

УДК 657.623:657.37:65.01

## ПОСТРОЕНИЕ И АНАЛИЗ БИЗНЕС-МОДЕЛИ СОЗДАНИЯ СТОИМОСТИ ФАРМАЦЕВТИЧЕСКИХ КОМПАНИЙ

Парушин А.А.

*Финансовый университет при Правительстве Российской Федерации, Москва,  
e-mail: graziani@rambler.ru*

В статье обоснована необходимость отбора и систематизации факторов, влияющих на формирование цепочки создания стоимости с позиций стейкхолдерского подхода. Влияние факторов на создание и рост стоимости фармацевтической компании носит двусторонний характер: факторы оказывают влияние на цепочку стоимости при построении бизнес-модели и ее корректировке для приращения стоимости. Цель исследования, результаты которого обобщены в статье, заключается в построении бизнес-модели фармацевтической компании, учитывающей цепочку создания стоимости, анализ и влияние финансовых и нефинансовых факторов на увеличение стоимости бизнеса. При этом бизнес-модель должна быть гибкой, прозрачной для стейкхолдеров, которые могут оказать влияние на рост стоимости компании. Это влияние подлежит аналитической оценке с позиций определения степени и характера влияния, учета информационных интересов стейкхолдеров.

**Ключевые слова:** акционерная стоимость, анализ, бизнес-модель, нефинансовые факторы, совокупный акционерный доход, стейкхолдеры, финансовые факторы

## CONSTRUCTION AND ANALYSIS OF BUSINESS MODEL OF THE VALUE OF PHARMACEUTICAL COMPANIES

Parushin A.A.

*Financial University under the Government of the Russian Federation, Moscow,  
e-mail: graziani@rambler.ru*

The article substantiates the need for the selection and ordering of the factors affecting the formation of the value chain from the point of stakeholders approach. Influence factors on the creation and growth of the pharmaceutical company's value is bilateral: factors that influence the value chain in the construction business model and its adjustment for the value chain. The purpose of the study, the results of which are summarized in this article is to build a business model of the pharmaceutical companies, taking into account the value chain, and analysis of the impact of the financial and non-financial factors in the increase in value of the business. This business model must be flexible and transparent to stakeholders who can influence the growth of the company's value. This influence is subject to analytical evaluation from the standpoint of determining the extent and nature of the effect, taking into account the interests of stakeholders' information.

**Keywords:** shareholder value analysis, business model, non-financial factors, total equity income, stakeholders, financial factors

Расширение партнерских связей России с ведущими мировыми странами, привлечение иностранных инвестиций, интеграционные процессы в экономике и информационной среде при обмене аналитическими данными об устойчивости развития бизнеса и повышении стоимости компании, обуславливают необходимость разработки методического инструментария отбора и анализа факторов создания акционерной стоимости компании. Учет и анализ факторов оказывает прямое влияние на цепочку создания стоимости с позиций повышения эффективности функционирования бизнеса. Авторская концепция формирования стоимости фармацевтических компаний основана на прямо пропорциональной зависимости рыночной стоимости акции и акционерного дохода собственников бизнеса, под которым в контексте акционерной стоимости понимается величина

денежного дохода, получаемого акционером от инвестиционных вложений в экономический субъект.

Проблема экономического анализа и прогнозирования рыночной стоимости акций, стоящая перед отечественными теоретиками и практиками, в последнее время осложняется турбулентным характером развития мировой экономики. В связи с этим, математическое моделирование рыночного курса ценных бумаг организации, основывающееся на классической теории соотношения спроса и предложения ценных бумаг, а также современных стоимостных подходах через дисконтирование будущих денежных подходов и оценку стоимости акции с использованием метода мультипликаторов, представляются не востребованными на практике.

Цель исследования заключается в построении бизнес-модели фармацевтической

компании, учитывающей цепочку создания стоимости, анализ и влияние финансовых и нефинансовых факторов на увеличение стоимости бизнеса. При этом бизнес-модель должна быть гибкой, прозрачной для стейкхолдеров, которые могут оказать влияние на рост стоимости компании. Это влияние подлежит аналитической оценке с позиций определения степени и характера влияния, учета информационных интересов стейкхолдеров.

### **Материалы и методы исследования**

Процесс и результаты исследования основаны на проведении анализа годовой отчетности за 2015 год десяти крупнейших мировых компаний фармацевтической отрасли. В процессе исследования использовался широкий аналитический аппарат: общенаучные методы (анализ, синтез, моделирование, функционально-стоимостной анализ, исторический обзор), специальные методы анализа (сравнение, группировки, коэффициентный анализ, факторный анализ).

### **Результаты исследования и их обсуждение**

В рамках проведения исследования предлагается подходить к анализу рыночной стоимости компании (ее капитализации) с точки зрения оценки удовлетворенности интересов заинтересованных сторон при одновременном балансировании между как финансовыми, так и нефинансовыми ожиданиями стейкхолдеров, и интересами собственников и менеджмента компании.

Представляется возможным сформулировать научную гипотезу, согласно которой сбалансированное удовлетворение определенных интересов стейкхолдеров позволяет увеличить совокупную акционерную доходность. Иными словами, методика анализа акционерной стоимости компании основывается на влиянии отдельных финансовых и нефинансовых факторов, определенных с учетом интересов стейкхолдеров и воздействующих на динамику совокупного акционерного дохода в отчетном периоде [2]. Очевидно, что на первом этапе анализа акционерной стоимости компании, необходимо определить контур или «дерево» стейкхолдеров, оказывающих влияние на деятельность и развитие компании, а также испытывающих воздействие с ее стороны.

В развитие классической отечественной теории заинтересованных сторон, разработанной В.И. Бариленко [1], О.В. Ефимовой [2,3,4], Е.В. Никифоровой [6], М.В. Мельник [5], Р.П. Бульгой [1], кото-

рые анализируют экономическое развитие компании, выделяя, в среднем, семь групп стейкхолдеров, таких как: собственники, покупатели (клиенты), поставщики, работники, местное сообщество, общественные объединения и государство, автором предлагается подход к определению групп стейкхолдеров на основе бизнес-модели создания стоимости анализируемой компании. Данный подход отвечает современным тенденциям составления интегрированной годовой отчетности, и позволяет оценить и ранжировать влияние отдельных групп заинтересованных сторон на каждом из бизнес-процессов компании. В связи с этим, в процессе экономического анализа акционерной стоимости компании возникает необходимость более глубокой детализации бизнес-модели, нежели та, которая предусмотрена Международным Стандартом по интегрированной отчетности.

Анализ годовой отчетности за 2015 год десяти крупнейших мировых компаний фармацевтической отрасли позволил построить обобщенную бизнес-модель создания стоимости, которая представлена на рисунке и включает следующие элементы. Рисунок доказывает, что при определении факторов, потенциально влияющих на рыночную стоимость акций, и как следствие – на акционерный доход, некорректно использовать традиционное выделение семи групп стейкхолдеров, описанных выше. При анализе интересов агрегированной группы клиентов (покупателей) компании без выделения релевантных подгрупп и их детального рассмотрения существует риск учета факторов, не оказывающих влияние на выручку компании (объем продаж), и, следовательно, снижения качества раскрываемой отчетности и возможных погрешностей результатов аналитических процедур.

Например, при анализе фармацевтической компании, которая ведет деятельность по реализации только рецептурных препаратов, традиционное объединение покупателей компании в одну группу экономически нецелесообразно, так как в данном случае клиентами компании, оказывающими влияние на выручку от продаж, будут как покупатели в широком смысле (пациенты), так и работники системы здравоохранения (врачи и медики), законодательно наделенные исключительным правом назначать препарат пациенту и выписывать рецепт для дальнейшего отпуска из аптеки. С другой стороны, при построении круга стейкхолдеров необходимо также учитывать бизнес-процессы, являющиеся основой создания стоимости компании.



продажами и сбытом, производственный персонал и топ-менеджмент);

9. Некоммерческие организации и общественные объединения (научные медицинские сообщества и ассоциации профессионалов, Получатели благотворительной и спонсорской помощи);

10. Экологические организации.

Согласно концептуальной трактовке показателя акционерной доходности бизнеса (TSR – Total Shareholder Return), предложенной В.Г. Когденко и М.В. Мельник, данный показатель в значительной степени зависит от ожидания инвесторов, поэтому невысокое значение показателя может наблюдаться не только у неэффективных компаний, но и у эффективных компаний, не оправдавших необоснованных ожиданий инвесторов, и поэтому не показавших большого прироста рыночной стоимости капитала. По мнению В.Г. Когденко и М.В. Мельник показатель TSR характеризует изменение эффективности компании, а не достигнутый уровень эффективности [5].

Учитывая, что отличительной особенностью показателя акционерной доходности бизнеса (TSR) от показателя общей доходности бизнеса (TBR – Total Business Return) является использование не фундаментальной, а рыночной стоимости капитала, и принимая во внимание вышеописанные экономические взаимосвязи между оценкой стоимости капитала компанией рынком и ожиданиями стейкхолдеров этой ком-

пании, считается обоснованным сделать вывод о том, что динамика акционерной стоимости компаний будет зависеть от изменения ожиданий ее стейкхолдеров (не только инвесторов и собственников).

**Заключение.** В рамках используемого стейкхолдерского подхода к определению факторов, влияющих на изменение показателя совокупной акционерной доходности бизнеса (TSR), предлагается основываться на «точках пересечения» интересов стейкхолдеров, заинтересованных в деятельности компании и интересах компании от взаимодействия со стейкхолдерами.

#### Список литературы

1. Бариленко В.И. Основы бизнес-анализа: учебное пособие / В.И. Бариленко, В.В. Бердников, Р.П. Булыга [и др.]; под ред. В.И. Бариленко. – М.: КНОРУС, 2014. – 272 с.
2. Ефимова О.В. Анализ устойчивого развития компании: стейкхолдерский подход // Экономический анализ: теория и практика. – 2013. – №45 (348). – С. 41–51
3. Ефимова О.В. Анализ и оценка эффективности деятельности хозяйствующих субъектов в области устойчивого развития // Учет. Анализ. Аудит. – 2014. – №1. – С. 51–59
4. Ефимова, О.В. Развитие корпоративной отчетности в инновационной экономике // Школа Университетской науки: парадигмы развития. – 2010. – №1 (1). – С. 76–81
5. Когденко В.Г., Мельник М.В. Управление стоимостью компании. Ценностно-ориентированный менеджмент: учебник для бакалавров и магистров, обучающихся по направлениям «Экономика», «Менеджмент» / В.Г. Когденко, М.В. Мельник. – М.: ЮНИТИ-ДАНА, 2014. – 447 с.
6. Никифорова, Е.В. Методические подходы к подготовке отчетности об устойчивом развитии хозяйствующего субъекта // Учет. Анализ. Аудит. 2015 – №4. – С. 75 – 80.