

УДК 338.2

## **КОНЦЕПТУАЛЬНЫЕ ОСНОВЫ УПРАВЛЕНИЯ СТОИМОСТЬЮ КОМПАНИИ НА БАЗЕ ПАРАДИГМЫ ТЕОРИИ ОГРАНИЧЕНИЙ**

**Бадрутдинов Д.И.<sup>1</sup>**

*магистрант*

*Казанский (Приволжский) федеральный университет*

*Казань, Россия*

### **Аннотация**

В статье исследуется потенциал интеграции методологического аппарата Теории Ограничений (ТОС) и модели дисконтирования денежных потоков (DCF) для построения целостной системы управления стоимостью компании. Автором систематизированы концептуальные ограничения применения DCF-модели в управленческих целях, такие как историческая ориентация прогнозов и неспособность адекватно оценить эффект от операционных преобразований. В качестве решения предлагается синтез парадигм ТОС и DCF, методологическая обоснованность которого базируется на их общем фокусе на денежных потоках и системном подходе к управлению. В работе детально раскрыт механизм влияния ключевых параметров ТОС (Throughput, Investment, Operating Expenses) на компоненты DCF-модели (NOPAT, инвестированный капитал, WACC, терминальная стоимость), представленный в виде структурированной таблицы. Результатом исследования является концепция, обеспечивающая прямую и прозрачную связь между операционными решениями в логике ТОС и их стоимостным результатом, оцениваемым с помощью DCF.

---

<sup>1</sup> Научный руководитель – Ветошкина Елена Юрьевна, к.э.н., доцент, Казанский Приволжский (федеральный) университет

**Ключевые слова:** Теория Ограничений, управление стоимостью компании, DCF-модель, дисконтирование денежных потоков, учет пропускной способности, операционная эффективность, системные ограничения.

***CONCEPTUAL FOUNDATIONS OF COMPANY VALUE MANAGEMENT  
BASED ON THE THEORY OF CONSTRAINTS PARADIGM***

***Badrutdinov D.I.<sup>2</sup>***

*master student*

*Kazan (Volga Region) Federal University*

*Kazan, Russia*

**Abstract**

The article explores the potential of integrating the methodological framework of the Theory of Constraints (TOC) and the Discounted Cash Flow (DCF) model to build a holistic system for managing company value. The author systematizes the conceptual limitations of applying the DCF model for managerial purposes, such as the historical orientation of forecasts and the inability to adequately assess the effect of operational transformations. A synthesis of the TOC and DCF paradigms is proposed as a solution, the methodological validity of which is based on their shared focus on cash flows and a systemic approach to management. The paper details the mechanism of the influence of key TOC parameters (Throughput, Investment, Operating Expenses) on the components of the DCF model (NOPAT, invested capital, WACC, terminal value), presented in the form of a structured table. The result of the research is a concept that provides a direct and transparent link between operational decisions based on TOC logic and their value outcome, assessed using DCF.

---

<sup>2</sup> Scientific supervisor – Elena Yurevna Vetoshkina, Candidate of Economics Sciences, Associate Professor Kazan (Volga Region) Federal University

**Keywords:** Theory of Constraints, company value management, DCF model, discounted cash flow, throughput accounting, operational efficiency, system constraints.

В современной экономической среде, характеризующейся высокой волатильностью рынков и обострением конкуренции, способность компании последовательно наращивать свою фундаментальную стоимость становится ключевым индикатором эффективности системы управления. При этом традиционные системы управленческого учета, основанные на принципах калькуляции полной себестоимости и показателях локальной эффективности, зачастую не только не способствуют, но и препятствуют достижению этой глобальной цели. Они порождают противоречия между операционными решениями и финансовыми результатами, стимулируя наращивание запасов, избыточное производство и ориентацию на снижение условно-переменных затрат в ущерб общему денежному потоку системы. В этой связи возникает насущная потребность в разработке целостной управленческой парадигмы, обеспечивающей прямую и прозрачную связь между операционной деятельностью и стоимостью бизнеса.

Несмотря на признанную эффективность Теории Ограничений (ТОС) в области операционного менеджмента, ее потенциал в качестве основы для целостной системы управления стоимостью компании раскрыт в научной литературе недостаточно. Существует концептуальный разрыв между богатым инструментарием ТОС для идентификации и устранения системных ограничений и классическими финансовыми моделями оценки стоимости, такими как DCF. Большинство исследований фокусируется на тактических операционных улучшениях, не возводя их в ранг стратегической системы управления, нацеленной на максимизацию фундаментальной стоимости. Таким образом, проблемой данного исследования является отсутствие

систематизированной концепции, раскрывающей механизм трансляции философии и принципов ТОС в устойчивый рост стоимости компании.

Основы Теории Ограничений были заложены в работах Э. Голдратта, который предложил рассматривать любую организацию как цепочку взаимосвязанных элементов [1]. Дальнейшее развитие ТОС связано с разработкой его финансовой составляющей – «учета пропускной способности» (Throughput Accounting), который противопоставляется традиционному затратному учету [2]. В трудах Т. Корбетта, Д. Шрагенхайма и других последователей ТОС были детализированы ее управленческие аспекты. В современной отечественной научной дискуссии (М.Н. Могрычева, О.С. Пономарева и др.) подчеркивается операционно-финансовая природа показателей ТОС (Throughput, Investment, Operating Expense) и их связь с денежными потоками [3; 5]. Однако комплексные работы, в которых парадигма ТОС была бы представлена как законченная концепция управления стоимостью, остаются редкими.

Модель дисконтирования денежных потоков (DCF) справедливо считается наиболее теоретически обоснованным подходом к оценке стоимости бизнеса, поскольку ее фундамент составляет принцип временной стоимости денег. Как отмечают О.Б. Пантелеева и Т.С. Мисько, ключевое преимущество DCF заключается в ориентации на будущие денежные потоки, которые являются первоисточником создания стоимости для акционеров [4]. Математически модель выражается через дисконтирование будущих свободных денежных потоков:

$$V = \sum_{t=1}^n \frac{FCF_t}{(1 + WACC)^t} + \frac{TV}{(1 + WACC)^n}$$

где  $V$  – стоимость компании;

$FCF$  – свободный денежный поток;

WACC – средневзвешенная стоимость капитала, представляющая собой ставку дисконтирования в данном виде формулы;

TV – терминальная стоимость;

n – номер последнего года прогнозирования;

t - порядковый номер прогнозного периода.

В свою очередь, значение свободного денежного потока (FCF) выражается по формуле:

$$FCF = NOPAT + \text{Амортизация} - CAPEX - \Delta\text{ЧОК}$$

где NOPAT – чистая операционная прибыль после налогообложения;

CAPEX – это чистые капитальные затраты;

$\Delta\text{ЧОК}$  – изменение чистого оборотного капитала.

Однако практическое применение DCF в управленческих целях сталкивается с системными ограничениями, что создает предпосылки для ее интеграции с Теорией Ограничений. Во-первых, традиционные DCF-модели обладают исторической ориентацией прогнозов – они экстраполируют прошлые тенденции, не учитывая потенциал кардинальных операционных преобразований. Во-вторых, они демонстрируют неспособность учета эффектов системной оптимизации – DCF слабо реагирует на операционные улучшения, не связанные с прямыми инвестициями в рост [4]. Наконец, проявляется статичность параметров – WACC и другие показатели обычно остаются неизменными в течение прогнозного периода, хотя системные улучшения объективно должны снижать операционные риски.

Эти ограничения делают традиционную DCF-модель недостаточно эффективной для оценки управленческих решений, направленных на операционные преобразования, и открывают возможности для ее обогащения инструментарием Теории Ограничений.

Теория ограничений предлагает принципиально иной взгляд на управление эффективностью через систему показателей, непосредственно

связанных с генерацией денежных потоков. Как подчеркивает М.Н. Могрычева, ключевыми параметрами ТОС являются [3]:

1) Throughput (T) – скорость генерации денежных средств через продажи, рассчитываемая как разность между выручкой и чистыми переменными затратами;

2) Investment (I) – все деньги, связанные в системе (основные средства, запасы, НЗП);

3) Operating Expenses (OE) – деньги, которые система тратит на преобразование Investment в Throughput.

Таким образом, конечной целью управления становится увеличение притока денег (T) при одновременном уменьшении вложений (I) и операционных расходов (OE).

Синтез методологического аппарата ТОС и DCF не только возможен, но и методологически обоснован благодаря наличию общих концептуальных оснований. Обе парадигмы разделяют единый фокус на денежных потоках как ключевом показателе эффективности: если DCF измеряет результат в виде приведенной стоимости будущих денежных потоков, то ТОС предлагает инструменты для управления факторами их генерации. Также существует комплементарность подходов: ТОС отвечает на вопрос «Что изменить в операционной деятельности?», тогда как DCF дает ответ на вопрос «Как эти изменения повлияют на стоимость?». Кроме того, обе концепции рассматривают компанию как единую систему, где локальные улучшения должны оцениваться с точки зрения их влияния на глобальный результат.

Ключевым моментом интеграции является структурная совместимость компонентов моделей, что позволяет напрямую транслировать параметры T, I, OE в соответствующие компоненты денежного потока, обеспечивая прозрачность и измеримость влияния операционных решений на стоимость.

Механизм влияния ТОС на компоненты стоимости в DCF-модели может быть систематизирован через следующие каналы воздействия, представленные в таблице 1.

Таблица 1 – Каналы влияния параметров ТОС на компоненты DCF-модели

Сфера влияния	Драйвер ТОС	Механизм воздействия	Отражение в DCF-модели
Операционная прибыль (NOPAT)	Рост Throughput (T)	Устранение ограничения позволяет производить и продавать больше без увеличения постоянных затрат	Увеличение прогнозируемой выручки при сохранении или незначительном росте операционных расходов (OE) → рост NOPAT
	Снижение Operating Expenses (OE)	Ликвидация потерь, связанных с ограничением	Снижение процента операционных расходов от выручки → рост NOPAT
Инвестированный капитал	Сокращение Investment (I) в запасы	Система "Барабан-Буфер-Канат" сокращает объем НЗП и запасов	Сокращение $\Delta$ ЧОК → высвобождение денежных средств
	Оптимизация CAPEX	Инвестиции направляются только на "подъем ограничения"	Переход от равномерных инвестиций к целевым → снижение общего CAPEX

Источник: составлено автором

Реализация потенциала интеграции Теории Ограничений и модели DCF требует разработки целостной системы показателей, обеспечивающей сопряжение операционных улучшений в парадигме ТОС в изменение параметров DCF-модели. Эта система должна обеспечивать:

– прямую корреспонденцию между параметрами T, I, OE и компонентами денежного потока;

- методику количественной оценки влияния операционных решений на стоимость компании;

- механизм верификации устойчивости достигаемых улучшений.

Важно учитывать, что воздействие ТОС не ограничивается лишь изменением свободного денежного потока (FCF) и может быть распространено на другие ключевые параметры оценочной модели.

Во-первых, снижение операционных рисков вследствие повышения предсказуемости бизнес-процессов и стабилизации производственной системы создает основания для корректировки ставки дисконтирования (WACC). Уменьшение волатильности денежных потоков и повышение надежности их прогнозирования позволяют обоснованно снизить премию за риск, что находит непосредственное отражение в стоимости компании.

Во-вторых, формирование устойчивых конкурентных преимуществ за счет непрерывного выявления и устранения системных ограничений обуславливает пересмотр терминальной стоимости (TV). Повышение гибкости и адаптивности бизнес-модели, а также создание долгосрочных предпосылок для роста позволяют установить более обоснованный пост-прогнозный темп роста.

В-третьих, синергетический эффект от одновременного улучшения показателей Т, I, ОЕ проявляется в качественном изменении характера денежных потоков, выражающемся в повышении их стабильности, предсказуемости и устойчивости роста. Этот эффект может стать обоснованием для перехода от традиционной экстраполяции исторических темпов роста к «ступенчатому» росту после гипотетического устранения ключевого ограничения.

Таким образом, интеграция методологического аппарата ТОС и DCF-модели создает основу для построения целостной системы управления стоимостью, в которой операционные решения получают точную



стоимостную оценку, а стратегические ориентиры транслируются в конкретные показатели операционной эффективности.

### Библиографический список

1. Голдратт, Э. М. Цель: Процесс непрерывного улучшения / Э. М. Голдратт, Д. Кокс. – Москва : Попурри, 2024. – 400 с.
2. Корнева, Д. О. Метод throughput accounting как инструмент формирования ассортиментной политики организации / Д. О. Корнева, А. Э. Измайлов, А. Р. Халиуллина // International scientific review. – 2016. – № 3 (13). – URL: <https://cyberleninka.ru/article/n/metod-throughput-accounting-kak-instrument-formirovaniya-assortimentnoy-politiki-organizatsii> (дата обращения: 01.11.2025).
3. Могрычева, М. Н. Теоретические основы ресурсного обеспечения проектов в условиях ограничений / М. Н. Могрычева // Проблемы управления финансами в условиях цифровой экономики : [сборник статей]. – 2018. – С. 66–68.
4. Пантелеева, О. Б. Дисконтирование денежных потоков и его применение в оценке бизнеса / О. Б. Пантелеева, Т. С. Мисько // Сфера услуг: инновации и качество. – 2021. – № 52. – С. 102–108.
5. Пономарева, О. С. Теория ограничений в менеджменте организации / О. С. Пономарева // Современная модель управления: проблемы и перспективы : [сборник статей]. – 2022. – С. 92–96.
6. Kulikova L.I., Vetoshkina E.Y., Nurgatin R.R. INTENSITY AND EFFICIENCY ANALYSIS OF ASSETS USE WHEN MONITORING THE GOODWILL IN THE CONTROLLING SYSTEM// Journal of Fundamental and Applied Sciences. 2017. T. 9. № 1S. C. 20.

*Оригинальность 76%*