштабные клинические испытания, препараты-копии характеризуются низкой себестоимостью, а производители таких препаратов генерируют прибыль за счет значительных объемов продаж при низком уровне маржи. Дженериковая бизнес-модель основана на анализе патентных портфелей компаний, производящих оригинальные препараты, определении сроков истечения их патентной защиты и выборе препаратов для выпуска соответствующих им дженериков.

С учетом различий в двух основных бизнес-моделях, в рамках которых функционируют фармацевтические компании, можно выделить и два соответствующих крупных сегмента фармацевтического рынка. Сегмент оригинальных препаратов характеризуются высоким уровнем рыночной концентрации и представляет собой олигополистическую структуру с элементами монополии на период действия патента. Так, на уровне терапевтических направлений конкуренция зачастую обретает черты олигиполии, когда несколько крупных производителей выпускает схожие, но не идентичные оригинальные препараты и соперничает за доли рынка

в рамках одного класса заболеваний. В случае же, если выпускаемый компанией оригинальный препарат является принципиально новым и не имеет даже отдаленных аналогов по механизму действия, в период наличия патентной защиты компания-разработчик выступает монополистом, имея эксклюзивное право на продажу данного препарата, а также возможность устанавливать монопольно высокий уровень цен. В качестве примера можно привести препарат «Нусинерсен», разработанный американской биофармацевтической компанией Biogen в 2016 году и ставший первым в мире препаратом для лечения спинальной мышечной атрофии – тяжелейшего нервно-мышечного заболевания, которое ранее не имело какой-либо специфической терапии и являлось основной причиной младенческой смертности в результате генетических нарушений. Данный препарат на момент выпуска имел принципиально новый механизм действия и в течение трех последующих лет выступал монополистом до выхода в 2019 году генной терапии «Золгенсма» от компании AveXis, позже приобретенной швейцарской компанией Novartis.

О высоком уровне рыночной концентрации свидетельствуют также показатели выручки от продаж наиболее крупных фармацевтических компаний мира. Так, в соответствии со сведениями аналитического агентства Drug Discovery & Development [126], на 20 крупнейших фармацевтических корпораций за 2024 год приходится 800,3 млрд долл. или около 47% от совокупного объема мирового фармацевтического рынка. Показатели выручки от продаж указанных компаний приведены в таблице 4.

Таблица 4 – Крупнейшие фармацевтические компании мира по выручке за 2024 год

В миллиардах долларов

Место в рейтинге	Компания	Происхождение	Выручка от продаж
1	2	3	4
1	Merck & Co.	США	64,2
2	Pfizer Inc.	США	63,6
3	Johnson & Johnson	США	57,1

## Продолжение таблицы 4

1	2	3	4
4	AbbVie	США	56,3
5	AstraZeneca plc	Великобритания	54,1
6	Roche Group	Швейцария	52,5
7	Novartis AG	Швейцария	50,3
8	Bristol Myers Squibb	США	48,3
9	Eli Lilly	США	45,0
10	Sanofi S.A.	Франция	44,5
11	Novo Nordisk	Дания	42,1
12	GSK plc	Великобритания	40,1
13	Amgen	США	33,4
14	Gilead Sciences	США	28,8
15	Takeda Pharmaceutical	Япония	28,2
16	Boehringer Ingelheim	Германия	26,1
17	Bayer	Германия	19,6
18	Teva Pharmaceutical Industries	Израиль	16,5
19	Viatris	США	15,4
20	Regeneron Pharmaceuticals	США	14,2
Итого			800,3

Источник: составлено автором на основе [126].

Зачастую значительная часть генерируемых крупнейшими фармацевтическими корпорациями доходов приходится на один или два оригинальных лекарственных препарата. В таблице 5 приведены топ-20 лекарственных препаратов по объему продаж за 2024 год [124]. Так, на долю двух препаратов – Keytruda и Gardasil – приходится около 60% всей годовой выручки Merck & Co., крупнейшей компании фармацевтического рынка по объему продаж. Таким образом, возможность получения колоссальных доходов, в отдельных случаях сравнимых с бюджетами отдельных государств, за счет выпуска препаратов-блокбастеров с высокой добавленной стоимостью служит ключевым стимулом для масштабных инвестиций фармацевтических компаний в исследования и разработку таких препаратов.

Таблица 5 – Топ-20 лекарственных препаратов по объему продаж за 2024 год

В миллиардах долларов

Наименование препарата	Компания-разработчик	Назначение препарата	Объем продаж
Keytruda	Merck	Лечение различных видов рака	29,5
Eliquis	Bristol Myers Squibb / Pfizer	Разжижение крови, профилактика тромбов	20,7
Ozempic	Novo Nordisk	Лечение сахарного диабета 2 типа	17,5
Dupixent	Sanofi/Regeneron	Лечение атопического дерматита, астмы	14,1
Biktarvy	Gilead Sciences, Inc.	Лечение ВИЧ-инфекции	13,4
Jardiance	Boehringer Ingelheim / Eli Lilly	Лечение сахарного диабета 2 типа, сердечной недостаточности	12,4
Skyrizi	AbbVie	Лечение псориаза, псориатического артрита	11,7
Darzalex & Darzalex Faspro	Johnson & Johnson	Лечение множественной миеломы	11,7
Mounjaro	Eli Lilly and Company	Лечение сахарного диабета 2 типа	11,5
Stelara	Johnson & Johnson	Лечение псориаза, псориатического артрита, болезни Крона	10,4
Trikafta/Kaftrio	Vertex Pharmaceuticals Incorporated	Лечение муковисцидоза	10,2
Eylea	Regeneron/Bayer	Лечение заболеваний сетчатки глаза	9,5
Opdivo	Bristol-Myers Squibb	Лечение различных видов рака	9,3
Humira	AbbVie	Лечение уточмунные заболевания	9,0
Gardasil/Gardasil 9	Merck	Вакцина против ВПЧ и рака шейки матки	8,6
Wegovy	Novo Nordisk	Лечение ожирения	8,4
Entresto	Novartis	Лечение хронической сердечной недостаточности	7,8
Comirnaty	Pfizer/BioNTech	Вакцина против COVID-19	7,8
Farxiga/Forxiga	AstraZeneca	Лечение сахарного диабета 2 типа, сердечной недостаточности, ХБП	7,7
Ocrevus	Roche	Лечение рассеянного склероза	7,7

Источник: составлено автором на основе [124].

Сегмент дженериков обеспечивает доступность лекарственных препаратов после истечения срока патентной защиты препаратов-блокбастеров. При этом в рамках сегмента дженериков можно выделить несколько отличных друг от друга этапов становления рынка. Так, первая компания, получившая от регулирующего органа разрешение на выпуск дженерика сразу после истечения срока патента, временно оказывается в ситуации, близкой к монополии или олигополии, имея возможность устанавливать цену на 20-30% ниже цены оригинального препарата и получать

значительный доход от продажи. После выхода на рынок нескольких препаратов рынок обретает характеристики монополистической конкуренции, поскольку целый ряд компаний предлагает один и тот же товар – препарат с идентичным действующим веществом, который производители стремятся дифференцировать путем формы выпуска препарата (например, мягкие капсулы вместо твердых таблеток), упаковки, репутации бренда и т.д. Достигая зрелости, рынок дженериков обретает черты конкуренции, близкой к совершенной. В таких условиях лекарственные препараты характеризуются полной взаимозаменяемостью, единственным значимым параметром конкуренции становится цена, а уровень маржинальности производителей таких препаратов снижается до минимума. В качестве примеров рынка совершенной конкуренции можно привести рынок дженериков антибиотика амоксициллина или жаропонижающего парацетамола.

Согласно патентному законодательству Российской Федерации, производитель оригинального лекарственного средства получает исключительные права на формулу химического соединения препарата, способ производства, прочие параметры на срок до 20 лет. При этом производитель имеет право увеличить срок патентной защиты на дополнительные 5 лет в тех случаях, когда процедура государственной регистрации препарата проходит после получения самого патента. В течение срока действия патента производитель, являющийся его правообладателем, занимает и удерживает доминирующую, а зачастую и абсолютную долю на рынке продаж данного препарата. Истечание срока патентной защиты вынуждает производителя ранее оригинального препарата идти на значительное снижение цен для удержания конкурентных позиций. Следовательно, отраслевые условия, в которых функционируют фармацевтические компании, приводят к возникновению различных подходов к установлению ценовой политики и прогнозированию выручки для инновационных препаратов и препаратов-копий.

Еще одной особенностью фарминдустрии является тот факт, что лекарственные препараты как продукт отрасли обладают низкой ценовой эластичностью спроса, особенно жизненно необходимые лекарства, от регулярности приема которых зависит жизнь пациентов. Также следует отметить, что фарминдустрия характеризуется дифференцированной ценовой политикой на оригинальные и дженериковые препараты, рецептурные и нерецептурные лекарства, на средства, стоимость которых возмещается конечным потребителям, и невозмещаемые препараты. Рынок возмещаемых лекарственных средств характеризуется моделью монопсонии, в рамках которой государство или страховые компании, выступая в роли единственного покупателя, обладают значительной рыночной властью. Это позволяет им диктовать ценные условия производителям фармацевтической продукции в обмен на включение препаратов этих компаний в реестры страхового покрытия.

Высокая степень наукоемкости фармацевтической деятельности обуславливает тот факт, что сегодня фармацевтика выступает одним из основных драйверов научно-технологического прогресса и инвестиций в научные исследования и разработки. Так, согласно данным отчета EU Industrial R&D Investment Scoreboard [123], исследующего инвестиции в R&D на основе данных по 2 000 крупнейшим компаниям, выбранным по критерию объема таких инвестиций, в 2023 году фармацевтические компании вложили в исследования и разработки 231,8 млрд долл. и уступают по данному показателю только сектору программного обеспечения. При этом фармацевтическая отрасль характеризуется самой высокой интенсивностью расходов в R&D – доля таких расходов в объеме чистых продаж фармацевтических компаний в 2023 году составила 18,3%.

Значительные затраты на исследования и разработки объясняются как сложностью, так и длительностью процесса создания лекарственных препаратов, поскольку период выведения лекарственного средства достигает в среднем до 10-15 лет от открытия молекулы до выхода на рынок. Процесс

разработки нового препарата строго регламентирован международными регуляторными стандартами и включает в себя последовательные стадии, направленные на обеспечение безопасности, эффективности и качества лекарственного средства. Основные стадии разработки препарата приведены в таблице 6.

Таблица 6 – Этапы процесса разработки препарата

Стадия	Срок	Содержание
Изобретение препарата	до 6 лет	-
Доклинические испытания		Изучение токсических, фармакологических и фармацевтических свойств разрабатываемого препарата
Клинические испытания:	до 7 лет	-
Фаза I	до 1 года	Установление переносимости препарата, безопасности, наличия терапевтического действия
Фаза II	до 2 лет	Доказательство клинической эффективности препарата, а также определение терапевтического уровня
Фаза III	до 4 лет	Проведение контрольных исследований, вынесение решения о регистрации или отказе от регистрации препарата
Одобрение лекарственного средства соответствующими органами	до 2 лет	-
Проведение дополнительных испытаний (пост-маркетинговое наблюдение)	Не ограничено	Выявление новых побочных эффектов, сравнение с препаратами-аналогами, уже существующими на рынке, и т.д.

Источник: составлено автором на основе [115].

Процесс создания препарата начинается со стадии доклинических исследований, включающих в себя открытие и скрининг молекул, т.е. выявление и оптимизацию химических соединений с целевой фармакологической активностью, фармакологические исследования, оценку токсикологии и безопасности, анализ фармакокинетики и фармакодинамики. Результатом успешно завершенной стадии является научное обоснование для перехода к клиническим исследованиям. В свою очередь стадия клинических исследований включает в себя три фазы и направлена на оценку безопасности и эффективности препарата при использовании человеком. Первая фаза

клинических исследований проводится при участии нескольких десятков здоровых добровольцев и направлена на оценку переносимости и безопасности, определение фармакокинетического профиля и установление диапазона доз. Вторая фаза задействует несколько сотен пациентов с целевым заболеванием и ставит задачу подтверждения концепции, оценки эффективности и оптимального дозового режима, дальнейшего мониторинга безопасности. Третья фаза предполагает привлечение нескольких тысяч пациентов для окончательного подтверждения эффективности и безопасности, сравнения со стандартной терапией, выявления редких побочных эффектов и подготовки к регистрации. При успешном завершении клинических исследований фармацевтическая компания получает достаточную доказательную базу для регистрации препарата. Последний этап предполагает получение разрешения на производство, продажу и маркетинг нового препарата и прочие административные процедуры.

Разработка нового препарата характеризуется высокими рисками, поскольку далеко не каждый лекарственный кандидат доходит до стадии одобрения. Так, по данным отчета Clinical Development Success Rates and Contributing Factors [115], подготовленного компанией Biotechnology Innovation Organization на основании статистики разработки и одобрения со стороны FDA препаратов за период с 2011 года по 2020 год, даже после успешного завершения доклинических исследований вероятность получения одобрения и вывода на рынок нового препарата в среднем составляет 7,9%, как показано в таблице 7.

Таблица 7 – Вероятность успешного перехода между этапами разработки препарата

Переход между этапами	Вероятность успешного перехода к следующему этапу, в процентах
От фазы I к фазе II	52,0
От фазы II к фазе III	28,9
От фазы III к подаче заявки New Drug Application / Biologic License Application	57,8
От подачи заявки New Drug Application / Biologic License Application к получению одобрения от FDA	90,6

Источник: составлено автором на основе [115].

Если рассматривать мировой фармацевтический рынок в разрезе национальных рынков, то можно увидеть, что наиболее крупным национальным рынком является фармацевтический рынок США – на него приходится более половины мирового объема продаж, как показано в таблице 8.

Таблица 8 – Крупнейшие национальные фармацевтические рынки по итогам 2024 года

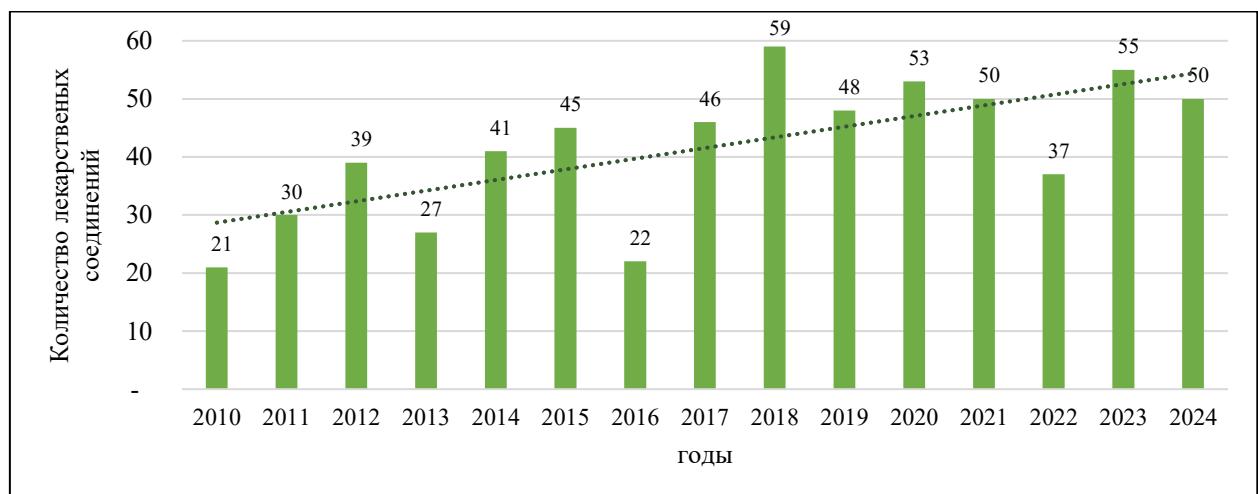
Государство	Доля в мировом объеме продаж, в процентах
США	53,2
Китай	7,5
Германия	4,7
Япония	4,1
Франция	3,3
Италия	3,0
Великобритания	2,8
Испания	2,3
Канада	2,3
Бразилия	2,2
прочие	14,6

Источник: составлено автором на основе [113].

На долю локального производства в среднем приходится 30-40% совокупного объема фармацевтического рынка. Практическая невозможность полного самообеспечения государств лекарственными препаратами объясняется двумя ключевыми факторами – огромным разнообразием необходимых лекарственных средств для удовлетворения внутреннего спроса и высокой ресурсо-, капитало- и научоемкостью производства. При этом государства с развитой фармацевтической промышленностью, к которым относятся США, Япония, страны Западной Европы – Германия, Швейцария, Франция, Великобритания, являющиеся нетто-экспортерами лекарственных средств и обеспечивающие большую часть импортируемых другими странами оригинальных препаратов и субстанций, имеют высокую долю собственного производства, достигающую 80%, но даже эти страны нельзя назвать независимыми от импорта в силу глобального характера цепочек поставок.

В США также располагается и крупнейшее национальное регуляторное ведомство, регистрирующее новые препараты, которое относится к числу самых авторитетных – Управление по санитарному надзору за качеством пищевых продуктов и медикаментов США (Food and Drug Administration, далее – FDA). Это объясняет тот факт, что самые крупные фармкорпорации пытаются реализовать лекарства именно на американском рынке, что делает его не только крупнейшим среди всех региональных рынков, но и самым инновационным. С учетом этого, статистические данные FDA зачастую воспринимают в качестве репрезентативной информации, характеризующей мировую фарминдустрию в целом. Основываясь на них, вполне приемлемо делать адекватные выводы об основных трендах развития глобальной инновационной фармацевтики.

Исходя из данных на рисунке 5, число новых лекарств, одобренных FDA США, в последние годы увеличивается, что можно объяснить довольно активным внедрением новых технологий, повышающих эффективность разработки препаратов, и опережающим ростом количества новых биологических лекарств. Рост доли биологических лекарственных средств относительно химико-фармацевтических – черта, присущая нынешнему этапу развития мировой фармацевтики.



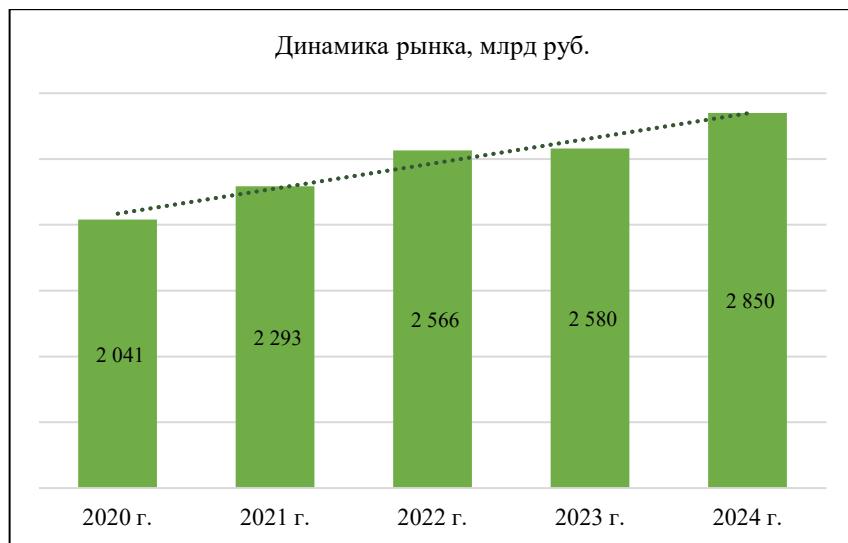
Источник: [117].

Рисунок 5 – Количество новых лекарственных соединений, одобренных FDA

Далее рассмотрим российскую фармацевтическую отрасль. Прежде всего нужно отметить, что 2022-2023 гг. характеризуются обострением геополитической ситуации в мире и ее влиянием на все сферы жизни общества и отрасли экономики, в том числе фармацевтическую отрасль, тогда как события и мероприятия, связанные с распространением коронавирусной инфекции, отошли на второй план. Санкционные меры, включавшие закрытие воздушного пространства и отказ морских перевозчиков от отношений с российскими компаниями, заставили производителей находить новые маршруты для доставки препаратов и фармацевтических субстанций и проводить полномасштабную замену поставщиков ключевых компонентов. Как отмечается в работе [97], «возникали и проблемы, связанные с нехваткой картона для упаковок, флаконов, крышек, перебоями в поставках носителей и колонок для хроматографии, которые необходимы для анализа лекарств; указанные проблемы решались ввозом аналогичных продуктов из Китая и других стран, которые не вводили санкций в отношении Российской Федерации, что в результате приводило к повышению цен, требовало проведения дополнительных исследований с целью доказательства того, что лекарственный продукт аналогичен старому, в связи с чем оказались необходимы изменения в регистрационном удостоверении» [97]. По состоянию на данный момент можно сделать вывод о том, что российская фармацевтическая отрасль продемонстрировала высокую адаптивность в ответ на возникшие перед ней вызовы. Так, производители массово переориентировались с европейских поставщиков субстанций и готовых препаратов на китайских, индийских и отечественных, а основными логистическими коридорами вместо Европы стали Турция, ОАЭ, Казахстан, Китай и Индия, что увеличило сроки и стоимость доставки, но обеспечило физическую возможность поставок. Активно стали использоваться морские перевозки и железнодорожное сообщение через страны Азии, а также автомобильные маршруты. Отечественные компании и локализующиеся иностранные производства заняли ниши, освободившиеся после ухода

или сокращения присутствия некоторых международных игроков. Также усилены и расширены программы льготного финансирования, госзакупки стали еще более ориентированными на отечественные препараты. Однако описанная адаптация имеет также свои ограничения. Российский рынок в значительной степени лишился доступа к наиболее современных препаратаам, только выходящим на глобальный рынок, поскольку международные компании практически прекратили их регистрацию в Российской Федерации. Кроме того, сохраняется и усугубляется зависимость от импорта высокотехнологичного оборудования и сложных субстанций. В таких условиях долгосрочная устойчивость российской фармацевтики будет зависеть от успехов в формировании собственной научно-производственной базы.

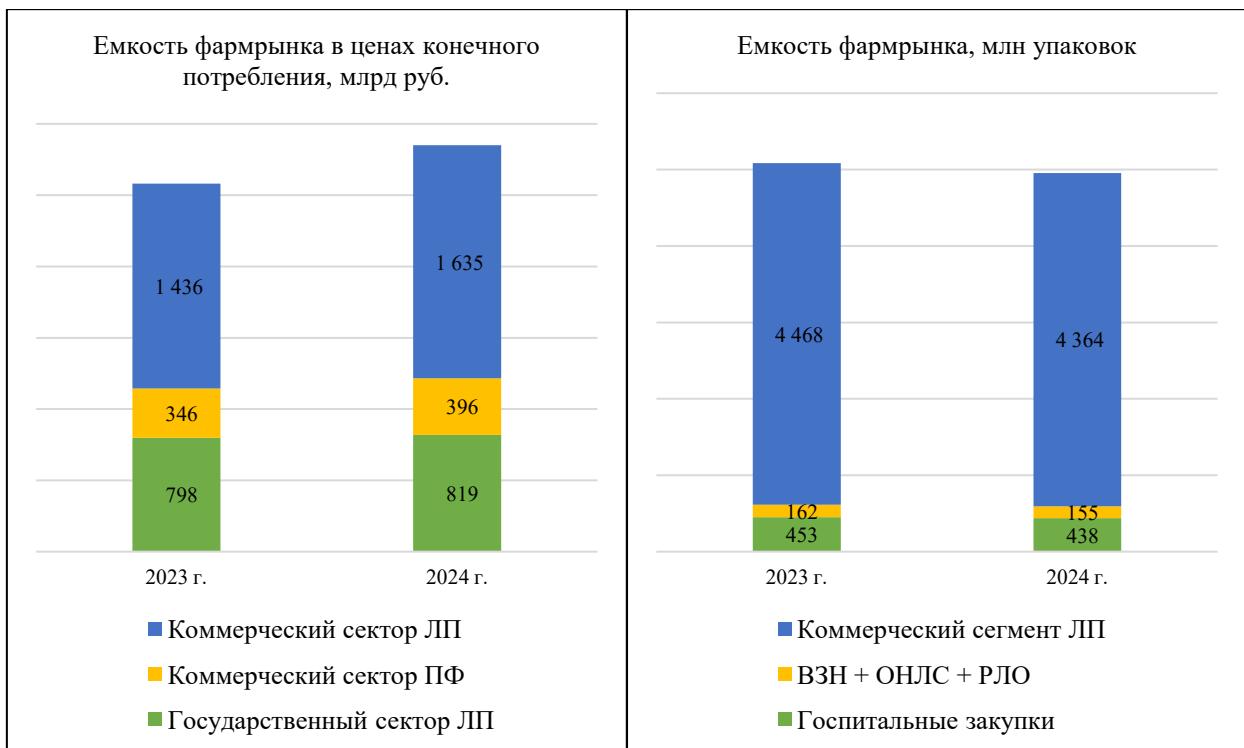
В условиях трансформации рынка и противостояния описанным вызовам российская фармацевтика сохранила динамику стабильного роста в 2024 году – его объем по итогам года составил 2 850 млрд руб., а с 2020 года по 2024 год рынок вырос на 39,6%, как видно на рисунке 6.



Источник: [98].  
Рисунок 6 – Динамика российского фармрынка

На рисунке 7 приведено сравнение коммерческого и государственного сегментов российского фармрынка в 2023 и 2024 годах в стоимостном и натуральном выражении. На коммерческий рынок приходится в общей

сложности 71,3% от объема рынка в стоимостном выражении, он складывается из сегмента лекарственных препаратов (далее – ЛП) и сегмента парафармацевтики (далее – ПФ). Государственный сегмент составляет 28,7% от общего объема фармрынка.



Источник: [98].

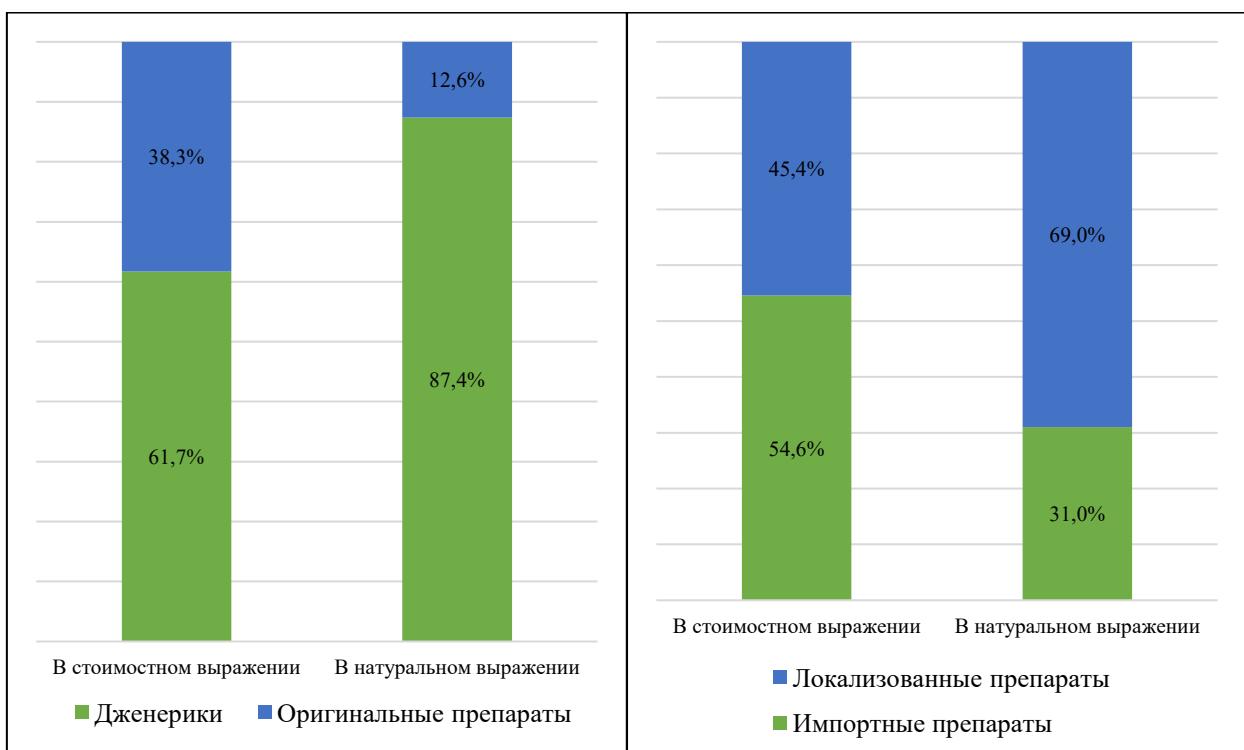
Рисунок 7 – Емкость государственного и коммерческого секторов фармрынка

Коммерческий сектор лекарственных препаратов второй год подряд продолжает оставаться драйвером роста российской фармацевтической отрасли, причем его рост по итогам 2024 года составил 13,8% и оказался выше данного показателя за 2023 год (6,1%).

Государственный сектор включает в себя госпитальные закупки, льготное лекарственное обеспечение, в том числе программы высокозатратных нозологий (далее – ВЗН), обеспечение необходимыми лекарственными средствами (далее – ОНЛС) и региональные льготные программы. Если в стоимостном выражении он занимает более четверти от общего объема рынка, то в натуральном выражении на него приходится только 12,0% от общего количества упаковок. Можно сделать вывод о том,

что государственные закупки, как правило, осуществляются по более дорогостоящим препаратам. Соответственно, обратная ситуация наблюдается на коммерческом лекарственном рынке: при доле рынка 71,3% в стоимостном выражении на него приходится 88,0% рынка в натуральном измерении, что свидетельствует об обороте в этом сегменте менее дорогостоящих препаратов.

На рисунке 8 приведена структура российского фармацевтического рынка по типу лекарственных препаратов и сегментация на основе происхождения продукции. По итогам 2024 года доля оригинальных препаратов составила в стоимостном выражении 38,3%, в натуральном – 12,6%. Данная диаграмма наглядно показывает соотношение цен оригинальных препаратов и дженериков.



Источник: [98].

Рисунок 8 – Структура рынка лекарственных препаратов

На импортные препараты в 2024 году приходится 54,6% в рублях и 31,0% в упаковках, что говорит о большей доле среди импортных лекарств более дорогостоящих инновационных препаратов.

В таблице 9 приведено 20 самых крупных компаний по объему продаж на коммерческом российском рынке фармацевтики за 2024 год [98]. В совокупности данные компании на 49,3% обеспечивают потребности коммерческого рынка России в лекарственных препаратах.

Таблица 9 – Топ-20 крупнейших производителей лекарств на российском рынке

Место в рейтинге	Производитель	Объем продаж, млн руб.	Доля коммерческого рынка, в процентах
1	Bayer	64 597	4,0
2	Нижфарм	59 809	3,7
3	Servier	51 448	3,1
4	Abbott	46 979	2,9
5	Sanofi	46 315	2,8
6	KRKA	45 997	2,8
7	Teva	45 723	2,8
8	Отисифарм	44 362	2,7
9	Биннофарм Групп	42 742	2,6
10	Novartis	42 437	2,6
11	Фармстандарт	36 789	2,3
12	Озон Фармацевтика	36 423	2,2
13	Gedeon Richter	35 805	2,2
14	AstraZeneca	33 326	2,0
15	Polpharma	32 309	2,0
16	A.Menarini	32 203	2,0
17	Haleon	28 597	1,7
18	Вертекс	28 296	1,7
19	Dr. Reddy's	27 322	1,7
20	Гротекс	25 095	1,5

Источник: составлено автором на основе [98].

Неизменным лидером коммерческого рынка остается «Bayer», занимающий 4,0% всей емкости рынка. Ассортимент производителя из Германии включает 55 брендов, реализуемых в аптеках. Наибольшая доля продаж корпорации обеспечивается антикоагулянтным средством «Ксарелто» – 26,4%. Отечественный производитель «Нижфарм» занял вторую позицию в рейтинге. В аптеках продается свыше 100 брендов компании, среди которых ключевыми являются гипотензивное средство «Эдарби», ферментный препарат «Эрмиталь» и стимулятор reparации тканей при остеоартрозе «Артра». Третье место занимает фармкорпорация «Servier», являющейся производителем 60 брендов, в т.ч. гипотензивного средства «Трипликсам» и пр. Как мы видим, среди двадцатки крупнейших

фармкомпаний на российском рынке лишь 7 отечественных компаний и 13 иностранных.

Также следует отметить, что в течение 2024 года сразу две российские фармацевтические компании провели процедуру IPO и вышли на фондовый рынок: в июле 2024 года – компания «Промомед» с объемом размещения 6 млрд руб., а в октябре 2024 года – компания «Озон Фармацевтика» с объемом размещения 3 млрд руб. «Промомед» планирует инвестировать полученные финансовые ресурсы в разработку и выпуск инновационных препаратов, «Озон Фармацевтика» – в расширение ассортимента дженериков, производственных мощностей и снижение долговой нагрузки. Ранее фармацевтическая отрасль в течение четырех лет не имела публичных обществ – компания «Протек» провела делистинг в 2020 году.

Также нельзя не отметить особенность фармацевтической деятельности, заключающуюся в жестком регулировании и контроле отрасли со стороны государства. Существенное вмешательство государства в фармацевтическую деятельность является следствием стратегической важности этой сферы для жизни и здоровья населения и национальной безопасности. Так, в Российской Федерации одним из основных нормативно-правовых актов, регулирующих фармацевтическую отрасль, является Федеральный закон от 12.04.2010 г. № 61-ФЗ «Об обращении лекарственных средств» [18], требования которого предписывают обязательную госрегистрацию для каждого нового препарата, его лекарственной формы или показания к использованию. Кроме того, производителям вынуждены затрачивать значительные финансовые ресурсы на НИОКР, организовывать многоэтапные клинические исследования, в рамках которых они должны получить доказательства безопасности и эффективности лекарственных препаратов. При этом сфера контроля со стороны государства не ограничивается этапами разработки и регистрации препарата. Государство также регламентирует механизмы дистрибуции и маркетинга лекарственных средств. Наконец, ключевым инструментом обеспечения доступности медикаментов является регулирование

государством цен на жизненно необходимые и важнейшие лекарственные средства (далее – ЖНВЛС) в соответствии с № 61-ФЗ. Перечень таких препаратов, включающий в себя порядка 500 позиций (непатентованных наименований уникальных активных веществ), утвержден Распоряжением Правительства Российской Федерации от 12.10.2019 № 2406-р «Об утверждении перечня жизненно необходимых и важнейших лекарственных препаратов, а также перечней лекарственных препаратов для медицинского применения и минимального ассортимента лекарственных препаратов, необходимых для оказания медицинской помощи» [24] и регулярно актуализируется, что гарантирует населению доступ к критически важным препаратам.

Производители лекарственных средств, включенных в перечень ЖНВЛС, в соответствии с действующим законодательством обязаны проходить процедуру регистрации предельных отпускных цен в Министерстве здравоохранения Российской Федерации. После регистрации компания получает право на реализацию лекарственного средства по установленной цене в течение одного года. Согласно методологии расчета данных цен, определяемой совместно Минздравом и Федеральной службой по тарифам, цена на препарат, включенный в перечень ЖНВЛС, не может превышать среднюю взвешенную стоимость его продажи рассматриваемым производителем за предыдущий год. При этом государство оставляет за собой право отклонить заявленную цену, в частности, если она оказывается выше, чем утвержденная стоимость аналога от другого производителя. Кроме того, законодательством предусмотрена возможность досрочной перерегистрации цены. Это допускается в ситуациях существенного роста затрат, например, при увеличении стоимости сырья, материалов или тарифов на электроэнергию. Учет этих нормативных требований является обязательным элементом для финансовых руководителей фармкомпаний при планировании доходной части бюджета.

В условиях трансформации рынка вследствие сложившихся политических и экономических предпосылок государственная политика последних лет в отношении фармацевтической отрасли четко ориентирована на поддержку отечественных компаний. Основным вектором этой политики можно назвать импортозамещение, призванное снизить зависимость российского рынка от зарубежной фармацевтической продукции. Совокупность основных инструментов такой поддержки включает:

- изменение правил государственных закупок, в частности, введение с 2025 года механизма «второй лишний». Согласно этому правилу, заявки от иностранных производителей не будут рассматриваться в рамках тендера, если в нем участвует хотя бы одна российская компания. Данная норма, установленная Федеральным законом от 8 августа 2024 года № 318-ФЗ «О внесении изменений в отдельные законодательные акты Российской Федерации и признании утратившими силу отдельных положений законодательных актов Российской Федерации» [20], внедрялась поэтапно: с начала 2025 года для лекарств, входящих в перечень ЖНФЛС, а с 1 июля 2025 года – в отношении стратегически значимых препаратов;

- программа субсидирования расходов на научно-исследовательские работы («продуктовая полка») [25]. Согласно данной программе, государством полностью компенсируются расходы на разработку и регистрацию импортозамещающих лекарств. Сумма поддержки дифференцирована в зависимости от типа препаратов и составляет до 100 млн руб. в случае создания биопрепаратов и до 50 млн руб. в случае создания иных лекарственных средств, с периодом финансирования в 3 года.

- льготное заемное финансирование, осуществляемое Фондом развития промышленности [21]. Основная цель этого механизма заключается в создании, модернизации и развитии современных, технологичных и конкурентоспособных промышленных производств. В Фонде функционирует 12 программ льготных займов, из которых несколько подходят для фармацевтических компаний и пользуются высоким спросом.

Целевые направления для получения льготного финансирования включает создание высокотехнологичных препаратов, реализацию программ импортозамещения, приобретения промышленного оборудования в лизинг, цифровую модернизацию действующих производственных линий, выпусков компонентов и нанесение маркировки на готовые изделия;

- заключение специальных инвестиционных контрактов (СПИК) [22; 23]. Этот инструмент способствует привлечению инвестиций в промышленное производство в России и основывается на взаимных гарантиях. В рамках соглашения инвестор обязуется реализовать проект, а государство, в свою очередь, гарантирует неизменность условий хозяйственной деятельности и обеспечивает установленные формы поддержки. Данный инструмент существует в двух форматах. СПИК 1.0 ориентирован на инициативы по запуску, техническому перевооружению или освоению промышленного производства. СПИК 2.0, адаптированный в 2019 году, ориентирован на проекты по разработке и внедрению современных технологий. На сегодняшний день в фармацевтической отрасли заключены семь специальных инвестиционных контрактов на общую сумму более 16 млрд руб.

Как известно, в зависимости от назначения лекарственные препараты классифицируются на безрецептурные и рецептурные, следовательно, различается и маркетинговый инструментарий продвижения для данных категорий препаратов, а также масштабы бюджетов маркетинговых кампаний. Так, безрецептурные лекарственные средства компании имеют возможность продвигать на рынке при помощи прямой рекламы – наружной, теле- или радиорекламы, в средствах массовой информации, а также за счет непосредственной работы с конечными потребителями, разного рода акций и спецпредложений, свободной выдачи пробников. При этом лекарства, отпускаемые по рецепту, законодательство рекламировать запрещает, а продвижение рецептурных препаратов ложится на плечи медицинских представителей, чья ключевая задача заключается в стимулировании лечащих

врачей к назначению продвигаемых компанией лекарственных средств. Инструментарий продвижения в таком случае различается и включает в себя информирование о новых лекарственных препаратах, распространение материалов с терапевтическими рекомендациями и организацию образовательных мероприятий. Для большинства отечественных фармпроизводителей, чей ассортимент состоит прежде всего из препаратов-дженериков, значительные инвестиции в подобные промо-активности становятся критически важным рычагом увеличения продаж. Следовательно, объем коммерческих расходов на продвижение может стимулировать рост фармацевтических компаний.

По итогам анализа особенностей фармацевтической отрасли можно заключить, что ее специфика, определяющая потенциал роста зарубежных и российских фармацевтических компаний, характеризуется следующими ключевыми аспектами:

- социальная миссия отрасли: фармпроизводители несут повышенную ответственность за обеспечение населения безопасными, эффективными и доступными лекарственными препаратами;
- всеобъемлющее государственное регулирование: деятельность производителей препаратов строго регламентирована и предполагает обязательную регистрацию лекарственных средств, контроле за их оборотом, установление уровня предельных отпускных цен препаратов и пр.;
- дифференциация бизнес-моделей: стратегии ценообразования и финансового планирования и прогнозирования принципиально различаются в зависимости от бизнес-модели, в рамках которой функционирует фармацевтическая компания – инновационной (ориентация на оригинальные препараты) или дженериковой (ориентация на препараты-копии);
- высокая значимость НИОКР: разработка новых фармацевтических продуктов, будь то оригинальные препараты или дженерики, требует значительных инвестиций в научно-исследовательскую деятельность;

- значительная продолжительность цикла разработки препарата: процесс создания нового лекарственного средства, включающий создание формулы, доклинические и клинические исследования, регистрацию и пострегистрационный мониторинг, может занимать до 10-15 лет;
- высокая дифференциация продуктового портфеля: отраслевой особенностью является широкий ассортимент лекарств, производство которого не под силу отдельной компании или даже одному государству, что обуславливает наличие специализации производства препаратов на уровне компаний и государств;
- системная государственная поддержка отечественных фармпроизводителей: Правительство Российской Федерации реализует политику импортозамещения через различные инструменты, в т.ч. субсидирование научно-исследовательской деятельности, обновление регулирования госзакупок и пр.

Основываясь на приведенной выше информации, российскую фармацевтику сложно охарактеризовать как потенциальный флагман российской науки, инноваций и производства. Это обусловлено двумя следующими фактами. Во-первых, наблюдается чрезмерная зависимость отечественной фармотрасли от импорта препаратов иностранных производителей, о чем свидетельствуют расходы на закупки данных лекарственных средств. Во-вторых, сохраняется значительное преобладание на российском фармрынке дженериков над оригинальными препаратами, и единственным существенным источником инновационных лекарств в таких условиях становится продукция зарубежных фармкорпораций. Все это не может не оказывать значительное влияние не только на отрасль в целом, но и на российские фармацевтические компании, в частности, на их возможности роста и создания стоимости для собственников капитала. Поэтому актуальной становится задача выявления факторов и барьеров роста стоимости фармкомпаний.

Здесь следует подчеркнуть, что экономика Российской Федерации относится к развивающимся экономикам, при этом практически все отечественные фармацевтические компании представляют собой непубличные общества, для которых ключевым стратегическим финансовым приоритетом выступает прежде всего корпоративный рост в терминах масштабов деятельности. В свою очередь для развитых финансовых рынков характерно наличие публичных компаний, и фармацевтическая отрасль не является исключением. Для публичных фармацевтических компаний стратегическим приоритетом выступает корпоративный рост в терминах стоимостно-ориентированного управления, и усилия руководства направлены прежде всего на создание ценности для владельцев компаний (рост рыночной капитализации, фундаментальной стоимости и пр.). В этой связи следует отдельно проанализировать факторы корпоративного роста зарубежных публичных компаний, оперирующих на развитых рынках, и отечественных непубличных компаний, функционирующих на развивающемся российском рынке.

## **2.2 Выявление и оценка ключевых факторов роста публичных фармацевтических компаний**

Сформулированные ранее выводы по итогам анализа глобального и отечественного фармацевтического рынка демонстрируют очевидные преимущества оригинальных лекарственных средств перед препаратами-дженериками. Производители оригинальных препаратов имеют возможность генерировать значительный объем продаж в период патентной защиты при высоком уровне маржинальности, одновременно с этим выступая драйвером научно-технологического прогресса отрасли в целом и формируя новые терапевтические направления, а также сегменты рынка. Кроме того, возможность реализации подобных разработок имеет высокую социальную ценность, поскольку позволяет оперативно создавать эффективные

лекарственные средства в условиях кризисных ситуаций, подобных пандемии COVID-19.

Отмеченные отраслевые особенности позволяют выдвинуть гипотезу о наличии положительной взаимосвязи инвестиций в НИОКР и стоимостью нематериальных активов в виде патентов и результатов исследований и разработок с фундаментальной стоимостью фармацевтической компании. С целью доказательства либо опровержения данной гипотезы далее предлагается провести статистический анализ деятельности международных публичных фармацевтических компаний, оперирующих на российском фармацевтическом рынке, для которых затраты на R&D являются одной из ключевых статей расходов.

Выявление факторов стоимости требует анализа влияния конкретных показателей на фундаментальную стоимость компании. Для этого необходимо установить зависимость между изменением стоимости за тот или иной период и величинами рассматриваемых показателей. Стабильная положительная зависимость позволит идентифицировать соответствующий показатель в качестве фактора стоимости.

В контексте данной работы в качестве критерия роста стоимости выбрана экономическая добавленная стоимость (EVA), представляющая собой наиболее распространенный показатель для анализа среди совокупности стоимостных приростных индикаторов (EVA, SVA, MVA, EP и т.д.). Сущность показателя EVA раскрывается через следующие его характеристики:

- служит критерием эффективности задействования капитала компании, демонстрируя, создает ли компания уровень доходности, превышающий стоимость его привлечения, в т.ч. альтернативные способы вложений собственников капитала;
- служит критерием качества управленческих решений;
- служит потенциальным инструментом для формирования системы мотивации корпоративного руководства;

- выступает одной из разновидностей концепции экономической прибыли.

Для выявления факторов корпоративного роста публичных фармацевтических компаний, действующих на отечественном рынке, составим выборку из 15 зарубежных компаний фармацевтической отрасли. В качестве критерия отбора возьмем объем выручки от продаж за 2022 год. Сформированная таким образом выборка компаний представлена в таблице 10.

Таблица 10 – Топ-15 зарубежных публичных фармацевтических компаний по объему выручки за 2022 год в Российской Федерации

В миллионах рублей

Место в рейтинге	Наименование компании	Выручка за 2022 год
1	Bayer	84 787,9
2	Novartis	76 180,6
3	Sanofi	71 953,0
4	GlaxoSmithKline	62 536,7
5	AstraZeneca	60 588,5
6	Merck & Co	58 220,0
7	Johnson & Johnson	58 016,7
8	F.Hoffmann-La Roche	54 740,6
9	Pfizer	54 163,8
10	Stada	50 768,3
11	Abbott	46 453,6
12	Teva	40 240,8
13	KRKA	39 168,2
14	AbbVie	11 631,0
15	Gedeon Richter	3 854,9

Источник: составлено автором на основе [97].

Прежде всего необходимо для каждой компании в выборке определить значение EVA за 2022 год. Продемонстрируем моделирование показателя EVA на примере компании Sanofi, международной французской фармацевтической компании, входящей в список крупнейших фармацевтических корпораций в мире по величине выручки за 2022 год.

Как уже отмечено, специфика фарминдустрии заключается в важной роли исследований и разработок. Благоприятное функционирование фармпроизводителей зависит от разработки инновационных технологий

изготовления препаратов и инновационности самой лекарственной продукции. Поэтому, поскольку деятельность фармацевтических компаний характеризуется существенными расходами на осуществление научно-исследовательских работ, целесообразно провести корректировку NOPAT на расходы на исследования и разработки. Также нужно скорректировать ее на значения отложенных налоговых активов и обязательств, которые являются значительными финансовыми ресурсами для каждой корпорации [47]. Среди прочих поправок нужно отметить операционный лизинг, амортизация гудвилла, резервы по сомнительным долгам, но, к сожалению, данные корректировки произвести не представляется возможным в связи с отсутствием соответствующей информации в публикуемой отчетности компаний.

Итак, согласно данным консолидированной финансовой отчетности Sanofi за 2022 год, прибыль до налогообложения (EBT) за рассматриваемый отчетный период составила 11 157 млн долл. Чтобы определить операционную прибыль (EBIT), «очистим» прибыль до налогов от процентов к получению (206 млн долл) и к уплате (440 млн долл.). Полученная таким образом операционная прибыль составляет  $11\ 157 - 206 + 440 = 11\ 408$  млн долл. Для получения посленалоговой операционной прибыли (NOPAT) отнимем из показателя EBIT значение налога на прибыль (2 148 млн долл.):

$$\text{NOPAT} = \text{EBIT} - \text{Tax} = 11\ 408 - 2\ 148 = 9\ 260 \text{ млн долл.}$$

Далее осуществим обозначенные выше корректировки полученного значения на расходы на исследования и разработки и изменение чистых отложенных налоговых активов, которые составили за период 7 179 млн долл. и 598 млн долл. соответственно:

$$\begin{aligned} \text{NOPAT adj} &= \text{NOPAT} + \text{R&D expenses} + \Delta \text{net DTA} \\ &= 9\ 260 + 7\ 179 + \\ &\quad + 598 = 17\ 038 \text{ млн долл.} \end{aligned}$$

Инвестированный капитал на начало периода (IC) включает в себя собственный капитал и платные заемные источники финансирования. Для расчета показателя просуммируем указанные составляющие:

$$\text{IC} = \text{Собственный капитал} + \text{Долгосрочный долг} + \text{Краткосрочный долг} = 78\ 498 + 19\ 471 + 3\ 620 = 101\ 589 \text{ млн долл.}$$

Далее необходимо определить значение средневзвешенной стоимости капитала, которое рассчитывается по формуле (11)

$$\text{WACC} = r_D \times (1 - \tau) \times d_D + r_E \times d_E, \quad (11)$$

где WACC (Weighted average cost of capital) – средневзвешенная стоимость капитала;

$r_D$  – стоимость заемного капитала;

$r_E$  – требуемая ставка доходности по собственному капиталу;

$d_D$  – доля заемных средств;

$d_E$  – доля собственного капитала;

$\tau$  – ставка налога на прибыль.

С целью оценки стоимости собственного капитала компании используется модель оценки капитальных активов (Capital asset pricing model, далее – САРМ) У. Шарпа, выраженная формулой (12)

$$R_e = R_f + \beta \times (R_m - R_f) + C, \quad (12)$$

где  $R_e$  – требуемая доходность (стоимость) собственного капитала;

$R_f$  – безрисковая доходность;

$\beta$  – бета-коэффициент, отражающий «восприятие» систематического риска;

$R_m$  – среднерыночная доходность;

$C$  – премия за страновой риск.

Согласно данным А. Дамодарана, среднее значение  $\beta$  для фармацевтической отрасли составляет 0,79 [106].

В качестве безрисковой доходности принято значение рыночной доходности по казначейским ценным бумагам США сроком погашения 20 лет – 4,25% [112]. Премия за рыночный риск для американского рынка принята равной 5,3%, согласно расчетам А. Дамодарана. Таким образом, мы можем рассчитать требуемую доходность собственного капитала по формуле (12)

$$R_e = R_f + \beta \times (R_m - R_f) + C = 4,25\% + 0,79 \times 5,3\% + 0,19\% = 8,63\%.$$

В качестве стоимости заемного капитала примем значение средневзвешенной процентной ставки по кредитам, предоставленным нефинансовым организациям в рублях, сроком погашения свыше 3 лет. Значение показателя составляет 6,17%.

Таким образом, выявив значения всех компонентов WACC, мы можем рассчитать данный показатель и определить, какой ценой обходится пользование капиталом компании Sanofi, используя формулу (11)

$$\begin{aligned} WACC &= r_D \times (1 - \tau) \times d_D + r_E \times d_E = 6,17\% \times (1 - 18,83\%) \times 0,227 + \\ &+ 8,63\% \times 0,773 = 7,8\%. \end{aligned}$$

Получив все необходимые компоненты EVA, определим ее значение по формуле (3)

$$\text{EVA} = \text{NOPAT}_{\text{adj}} - \text{IC} \times \text{WACC} = 17\ 038 - 101\ 589 \times 7,8\% = \\ = 9\ 112 \text{ млн долл.}$$

По итогам проведения аналогичных расчетов для остальных фармацевтических компаний из выборки получены значения экономической добавленной стоимости, приведенные в таблице 11.

Таблица 11 – Значения EVA зарубежных фармацевтических компаний

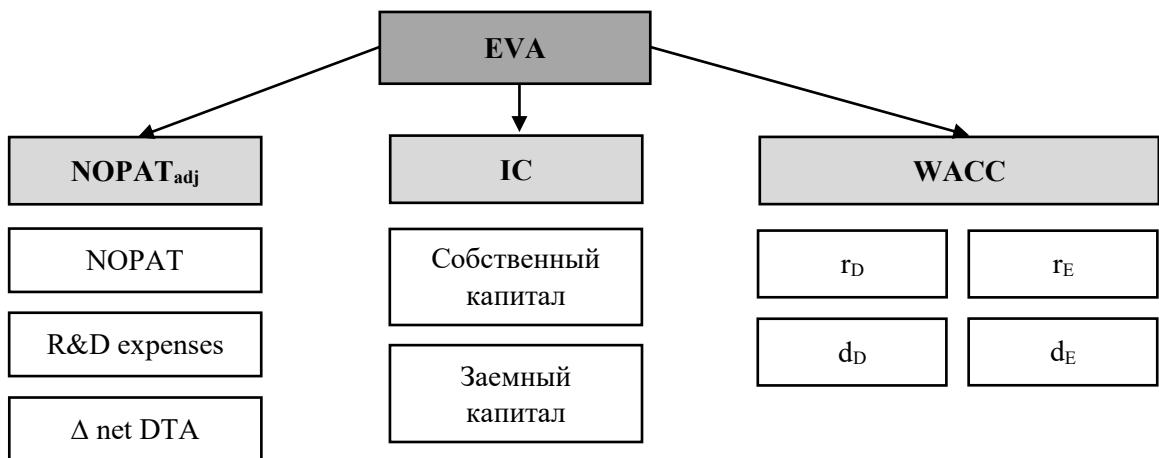
В миллионах долларов

Компания	Значение EVA
Bayer	7 482
Novartis	11 569
Sanofi	9 112
GlaxoSmithKline	26 667
AstraZeneca	8 515
Merck & Co	26 065
Johnson & Johnson	25 195
F.Hoffmann-La Roche	30 029
Pfizer	36 828
Stada	340
Abbott	6 615
Teva	-2 840
KRKA	318
AbbVie	16 015
Gedeon Richter	319

Источник: составлено автором на основе [101-104; 107; 109-111; 114; 116; 118-122].

Стоит отметить, что практически все компании, кроме израильской Teva, имеют положительное значение экономической добавленной стоимости по итогам 2022 года, что свидетельствует о создании стоимости, эффективном использовании капитала в этих компаниях и удовлетворении интересов его владельцев.

Далее, для выявления факторов создания стоимости вышеперечисленных компаний, следует провести декомпозицию EVA на показатели, которые на нее влияют. Это нетрудно сделать, учитывая проведенные выше расчеты. Результаты декомпозиции представлены на рисунке 9.



Источник: составлено автором.  
Рисунок 9 – Декомпозиция показателя EVA

С целью выявления влияния указанных на рисунке показателей на экономическую добавленную стоимость составим корреляционную матрицу при помощи MS Excel. Составленная корреляционная матрица приведена в таблице 12. В ячейках данной матрицы указаны попарные коэффициенты корреляции, характеризующие тесноту связи двух соответствующих показателей. Для целей анализа следует обратить внимание на столбец EVA. Как видно из таблицы, наиболее сильно, практически на уровне функциональной зависимости, коррелирует с EVA показатель NOPAT – его следует исключить из анализа как оказывающий слишком существенное и очевидное влияние на экономическую добавленную стоимость. Из оставшихся показателей наибольший коэффициент корреляции с EVA имеет показатель расходов на исследования и разработки, он составляет 0,83 – это свидетельствует о наличии положительной взаимосвязи данных показателей.

Также проведенный анализ дает возможность построить эконометрические модели, в которых зависимой переменной выступает индикатор экономической добавленной стоимости, а переменными-факторами являются полученные в результате декомпозиции

Таблица 12 – Корреляционная матрица EVA и факторов стоимости

Показатель	EVA	R&D exp.	Δ net DTA	NOPAT <sub>adj</sub>	СК <sub>0</sub>	ДЗК <sub>0</sub>	КЗК <sub>0</sub>	IC <sub>0</sub>	Ст-сть СК	Ст-сть ЗК	Доля СК	Доля ЗК	WACC
EVA	1	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-
R&D exp.	0,8308	1	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-
Δ net DTA	0,5313	0,1617	1	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-
NOPAT <sub>adj</sub>	0,9875	0,8529	0,5301	1	-	-	-	-	-	-	-	-	-
СК <sub>0</sub>	0,5454	0,6521	0,1485	0,6527	1	-	-	-	-	-	-	-	-
ДЗК <sub>0</sub>	0,4807	0,4478	0,3500	0,5499	0,3496	1	-	-	-	-	-	-	-
КЗК <sub>0</sub>	0,4320	0,5545	0,2140	0,4441	0,1078	0,5194	1	-	-	-	-	-	-
IC <sub>0</sub>	0,6801	0,7420	0,2507	0,7797	0,8835	0,7213	0,3962	1	-	-	-	-	-
Ст-сть СК	-0,5750	-0,6590	0,1518	-0,5737	-0,4989	-0,2816	-0,2583	-0,5778	1	-	-	-	-
Ст-сть ЗК	-0,5394	-0,4912	0,0624	-0,5100	-0,3654	-0,1177	-0,0725	-0,4152	0,9091	1	-	-	-
Доля СК	-0,1062	-0,0778	-0,2413	-0,1090	0,2241	-0,5476	-0,4420	-0,1149	-0,3047	-0,3581	1	-	-
Доля ЗК	0,1062	0,0778	0,2413	0,1090	-0,2241	0,5476	0,4420	0,1149	0,3047	0,3581	-1,0000	1	-
WACC	-0,6654	-0,6793	-0,0152	-0,6524	-0,3768	-0,4905	-0,3987	-0,6096	0,8656	0,8289	0,1682	-0,1682	1

Источник: составлено автором на основе [101-104; 107; 109-111; 114; 116; 118-122].

компоненты расчета EVA. В результате анализа получен следующий наиболее обоснованный вариант регрессионной модели, выраженный формулой (13)

$$\text{EVA} = 1,717285 \times \text{R&D exp.} + 3,737119 \times \Delta \text{ net DTA} - 2\,407,79, \quad (13)$$

где EVA – экономическая добавленная стоимость;  
 R&D exp – расходы на исследования и разработки;  
 $\Delta$  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.

### **2.3 Факторы роста и их оценка для непубличных фармацевтических компаний**

Как отмечено выше, принципы стоимостного управления в финансовом менеджменте 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. Далее предлагается при помощи инструментария регрессионного анализа выявить факторы роста российских фармацевтических компаний, подавляющая часть которых относится к непубличным обществам.

Для проведения статистического анализа и выявления факторов корпоративного роста отечественных фармацевтических компаний использованы данные портала «СПАРК». В исследовании рассматривались компании, ключевой вид деятельности которых относится к кодам ОКВЭД 21.1 (Производство фармацевтических субстанций) и 21.2 (Производство лекарственных препаратов и материалов, применяемых в медицинских целях и ветеринарии). Для анализа рассмотрены компании, не относящиеся к сегменту микропредприятий, чья годовая выручка по итогам 2022 года превышает 120 млн руб. Составленная таким образом совокупность хозяйствующих субъектов, оперирующих в фармацевтической индустрии, насчитывает 301 компанию, зарегистрированных в 43 различных субъектах Российской Федерации, чей суммарный объем продаж по итогам 2022 года составляет 657 млрд руб. Распределение данных компаний по субъектам страны характеризуется высокой концентрацией – так, 112 компаний (37,2%) зарегистрированы в г. Москва, 44 компании (14,6%) – в Московской области, 24 компании (8,0%) – в г. Санкт-Петербург. Исходя из анализа выборки компаний можно также сделать вывод о высокой концентрации рынка и по объему выручки, поскольку на 5 крупнейших по размеру выручки компаний выборки приходится 40,2% совокупного объема продаж, на 10 крупнейших – 51,4%, на 20 крупнейших – 63,4%. При этом расчетная величина индекса Херфиндаля-Хиршмана составляет 726, поэтому нельзя сделать вывод о высоком уровне монополизации рынка. Далее, в связи с тем, что в работе исследуется явление корпоративного роста по выборке хозяйствующих субъектов, для анализа его динамики используются имеющиеся в базах данных «СПАРК» финансовые показатели деятельности компаний за период с 2018 года по 2022 год, соответственно, из совокупности исключаются компании, которые зарегистрированы после 2018 года. Также исключены компании, по которым частично отсутствует необходимая для анализа финансовая информация за рассматриваемый

период. Таким образом, итоговая выборка фармацевтических компаний составила 107 позиций. Предварительный анализ выбранных компаний свидетельствует о довольно значительном их разбросе по величине реальных темпов прироста выручки за период с 2018 года по 2022 год, рассчитанных с учетом индекса потребительских цен. Так, 82 компании в выборке характеризуются положительными темпами прироста продаж, тогда как оставшиеся 25 компаний демонстрируют сокращение выручки. В этой связи предлагается провести анализ двух данных подвыборок по отдельности [65].

В качестве анализируемого периода взят период с 2018 года по 2022 г, поскольку предполагается, что данный период достаточно продолжительный для формирования динамики корпоративного роста компаний из выборки. Также в качестве начала периода не рассматриваются 2020 год или 2021 год, поскольку указанный период характеризуется системным спадом в экономике, обусловленным влиянием глобальной пандемии. Соответственно, данный период не рассматривается, чтобы избежать эффекта «низкой базы» при анализе корпоративного роста.

Следующий этап исследования заключается в выборе критерия корпоративного роста и подборе оказывающих на него влияние потенциальных факторов. В качестве критерия роста предлагается выбрать темпы прироста выручки от продаж.

В список переменных-факторов предлагается включить базовые параметры, оказывающие влияние на объемы производства, которые учитываются в производственной функции Кобба-Дугласа – факторы трудовых ресурсов, основного и оборотного капитала. За базовый показатель, характеризующий фактор трудовых ресурсов, примем оттоки денежных средств на оплату труда, отраженные в отчете о движении денежных средств выбранных компаний. В качестве показателя основного капитала возьмем значение по строке основных средств баланса. Значение оборотного капитала

рассчитано как разница между оборотными активами и краткосрочными обязательствами [65].

Кроме того, при анализе необходимо учесть специфику деятельности фармацевтических компаний и включить в модель факторы, отражающие особенности отрасли фармацевтики.

Как отмечено ранее, фармацевтическая деятельность характеризуется высокой значимостью инновационной деятельности по выведению фармацевтических субстанций и созданию лекарственных препаратов, позволяющей производить лекарства с высокой добавленной стоимостью. Следовательно, можно сделать предположение о положительном влиянии затрат, связанных с исследованиями и разработками, на корпоративный рост фармацевтических компаний. В публикуемом компаниями отчете о финансовых результатах не предусмотрено отражение отдельной строкой затрат на R&D за отчетный период, в связи с этим предлагается для анализа рассмотреть строчку баланса результатов исследований и разработок, которые как раз представляют собой капитализированные на отчетную дату расходы на исследования и разработки [65].

Анализ отечественного фармацевтического рынка выявил его особенность, заключающуюся в преобладающей доле на рынке препаратов-дженериков, а не оригинальных препаратов. В таких условиях для поддержания спроса на производимые препараты российские компании уделяют значительное внимание продвижению и рекламе. Соответствующие расходы отражаются в финансовой отчетности компаний по строке коммерческих расходов. В связи с этим следует включить в модель данный показатель. При этом необходимо учитывать не столько абсолютные значения коммерческих расходов, сколько их долю в общем объеме затрат [65].

Также предлагается учесть в модели такие факторы, как возраст и размер компаний. Многочисленные исследования влияния жизненного цикла компаний на их рост свидетельствуют о более высоких темпах роста

сравнительно «молодых» и «малых» компаний. Для валидации данной зависимости на примере выборки фармацевтических компаний включим указанные факторы в модель. В качестве показателя возраста компании взят период времени ее существования с момента регистрации до начала анализируемого периода в годах, в качестве показателя размера – величина выручки компании.

Поскольку на повестке исследования находится корпоративный рост, при формализации факторов и зависимого показателя роста данные переменные предлагается представить в виде приростных величин. Кроме того, для стандартизации факторов осуществим логарифмирование переменных с тем, чтобы устранить искажения, связанные с различающимися единицами измерения показателей. Таким образом, предлагаемая для проверки регрессионная модель выглядит выражена формулой (14)

$$\ln g = \beta_0 + \beta_1 \ln \frac{\Phi\text{OT}_{2022}}{\Phi\text{OT}_{2018}} + \beta_2 \ln \frac{\text{OC}_{2022}}{\text{OC}_{2018}} + \beta_3 \ln \frac{\text{OK}_{2022}}{\text{OK}_{2018}} + \beta_4 \ln \frac{\text{R&D}_{2022}}{\text{R&D}_{2018}} + \beta_5 \ln \frac{\text{ДКР}_{2022}}{\text{ДКР}_{2018}} + \beta_6 \ln \text{Возраст} + \beta_7 \ln \text{Размер}, \quad (14)$$

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

$\Phi\text{OT}$  – расходы на оплату труда;

$\text{OC}$  – основной капитал;

$\text{OK}$  – оборотный капитал;

$\text{R&D}$  – результаты исследований и разработок;

$\text{ДКР}$  – доля коммерческих расходов в себестоимости.

До проведения регрессионного анализа предлагается ознакомиться со значениями переменных – они представлены в таблице 13.

Таблица 13 – Значения факторов, учитываемых в модели

Показатель	Компании с увеличивающимся объемом продаж			Компании с сокращающимся объемом продаж		
	2018 г.	2022 г.	Темп прироста, в процентах	2018 г.	2022 г.	Темп прироста, в процентах
Объем продаж, млн руб.	2 070	3 969	91,7	1 292	993	-23,1
Расходы по оплате труда, млн руб.	251	342	36,1	110	124	12,4
Основной капитал, млн руб.	558	805	44,2	288	276	-4,4
Оборотный капитал, млн руб.	777	1 507	94,0	715	656	-8,3
Результаты исследований и разработок, млн руб.	76	75	-1,2	64	75	17,4
Коммерческие расходы, млн руб.	274	336	22,6	113	152	34,0
Возраст, лет	-	21,81	-	-	24,49	-

Источник: составлено автором.

Как видно из таблицы, две рассматриваемые группы компаний отличаются по динамике анализируемых показателей. Так, группа растущих компаний представлена в среднем более крупными компаниями по величине выручки, причем уменьшающиеся компании оказались в среднем меньше и на начало рассматриваемого периода на 37,6%. К концу 2022 года выручка первой подвыборки компаний оказалась выше в четыре раза. Расходы на оплату труда в среднем также увеличиваются, но менее высокими темпами относительно прироста объема продаж. У подвыборки растущих фармацевтических компаний наблюдаются высокие темпы прироста основных средств. Можно предположить, что данные компании высоко оценивают потенциал роста фармрынка и активно финансируют наращивание производственных фондов. Величина оборотного капитала первой группы компаний в среднем увеличилась пропорционально приросту объема продаж, при этом у второй группы наблюдается снижение оборотного капитала, которое без увеличения скорости его оборачиваемости, вероятно, привело к уменьшению финансирования текущей деятельности.

Что касается расходов на исследования и разработки, то если в 2018 году данная статья расходов у первой группы компаний оказалась выше на 18,6%, то к 2022 году данный показатель у нерастущих компаний достиг средней величины по растущим компаниям в абсолютном выражении. Кроме того, по компаниям первой группы вовсе наблюдается сокращение расходов

на R&D в реальном выражении, что свидетельствует о сокращении масштабов исследовательской деятельности. Динамика коммерческих расходов у обеих групп компаний характеризуются приростом, при этом более агрессивно наращивают расходы на рекламу и продвижение именно нерастущие компании, которые таким образом стремятся стимулировать прирост продаж.

Рассматриваемые фармацевтические компании в среднем довольно зрелые, при этом возраст растущих компаний все же ниже возраста нерастущих, что соответствует общепринятой модели жизненного цикла компаний, согласно которой «с возрастом» высокие темпы корпоративного роста сменяются постепенным замедлением и сокращением масштабов деятельности.

В таблице 14 представлены результаты построения многофакторной линейной регрессии.

Таблица 14 – Результаты моделирования линейной регрессии

Показатель	Компании с увеличивающимся объемом продаж				Компании с сокращающимся объемом продаж			
Множественный R	0,7164				0,4445			
R <sup>2</sup>	0,5133				0,1976			
F-статистика	11,1481				0,5981			
p-значение	0,0000				0,7492			
-	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
$\ln \frac{\Phi OT_{2022}}{\Phi OT_{2018}}$	0,4194	0,1292	3,2451	0,0018	0,0685	0,1944	0,3526	0,7287
$\ln \frac{OC_{2022}}{OC_{2018}}$	-0,0278	0,0567	-0,4910	0,6249	0,0372	0,0583	0,6370	0,5326
$\ln \frac{OK_{2022}}{OK_{2018}}$	0,1612	0,0510	3,1601	0,0023	-0,0105	0,0881	-0,1192	0,9065
$\ln \frac{R&D_{2022}}{R&D_{2018}}$	0,0085	0,0083	1,0267	0,3079	0,0181	0,0132	1,3694	0,1887
$\ln \frac{\Delta KP_{2022}}{\Delta KP_{2018}}$	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. Коэффициент детерминации  $R^2$  составляет 0,5133, что свидетельствует о наличии тесной взаимосвязи между показателями ( $R = 0,7164$ ), а вариация результативного признака на 51,33% объясняется влиянием включенных в модель переменных. Значение F-статистики, демонстрирующей, обеспечивает ли регрессионная модель лучшее соответствие данным, чем модель, которая не содержит независимых переменных, и по сути проверяющей, полезна ли в целом построенная модель, составляет 11,1481 (табличное значение F при количестве переменных-факторов  $m = 7$  и количестве наблюдений  $n = 82$  составляет от 2,1 до 2,17), а р-значение близко к 0 и ниже уровня значимости 0,01, в связи с чем можно сделать вывод о том, что выбранные объясняющие переменные действительно улучшают качество регрессионной модели, а модель в целом является статистически значимой. При этом, как видно из таблицы, подобных выводов нельзя сделать по модели для компаний с отрицательными реальными темпами продаж – она свидетельствует об отсутствии зависимости между переменными.

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 фармацевтических компаний продемонстрировало, что динамика корпоративного роста во многом зависит от производственных факторов, фактора рекламы и продвижения и фактора масштабов деятельности компании. Следовательно, руководству фармацевтической компании следует при операционном управлении ее деятельностью обратить внимание на выделенные факторы.

Из анализируемых специфических для индустрии фармацевтики факторов росту компаний способствует фактор коммерческих расходов по рекламе и продвижению лекарственных препаратов. Данный факт можно интерпретировать следующим образом: в структуре реализации препаратов российских фармацевтических компаний преобладают лекарства-копии (дженерики), 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. Данный тезис можно объяснить наличием специфики научно-исследовательской деятельности именно в области фармацевтики, заключающейся в высокой длительности периода разработки новых лекарственных препаратов,

связанной с необходимостью 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. Выявление данной зависимости требует анализа отложенного воздействия результатов исследовательской деятельности на динамику роста в долгосрочной перспективе. 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 статьи расходов на R&D в структуре затрат по сравнению с зарубежными фармацевтическими корпорациями [65].

## Глава 3

### **Инструментарий роста фармацевтических компаний и методические рекомендации по его применению в корпоративных финансовых стратегиях**

#### **3.1 Построение финансовой модели роста для российских фармацевтических компаний**

Осуществление стратегического управления компанией и принятие стратегических финансовых решений, направленных на обеспечение корпоративного роста компании, невозможно представить без такого инструмента, как финансовое моделирование. Инструментарий финансового моделирования корпоративного роста позволяет прогнозировать показатели деятельности компании, выявлять зависимость между различными показателями, рассматривать несколько сценариев ее развития и, наконец, давать оценку перспективам роста компании в будущем.

Финансовая модель является важнейшим инструментом в процессе стратегического управления корпорацией и принятия управленческих финансовых решений. Существует множество подходов к трактовке понятия финансовой модели. Например, Р. Томас под финансовой моделью понимает «набор взаимосвязанных рядов данных, отражающих наиболее важные показатели деятельности компании, в зависимости от выбранного сценария изменения ее внешней деловой среды и внутренних характеристик бизнеса» [67].

Финансовые модели находят свое применение во многих сферах финансовой деятельности и могут использоваться для различных целей:

- для прогнозирования финансовых результатов – финансовые модели позволяют руководству компании осуществлять прогнозирование будущих финансовых показателей – активов, собственного капитала,

финансовых обязательств, доходов, расходов, денежных поступлений и оттоков – на основе имеющихся исторических данных и предположений;

- при оценке эффективности инвестиционных проектов
- финансовые модели позволяют произвести оценку показателей потенциальной прибыльности инвестиционных проектов, таких, как NPV, PI, IRR и срок окупаемости, на основе прогноза денежных потоков по проекту, сделать вывод о целесообразности финансирования проекта и выявить среди имеющихся альтернатив вложения средств наиболее эффективные;
- при оценке стоимости компании – финансовые модели используются для оценки стоимости компании доходным подходом, в частности, в целях проведения сделок слияний и поглощений, при оценке стоимости акций для инвесторов и пр.;
- при разработке стратегии развития компании – финансовые модели используются руководством для анализа эффективности и сравнения различных стратегий развития компании и выбора наиболее эффективной из них;
- при планировании бюджета компании – финансовые модели позволяют разработать прогноз инвестиционных и прочих затрат, определить требуемые масштабы и сроки финансирования и таким образом составляют информационную базу для разработки бюджета и формулирования финансовых целей;
- при анализе рисков – финансовые модели позволяют руководству оценить степень потенциального влияния различных факторов риска на те или иные показатели финансового состояния компании в будущем и разработать эффективные мероприятия по минимизации их вероятности наступления и потенциальных негативных последствий и т.д.

По мнению Г.И. Мельникова [44], «финансовое моделирование дает возможность осуществлять эффективный анализ сложных и неопределенных ситуаций, связанных с принятием стратегических решений; финансовая модель, в зависимости от цели построения, строится исходя из расширенного

или сокращенного формата, она может содержать в себе динамические связи ключевых показателей, основные формы финансовой отчетности, прогнозные финансовые показатели, рассчитанные на основе финансовой отчетности, а также интегральные показатели эффективности компании».

Финансовую модель корпоративного роста отличает от других разновидностей финансовых моделей цель моделирования, которая заключается в прогнозировании и анализе динамики индикаторов роста компании и оценке перспектив роста в будущем. Поскольку объектом данного исследования выступают компании фармацевтической отрасли, далее предлагается сформулировать алгоритм построения финансовой модели корпоративного роста фармацевтической компании, которая учитывала бы на каждом этапе построения финансовой модели специфические характеристики ведения деятельности в данной индустрии, описанные ранее в работе.

На рисунке 10 представлена возможная интерпретация схемы алгоритма финансового моделирования корпоративного роста с учетом специфики деятельности фармацевтической компании можно изобразить в виде схемы.

Как видно из рисунка, построение финансовой модели корпоративного роста фармацевтической компании предлагается начать с формулировки цели финансового моделирования. Цель построения финансовой модели роста фармацевтической компании заключается в разработке прогноза выбранного индикатора корпоративного роста на заданном горизонте прогнозирования и анализе возможностей компании по обеспечению устойчивого корпоративного роста. При этом формулировка цели моделирования предполагает также выбор и обоснование целевого индикатора корпоративного роста. В качестве целевого индикатора корпоративного роста могут быть использованы как индикаторы, применяемые в рамках концепции стоимостно-ориентированного управления, например, SHV, EVA, EP, чистые денежные потоки, так и показатели, основывающиеся на анализе динамики масштабов деятельности, такие, как темпы роста продаж, «золотое

**Этапы построения финансовой модели роста**



**Факторы, отражающие специфику фармацевтической деятельности**

- Стратегические приоритеты развития фармацевтической компании (максимизация рыночной стоимости / создание ценности для собственников / наращивание доли рынка и пр.);
- Организационно-правовая форма фармацевтической компании

**Внутренние факторы**

- Бизнес-модель фармацевтической компании (инновационная / дженериковая / смешанная);
- Структура бизнес-портфеля фармацевтической компании и планы по его развитию;
- Инновационная деятельность фармацевтической компании, в частности, статус текущих и планируемых научно-исследовательских работ в области разработки фармацевтических субстанций и лекарственных препаратов;
- Состояние основных производственных фондов;
- Структура финансирования компании;
- Дивидендная политика;
- Маркетинговая стратегия

**Внешние факторы**

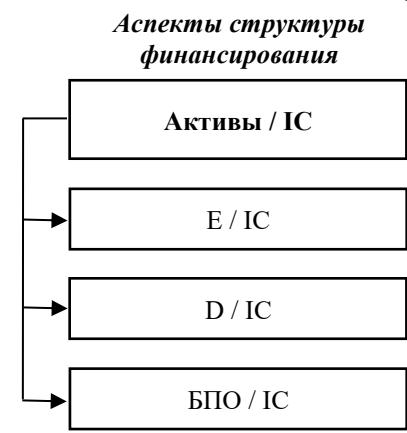
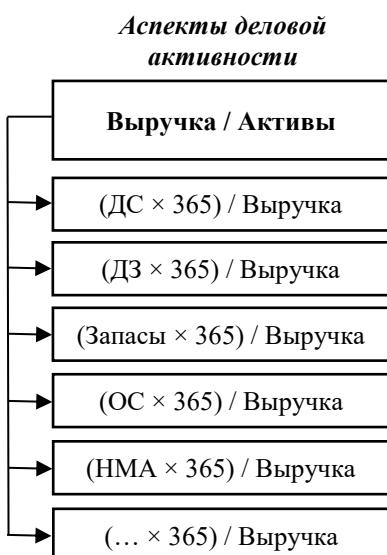
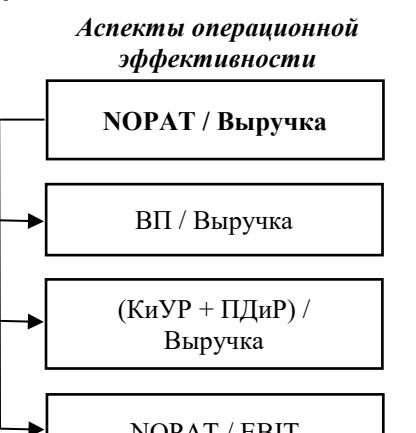
- Государственное регулирование фармацевтической отрасли и государственная политика;
- Конкурентная среда;
- Состояние инновационно-технологического развития отрасли;
- Инфляция и стабильность валютного курса;
- Развитость фондового рынка и банковского сектора;
- Политические факторы, в частности, влияние санкций

EVA

ROIC

WACC

IC<sub>0</sub>



Источник: составлено автором.

Рисунок 10 – Схема алгоритма финансового моделирования корпоративного роста фармацевтической компании

правило экономики предприятия», устойчивость роста и т.д. Выбор целевого индикатора может зависеть от ряда факторов – от организационно-правовой формы компании, от стратегического целеполагания компании и пр. [67].

В качестве целевого индикатора при построении модели корпоративного роста предлагается выбрать показатель экономической добавленной стоимости (EVA). С одной стороны, EVA выступает в качестве стоимостного индикатора в рамках подхода VBM, то есть представляет собой критерий создания или разрушения стоимости для владельцев капитала компании, отражая качество управлеченческих решений: положительная EVA свидетельствует о создании стоимости корпорации, отрицательная – о том, что стоимость разрушается. С другой стороны, показатель EVA является расчетной величиной, выступающей в качестве одной из разновидностей финансового результата и основывающейся на использовании традиционных бухгалтерских показателей. Данные характеристики делают индикатор EVA пригодным к использованию как публичными компаниями на развитых рынках капитала, так и непубличными компаниями развивающихся экономик. Таким образом, финансовую модель корпоративного роста в терминах роста EVA можно назвать интегральной (адаптивной) моделью, которая может быть применима в условиях как развитых, так и развивающихся финансовых рынков [67].

Напомним, что показатель EVA по сути своей представляет собой вариацию экономической прибыли и выступает мерилом эффективности и рациональности использования капитала корпорации, определяет, удается ли корпорации генерировать отдачу от инвестированного капитала, покрывающую затраты на его привлечение, включая альтернативные издержки владельцев капитала.

После того, как определена цель финансового моделирования и выбран целевой индикатор корпоративного роста, необходимо произвести анализ всей имеющейся информации, оказывающей влияние на условия функционирования компании, для выявления факторов внутренней и внешней

среды, определяющих возможности и перспективы роста компании в будущем, и формулировки допущений (предположений) и их формализации с целью дальнейшей количественной диагностики. Факторы внутренней и внешней среды, определяющие условия функционирования фармацевтической компании и возможности корпоративного роста, можно классифицировать следующим образом:

внутренние факторы:

- 1) стратегия развития фармацевтической компании;
- 2) бизнес-модель фармацевтической компании – в частности, необходимо учитывать, является ли рассматриваемая фармацевтическая компания биотехнологической компанией, придерживающейся инновационной бизнес-модели и специализирующейся на разработке оригинальных лекарственных препаратов, или компания фокусируется прежде всего на выпуске лекарственных препаратов-дженериков с истекшим сроком патентной защиты;
- 3) структура бизнес-портфеля фармацевтической компании – данный фактор явным образом находит свое отражение путем формализации при прогнозировании выручки и расходов компании. Так, моделирование показателей продаж целесообразно производить в разрезе отдельных продуктов (лекарственных препаратов / фармацевтических субстанций) и рынков сбыта (например, в разрезе отдельных стран / регионов присутствия, если применимо) с учетом предположений о потенциальном проникновении продукта на тот или иной региональный рынок, доле компании на каждом рынке и размере клиентской базы, выручке на одного пациента. Кроме того, при построении прогноза выручки необходимо учитывать как потоки от уже выведенных на рынок лекарственных препаратов с учетом ожидаемых сроков окончания патентной защиты (если применимо), так и потоки, связанные с фармацевтическими субстанциями / потенциальными лекарственными препаратами, находящимися на момент построения прогноза на стадии

разработки, которые при этом в будущих периодах ожидаются к выводу на рынок;

4) инновационная деятельность фармацевтической компании, в частности, статус текущих и планируемых научно-исследовательских работ в области разработки фармацевтических субстанций и лекарственных препаратов. Так, при формулировке допущений для прогнозирования расходов на R&D, капитальных затрат и операционных расходов предполагается анализ текущего статуса НИОКР в разрезе отдельных разрабатываемых продуктов, требующий оценки ожидаемых сроков окончания каждого этапа разработки продукта (разработка формулы, доклинические испытания, фазы I, II, III клинических испытаний, одобрение уполномоченными органами) и вероятности успешного завершения каждого этапа. Визуализация такого анализа может выглядеть так, как это показано в таблице 15.

Таблица 15 – Пример оценки вероятности успешного завершения разработки лекарственных препаратов

Фаза разработки препарата	Продукт 1		Продукт 2		...
	Длительность фазы разработки	Вероятность успешного завершения фазы	Длительность фазы разработки	Вероятность успешного завершения фазы	
Разработка формулы	1 год	-	1 год	-	...
Доклинические испытания	3 года	60%	2 года	55%	...
Фаза I	1 год	65%	1 год	65%	...
Фаза II	2 года	75%	2 года	70%	...
Фаза III	2 года	85%	2 года	80%	...
Одобрение уполномоченными органами	2 года	80%	1 год	75%	...
Итого	11 лет	19,9%	9 лет	15,0%	...

Источник: составлено автором.

Вероятность успешного завершения разработки препарата в данном случае складывается из произведения вероятностей успешного прохождения каждого этапа разработки. Такой анализ позволяет учесть при построении прогноза выручки ожидаемые сроки выхода на рынок каждого продукта, а также скорректировать ожидаемые поступления от реализации продуктов

с учетом их вероятностей успешной разработки. Кроме того, подобный анализ позволяет прогнозировать расходы на НИОКР, необходимые на каждом этапе разработки препаратов, а также корректно учесть объемы и сроки капитальных и операционных затрат, связанных с организацией их производства. При прогнозе расходов на НИОКР можно учитывать среднеотраслевые показатели. Так, например, согласно данным ежегодного доклада Европейской Федерации Фармацевтических Отраслей и Ассоциаций (EFPIA), затраты на разработку лекарственных препаратов в 2023 году распределялись следующим образом:

- а) 14,7% – на исследование, разработку и доклинические исследования;
- б) 49,2% – на проведение клинических исследований, в том числе:
  - 9,0% – первая фаза;
  - 11,5% – вторая фаза;
  - 28,7% – третья фаза;
- в) 4,9% – на регистрацию;
- г) 12,9% – на фармаконадзор;
- д) 18,2% – прочие затраты;
- 5) состояние основных производственных фондов, учитывая текущий уровень износа оборудования, масштабы необходимой модернизации, а также необходимость по наращиванию основных фондов в соответствии с планами по разработке новых продуктов и расширению ассортимента препаратов;
- 6) финансовая политика, в частности, дивидендная политика, обосновывающая допущения о нормативе реинвестирования прибыли;
- 7) структура капитала компании и требуемый уровень доходности владельцев собственного и заемного капитала, учет которых необходим при определении дисконтной ставки;
- 8) качество корпоративного управления;
- 9) маркетинговая стратегия и пр.;

внешние отраслевые факторы:

1) государственное регулирование фармацевтической отрасли и государственная политика. Так, если речь идет об отечественной компании, будет полезен анализ портфеля продуктов фармацевтической компании на предмет того, какие препараты в портфеле входят в перечень ЖНВЛП и, следовательно, предельные цены которых ограничиваются на государственном уровне. Кроме того, при построении прогноза целесообразно учитывать аспекты государственной политики в области развития фармацевтической отрасли. Основные цели, направления и приоритеты государственной политики закреплены в Стратегии развития фармацевтической промышленности Российской Федерации на период до 2030 года, утвержденной распоряжением Правительства Российской Федерации № 1495-р от 7 июня 2023 года [96]. В частности, в Стратегии приведены ключевые показатели развития фармацевтической промышленности Российской Федерации на соответствующий период, в том числе, динамика объема рынка лекарственных средств в Российской Федерации, доли лекарственных средств, произведенных на территории Российской Федерации, в суммарном объеме потребления лекарственных средств и пр. При моделировании объема продаж фармацевтической компании будет полезным сопоставлять прогнозируемые темпы роста продаж с ожидаемыми государством темпами роста рынка в целом;

2) конкурентная среда – предполагается анализ положения компании на фармацевтическом рынке, лояльности покупателей к продуктам компании и конкурентов, а также динамики рыночной доли фармацевтической компании;

- 3) состояние инновационно-технологического развития отрасли;
- 4) динамика спроса на продукцию;
- 5) инвестиционный климат и пр.;

прочие внешние факторы:

- 6) инфляция и стабильность валютного курса;

- 7) развитость фондового рынка и банковского сектора;
- 8) политические факторы – санкционное давление и пр.

Формализация данных факторов позволит определить потенциальные значения количественных показателей (прежде всего объема продаж), закладываемых при построении финансового прогноза [67].

Следующий этап заключается непосредственно в количественной оценке будущего развития компании, подразумевающей выбор, обоснование и применение методов прогнозирования на заданном периоде прогноза промежуточных финансовых показателей – объема продаж, себестоимости, коммерческих, управленческих расходов, процентных доходов и расходов и т.д. Исходным пунктом прогноза является прогноз будущей динамики объема продаж компании, который может разрабатываться на основе как экспертных, так и статистических методов. Как отмечает А. Дамодаран [2], «для краткосрочных периодов прогнозы аналитиков превосходят по качеству прогнозы, сделанные на основе временных рядов, а для долгосрочных периодов качество прогнозов на основе математических моделей становится выше; на каждом этапе прогнозного анализа результаты, полученные на основе количественных моделей, подлежат экспертной оценке аналитиков на достоверность» [39]. Технический инструментарий количественной диагностики может включать в себя трендовые модели, регрессионный анализ, экспоненциальное сглаживание и пр.

Следующий этап предполагает расчет на основе прогноза вспомогательных показателей выбранного целевого индикатора корпоративного роста фармацевтической компании (в данном случае EVA) в прогнозном периоде. Построение финансовой модели позволяет оценить как значение показателя EVA в каждом отдельно взятом периоде прогнозирования, так и совокупную величину EVA за весь период прогноза. В первом случае данный индикатор демонстрирует, удалось ли компании за рассматриваемый период покрыть затраты на привлечение

финансирования, получить остаточный доход и таким образом добиться создания ценности для владельцев собственного и заемного капитала – положительное значение EVA будет свидетельствовать о приросте стоимости компании, отрицательное – о ее разрушении. Во втором случае мы можем оценить фундаментальную стоимость компании на данный момент времени, то есть текущую стоимость компании исходя из оценки ее способности приносить выгоду в будущем. Расчет фундаментальной стоимости на основе EVA может быть осуществлен по формуле (15)

$$EV = \sum_{i=1}^n \frac{EVA_i}{(1+WACC)^i} + PV(FGV) + IC_{i-1}, \quad (15)$$

где EV (Enterprise value) – фундаментальная стоимость компании;

n – период прогнозирования;

EVA – экономическая добавленная стоимость;

WACC – средневзвешенная стоимость привлеченного капитала

PV (FGV) – текущая стоимость будущего роста;

IC – инвестированный капитал.

На следующем этапе может быть произведен анализ чувствительности целевого индикатора к тем или иным показателям деятельности, в рамках которого могут рассматриваться различные сценарии прогноза роста компании с точки зрения динамики целевого индикатора и оценки фундаментальной стоимости. В частности, может быть использован подход с использованием трех сценариев – базового, оптимистического и пессимистического. Для разработки сценариев необходимо понимание компонентов, которые определяют динамику будущего развития компаний. Эти компоненты могут касаться следующих параметров внешней и внутренней среды:

- цены на производимую продукцию;

- объем реализуемой продукции;
- структура капитала;
- доступность и стоимость привлечения финансовых ресурсов;
- валютный курс и пр.

Анализ чувствительности позволяет определить, каким образом и насколько сильно рассматриваемые компоненты способны воздействовать на результирующий индикатор корпоративного роста.

Следующим этапом финансового моделирования предлагается декомпозиция целевого индикатора на отдельные показатели деятельности компаний. Далее предлагается способ декомпозиции EVA. Как мы знаем, расчет экономической добавленной стоимости можно преобразовать в формулу (16)

$$EVA = NOPAT - WACC \times IC_0 = (ROIC - WACC) \times IC_0, \quad (16)$$

где EVA – экономическая добавленная стоимость;

NOPAT – чистая операционная прибыль после налогообложения;

WACC – средневзвешенная стоимость капитала;

IC<sub>0</sub> – инвестированный капитал на начало периода;

ROIC – рентабельность инвестированного капитала.

Такое преобразование позволяет наглядно показать, в результате чего обеспечивается корпоративный рост – благодаря положительному спреду между рентабельностью инвестированного капитала и стоимостью его привлечения, а значит, разложение на факторы и установление их целевых значений нужно произвести так, чтобы это помогло добиться увеличения спреда [67]. Один из вариантов такого факторного анализа предлагается ниже.

Стоимость привлечения капитала является лишь косвенно контролируемой руководством компании величиной в связи с тем,

что требуемая доходность собственного капитала и стоимость привлечения заемного финансирования задается субъектами, предоставляющими финансирование в той или иной форме, а компания способна воздействовать на WACC прежде всего за счет изменения структуры источников финансирования. В то же время компания не ограничена в инструментах воздействия на величину рентабельности investированного капитала ROIC: она стремится максимизировать отдачу от вложенных в бизнес средств и способна достигать эффективности вложений за счет рационального использования привлеченных финансовых ресурсов, высокой оборачиваемости активов, обеспечения высокой добавленной стоимости выпускаемой продукции, эффективности производственного процесса и маркетинговых кампаний и пр. В таких условиях кажется логичным выявить факторы, определяющие величину ROIC, воздействие на которые позволит руководству компании повысить финансовую эффективность бизнеса, тем самым способствуя корпоративному росту компании.

Для оценки факторов, определяющих величину ROIC, преобразуем ROIC, как показано в формуле (17)

$$ROIC = \frac{NOPAT}{IC} = \frac{NOPAT}{\text{Выручка}} \times \frac{\text{Выручка}}{\text{Активы}} \times \frac{\text{Активы}}{IC}, \quad (17)$$

где ROIC – рентабельность investированного капитала;

NOPAT – чистая операционная прибыль после налогообложения;

IC – investированный капитал на начало периода.

Далее мы можем каждый из трех множителей разложить на показатели более низкого порядка. Так, рентабельность продаж по чистому

операционному доходу после вычета налога можно представить в виде формулы (18)

$$\frac{NOPAT}{Выручка} = \frac{EBIT}{Выручка} \times \frac{NOPAT}{EBIT} = \left( \frac{ВП}{Выручка} - \frac{КиУР+ПДиР}{Выручка} \right) \times \frac{NOPAT}{EBIT}, \quad (18)$$

где NOPAT – чистая операционная прибыль после налогообложения; EBIT – прибыль до вычета процентов и налогов; ВП – валовая прибыль; КиУР – коммерческие и управленческие расходы; ПДиР – прочие доходы и расходы.

Такое разложение показателя рентабельности дает возможность проследить, за счет чего и насколько происходит сокращение чистой операционной прибыли. Первый компонент формулы – валовая маржа, которая характеризует способность бизнес-модели корпорации генерировать валовую прибыль, то есть покрывать себестоимость производства выручкой. Следующий компонент – отношение коммерческих и управленческих доходов, прочих доходов и расходов к выручке – демонстрирует, каков вклад данных составляющих в сокращении валовой прибыли до показателя EBIT. Наконец, отношение NOPAT к EBIT отражает вклад обязательств по уплате налога на прибыль в снижение чистой операционной прибыли. Таким образом, декомпозиция показателя NOPAT / Выручка демонстрирует, в связи с влиянием каких факторов происходит «расщепление» валовой прибыли до NOPAT [67].

Множитель, отражающий отношение выручки к сумме активов, иначе называемый коэффициентом обрачиваемости активов, может быть декомпозирован в соответствии с формулой (19)

$$\frac{\text{Выручка}}{\text{Активы}} = \frac{365}{\left( \frac{\text{ДС} \times 365}{\text{Выручка}} + \frac{\text{ДЗ} \times 365}{\text{Выручка}} + \frac{3 \times 365}{\text{Выручка}} + \frac{\text{ОС} \times 365}{\text{Выручка}} + \frac{\text{НМА} \times 365}{\text{Выручка}} + \dots \times 365 \right)}, \quad (19)$$

где ДС – денежные средства;  
ДЗ – дебиторская задолженность;  
З – запасы;  
ОС – основные средства;  
НМА – нематериальные активы.

Из данной формулы видно, что такое разложение показателя оборачиваемости активов дает возможность проводить оценку оборачиваемости каждой составляющей активов и его вклад в рост или снижение деловой активности корпорации.

Соотношение активов и инвестированного капитала можно декомпозировать, как указано в формуле (20)

$$\frac{\text{Активы}}{IC_0} = \frac{\text{Пассивы}}{IC_0} = \frac{E}{IC_0} + \frac{D}{IC_0} + \frac{\text{БПО}}{IC_0}, \quad (20)$$

где  $IC_0$  – инвестированный капитал на начало периода;  
Е – собственный капитал;  
D – платные заемные источники финансирования;  
БПО – беспроцентные обязательства (прежде всего, кредиторская задолженность).

Такая декомпозиция дает возможность осуществлять мониторинг соотношения собственных и заемных источников финансирования корпорации, воздействие финансового рычага на эффективность ее деятельности [67].

Объединив все декомпозированные множители в показатель ROIC, получим следующую многофакторную модель обеспечения корпоративного роста в терминах целевого индикатора EVA, представленную в формуле (21)

$$\begin{aligned}
 EVA &= (ROIC - WACC) \times IC_0 = \\
 &= \left[ \left( \frac{\text{ВП}}{\text{Выручка}} - \frac{\text{КиУР+ПДиР}}{\text{Выручка}} \right) \times \frac{\text{NOPAT}}{\text{EBIT}} \times \right. \\
 &\quad \left. \times \frac{365}{\left( \frac{\text{ДС} \times 365}{\text{Выручка}} + \frac{\text{ДЗ} \times 365}{\text{Выручка}} + \frac{3 \times 365}{\text{Выручка}} + \frac{\text{ОС} \times 365}{\text{Выручка}} + \frac{\text{НМА} \times 365}{\text{Выручка}} + \dots \times 365}{\text{Выручка}} \right)} \times \right. \\
 &\quad \left. \times \left( \frac{E}{IC_0} + \frac{D}{IC_0} + \frac{\text{БПО}}{IC_0} \right) - WACC \right] \times IC_0, \quad (21)
 \end{aligned}$$

где EVA – экономическая добавленная стоимость;  
 ROIC – рентабельность investированного капитала;  
 WACC – средневзвешенная стоимость капитала;  
 IC<sub>0</sub> – investированный капитал на начало периода;  
 ВП – валовая прибыль;  
 КиУР – коммерческие и управленические расходы;  
 ПДиР – прочие доходы и расходы;  
 NOPAT – чистая операционная прибыль после уплаты налогов;  
 ЕБИТ – 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 оценить 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.

### **3.2 Имплементация финансовых моделей в стратегии роста фармацевтических компаний**

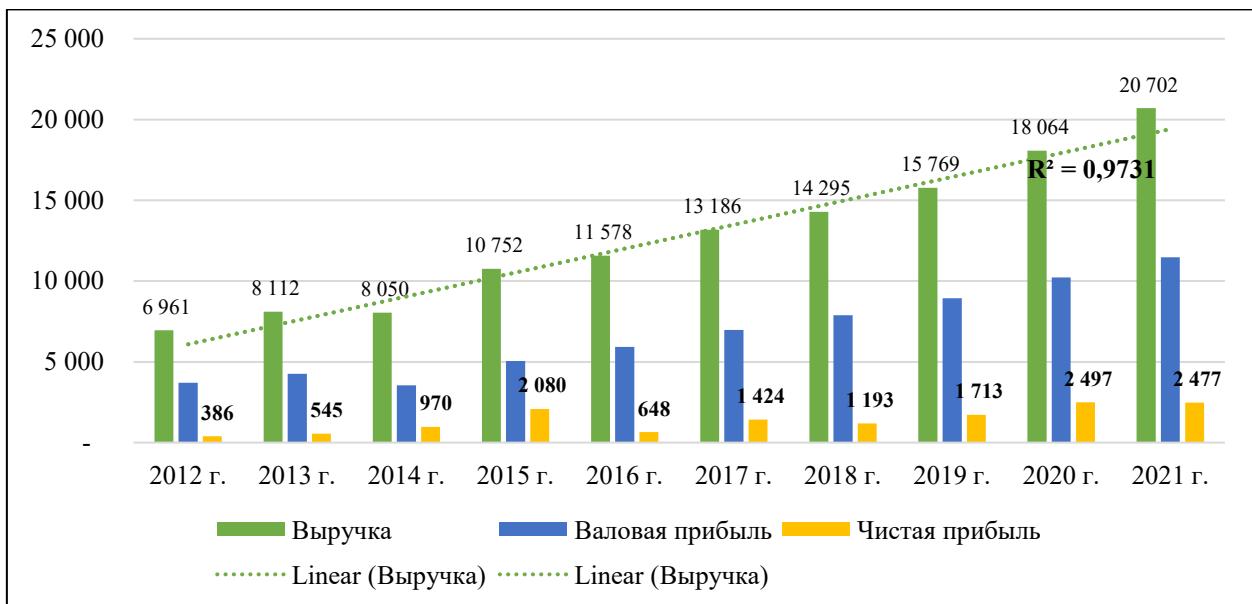
Для целей применения инструментария финансового моделирования корпоративного роста фармацевтической компании рассмотрена компания АО «Акрихин». Данная компания относится к числу ведущих российских фармпроизводителей и представляет собой компанию, специализирующуюся на производстве эффективных, доступных и при этом высококачественных лекарственных препаратов по наиболее востребованным терапевтическим направлениям.

Портфель лекарственных средств «Акрихина» состоит из более чем 200 препаратов, половина которых относится категории жизненно необходимых и важнейших лекарственных препаратов (ЖНВЛП). Компания выпускает лекарства по ключевым фармакотерапевтическим группам (кардиология, гинекология, неврология, дерматология, эндокринология и пр.) в полном соответствии со стандартами GMP (Good manufacturing practice) [92].

Для целей построения финансовой модели корпоративного роста рассматриваемой компании целесообразно оценить результаты ее финансово-хозяйственной деятельности за последние годы, которые будут служить исходными данными для построения прогноза. На портале СПАРК доступна финансовая информация компании до 2021 года включительно, в этой связи проанализирована динамика финансовых показателей компании за период с 2012 года по 2021 год, опубликованная в бухгалтерской отчетности [90].

В первую очередь следует рассмотреть динамику финансовых результатов компании за период. Как видно из рисунка 11, выручка от продаж

неизменно увеличивается: показатель возрос с 6 961 млн руб. в 2012 году до 20 702 млн руб. в 2021 году, таким образом, среднегодовой темп прироста объема продаж составляет 12,9%, что подтверждает тезис о стабильном функционировании компании. Если подробнее углубиться в статистические характеристики динамики выручки, то можно заметить, что выручка демонстрирует практически линейный рост, о чем свидетельствует значение коэффициента детерминации, составляющее 0,9731.



Источник: составлено автором на основе [90].

Рисунок 11 – Динамика продаж, валовой и чистой прибыли АО «Акрихин», млн руб.

Показатели прибыли также характеризуются позитивным трендом – чистая прибыль за десятилетний период возросла в 6,4 раза, а годовой темп прироста в среднем составлял 22,9%, таким образом, опережающий рост прибыли относительно выручки позволяет сделать вывод о росте рентабельности продаж.

Как видно из таблицы 16, балансовая стоимость активов компании также характеризуется стабильным ростом – за период активы увеличились более чем в 3 раза. В структуре активов преобладают оборотные активы – наибольшая доля приходится на дебиторскую задолженность, включающую в себя задолженность по расчетам с покупателями, расчеты по полученным бонусам, расчеты с поставщиками и подрядчиками по авансам,

что соответствует специфике деятельности фармацевтических компаний. В силу высокой фондоемкости производства лекарственных препаратов долгосрочные активы представлены в первую очередь основными средствами – производственными и административными зданиями, а также машинами и оборудованием. Отдельного внимания заслуживает такая статья, как результаты исследований и разработок. Научно-исследовательские работы являются основополагающим компонентом успешного функционирования фармпроизводителей, обеспечивающим им конкурентные преимущества в борьбе за место на рынке. Результаты исследований и разработок представляют собой капитализированные затраты на НИОКР в стадии разработки. Если НИОКР не дают положительный результат, они списываются в прочие расходы компании.

В структуре пассивов, представленной в таблице 17, преобладают собственные источники финансирования, основным из которых является нераспределенная прибыль. Высокая эффективность производства и успешные финансовые результаты позволяют компании накапливать из года в год нераспределенную прибыль, за счет которой в большей степени финансируются текущие активы и расширение деятельности.

До февраля 2020 года уставный капитал состоял из 103 262 шт. привилегированных акций и 309 788 шт. обыкновенных акций, номинальная стоимость привилегированных и обыкновенных акций равна 50 копеек за акцию. На основании решения единственного акционера Польфарма Груп Б.В. от 10 февраля 2020 года зарегистрированы изменения в уставе компании – количество обыкновенных акций увеличено на 26 400 000 шт. Общее количество акций составило 26 813 050 шт., уставный капитал составил при этом 13 407 тыс. руб. Акции компании включены в список информационной системы ОАО «Фондовая биржа РТС», но публично не обращаются на торгах фондовой биржи.

Таблица 16 – Структура активов АО «Акрихин»

В миллионах рублей

Наименование показателя	2012 г.	2013 г.	2014 г.	2015 г.	2016 г.	2017 г.	2018 г.	2019 г.	2020 г.	2021 г.
Активы	4 519	5 213	7 795	9 840	9 208	11 145	12 612	15 177	16 040	17 349
Внеоборотные активы	1 105	1 329	1 711	2 595	2 921	3 422	3 998	4 753	4 766	4 926
Основные средства	793	952	1 262	1 954	2 154	2 293	2 831	3 108	2 997	3 061
Результаты исследований и разработок	196	197	179	153	175	339	500	463	377	421
Прочее	116	180	270	488	592	790	667	1 181	1 392	1 443
Оборотные активы	3 415	3 883	6 084	7 244	6 286	7 723	8 614	10 424	11 274	12 423
Дебиторская задолженность	2 498	2 641	3 084	5 444	4 946	5 928	5 951	6 433	7 405	7 481
Запасы	589	809	1 209	1 628	1 236	1 714	1 801	2 814	3 315	4 042
Денежные средства и денежные эквиваленты	320	410	1 784	148	77	36	802	1 087	480	822
Прочее	8	24	6	24	27	45	60	90	74	77
Темп прироста активов	-	15,34%	49,54%	26,23%	-6,43%	21,04%	13,16%	20,34%	5,69%	8,16%

Источник: составлено автором на основе [90].

Таблица 17 – Структура пассивов АО «Акрихин»

В миллионах рублей

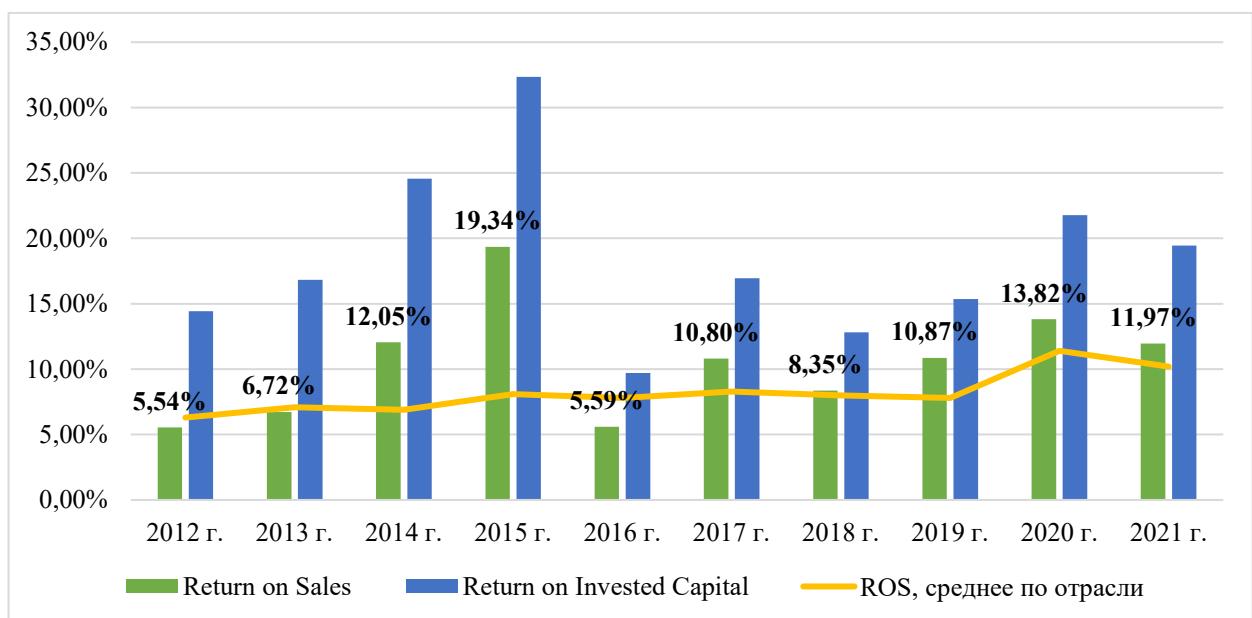
Наименование показателя	2012 г.	2013 г.	2014 г.	2015 г.	2016 г.	2017 г.	2018 г.	2019 г.	2020 г.	2021 г.
Капитал	2 433	2 978	3 948	6 028	6 675	8 099	9 292	11 147	11 457	12 734
Уставный капитал	0,207	0,207	0,207	0,207	0,207	0,207	0,207	0,207	13,407	13,407
Переоценка внеоборотных активов	42	41	41	39	39	35	35	29	27	25
Добавочный капитал	178	178	178	178	178	178	178	178	178	178
Нераспределенная прибыль	2 213	2 760	3 730	5 810	6 459	7 887	9 080	10 940	11 238	12 518
Обязательства	2 086	2 235	3 847	3 812	2 532	3 046	3 320	4 030	4 583	4 615
Кредиторская задолженность	1 588	1 622	3 555	3 102	2 245	2 362	2 883	3 346	3 829	4 030
Заемные средства	243	262	-	400	-	302	14	13	6	6
Оценочные обязательства	197	293	226	233	223	308	292	510	620	430
Прочее	59	58	66	78	64	75	130	162	129	149
Коэффициент финансового рычага	0,86	0,75	0,97	0,63	0,38	0,38	0,36	0,36	0,40	0,36
Доля СК	53,83%	57,13%	50,65%	61,26%	72,50%	72,67%	73,68%	73,45%	71,43%	73,40%

Источник: составлено автором на основе [90].

В структуре долга компании преобладает кредиторская задолженность – задолженность перед поставщиками и подрядчиками, резервы по расчетам с аптечными сетями, задолженность по налогам перед бюджетом и пр.

В течение последних десяти лет структура капитала менялась в сторону снижения зависимости от заемных источников фондирования – доля собственного капитала возросла с 53,83% до 73,4%.

На рисунке 12 иллюстрируется динамика показателей рентабельности компаний.



Источник: составлено автором на основе [90].

Рисунок 12 – Динамика показателей рентабельности

Отсутствие ярко выраженного тренда обусловлено нестабильной динамикой чистой прибыли, что в свою очередь связано прежде всего с волатильностью сальдо прочих доходов и расходов. В период наиболее высоких темпов роста прибыли с 2012 года по 2015 год показатели рентабельности существенно увеличивались, после чего произошел резкий спад чистой прибыли в связи с неблагоприятным влиянием курсовых разниц. С 2016 года по 2021 год наблюдается стабильная тенденция к росту рентабельности продаж и активов. В целом за рассматриваемый период показатели значительно увеличились, что позволяет сделать вывод о росте

операционной эффективности, чему способствует также стабильный рост активов и эффекта экономии на масштабе. Сравнение со средними медианными значениями рентабельности российской фармотрасли [100] показывает, что компания демонстрирует более высокую рентабельность продаж.

На основании проведенной оценки можно сделать вывод об устойчивом финансовом положении АО «Акрихин» и высокой эффективности деятельности.

После того, как проведен анализ деятельности компании АО «Акрихин», ее финансового состояния, а также положения на отечественном фармацевтическом рынке, применим инструменты финансового моделирования корпоративного роста с целью оценки перспектив роста компании в прогнозном периоде. Как описано в предыдущем параграфе, цель построения финансовой модели роста фармацевтической компании заключается в разработке прогноза выбранного индикатора корпоративного роста на заданном горизонте прогнозирования и оценке возможностей компании по обеспечению устойчивого корпоративного роста. В качестве целевого индикатора выбран показатель EVA. Для расчета EVA необходимо осуществить прогноз следующих промежуточных показателей:

- показатели, необходимые для определения чистого операционного дохода после уплаты налогов (NOPAT): выручка от продаж, себестоимость, коммерческие и управленические расходы, прочие доходы и расходы, эффективная ставка налога на прибыль, изменение чистых отложенных налогов;
- средневзвешенная стоимость капитала (WACC);
- инвестированный капитал (IC).

Для целей моделирования период прогноза принят за 10 лет, с 2022 года по 2031 год. Построение прогноза корпоративного роста начинается с прогнозирования вспомогательных показателей, в первую очередь, выручки от продаж. Для этого будем учитывать такие допущения, как историческая

динамика выручки за последние 10 лет, а кроме этого – бизнес-модель компании, структуру продуктового портфеля, заявления руководства в СМИ и корпоративных отчетах по поводу стратегии развития компании, а также ожидания относительно развития фармацевтической отрасли России. При этом, как описано в предыдущем параграфе, целесообразно также учитывать такие факторы, как статус текущих разработок препаратов и планы по разработке лекарств в будущем. Однако, поскольку в открытых ресурсах компаний не раскрывается подобная информация, ограничимся допущениями, упомянутыми выше.

Как отмечено выше, за последние 10 лет динамика выручки от продаж характеризуется практически постоянным темпом прироста, который в среднем составляет 12,9%. В связи с этим целесообразно использовать метод линейной регрессии для прогнозирования объема продаж за период до 2031 года. Результат построения прогноза представлен в таблице 18.

Таблица 18 – Прогноз выручки от продаж АО «Акрихин»

В миллионах рублей

Период	2022 г.	2023 г.	2024 г.	2025 г.	2026 г.	2027 г.	2028 г.	2029 г.	2030 г.	2031 г.
Выручка прогнозная	6 961	8 112	8 050	10 752	11 578	13 186	14 295	15 769	18 064	20 702

Источник: составлено автором, финансовые данные условны.

При данном допущении среднегодовой темп прироста в прогнозном периоде составляет 5,6%. Учитывая тот факт, что стратегия АО «Акрихин» предполагает совершенствование имеющихся разработок, наращивание мощностей для выпуска на рынок новых инновационных, эффективных и при этом доступных препаратов, диверсификацию портфеля лекарственных средств и расширение ассортимента препаратов в основных терапевтических направлениях (дерматология, кардиология, неврология, гинекология, пульмонология, эндокринология и пр.), вполне допустимо закладывать в модель стабильные высокие темпы прироста продаж.

При этом также следует принимать во внимание тот факт, что бизнес-модель компании основывается на разработке «первых» (advanced) дженериков, а также новых форм лекарственных препаратов известных комбинаций, называемых «дженерик плюс». Таким образом, бизнес-модель компании не подразумевает разработку совершенно инновационных лекарственных препаратов-блокбастеров с абсолютно новой формулой и, следовательно, не ожидается связанного с этим существенного роста расходов на R&D и всплеска выручки от продаж. Допустимо предположить, что компания продолжит развиваться в рамках существующей бизнес-модели, демонстрируя стабильные темпы роста, наблюдавшиеся в последние годы. Если проанализировать продуктовый портфель компании, можно отметить тот факт, что значительная часть препаратов, производимых компанией, относится к списку жизненно необходимых и важнейших лекарственных препаратов (ЖНВЛП), перечню, утверждаемому Правительством Российской Федерации с целью государственного регулирования цен на лекарственные средства. Следовательно, в будущем не ожидается многократного роста выручки в связи с отсутствием условий для сильной волатильности цен на препараты компаний [66].

Также стоит отметить, что в недавнем интервью президент компании Д. Четвериков [99] заявил, что в соответствии с запущенным в 2017 году проектом «Спутник» по развитию производственного комплекса, который ожидается к завершению в следующем году, планируется увеличить производственные мощности на 30%.

Кроме того, в соответствии с действующей Стратегией развития фармацевтической промышленности, Правительством Российской Федерации ожидается рост отечественного рынка лекарственных средств с 2 550 до 3 757 млрд руб. с 2023 года по 2030 год [96], что соответствует среднегодовому темпу прироста 5,7%.

С учетом анализа бизнес-модели компании и ее продуктового портфеля, стабильного роста российского фармацевтического рынка, стратегических планов руководства компании в отношении качественного и количественного развития портфеля лекарственных препаратов, предложенные прогнозные показатели кажутся допустимыми в рамках умеренного сценария роста продаж.

Для прогноза себестоимости продаж примем во внимание стабильную тенденцию к незначительному снижению доли себестоимости относительно выручки. Себестоимость продаж за 2022-2031 гг. определена от ее процентного соотношения к выручке за соответствующий период, которое рассчитано путем линейной экстраполяции тренда доли себестоимости в выручке за 2012-2021 гг. Аналогичным образом осуществлен прогноз коммерческих и управлеченческих расходов. Результаты прогноза данных показателей приведены в таблице 19.

Хозяйственная деятельность компании предполагает также прочие статьи доходов и расходов, которые трудно отнести к конкретным сегментам и направлениям деятельности, например, доходы от прав интеллектуальной собственности, от сдачи имущества в аренду, от восстановления резервов, расходы, связанные с социальными выплатами, обязательствами по восстановлению окружающей среды, благотворительной деятельностью, пожертвованиями, спонсорством. Прочие доходы и расходы спрогнозированы на основе среднего значения за последние 3 года. Результаты прогноза представлены в таблице 20.

Для прогноза текущего налога на прибыль определена среднегодовая эффективная налоговая ставка, значение которой составило 26,81%. Полученный показатель в целом соответствует законодательно установленной ставке по налогу на прибыль организаций 25%, действующей с 1 января 2025 года.

Таблица 19 – Прогноз себестоимости, коммерческих и управленческих расходов АО «Акрихин»

В миллионах рублей

Прогноз себестоимости, коммерческих и управленческих расходов										
Наименование показателя	Фактические значения									
	2012 г.	2013 г.	2014 г.	2015 г.	2016 г.	2017 г.	2018 г.	2019 г.	2020 г.	
Себестоимость продаж	3 253	3 858	4 508	5 703	5 657	6 208	6 402	6 834	7 843	9 225
Доля от выручки	46,7%	47,6%	56,0%	53,0%	48,9%	47,1%	44,8%	43,3%	43,4%	44,6%
Коммерческие расходы	2 786	3 128	1 925	2 811	3 550	4 043	5 003	5 237	5 563	6 813
Доля от выручки	40,0%	38,6%	23,9%	26,1%	30,7%	30,7%	35,0%	33,2%	30,8%	32,9%
Управленческие расходы	604	640	796	872	981	897	891	1 015	1 070	1 238
Доля от выручки	8,7%	7,9%	9,9%	8,1%	8,5%	6,8%	6,2%	6,4%	5,9%	6,0%
Наименование показателя	Прогнозные значения									
	2022 г.	2023 г.	2024 г.	2025 г.	2026 г.	2027 г.	2028 г.	2029 г.	2030 г.	
Себестоимость продаж	8 965	9 412	9 835	10 233	10 606	10 954	11 277	11 576	11 849	12 098
Доля от выручки	42,9%	42,1%	41,2%	40,4%	39,6%	38,7%	37,9%	37,0%	36,2%	35,4%
Коммерческие расходы	6 408	6 800	7 185	7 561	7 929	8 289	8 641	8 985	9 321	9 649
Доля от выручки	30,7%	30,4%	30,1%	29,9%	29,6%	29,3%	29,0%	28,8%	28,5%	28,2%
Управленческие расходы	1 118	1 113	1 096	1 067	1 028	977	915	842	758	662
Доля от выручки	5,4%	5,0%	4,6%	4,2%	3,8%	3,5%	3,1%	2,7%	2,3%	1,9%

Источник: составлено автором на основе [90].

Таблица 20 – Прогноз прочих доходов и расходов АО «Акрихин»

В миллионах рублей

Период	2022 г.	2023 г.	2024 г.	2025 г.	2026 г.	2027 г.	2028 г.	2029 г.	2030 г.	2031 г.
Прочие доходы	290	312	349	317	326	330	324	327	327	326
Прочие расходы	621	602	606	610	606	607	608	607	607	607

Источник: составлено автором, финансовые данные условны.

На основе прогноза вышеперечисленных показателей произведен расчет NOPAT за период с 2022 года по 2031 год. Результаты расчета приведены в таблице 21.

Для корректного определения величины экономической добавленной стоимости целесообразно внести некоторые корректировки в значения показателя NOPAT для учета особенностей деятельности фармкомпаний и нейтрализации возможных искажений бухгалтерских данных. Для фармпроизводителей научно-исследовательские работы по разработке лекарственных препаратов имеют ключевое значение, а потому затраты на исследования и разработки, при отсутствии определенности относительно будущих выгод, следует капитализировать. Так, в соответствии с международным стандартом финансовой отчетности (IAS) 38 «Нематериальные активы» затраты на R&D необходимо признавать в качестве расхода в момент их возникновения, за исключением случаев, когда такие затраты с высокой долей вероятности позволяют создаваемому исследовательскому активу принести компании будущие экономические выгоды сверх первоначально определенных и могут быть отнесены на создаваемый исследовательский актив [26]. Поскольку для фармкомпаний ценность вложений в исследования и разработки не подвергается сомнению, следует интерпретировать их как инвестиции, ориентированные на получение будущих экономических выгод. Обратим внимание на принципы учетной политики АО «Акрихин» в отношении НИОКР, которые раскрыты

Таблица 21 – Расчет прогнозных значений NOPAT

В миллионах рублей

Наименование показателя	2022 г.	2023 г.	2024 г.	2025 г.	2026 г.	2027 г.	2028 г.	2029 г.	2030 г.	2031 г.
Выручка	20 886	22 365	23 845	25 325	26 805	28 285	29 764	31 244	32 724	34 204
Себестоимость продаж	(8 965)	(9 412)	(9 835)	(10 233)	(10 606)	(10 954)	(11 277)	(11 576)	(11 849)	(12 098)
Коммерческие расходы	(6 408)	(6 800)	(7 185)	(7 561)	(7 929)	(8 289)	(8 641)	(8 985)	(9 321)	(9 649)
Управленческие расходы	(1 118)	(1 113)	(1 096)	(1 067)	(1 028)	(977)	(915)	(842)	(758)	(662)
Прочие доходы	290	312	349	317	326	330	324	327	327	326
Прочие расходы	(621)	(602)	(606)	(610)	(606)	(607)	(608)	(607)	(607)	(607)
EBIT	4 064	4 750	5 473	6 171	6 961	7 787	8 647	9 561	10 515	11 513
Эффективная ставка налога на прибыль	26,81%	26,81%	26,81%	26,81%	26,81%	26,81%	26,81%	26,81%	26,81%	26,81%
NOPAT (EBIT – Tax)	2 974	3 477	4 006	4 516	5 095	5 699	6 329	6 997	7 696	8 426

Источник: составлено автором, финансовые данные условны.

в пояснительной информации к бухгалтерской отчетности. К расходам на НИОКР компания относит все фактические расходы, связанные с выполнением научно-исследовательских, опытно-конструкторских и технологических работ, по которым получены результаты, подлежащие правовой охране, но не оформлены в установленном законодательством порядке, или по которым получены результаты, не подлежащие правовой охране в соответствии с нормами действующего законодательства. Срок списания определяется исходя из ожидаемого срока использования полученных результатов НИОКР, в течение которого ожидается получение экономических выгод, но не более 5 лет. В отношении НИОКР, которые дали положительный результат, списание расходов производится линейным способом. В отношении НИОКР, которые не дали положительного результата, фактические расходы на НИОКР отражаются в составе прочих расходов отчетного периода. Таким образом, учетная политика предусматривает капитализацию затрат на НИОКР и их исключение из статей расходов, кроме тех из них, которые выгод не принесут, в связи с этим корректировку NOPAT на величину расходов R&D производить не требуется.

Помимо этого, необходимо провести корректировку NOPAT на сумму отложенных налоговых платежей и обязательств, накопленных за счет временных разниц между налогооблагаемой базой актива (обязательства) и его балансовой стоимостью. В результате при расчете показателя EVA прирост отложенных налоговых обязательств будет увеличивать операционную прибыль компании [30]. Рассматриваемые статьи отчетности восстанавливают связь между налогом, подлежащим уплате за период, и учетной прибылью, однако не отражают реального движения денежных средств и, следовательно, не влияют на капитал компании. Прогнозные значения отложенных налоговых активов и обязательств рассчитаны путем построения линейной регрессии. Таким образом, с учетом корректировки на изменение отложенного налога, получены прогнозные значения скорректированного показателя NOPAT, которые приведены в таблице 22.

Таблица 22 – Корректировка показателя NOPAT

В миллионах рублей

Период	2022 г.	2023 г.	2024 г.	2025 г.	2026 г.	2027 г.	2028 г.	2029 г.	2030 г.	2031 г.
NOPAT	2 974	3 477	4 006	4 516	5 095	5 699	6 329	6 997	7 696	8 426
Отложенные налоговые активы	241	266	291	316	341	365	390	415	440	465
Отложенные налоговые обязательства	130	141	152	162	173	184	194	205	216	227
ДОНА	(44)	25	25	25	25	25	25	25	25	25
ДОНО	(2)	11	11	11	11	11	11	11	11	11
Изменение чистых ОНА	(42)	14	14	14	14	14	14	14	14	14
NOPAT <sub>adj</sub>	2 932	3 491	4 020	4 531	5 109	5 714	6 343	7 012	7 710	8 441

Источник: составлено автором, финансовые данные условны.

Следующий показатель, который необходим для расчета экономической добавленной стоимости – инвестированный капитал (IC). Инвестированный капитал компании «Акрихин» включает в себя собственные источники финансирования, а также платный долгосрочный и краткосрочный долг. С целью составления прогноза динамики инвестированного капитала определим коэффициент реинвестирования чистого операционного дохода после уплаты налогов, для этого воспользуемся информацией о выплаченных дивидендах, опубликованной в пояснительной записке к бухгалтерской отчетности. Указанная информация приведена в таблице 23.

Таблица 23 – Информация о выплаченных дивидендах

Период	Выплачено дивидендов, тыс. руб.	Основание	NOPAT <sub>adj</sub> за период, тыс. руб.	Коэффициент дивидендных выплат	Коэффициент реинвестирования
2017-2018 гг.	1 199 991	Решение акционера № 6 от 13.03.2020 г.	2 571 009	46,67%	53,33%
2019 г.	600 000	Решение акционера № 8 от 09.11.2020 г.	1 513 031	39,66%	60,34%
Средневзвешенное значение				44,33%	55,67%

Источник: составлено автором на основе [90].

Компанией выплачено акционеру 1 199 991 тыс. руб. за 2017-2018 гг. и 600 000 руб. за 2019 год. Далее рассчитан коэффициент реинвестирования NOPAT<sub>adj</sub>, равный единице за вычетом коэффициента дивидендных выплат, который в свою очередь определяется как отношение суммы выплаченных дивидендов к NOPAT<sub>adj</sub>. Таким образом, компания реинвестирует около 56% чистого операционного дохода после налогообложения в собственное развитие. На основе данного значения осуществим прогноз IC по формуле (22)

$$IC_n = IC_{n-1} + r \times NOPAT_{adj\ n}, \quad (22)$$

где IC – инвестированный капитал;

r – коэффициент реинвестирования;

NOPAT<sub>adj</sub> – чистая операционная прибыль после налогообложения с учетом корректировок;

n – момент времени.

Результаты построения прогноза IC представлены в таблице 24.

Таблица 24 – Прогноз показателя IC

В миллионах рублей

Результаты построения прогноза IC										
Период	Фактические значения									
	2012 г.	2013 г.	2014 г.	2015 г.	2016 г.	2017 г.	2018 г.	2019 г.	2020 г.	
IC	2 676	3 240	3 948	6 428	6 675	8 401	9 306	11 159	11 463	12 740
Прогнозные значения										
Период	2022 г.	2023 г.	2024 г.	2025 г.	2026 г.	2027 г.	2028 г.	2029 г.	2030 г.	
NOPAT <sub>adj</sub>	2 932	3 491	4 020	4 531	5 109	5 714	6 343	7 012	7 710	8 441
r, в процентах	55,7	55,7	55,7	55,7	55,7	55,7	55,7	55,7	55,7	55,7
IC	14 372	16 315	18 553	21 075	23 919	27 099	30 630	34 533	38 825	43 524

Источник: составлено автором на основе [90].

Далее необходимо определить значение средневзвешенной стоимости капитала WACC. С целью оценки стоимости собственного капитала компании используем модель оценки капитальных активов САРМ У. Шарпа. При этом в расчете необходимо учесть, что структура капитала накладывает

дополнительные риски на акционеров компании. Для расчета бета-коэффициента, позволяющего учесть влияние долговой нагрузки на стоимость собственного капитала той или иной компании, применяется формула (23), называемая формулой Хамады

$$\beta_L = \beta_0 \times (1 + (1 - \tau) \times \frac{D}{E}), \quad (23)$$

где  $\beta_L$  – бета-коэффициент для компании с долговыми обязательствами (рычаговая бета);

$\beta_0$  – бета-коэффициент для аналогичной отраслевой компании, не имеющей финансовых обязательств (безрычаговая бета);

$\tau$  – ставка налога на прибыль;

$D$  – платные заемные средства;

$E$  – собственный капитал.

Согласно данным А. Дамодарана, значение  $\beta_0$  для фармацевтической отрасли составляет 0,85 [106]. Имея значение средней эффективной налоговой ставки (26,81%), а также собственного и заемного капитала на конец 2021 года, получаем значение бета-коэффициента компании «Акрихин» с учетом ее финансового левериджа, равное 0,85.

В качестве безрисковой доходности принято значение кривой бескупонной доходности облигаций федерального займа, рассчитываемое Московской биржей, соответствующее сроку погашения 1 год – 13,04% [91]. Рыночная доходность принята равной изменению индекса РТС за 2023 год, которое составило 17,60%. Премия за страновой риск для Российской Федерации, согласно данным А. Дамодарана, составляет 2,88% [105]. Таким образом, мы можем рассчитать требуемую доходность собственного капитала по формуле (12)

$$R_e = R_f + \beta \times (R_m - R_f) + C = 13,04\% + 0,85 \times (17,60\% - 13,04\%) + \\ + 2,88\% = 19,80\%.$$

В качестве стоимости заемного капитала примем значение средневзвешенной процентной ставки по кредитам, предоставленным нефинансовым организациям в рублях, сроком погашения свыше 3 лет, которое рассчитывается и публикуется Банком России. Значение показателя, согласно последней публикации ЦБ, составляет 15,06%.

Таким образом, выявив значения всех компонентов WACC, мы можем рассчитать данный показатель и определить, какой ценой обходится пользование капиталом компании АО «Акрихин», используя формулу (11)

$$WACC = r_D \times (1 - \tau) \times d_D + r_E \times d_E = 15,06\% \times (1 - 26,81\%) \times 0,0005 + \\ + 19,80\% \times 0,9995 = 19,79\%.$$

Все рассчитанные компоненты для расчета EVA за прогнозный период, а также полученные на основе них значения EVA представлены в таблице 25.

Таблица 25 – Расчет EVA

В миллионах рублей

Период	2022 г.	2023 г.	2024 г.	2025 г.	2026 г.	2027 г.	2028 г.	2029 г.	2030 г.	2031 г.
NOPAT <sub>adj</sub>	2 974	3 477	4 006	4 516	5 095	5 699	6 329	6 997	7 696	8 426
IC <sub>0</sub>	12 740	14 372	16 315	18 553	21 075	23 919	27 099	30 630	34 533	38 825
WACC	19,8%	19,8%	19,8%	19,8%	19,8%	19,8%	19,8%	19,8%	19,8%	19,8%
EVA	411	646	790	858	938	979	979	949	875	756

Источник: составлено автором, финансовые данные условны.

Таким образом, результаты финансового моделирования корпоративного роста компании «Акрихин» в терминах EVA свидетельствуют о том, что в рассматриваемом прогнозном периоде в рамках базового сценария ожидается стабильный рост компании.

Далее мы можем оценить фундаментальную стоимость компании с учетом прогноза EVA. Для этого необходимо определить приведенную

стоимость будущих значений EVA за прогнозный период, а также значение показателя FGV, который отражает прирост фундаментальной стоимости после прогнозного периода и рассчитывается по формуле (24)

$$FGV = \frac{EVA_n \times (1+g)}{WACC}, \quad (24)$$

где FGV – стоимость будущего роста в постпрогнозном периоде;  
 EVA<sub>n</sub> – экономическая добавленная стоимость за последний прогнозный период;  
 g – темп роста в постпрогнозном периоде;  
 WACC – средневзвешенная стоимость привлеченного капитала.

Значение g принято равным 5%, что соответствует консервативным ожиданиям относительно роста компании после периода прогноза и не превышает среднегодовой темп прироста выручки в прогнозном периоде (5,63%).

Результаты моделирования фундаментальной стоимости АО «Акрихин» представлены в таблице 26.

Таблица 26 – Результаты моделирования EVA и EV

Период	2022 г.	2023 г.	2024 г.	2025 г.	2026 г.	2027 г.	2028 г.	2029 г.	2030 г.	2031 г.
EVA, млн руб.	411	646	790	858	938	979	979	949	875	756
WACC	19,8%	19,8%	19,8%	19,8%	19,8%	19,8%	19,8%	19,8%	19,8%	19,8%
PV (EVA), млн руб.	343	450	460	417	380	331	277	224	172	124
$\sum PV (EVA)$	3 178 млн руб.									
$g$	5%									
FGV	4 010 млн руб.									
PV (FGV)	659 млн руб.									
$IC_0$	12 740 млн руб.									
Фундаментальная стоимость (EV)	16 577 млн руб.									

Источник: составлено автором, финансовые данные условны.

Таким образом, фундаментальная (внутренняя) стоимость компании «Акрихин» составляет 16 577 млн руб.

При анализе различных концепций обеспечения корпоративного роста компаний можно заметить, что ключевым аспектом в данном процессе является выявление, мониторинг и управление драйверами корпоративного роста. Для того, чтобы выявить ключевые драйверы роста, целесообразно провести анализ чувствительности целевого индикатора к тем показателям, которые влияют на его динамику.

Анализ чувствительности предполагает выбор некоторых параметров, действующих на результирующий показатель, и оценку влияния отклонения данных параметров от их исходных значений на изменение результирующего показателя. Целевым показателем в нашем случае является акционерная стоимость компании «Акрихин», а в качестве переменных-факторов рассмотрим такие показатели, как выручка от продаж, себестоимость, доля собственного капитала, средневзвешенная стоимость капитала (WACC), коэффициент реинвестиций.

В таблицах 27 и 28 представлены результаты анализа чувствительности индикатора фундаментальной стоимости к изменению показателя выручки от продаж в рассматриваемом диапазоне от -30% до 30%. Как видно из указанных таблиц, при сокращении объема продаж в течение прогнозного периода на 30% акционерная стоимость компании сократится почти в три раза – на 63,6%, а при наращивании продаж на 30% показатель возрастет на 136,9%.

Таблица 27 – Анализ чувствительности EV к выручке (пессимистический сценарий)

Показатель	Уменьшение (пессимистический сценарий)						Базовый сценарий
Отклонение выручки, в процентах	-30	-25	-20	-15	-10	-5	-
EV, млн руб.	6 032	7 252	8 653	10 258	12 094	14 190	16 577
Отклонение EV, в процентах	-63,6	-56,3	-47,8	-38,1	-27,0	-14,4	-

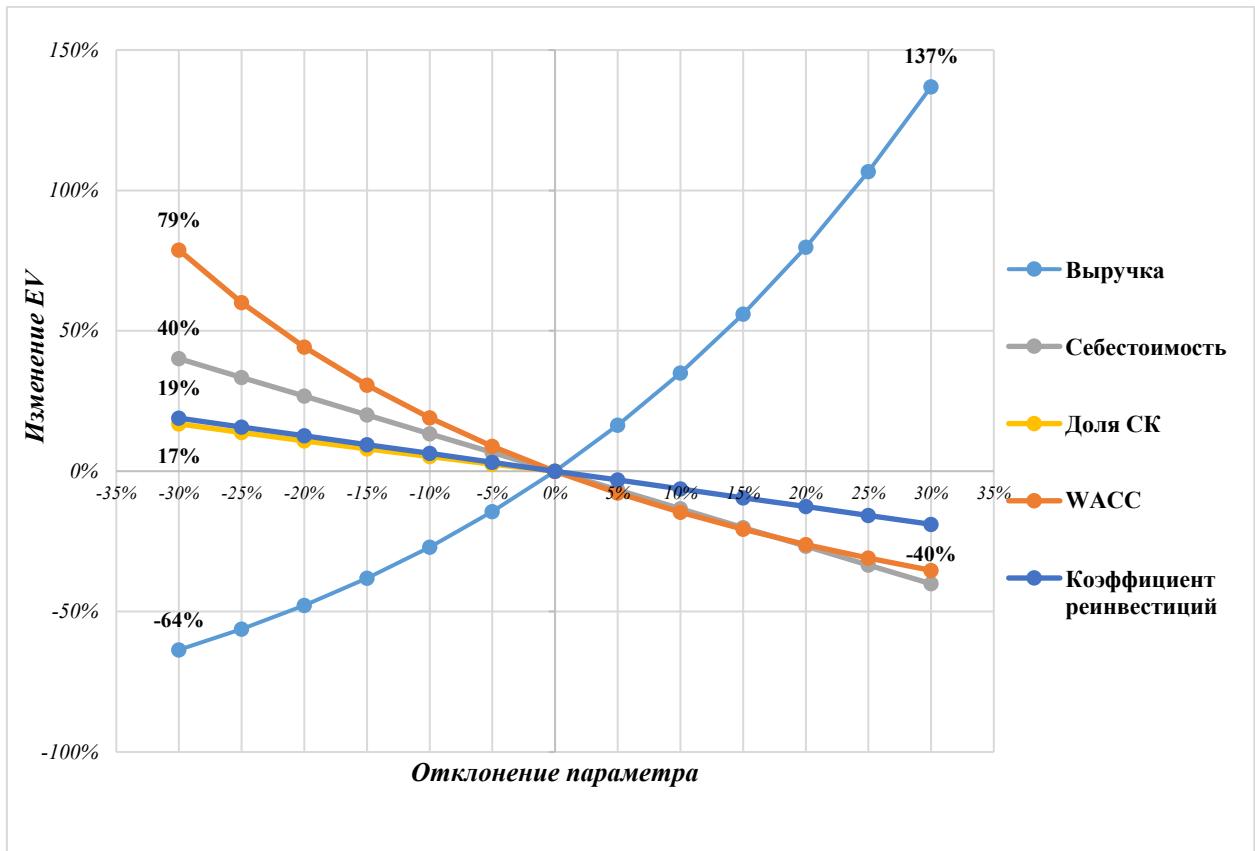
Источник: составлено автором, финансовые данные условны.

Таблица 28 – Анализ чувствительности EV к выручке (оптимистический сценарий)

Показатель	Базовый сценарий	Увеличение (оптимистический сценарий)					
		+5	+10	+15	+20	+25	+30
Отклонение выручки, в процентах	-	+5	+10	+15	+20	+25	+30
EV, млн руб.	16 577	19 290	22 370	25 858	29 802	34 254	39 271
Отклонение EV, в процентах	-	+16,4	+34,9	+56,0	+79,8	+106,6	+136,9

Источник: составлено автором, финансовые данные условны.

Нагляднее всего представить результаты анализа чувствительности графически – на рисунке 13 представлен график чувствительности акционерной стоимости к отклонению выбранных параметров (по отдельности) от базовых значений.



Источник: составлено автором.  
Рисунок 13 – График чувствительности EV

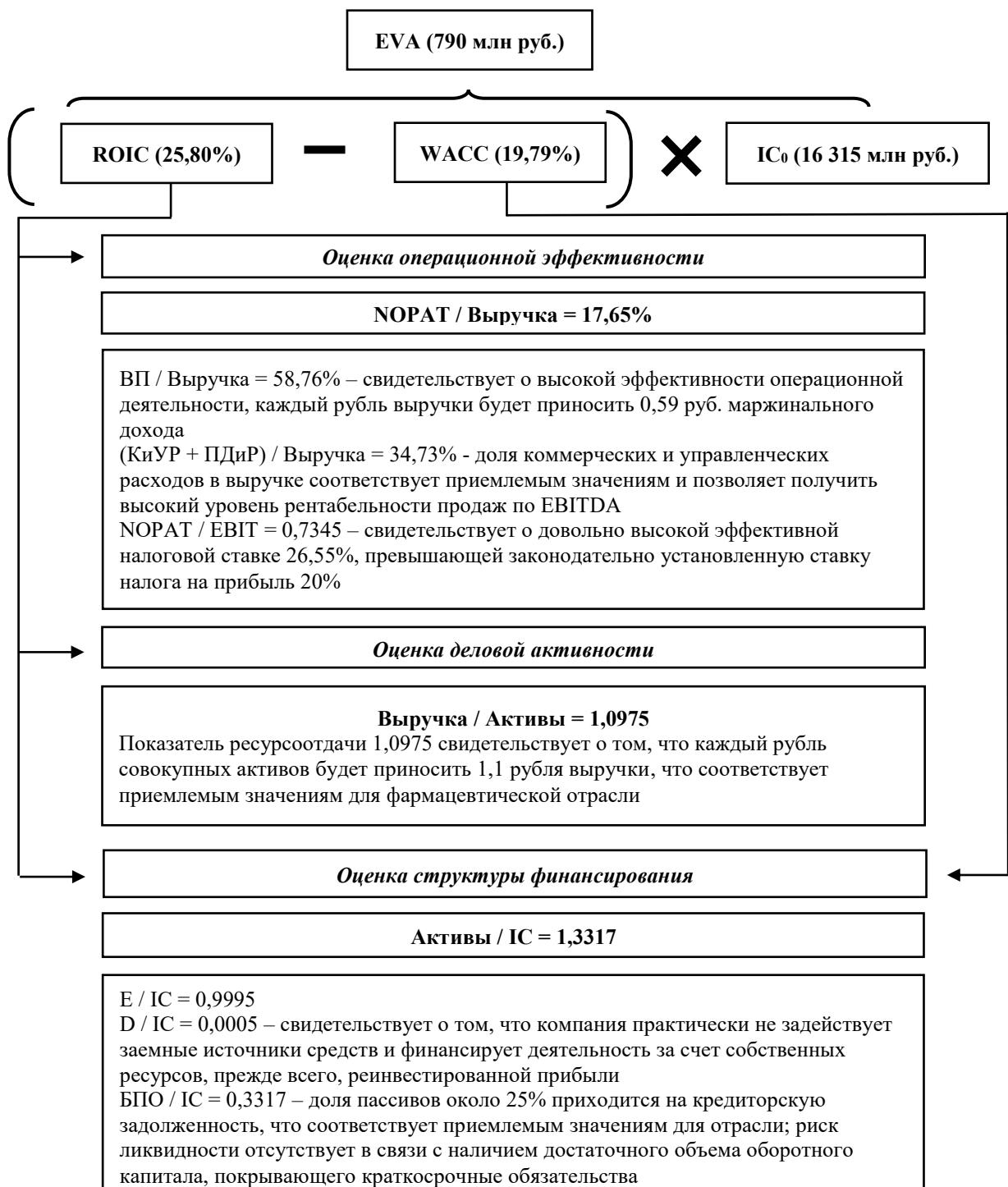
Исходя из графика, мы видим, что индикатор акционерной стоимости наиболее чувствителен к отклонениям выручки от продаж – кривая имеет наиболее крутой наклон относительно горизонтальной оси, причем показатель сильнее реагирует на увеличение продаж, чем на сокращение. Высокая

чувствительность по отношению к объемам продаж объяснима, поскольку выручка является базисом для генерирования прибыли компании, в частности, для величины NOPAT. Высокие объемы производства лекарственных препаратов будут способствовать более резкому повышению чистого операционного дохода компании «Акрихин», что отразится в росте маржинальности бизнеса и приведет к существенному увеличению спреда между рентабельностью инвестированного капитала и затраты на его привлечение, таким образом, увеличивая прирост фундаментальной стоимости [66].

Помимо этого, акционерная стоимость довольно чувствительна к изменениям WACC – при сокращении цены привлечения финансирования на 30% (на 5,94 п.п. до значения 13,9%) индикатор стоимости увеличится на 79%. При этом, как отмечалось ранее, сложно сказать, что WACC относится к параметрам, поддающимся полному контролю менеджмента: требуемая доходность собственного капитала во многом зависит от акционеров, а стоимость долгового финансирования, в частности, кредитных ресурсов, связана на рыночных значениях процентных ставок. При этом руководство компании вполне может управлять структурой капитала: график показывает, что сокращение доли собственного капитала на 30% может привести к повышению индикатора стоимости на 17%. Учитывая очень низкую долю заемного капитала, у компании есть возможность увеличивать финансовый рычаг и привлекать больше долговых ресурсов.

Таким образом, топ-менеджменту компании следует обратить внимание прежде всего на те драйверы стоимости, которые воздействуют на акционерную стоимость через увеличение выручки от продаж и поддержание высокой маржинальности бизнеса. Вопрос в том, какие именно драйверы стоимости можно отнести к такой категории и как они соотносятся между собой. Для подобной диагностики мы можем рассмотреть предложенную в предыдущем параграфе многофакторную модель формирования EVA.

Предложенная модель позволяет определить, за счет каких факторов формируется EVA и, следовательно, обеспечивается корпоративный рост в каждом отдельно взятом периоде прогнозирования. Для примера рассмотрим период прогноза за 2024 год. Диагностика формирования EVA за данный период представлен на рисунке 14.



Источник: составлено автором.

Рисунок 14 – Диагностика формирования EVA АО «Акрихин»

Такая диагностика позволяет выявить факторы, способствующие благоприятной динамике EVA и корпоративному росту, а также распознать точки потенциального роста компании [67].

В частности, высокие значения EVA, в соответствии с проведенной оценкой, 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 значения коэффициентов 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 вследствие привлечения дополнительного заемного финансирования, в связи с чем становится необходимым поиск оптимальной структуры капитала компании.

Таким образом, 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 его структуре доли более «дешевого» заемного капитала, что будет способствовать увеличению спреда между рентабельностью инвестированного в компанию капитала и средневзвешенной стоимостью его привлечения и, следовательно, обеспечению корпоративного роста компании.

### **3.3 Методические рекомендации по применению финансового инструментария в фармацевтических компаниях в целях корпоративного роста**

Значение фармацевтической отрасли для любого государства определяется ее высокой социальной значимостью. В этой связи перед государством стоит первостепенная задача по обеспечению граждан необходимыми лекарствами и условиями для улучшения качества и увеличения продолжительности жизни. Выполнение этой задачи невозможно представить без обеспечения благоприятного развития фармацевтической отрасли на уровне отдельных корпораций. В этой связи актуальными становятся вопросы корпоративного роста отечественных фармацевтических компаний и разработка в том числе финансового инструментария, его обеспечивающего. В предыдущих параграфах данной главы описан предложенный инструментарий финансового моделирования роста фармацевтической компании, позволяющий оценить возможности корпоративного роста и выявить ключевые факторы, задающие его динамику. При этом предложенный подход к декомпозиции целевого индикатора роста EVA представляет собой только первый шаг оценки драйверов корпоративного роста, поскольку руководство компании 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 компаний, ее бизнес портфелей и даже отдельных продуктов. Например, динамика рентабельности продаж по валовой прибыли зависит от воздействия таких факторов, как доля инновационных препаратов с высокой добавленной стоимостью, количество дней простоя производственного оборудования и пр. Операционные драйверы, безусловно, должны учитывать

специфику деятельности компании. Для компании фармацевтической отрасли можно выделить такие факторы, как, например, пациентоотдача, индекс восполнения лекарственного портфеля и пр. [69].

Так, показатель пациентоотдачи представляет собой уровень выручки, приходящейся на одного пациента, получающего помочь препаратами рассматриваемой компании. Пациенты не принимают непосредственное участие в процессе формирования выручки фармкомпании, поскольку договорных отношений с компанией не оформляют и не являются ее прямыми покупателями. При этом, принимая во внимание тот факт, что пациенты являются конечными потребителями лекарственных препаратов фармпроизводителя, мониторинг индикатора пациентоотдачи имеет большое значение при анализе доли фармкомпании в сегменте того или иного лекарственного средства.

Индекс восполнения лекарственного портфеля отражает соотношение количества лекарств, готовящихся к госрегистрации и выводу на рынок за отчетный период, к количеству лекарственных средств, уже зарегистрированных и выведенных на рынок за отчетный период. Этот индикатор характеризуется жизненным циклом лекарственных средств и представляет особую ценность при построении прогноза будущих денежных потоков от реализации лекарственных препаратов и анализе потенциала роста фармкомпании [69].

Кроме того, при анализе объема продаж для целей прогнозирования корпоративного роста рекомендуется учитывать особенности портфеля лекарственных средств. Например, в портфеле препаратов «Акрихин» множество как рецептурных, так и безрецептурных лекарственных средств. Агрегирование конечных потребителей в одну группу нецелесообразно с точки зрения анализа их влияния на генерирование выручки, поскольку клиентами фармкомпании, влияющими на объем продаж, являются как сами пациенты, так и сотрудники системы здравоохранения (например, врачи), имеющие закрепленное на законодательном уровне исключительное право

назначать препарат пациенту и выписывать рецепт для дальнейшего отпуска из аптеки. Более того, важно разделять стандартные каналы продаж (например, через аптечные сети) и тендерную форму реализации лекарственных средств. В соответствии с Федеральным законом № 44-ФЗ от 5 апреля 2013 года «О контрактной системе в сфере закупок товаров, работ, услуг для обеспечения государственных и муниципальных нужд» лекарственные средства, включенные в список гарантированного объема бесплатной медицинской помощи, должны закупаться через единую систему государственных закупок [17]. С учетом того, что в российской фарминдустрии госзакупки лекарственных препаратов занимают весомую долю рынка, рассмотрение госзаказчиков в качестве обособленной группы покупателей будет полезным при идентификации драйверов корпоративного роста.

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 [69].

Как описано в главе 2, в последние годы российская фармацевтическая отрасль характеризуется достаточно высокими темпами прироста – с 2020 года по 2024 год фармацевтический рынок вырос на 39,6%. Однако выявленные в параграфе 2.1 тенденции развития российской «фармы» заставляют сомневаться в ее благоприятном состоянии.

Одна из наиболее существенных проблем текущего состояния российской фармацевтики, как отмечалось ранее, заключается в сохранении

значительной доли импорта как в совокупном объеме реализации лекарственных препаратов, так и в сегменте госзакупок. В частности, доля импортных препаратов в структуре российского фармацевтического рынка в стоимостном выражении по итогам 2024 года составила 54,6%, в том числе в структуре коммерческого рынка – 51,6%, в структуре госзакупок (включая ОНЛС) – 64,8%. При этом сегмент государственного заказа составил около 28,7% от совокупного объема рынка [98].

Указанная проблема объясняется прежде всего ассортиментной структурой отечественного фармрынка: на долю лекарственных препаратов российских производителей и локализованных препаратов приходится 69,0% от совокупного объема реализации в количестве упаковок, тогда как в стоимостном выражении – лишь 45,4%. Таким образом, хотя отечественные лекарственные средства преобладают в натуральном выражении относительно препаратов иностранных производителей, средняя цена препарата российской компании в 2,7 раз ниже средней цены закупаемого иностранного лекарственного средства. Сравнительно менее высокий уровень цен реализации в свою очередь обуславливает невысокий уровень рентабельности. Данный фактор существенно ограничивает возможности отечественных фармацевтических компаний осуществления значительных инвестиций в исследования и разработку инновационных лекарственных средств, запуск производства эффективных и высокомаржинальных лекарств с истекшим сроком патентной защиты, которые позволили бы получать значительно более высокую доходность. Продолжая концентрироваться на производстве недорогих препаратов, отечественные компании таким образом утрачивают способность к качественному скачку в сторону инновационного развития. При этом как раз наличие и доля инновационных препаратов характеризует уровень развития индустрии фармацевтики той или иной страны, поскольку благодаря им производители способны накапливать финансовые потоки с целью дальнейшего качественного и количественного роста. Отмеченная проблема развития российской

фармацевтической отрасли, как отмечает А.А. Потапов [28], так или иначе приводит к структурному несоответствию величины государственных расходов, связанных со здравоохранением, масштабам национальной экономики и мировым тенденциям. Так, расходы на здравоохранение в процентном соотношении к ВВП остаются в России существенно ниже, чем в ряде развитых стран (4,1% от ВВП в России по сравнению с 11,9% от ВВП во Франции, 12,7% от ВВП в Германии, 17,3% от ВВП в США). При этом уровень расходов государства в области здравоохранения существенным образом влияет на качество жизни населения и возможности развития страны в целом [28].

Еще одним существенным фактором, влияющим на текущее положение российской «фармы», следует отметить значительное преобладание в структуре финансирования российских производителей препаратов собственного капитала и, соответственно, низкое задействование заемных ресурсов. Такая ситуация, с учетом превалирования в структуре продуктового портфеля российских компаний лекарств с невысокой добавленной стоимостью, значительно препятствует их способности к расширению научно-исследовательской деятельности и разработке новых лекарственных средств с высокой добавленной стоимостью. В частности, совокупный капитал компаний, включенных в генеральную совокупность из 107 хозяйствующих субъектов в рамках исследования в параграфе 2.3, состоит на 83,9% из собственных источников финансирования, и только 16,1% от совокупного капитала приходится на заемные источники средств. В таких условиях фармацевтический производитель, специализирующийся на выпуске недорогих препаратов, имеет мало возможностей для накопления достаточного объема ресурсов, необходимого для вложения в расходы на R&D и вывода в производство инновационных лекарственных средств, что приводит к возникновению замкнутого круга. В этой связи, как отмечает А.А. Потапов, скачок в сторону инновационного развития как отдельных компаний в частности, так и отечественной индустрии фармацевтики в целом

требует поиска первоначального источника инвестиций в НИОКР. Далее по циклической модели, в которой нераспределенная прибыль, реинвестируемая в собственные разработки, генерируется затем в будущую прибыль и, соответственно, в будущие разработки и так далее, компании смогут поддерживать свой инновационный статус самостоятельно. 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 [28].

В рамках параграфа 2.3 данного исследования проведен статистический анализ корпоративного роста российских фармацевтических компаний в терминах роста объема продаж, в результате чего выявлено положительное влияние фактора коммерческих расходов по рекламе и продвижению лекарственных препаратов на рост компаний. В условиях ужесточения конкуренции, а также значительного преобладания в продуктовом портфеле российских фармацевтических компаний препаратов-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. Вместе с тем, существуют некоторые ограничения по

возможности воздействия маркетинга на величину выручки, поскольку в Российской Федерации, как и в большинстве других стран мира, ценообразование на фармацевтическом рынке регулируется государственными институтами. В этих условиях маркетинговые кампании непосредственно влияют на объем продаж, а его влияние на цену лекарственного средства является незначительным [69].

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. Так, например, применение алгоритмов машинного обучения с целью анализа больших объемов финансовых данных может помочь компании автоматически прогнозировать финансовые результаты компаний, выявлять неочевидные на первый взгляд тенденции и взаимосвязи между различными финансовыми показателями, например, влияние текущих маркетинговых кампаний и связанных с этих затрат на динамику продаж в будущем. Таким образом, традиционный финансовый инструментарий моделирования корпоративного роста может быть дополнен анализом с помощью алгоритмов искусственного интеллекта [69].

При этом позитивные результаты цифровизации финансовой функции могут быть достигнуты только при наличии понимания конкретных областей, требующих повышения эффективности, а также способов интеграции инновационных технологий в финансовую стратегию компании. В связи

с избытком цифровых решений, доступных на рынке, компании необходимо осознавать возможности цифровой трансформации, кроме того, также необходимо корректно распределить роли, которые каждое подразделение компании (например, финансовый департамент, ИТ-отдел, HR и пр.) должны будут выполнять в процессе цифровой трансформации финансовой функции. Иначе отсутствие понимания возможностей цифровизации финансовых процессов компании может привести к неправильной интеграции между системами, отсутствию автоматизации там, где она должна быть, и формированию в результате этого неэффективной внутренней среды.

## Заключение

В рамках поставленной цели и задач в работе проанализированы подходы к интерпретации корпоративного роста, а также инструментария, его обеспечивающего. Изучение концепций корпоративного роста и их эволюции в исторической ретроспективе позволило структурировать их в три фокус-направления, каждое из которых характеризуется доминантой, смысловым ядром и эмпирическими результатами. 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.).

Для целей реализации предложенного концептуального подхода к исследованию корпоративного роста в диссертации сформированы таксономии 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).

В работе 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:

- социальная миссия отрасли: фармпроизводители несут повышенную ответственность за обеспечение населения безопасными, эффективными и доступными лекарственными препаратами;
- всеобъемлющее государственное регулирование: деятельность производителей препаратов строго регламентирована и предполагает обязательную регистрацию лекарственных средств, контроле за их оборотом, установление уровня предельных отпускных цен препаратов и пр.;

- дифференциация бизнес-моделей: стратегии ценообразования и финансового планирования и прогнозирования принципиально различаются в зависимости от бизнес-модели, в рамках которой функционирует фармацевтическая компания – инновационной (ориентация на оригинальные препараты) или дженериковой (ориентация на препараты-копии);
- высокая значимость НИОКР: разработка новых фармацевтических продуктов, будь то оригинальные препараты или дженерики, требует значительных инвестиций в научно-исследовательскую деятельность;
- значительная продолжительность цикла разработки препарата: процесс создания нового лекарственного средства, включающий создание формулы, доклинические и клинические исследования, регистрацию и пострегистрационный мониторинг, может занимать до 10-15 лет;
- высокая дифференциация продуктового портфеля: отраслевой особенностью является широкий ассортимент лекарств, производство которого не под силу отдельной компании или даже одному государству, что обуславливает наличие специализации производства препаратов на уровне компаний и государств;
- системная государственная поддержка отечественных фармпроизводителей: Правительство Российской Федерации реализует политику импортозамещения через различные инструменты, в т.ч. субсидирование научно-исследовательской деятельности, обновление регулирования госзакупок и пр.

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 позволили сформулировать гипотезу о наличии позитивного влияния затрат на исследования и разработки на рост стоимости фармацевтической компании. 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. С целью выявления влияния данных показателей на экономическую добавленную стоимость проведен регрессионный анализ, результаты которого позволяют подтвердить сформулированную гипотезу: расходы на НИОКР как фундамент для разработки сравнительно новых препаратов, обладающих более высокой маржинальностью, являются драйвером стоимости передовых фармацевтических компаний.

Исследование отечественной практики корпоративного управления позволило сделать вывод о том, что принципы стоимостно-ориентированного управления не получили широкого распространения среди российских компаний, оперирующих в условиях развивающейся экономики, в таких условиях ключевым критерием роста компании выступает не рост стоимости, а динамика масштабов деятельности. В этой связи в работе предложен методический подход для выявления факторов роста непубличных фармацевтических компаний, который позволил построить многофакторную регрессионную модель, в которой зависимой переменной выступает динамика выручки. 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.

По результатам выполненного статистического исследования сделан вывод о том, что анализируемая зависимость переменных существует только для выборки компаний с положительными реальными темпами продаж. Проведенное исследование факторов корпоративного роста российских фармацевтических компаний продемонстрировало, что его динамика зависит от производственных факторов, фактора рекламы и продвижения и фактора масштабов деятельности компании.

Значимость фактора расходов на рекламу и продвижение лекарственных препаратов связана с тем, что в структуре реализации препаратов российских фармацевтических компаний преобладают лекарства-копии (дженерики), 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.

В рамках исследования разработана финансовая модель корпоративного роста фармацевтической компании, в частности, выделены ключевые этапы построения финансовой модели (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.

В качестве целевого индикатора при построении модели корпоративного роста выбран показатель EVA. В результате его декомпозиции получена многофакторная модель обеспечения корпоративного роста в терминах целевого индикатора EVA. Предложенный подход к декомпозиции показателя ROIC позволяет анализировать три аспекта финансово-хозяйственной деятельности компании: с позиции эффективности операционной деятельности, деловой активности и структуры финансирования компаний, 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. В результате проведенного анализа выявлены факторы, которые способствуют росту компании, а также потенциальные точки роста. Сделан вывод о том, что рост компании будет 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; 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.

В качестве рекомендации к применению разработанного алгоритма финансового моделирования корпоративного роста предлагается проведение факторного анализа показателей, влияющих на EVA, и их разложение на более детальные драйверы роста оперативного уровня, при этом целесообразно производить подобный анализ в разрезе отдельных бизнес-единиц, бизнес-портфелей и 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, нивелировать негативное влияние барьеров, обусловленных конъюнктурой отечественного фармрынка, и удовлетворять интересы всех заинтересованных сторон – в первую очередь, собственников компании.

По результатам анализа текущего состояния российской фармацевтической отрасли отмечена системная проблема, связанная с сохранением значительной доли импорта в совокупном объеме реализации лекарственных препаратов и зависимостью отечественного фармацевтического рынка от импортных инновационных лекарственных средств. Отечественные лекарственные средства преобладают в натуральном выражении относительно препаратов иностранных производителей, однако средняя цена препарата российской компании в 2,7 раз ниже средней цены закупаемого иностранного лекарственного средства, что обуславливает невысокий уровень рентабельности отечественных фармацевтических производителей и ограничивает их возможности качественного перехода в сторону инновационного развития, наращивания инвестиций в исследования и разработку инновационных препаратов, запуск производства высокомаржинальных лекарств. Кроме того, отмечена проблема недостаточного задействования российскими фармацевтическими компаниями заемных источников финансирования, что также значительно препятствует их способности к расширению научно-исследовательской деятельности и разработке новых лекарственных средств с высокой добавленной стоимостью. В этой связи с целью обеспечения качественного скачка на инновационный путь развития предлагается частичная интеграция государственного сектора в фармацевтическую промышленность путем создания совместных производств, а также создание госкорпорации, которая могла бы взять на себя вопросы совместного производства препаратов и их дальнейшей реализации, что позволит значительно повысить конкурентоспособность отечественных фармацевтических компаний.

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 препаратов-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.

Также в работе отмечается необходимость создания условий для цифровизации финансовых фармацевтических компаний. Финансовая трансформация 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, 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.

## Список литературы

1. Гайдук, А.Л. Управление стоимостью корпораций : учебное пособие / А.Л. Гайдук, Б.А. Перекатов, А.Н. Петров. – Санкт-Петербург : Издательство Санкт-Петербургского государственного экономического университета, 2014. – 58 с. – ISBN отсутствует.
2. Дамодаран, А. Инвестиционная оценка: инструменты и методы оценки любых активов : учебно-практическое пособие / А. Дамодаран. – 11-е издание, переработанное и дополненное. – Москва : Альпина Паблишер, 2021. – 1316 с. – ISBN 978-5-9614-6650-8.
3. Каплан, Р.С. Стратегическое единство. Создание синергии организации с помощью сбалансированной системы показателей / Р.С. Каплан, Д.П. Нортон. – Москва : Вильямс, 2006. – 384 с. – ISBN 978-5-8459-1018-9.
4. Коупленд, Т. Expectations-Based Management. Как достичь превосходства в управлении стоимостью компании / Т. Коупленд, А. Долгофф ; перевод с английского Э.В. Кондуктовой. – Москва : Эксмо, 2009. – 384 с. – ISBN 978-5-699-29475-6.
5. Коупленд, Т. Стоимость компаний: оценка и управление / Т. Коупленд, Т. Коллер, Дж. Муррин ; перевод с английского Н.Н. Барышникова. – Москва : Олимп-Бизнес, 2005. – 554 с. – ISBN 5-901028-98-8.
6. Нельсон, Р. Эволюционная теория экономических изменений / Р. Нельсон, С. Уинтер ; перевод с английского М.Я. Каждана. – Москва : Финстатинформ, 2000. – 472 с. – ISBN 5-7866-0128-5.
7. Рожковский, А.Л. Концепция управления стоимостью компании. Теория, методология и практика в свете современных тенденций организационного дизайна : монография / А.Л. Рожковский. – Москва : ИНФРА-М, 2018. – 277 с. – 1000 экз. – ISBN 978-5-16-014241-8.

8. Рис, Э. Бизнес с нуля: Метод Lean Startup для быстрого тестирования идей и выбора бизнес-модели / Э. Рис ; перевод с английского А. Стативки. – 5-е издание. – Москва : Альпина Паблишер, 2016. – 253 с. – ISBN 978-5-9614-5401-7.

9. Bivona, E. How to define a profitable and sustainable growth policy in a changing market? A case study: a small publishing company / E. Bivona // Proceedings of the 18th International System Dynamics Conference. – Bergen, Norway, 2000. – P. 301-320. – ISBN 0-9672914-2-9.

10. Edwards, E. The Theory and Measurement of Business Income / E.O. Edwards, P.W. Bell. – University of California Press, 1961. – 342 p. – ISBN 978-0-5200-0376-7.

11. Gibrat R. Les Inegalite Economiques / R. Gibrat. – Paris : Librairie du Recueil Sirey, 1931. – 296 p. – ISBN отсутствует.

12. Higgins, R.C. Analysis for Financial Management / R.C. Higgins. – Boston : McGraw-Hill, 2001. – 412 p. – ISBN 978-0-0723-1531-8.

13. Madden Bartley, J. CFROI Valuation. A total system approach to valuing the firm // J. Madden Bartley. – Oxford : Butterworth-Heinemann, 1999. – 356 p. – ISBN 978-0-7506-3865-6.

14. Normann R. Management for Growth / R. Normann. – New York : John Wiley & Sons, 1977. – 210 p. – ISBN 978-0-4719-9513-4.

15. Rappaport, A. Creating Shareholder Value: A Guide for Managers and Investors / A. Rappaport. – New York : Free Press, 1998. – 206 p. – ISBN 978-0-6848-4410-9.

16. Stewart, G.B. The quest for value: the EVA management guide / G.B. Stewart. – New York : Harper Business, 1999. – 788 p. – ISBN 978-0-8873-0418-4.

17. Российская Федерация. Законы. О контрактной системе в сфере закупок товаров, работ, услуг для обеспечения государственных и муниципальных нужд : федеральный закон от 5 апреля 2013 г. № 44-ФЗ [принят Государственной Думой 22 марта 2013 года].

- Информационно-правовой портал «Гарант». – Текст : электронный.
- URL: <https://base.garant.ru/70353464/> (дата обращения: 02.06.2025).

18. Российская Федерация. Законы. Об обращении лекарственных средств : федеральный закон от 12 апреля 2010 г. № 61-ФЗ [принят Государственной Думой 24 марта 2010 года]. – Справочно-правовая система «Консультант Плюс». – Текст : электронный.

– URL: [http://www.consultant.ru/document/cons\\_doc\\_LAW\\_99350/](http://www.consultant.ru/document/cons_doc_LAW_99350/) (дата обращения: 02.06.2025).

19. Российская Федерация. Законы. Об оценочной деятельности в Российской Федерации : федеральный закон от 29 июля 1998 г. № 135-ФЗ [принят Государственной Думой 16 июля 1998 года]. – Справочно-правовая система «Консультант Плюс». – Текст : электронный.

– URL: [https://www.consultant.ru/document/cons\\_doc\\_LAW\\_19586/](https://www.consultant.ru/document/cons_doc_LAW_19586/) (дата обращения: 02.06.2025).

20. Российская Федерация. Законы. О внесении изменений в отдельные законодательные акты Российской Федерации и признании утратившими силу отдельных положений законодательных актов Российской Федерации : федеральный закон от 8 августа 2024 г. № 318-ФЗ [принят Государственной Думой 31 июля 2024 года]. – Справочно-правовая система «Консультант Плюс». – Текст : электронный.

– URL: [https://www.consultant.ru/document/cons\\_doc\\_LAW\\_482576/](https://www.consultant.ru/document/cons_doc_LAW_482576/) (дата обращения: 02.06.2025).

21. Об утверждении Правил предоставления субсидий из федерального бюджета российским кредитным организациям на возмещение недополученных ими доходов по кредитам, выданным системообразующим организациям промышленности и торговли и организациям, входящим в группу лиц системообразующей организации промышленности и торговли [Постановление Правительства Российской Федерации от 17 марта 2022 года № 393 (с изменениями и дополнениями)]. – Информационно-правовой портал

«Гарант». – Текст : электронный. – URL: <https://base.garant.ru/403713584/> (дата обращения: 02.06.2025).

22. О специальных инвестиционных контрактах для отдельных отраслей промышленности [Постановление Правительства Российской Федерации от 16 июля 2015 года № 708 (с изменениями и дополнениями)]. – Информационно-правовой портал «Гарант». – Текст : электронный. – URL: <https://base.garant.ru/71137900/> (дата обращения: 02.06.2025).

23. Об утверждении Правил заключения, изменения и расторжения специальных инвестиционных контрактов [Постановление Правительства Российской Федерации от 16 июля 2020 года № 1048 (с изменениями и дополнениями)]. – Информационно-правовой портал «Гарант». – Текст : электронный. – URL: <https://base.garant.ru/74399647/> (дата обращения: 02.06.2025).

24. Об утверждении перечня жизненно необходимых и важнейших лекарственных препаратов, а также перечней лекарственных препаратов для медицинского применения и минимального ассортимента лекарственных препаратов, необходимых для оказания медицинской помощи [Распоряжение Правительства Российской Федерации от 12 октября 2019 года № 2406-р] // Справочно-правовая система «Консультант Плюс». – Текст : электронный. – URL: [https://www.consultant.ru/document/cons\\_doc\\_LAW\\_335635/](https://www.consultant.ru/document/cons_doc_LAW_335635/) (дата обращения: 02.06.2025).

25. О порядке предоставления субсидии российским организациям на финансовое обеспечение затрат на проведение научно-исследовательских и опытно-конструкторских работ по современным технологиям в рамках реализации такими организациями инновационных проектов [Решение Минпромторга Российской Федерации от 13 февраля 2025 года № 22-68462-00692-Р] // Справочно-правовая система «Консультант Плюс». – Текст : электронный. – URL: [https://www.consultant.ru/document/cons\\_doc\\_LAW\\_487200/](https://www.consultant.ru/document/cons_doc_LAW_487200/) (дата обращения: 02.06.2025).

26. Международный стандарт финансовой отчетности (IAS) 38. «Нематериальные активы» [Приказ Минфина России от 28.12.2015 № 217н] // Министерство финансов Российской Федерации / официальный сайт. – Текст : электронный.  
– URL: <https://www.mfin.ru/common/upload/library/2015/02/main/ias38.pdf> (дата обращения: 02.06.2025).

27. Федеральный стандарт оценки «Виды стоимости (ФСО II)» [Приказ Минэкономразвития России от 14.04.2022 № 200 (редакция от 30.11.2022)] // СПС «Консультант Плюс». – Текст : электронный.  
– URL: [https://www.consultant.ru/document/cons\\_doc\\_LAW\\_415358/2ec6f63e908756cce61cd3b11ea65b742bcc70fb/](https://www.consultant.ru/document/cons_doc_LAW_415358/2ec6f63e908756cce61cd3b11ea65b742bcc70fb/) (дата обращения: 02.06.2025).

28. Потапов, А.А. Финансирование инновационной деятельности в фармацевтическом бизнесе : специальность 08.00.10 «Финансы, денежное обращение и кредит» : автореферат диссертации на соискание ученой степени кандидата экономических наук / Потапов Антон Александрович ; Санкт-Петербургский государственный университет. – Санкт-Петербург, 2011. – 17 с. – Библиогр.: с. 17. – Место защиты: Санкт-Петербургский государственный университет.

29. Рожковский, А.Л. Организационная структура как фактор стоимости компании : специальность 08.00.10 «Финансы, денежное обращение и кредит»: автореферат диссертации на соискание ученой степени кандидата экономических наук / Рожковский Алексей Леонидович ; Новосибирский государственный университет экономики и управления. – Новосибирск, 2017. – 24 с. – Библиогр.: с. 23-24. – Место защиты: Новосибирский государственный университет экономики и управления.

30. Балашов, А.И. Обоснование методического подхода к оценке стоимости фармацевтической компании / А.И. Балашов, И.Э. Арсентьева // Экономический анализ: теория и практика. – 2014. – № 43 (394). – С. 2-13. – ISSN 2073-039X.

31. Воронов, Д.С. Оценка стоимости капитала и ставки дисконтирования на базе российской финансовой статистики / Д.С. Воронов, Л.А. Раменская // Journal of New Economy. – 2023. – № 1. Том 24. – С. 50-80. – ISSN 2782-3148.
32. Грейнер, Л. Эволюция и революция в процессе роста организаций / Л. Грейнер // Вестник Санкт-Петербургского университета. Экономика. – 2002. – № 4. – С. 75–90. – ISSN 2542-226X.
33. Драгунова, Е.В. Типы и траектории роста предприятий / Е.В. Драгунова // Проблемы современной экономики. – 2015. – № 3 (55). – С. 179-182. – ISSN 1818-3395.
34. Зуб, А.Т. Парадигмы корпоративного роста: методологические основания / А.Т. Зуб, С.С. Кузьмин // Russian Journal of Economics and Law. – 2019. – № 1. – С. 913-922. – ISSN 2782-2923.
35. Ивашковская, И.В. Индекс устойчивости роста: эмпирическая апробация на данных российских компаний / И.В. Ивашковская, Е.Л. Животова // Вестник Санкт-Петербургского университета. Менеджмент. – 2009. – № 4. – С. 5. – ISSN 1605-7953.
36. Ивашковская, И.В. Экономическая добавленная стоимость. Концепции. Подходы. Инструменты / И.В. Ивашковская, Е.Б. Кукина, И.В. Пенкина // Корпоративные финансы. – 2010. – № 2 (14). – С. 103-108. – ISSN 2073-0438.
37. Илюхин, Е.В. Риски финансирования биофармацевтических разработок / Е.В. Илюхин // Вестник Ульяновского государственного технического университета. – 2014. – № 2 (66). – С. 70-72. – ISSN 1684-7016.
38. Квач, Н.М. Модель добавленной рыночной стоимости в оценке бизнеса / Н.М. Квач, О.А. Кузнецова // Инновационные технологии управления и права. – 2015. – № 1. – С. 15-23. – ISSN 2226-0056.
39. Когденко, В.Г. Методика финансового моделирования на основе публикуемой консолидированной отчетности / В.Г. Когденко //

Экономический анализ: теория и практика. – 2017. – № 7. Том 16. – С. 1269-1285. – ISSN 2073-039X.

40. Крамаров С.О. Искусственный интеллект в контроле и управлении финансами корпорации / С.О. Крамаров, А.Н. Кузьминов, Н.А. Рутта [и др.] // Вестник Сургутского государственного университета. – 2023. – № 4 (42). – С. 51-66. – ISSN 2949-3455.

41. Кудина, М.В. Фундаментальная и рыночная стоимость компаний / М.В. Кудина // Российское предпринимательство. – 2010. – № 1-2. – С. 32-37. – ISSN 1994-6937.

42. Кудина, М.В. Структура парадигм корпоративного роста / М.В. Кудина, С.С. Кузьмин // Вестник НГУЭУ. – 2021. – № 2. – С. 8-21. – ISSN 2073-6495.

43. Кузьмин, С.С. Систематизация теорий корпоративного роста на основе методологии парадигм / С.С. Кузьмин // Финансы и управление. – 2021. – № 1. – С. 60-71. – ISSN 2409-7802.

44. Мельников, Г.И. Финансовое моделирование как способ оценки финансового состояния компаний / Г.И. Мельников // Известия Байкальского государственного университета. – 2013. – № 1. – С. 32-35. – ISSN 2500-2759.

45. Новиков, А.В. Финансовые инструменты создания стоимости компаний / А.В. Новиков, И.Я. Новикова // Имущественные отношения в Российской Федерации. – 2012. – № 8. – С. 39-53. – ISSN 2072-4098.

46. Парушин, А.А. Развитие методики анализа формирования акционерной стоимости компаний / А.А. Парушин // Фундаментальные исследования. – 2016. – № 11. – С. 1055-1060. – ISSN 1812-7339.

47. Петрова, П.Д. Использование EVA для оценки стоимости компаний российского фармацевтического рынка / П.Д. Петрова // EUROPEAN RESEARCH : сборник научных статей по итогам XIII Международной научно-практической конференции : в 2 частях. Часть 2. – Пенза : Издательство Наука и просвещение, 2017. – С. 78-84. – ISBN 978-5-907023-06-2.

48. Пирогов Н.К. Закон Гибрата в исследованиях роста фирмы / Н.К. Пирогов, М.Г. Поповидченко // Корпоративные финансы. – 2010. – № 1 (13). – С. 106-119. – ISSN 2073-0438.
49. Пирогов, Н.К. Рост российских компаний: тестирование закона Гибрата / Н.К. Пирогов, М.Г. Поповидченко // Современные подходы к исследованию и моделированию в экономике, финансах и бизнесе : материалы IV ежегодной конференции Европейского университета в Санкт-Петербурге и Санкт-Петербургского экономико-математического института РАН. – Санкт-Петербург : Издательство Европейского университета в Санкт-Петербурге, 2010. – С. 80-82. – ISBN 978-5-94380-099-3.
50. Пирогова, О.Е. Анализ современных методов оценки стоимости сервисных предприятий / О.Е. Пирогова, Я.А. Санджиева // Наука и бизнес: пути развития. – 2017. – № 10 (76). – С. 53-57. – ISSN 2221-5182.
51. Рожковский, А.Л. Практика применения концепции управления стоимостью российскими компаниями / А.Л. Рожковский // Финансы. – 2018. – № 9. – С. 59-64. – ISSN 0869-446X.
52. Романенко, О.А. К вопросу о контурах финансового механизма корпоративного роста / О.А. Романенко // Инновационная экономика: перспективы развития и совершенствования. – 2016. – № 3 (13). – С. 10-14. – ISSN 2311-410X.
53. Романенко, О.А. Основы финансового моделирования корпоративного роста / О.А. Романенко // Промышленность: экономика, управление, технологии. – 2014. – № 2. – С. 104-108. – ISSN 2782-5426.
54. Рябова, Е.В. Факторы устойчивого роста российских компаний / Е.В. Рябова, М.А. Самоделкина // Финансы: теория и практика. – 2018. – № 1 (103). – С. 104-117. – ISSN 2587-5671.
55. Стельмак, В.С. Мониторинг стоимости компаний в системе антикризисного управления фармацевтическим предприятием / В.С. Стельмак // Управление экономическими системами: электронный научный журнал. – 2017. – № 6 (100). – С. 2-11. – ISSN 1999-4516.

56. Сутягин, В.Ю. Факторы и проблема роста стоимости российских компаний / В.Ю. Сутягин, О.М. Шепелев // Социально-экономические явления и процессы. – 2014. – № 1. Том 9. – С. 104-112. – ISSN 1819-8813.
57. Тарасова, Ж.Н. Особенности внедрения концепции VBM в практике стратегического управления российских компаний / Ж.Н. Тарасова // Ученые записки Санкт-Петербургского университета технологий управления и экономики. – 2014. – № 1 (45). – С. 35-53. – ISSN 2541-8106.
58. Халимова, С.Р. Факторы роста российских фармацевтических компаний / С.Р. Халимова, А.И. Иванова // Инновации. – 2019. – № 8 (250). – С. 53-59. – ISSN 2071-3010.
59. Хотинская, Г.И. Корпоративный рост: особенности развитых и развивающихся рынков / Г.И. Хотинская // Финансовая жизнь. – 2017. – № 1. – С. 92-96. – ISSN 2218-4708.
60. Хотинская, Г.И. Корпоративный рост: теория, измерение, управление / Г.И. Хотинская // Сервис в России и за рубежом. – 2012. – № 3. – С. 140-156. – ISSN 1995-042X.
61. Хотинская, Г.И. Корпоративный рост: теория, финансовые индикаторы, эмпирические закономерности / Г.И. Хотинская // Управленец. – 2015. – № 4 (56). – С. 12-17. – ISSN 2218-5003.
62. Хотинская, Г.И. Системные трансформации в экономике и финансах: теория, эмпирические закономерности, адаптивные инструменты / Г.И. Хотинская, Л.И. Черникова // Финансы и кредит. – 2013. – № 4 (532). – С. 16-23. – ISSN 2071-4688.
63. Хотинская, Г.И. Эмпирические особенности роста российского бизнеса (Empirical characteristics of Russian business growth) / Г.И. Хотинская, Л.И. Черникова // Academy of Strategic Management Journal. – 2017. – № 2. Том 16. – С. 19. – ISSN 1544-1458.
64. Четырёв, В.А. Анализ драйверов роста стоимости российских фармацевтических компаний / В.А. Четырёв // Экономика и предпринимательство. – 2023. – № 5. – С. 1138-1143. – ISSN 1999-2300.

65. Четырёв, В.А. Анализ факторов корпоративного роста непубличных компаний / В.А. Четырёв // Экономика и предпринимательство. – 2024. – № 9. – С. 919-923. – ISSN 1999-2300.
66. Четырёв, В.А. Моделирование фундаментальной стоимости компаний / В.А. Четырёв // Экономика и предпринимательство. – 2024. – № 1. – С. 809-815. – ISSN 1999-2300.
67. Четырёв, В.А. Построение финансовой модели корпоративного роста фармацевтической компании / В.А. Четырёв // Финансовая экономика. – 2024. – № 12. – С. 273-278. – ISSN 2075-7786.
68. 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.
69. Четырёв, В.А. Рекомендации по обеспечению корпоративного роста российских фармацевтических компаний / В.А. Четырёв // Финансовая экономика. – 2025. – № 6. – С. 81-85. – ISSN 2075-7786.
70. Contini, B., Revelli, R. The Relationship between Firm Growth and Labor Demand / B. Contini, R. Revelli // Small Business Economics. – 1989. – № 1. – P. 309-314. – ISSN 1573-0913.
71. Das, S. Size, Age and Firm Growth in an Infant Industry: The Computer Hardware Industry in India / S. Das // Indian Journal of Industrial Organization. – 1995. – № 13. – P. 111-126. – ISSN 0019-5286.
72. Efimova, O. Stakeholder approach to identification and analysis of value creation drivers / O. Efimova, V. Samohina // Review of Business and Economics Studies. – 2014. – № 4. – P. 62-70. – ISSN 2308-944X.
73. Evans, D.S. The relationship between firm growth, size, and age: Estimates for 100 manufacturing industries / D.S. Evans // The Journal of Industrial Economics. – 1987. – № 4. Volume 35. – P. 567-581. – ISSN 0022-1821.
74. Geroski, P.A. Are differences in firm size transitory or permanent? / P.A. Geroski, S. Lazarova, G. Urga, C.F. Walters // Journal of Applied Econometrics. – 2003. – № 1. Volume 18. – P. 47-59. – ISSN 0883-7252.

75. Geroski, P.A. Corporate growth and profitability / P.A. Geroski, S.J. Machin, C.F. Walters // The Journal of Industrial Economics. – 1997. – № 2. Volume 45. – P. 171-189. – ISSN 0022-1821.
76. Gilbert, B. New venture growth: A review and extension / B. Gilbert, P. McDougall, D. Audretsch // Journal of Management. – 2006. – № 3. Volume 32. – P. 926-950. – ISSN 0149-2063.
77. Gupta, P.D. Firm growth and its determinants / P.D. Gupta, S. Guha, S.S. Krishnaswami // Journal of Innovation and Entrepreneurship. – 2013. – № 2. Volume 15. – P. 1-14. – ISSN 2192-5372.
78. Higgins, R.C. How Much Growth Can a Firm Afford? / R.C. Higgins // Financial Management. – 1977. – № 3. Volume 6. – P. 7-16. – ISSN отсутствует.
79. Jovanovic, B. Selection and Evolution of Industry / B. Jovanovic // Econometrica. – 1982. – № 50 (5). – P. 649-670. – ISSN отсутствует.
80. Kisor, M. The Financial Aspects of Growth / M. Kisor // Financial Analysts Journal. – 1964. – № 2. Volume 20. – P. 46-51. – ISSN отсутствует.
81. Kracaw, W.A. Corporate Growth, Corporate Strategy, and the Choice of Capital Structure / W.A. Kracaw, W.G. Lewellen, C.Y. Woo // Managerial and Decision Economics. – 1992. – № 6. Volume 13. – P. 515-526. – ISSN 0143-6570.
82. Mansfield, E. Entry, Gibrat's Law, Innovation, and the Growth of Firms / E. Mansfield // American Economic Review. – 1962. – № 52 (5). – P. 1023-1051. – ISSN 0002-8282.
83. Ohlson, J.A. Earnings, Book Values, and Dividends in Equity Valuation / J.A. Ohlson // Contemporary Accounting Research. – 1995. – № 2. Volume 11. – P. 661-687. – ISSN 0823-9150.
84. Ottosson, E. CVA, Cash Value Added – a new method for measuring financial performance / E. Ottosson, F. Weissenrieder // Gothenburg Studies in Financial Economics. – 1996. – № 1. – P. 2-11. – ISSN отсутствует.

85. Peterson Drake, P. Notes on the Concept and Estimation of Sustainable Growth Rates / P. Peterson Drake // Sustainable Growth. – 2005. – № 2. – P. 481-483. – ISSN отсутствует.
86. Pickett, M. Sustainable Growth Modeling: A Longitudinal Analysis of Harley-Davidson, Inc. / M. Pickett // Proceedings of ASBBS. – 2008. – № 1. Volume 15. – P. 920-925. – ISSN 1557-5004.
87. Shanmugam, K.R. Size, Age and Firm Growth in the Indian Manufacturing Sector / K.R. Shanmugam, S.N. Bhaduri // Applied Economics Letters. – 2002. – № 9. – P. 607-613. – ISSN 1350-4851.
88. Stuart, T.E. Interorganizational Alliances and the Performance of Firms: A Study of Growth and Innovation Rates in a High-Technology Industry / T.E. Stuart // Strategic Management Journal. – 2000. – № 8. Volume 21. – P. 791-811. – ISSN 0143-2095.
89. Varaiya, N. The Relationship between Growth, Profitability, and Firm Value / N. Varaiya, R.A. Kerin, D. Weeks // Strategic Management Journal. – 1987. – № 5. Volume 8. – P. 487-497. – ISSN 0143-2095.
90. Бухгалтерская отчетность АО «Акрихин» // СПАРК-Интерфакс : сайт. – Текст : электронный. – URL: <https://spark-interfax.ru/system/home/card#/company/A7DD168511CE4DB4A57CEC9F91A5EDF3/506> (дата обращения: 02.06.2025).
91. Графики и значения КБД Московской биржи // Московская Биржа : официальный сайт. – Текст : электронный. – URL: <https://www.moex.com/ru/marketdata/indices/state/g-curve/> (дата обращения: 02.06.2025).
92. История компании АО «Акрихин» // Акрихин : сайт. – Текст : электронный. – URL: <https://www.akrikhin.ru/about/history.php> (дата обращения: 02.06.2025).
93. Российская фармацевтическая отрасль в горизонте 2030. Аналитический обзор // Биофармацевтический кластер «Северный» : сайт. – Текст : электронный. – URL: <http://pharmcluster.ru/images/2020-news/RosFarm.pdf> (дата обращения: 02.06.2025).

94. Список ценных бумаг, допущенных к торгам // Московская Биржа : официальный сайт. – Текст : электронный. – URL: <https://www.moex.com/ru/listing/securities.aspx?ysclid=maf ydk3shr108516899> (дата обращения: 02.06.2025).

95. Статистика по государственной регистрации // Федеральная налоговая служба : официальный сайт. – Текст : электронный. – URL: [https://www.nalog.gov.ru/rn77/related\\_activities/statistics\\_and\\_analytics/regstats/](https://www.nalog.gov.ru/rn77/related_activities/statistics_and_analytics/regstats/) (дата обращения: 02.06.2025).

96. Стратегия развития фармацевтической промышленности Российской Федерации на период до 2030 года // Правительство Российской Федерации : официальный сайт. – URL: <http://static.government.ru/media/files/HqCzKkoTf7fzVdKS YbhNiZHzWTEAAQ3p.pdf> (дата обращения: 02.06.2025).

97. Фармацевтический рынок России 2022 // DSM Group : сайт. – Текст : электронный. – URL: [https://dsm.ru/docs/analytics/Annual\\_report\\_2023\\_rus.pdf](https://dsm.ru/docs/analytics/Annual_report_2023_rus.pdf) (дата обращения: 02.06.2025).

98. Фармацевтический рынок России 2024 // DSM Group : сайт. – Текст : электронный. – URL: <https://dsm.ru/upload/iblock/70c/jge20mm780rph119p1d6uscvg95kkxdtf.pdf> (дата обращения: 02.06.2025).

99. «Фармбизнес» с Денисом Четвериковым // Фармацевтический вестник. – Текст : электронный. – DOI отсутствует. – URL: <https://pharmvestnik.ru/content/videos/Farmbiznes-s-Denisom-Chetverikovym.html> (дата обращения: 02.06.2025).

100. Финансовые показатели // ТестФирм : сайт. – Текст : электронный. – URL: <https://www.testfirm.ru/otrasli/21/> (дата обращения: 02.06.2025).

101. AbbVie Inc. Annual Report 2022 (Form 10-K) // AbbVie : сайт. – Текст : электронный. – URL: <https://investors.abbvie.com/financial-information/annual-reports> (дата обращения: 02.06.2025).

102. Abbott Laboratories. Annual Report 2022 // Abbott Laboratories : сайт.  
– Текст : электронный. – URL: <https://www.abbottinvestor.com/financial-reports> (дата обращения: 02.06.2025).
103. AstraZeneca PLC. Annual Report and Form 20-F 2022 // AstraZeneca PLC : сайт. – Текст : электронный. – URL: <https://www.astrazeneca.com/investor-relations/annual-reports.html> (дата обращения: 02.06.2025).
104. Bayer AG. Annual Report 2022 // Bayer AG : сайт. – Текст : электронный. – URL: <https://www.bayer.com/en/annual-reports> (дата обращения: 02.06.2025).
105. Country Default Spreads and Risk Premiums // Stern School of Business : сайт. – Текст : электронный. – URL: [https://pages.stern.nyu.edu/~adamodar/New\\_Home\\_Page/datafile/ctryprem.html](https://pages.stern.nyu.edu/~adamodar/New_Home_Page/datafile/ctryprem.html) (дата обращения: 02.06.2025).
106. Current dataset // Stern School of Business : сайт. – Текст : электронный. – URL: [https://pages.stern.nyu.edu/~adamodar/New\\_Home\\_Page/datacurrent.html](https://pages.stern.nyu.edu/~adamodar/New_Home_Page/datacurrent.html) (дата обращения: 02.06.2025).
107. Gedeon Richter Plc. Annual Report 2022 // Gedeon Richter : сайт.  
– Текст : электронный. – URL: <https://www.richter.hu/en/Investors/Reports/Annual-Reports> (дата обращения: 02.06.2025)
108. The Global Use of Medicines Outlook Through 2029 // IQVIA : сайт.  
– Текст : электронный. – URL: <https://www.iqvia.com/insights/the-iqvia-institute/reports-and-publications/reports/the-global-use-of-medicines-outlook-through-2029> (дата обращения: 02.06.2025).
109. GSK plc. Annual Report 2022 // GSK : сайт. – Текст : электронный.  
– URL: <https://www.gsk.com/en-gb/investors/reports> (дата обращения: 02.06.2025).
110. Johnson & Johnson. Annual Report 2022 // Johnson & Johnson : сайт.  
– Текст : электронный. – URL: <https://investors.jnj.com/annual-meeting-materials> (дата обращения: 02.06.2025).

111. KRKA Group. Annual Report 2022 // KRKA : сайт. – Текст : электронный. – URL: <https://www.krka.biz/en/investors/annual-reports> (дата обращения: 02.06.2025).
112. Market Yield on U.S. Treasury Securities at 20-Year Constant Maturity, Quoted on an Investment Basis // Federal Reserve Economic Data : сайт. – Текст : электронный. – URL: <https://fred.stlouisfed.org/series/DGS20> (дата обращения: 02.06.2025).
113. Market share of leading 10 national pharmaceutical markets worldwide in 2024 // Statista : сайт. – Текст : электронный. – URL: <https://www.statista.com/statistics/245473/market-share-of-the-leading-10-global-pharmaceutical-markets/> (дата обращения: 02.06.2025).
114. Merck & Co., Inc. Annual Report 2022 // Merck & Co. : сайт. – Текст : электронный. – URL: <https://www.merck.com/financials/annual-reports> (дата обращения: 02.06.2025).
115. New Clinical Development Success Rates 2011-2020 Report // Biotechnology Innovation Organization : сайт. – Текст : электронный. – URL: <https://www.bio.org/clinical-development-success-rates-and-contributing-factors-2011-2020> (дата обращения: 02.06.2025).
116. Novartis AG. Annual Report 2022 // Novartis AG : сайт. – Текст : электронный. – URL: <https://www.novartis.com/annual-report> (дата обращения: 02.06.2025).
117. Novel Drug Approvals at FDA // Food & Drug Administration : сайт. – Текст : электронный. – URL: <https://www.fda.gov/drugs/development-approval-process-drugs/novel-drug-approvals-fda> (дата обращения: 02.06.2025).
118. Pfizer Inc. Annual Review 2022 // Pfizer : сайт. – Текст : электронный. – URL: [https://www\(pfizer.com/investors/financial-reports](https://www(pfizer.com/investors/financial-reports) (дата обращения: 02.06.2025).

119. Roche Holding AG. Annual Report 2022 // Roche : сайт. – Текст : электронный. – URL: <https://www.roche.com/investors/annual-report.htm> (дата обращения: 02.06.2025).

120. Sanofi. Annual Financial Report 2022 // Sanofi : сайт. – Текст : электронный. – URL: <https://www.sanofi.com/en/investors/financial-results-and-events/annual-results> (дата обращения: 02.06.2025).

121. Stada Arzneimittel AG. Annual Report 2022 // Stada : сайт. – Текст : электронный. – URL: <https://www.stada.com/investor-relations/publications> (дата обращения: 02.06.2025).

122. Teva Pharmaceutical Industries Ltd. Annual Report 2022 // Teva : сайт. – Текст : электронный. – URL: <https://www.tevapharm.com/investors/financial-reports> (дата обращения: 02.06.2025).

123. The 2024 EU Industrial R&D Investment Scoreboard // European Commission : сайт. – Текст : электронный. – URL: <https://iri.jrc.ec.europa.eu/scoreboard/2024-eu-industrial-rd-investment-scoreboard> (дата обращения: 02.06.2025).

124. The 50 best-selling pharmaceuticals of 2024 // Drug Discovery & Development : сайт. – Текст : электронный. – URL: <https://www.drugdiscoverytrends.com/2024s-blockbusters-top-50-pharmaceuticals-by-sales/> (дата обращения: 02.06.2025).

125. The Pharmaceutical Industry in Figures // European Federation of Pharmaceutical Industries and Associations : сайт. – Текст : электронный. – URL: <https://www.efpia.eu/media/rm4kzdlx/the-pharmaceutical-industry-in-figures-2023.pdf> (дата обращения: 02.06.2025).

126. The top pharma companies in the world for 2025 // Drug Discovery & Development : сайт. – Текст : электронный. – URL: <https://www.drugdiscoverytrends.com/pharma-50-the-50-largest-pharmaceutical-companies-in-the-world-for-2025/> (дата обращения: 02.06.2025).