

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

На правах рукописи

Галяпин Глеб Романович

АНАЛИТИЧЕСКИЙ ИНСТРУМЕНТАРИЙ ОБОСНОВАНИЯ ФАКТОРОВ РОСТА КАПИТАЛИЗАЦИИ КОМПАНИЙ ЭЛЕКТРОННОЙ КОММЕРЦИИ

5.2.3. Региональная и отраслевая экономика:
бухгалтерский учет, аудит и экономическая статистика

АВТОРЕФЕРАТ
диссертации на соискание ученой степени
кандидата экономических наук

Научный руководитель

Толмачев Михаил Николаевич,
доктор экономических наук, профессор

Москва – 2025

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

Публичное рассмотрение и защита диссертации состоятся 19 мая 2025 г. в 10:00 часов на заседании диссертационного совета Финансового университета Д 505.001.121 по адресу: Москва, Ленинградский проспект, д. 51, корп. 1, аудитория 1001.

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

Персональный состав диссертационного совета:

председатель – Бариленко В.И., д.э.н., профессор;
заместитель председателя – Петров А.М., д.э.н., профессор;
заместитель председателя – Рожнова О.В., д.э.н., профессор;
ученый секретарь – Блинова У.Ю., д.э.н., доцент;

члены диссертационного совета:

Башина О.Э., д.э.н., профессор;
Бычкова С.М., д.э.н., профессор;
Вахрушина М.А., д.э.н., профессор;
Герасимова Е.Б., д.э.н., профессор;
Гришкина С.Н., д.э.н., профессор;
Евстафьева В. М., д.э.н., доцент;
Ефимова О.В., д.э.н., профессор;
Кеворкова Ж.А., д.э.н., профессор;
Королёв О.Г., д.э.н., доцент;
Мельник М.В., д.э.н., профессор;
Толмачев М.Н., д.э.н., профессор;

Автореферат разослан 21 марта 2025 г.

Ученый секретарь диссертационного совета
Финансового университета Д 505 001.121

У.Ю. Блинова

I Общая характеристика работы

Актуальность темы исследования. Цифровые и интернет-компании в целом, а также предприятия в сфере электронной коммерции, в частности, являются неотъемлемой частью глобального рынка. Так, по различным оценкам, мировой оборот потребительской цифровой торговли составит до 7,5 триллионов долларов США к концу 2025 года и будет составлять более 21% от мирового потребления. Подобный тренд наблюдается и в Российской Федерации. Ожидается, что отечественный рынок электронной коммерции достигнет объема 7,5 триллионов рублей к концу 2025 года, сохраняя среднегодовой темп прироста в 22,8%. Опережающие по сравнению с традиционными секторами бизнеса темпы роста данной отрасли делают ее привлекательной для инвесторов, с точки зрения которых динамика капитализации является одним из ключевых маркеров создания ценности.

Бизнес-модели цифровых и интернет-компаний, а также фирм на рынке электронной коммерции отличаются высокой степенью диджитализации, использованием сетевых решений на всех этапах создания ценности для заинтересованных сторон, а в их основе лежит эмерджентность высоких технологий с традиционными бизнес-процессами. При этом, большинство компаний в сфере электронной коммерции в данный момент находятся в стадии активного роста и обладают негативными финансовыми результатами, что существенно ограничивает возможности применения классических подходов к анализу факторов роста капитализации.

Все это требует разработки специального аналитического инструментария для обоснования и изучения влияния факторов роста капитализации компаний электронной коммерции, что делает проблему исследования актуальной.

Степень разработанности темы исследования. Концептуальные основы теории стоимости экономических благ заложены в работах К. Маркса, У. Петти, Д. Рикардо и А. Смита, а также других авторов. Именно на фундаментальных принципах создания добавленной стоимости строятся концепции создания ценности коммерческими организациями. Ключевыми трудами, определившим

развитие теории управления капитализацией, стали работы Б. Грэхема, Д. Додда, Дж. Уильямса, Ю. Фамы, К. Френча. Проблематике анализа факторов создания стоимости коммерческими организациями и роста их капитализации посвящены работы О.В. Аксеновой, В.И. Бариленко, Д.Л. Волкова, С.Р. Древинг, Е.В. Дробота, О.В. Ефимовой, И.В. Ивашковской, М.А. Федотовой, А.Д. Шеремета, М.А. Эскиндарова, а также З. Боди, Р. Брейли, А. Дамодорана, Р. Каплана, С. Майерса, Д. Нортон, М. Портера и других авторов.

Особенности бизнес-моделей компаний из сферы электронной коммерции и отдельные аспекты их связи с ростом капитализации раскрыты в трудах Л.В. Минченко, А.А. Памадялы, А.А. Ряжских, а также К. Лаудона, Ц. Мина, К.А. Нагати, А. Крейка, И. Салима и других авторов.

В существующих работах, посвященных анализу факторов роста капитализации компаний, используются преимущественно подходы, основанные на анализе фактических финансовых результатов коммерческой организации. С одной стороны, использование финансовых показателей, основанных на данных аудированной отчетности, способствует надежности результатов анализа. С другой - использование лишь исторических данных не позволяет судить о перспективах объекта анализа, которые являются основой роста рыночной капитализации. Кроме того, большинство коммерческих организаций на рынке электронной коммерции находятся на ранних стадиях жизненного цикла и не способны генерировать положительный финансовый результат. Это делает невозможным применение традиционного инструментария к большинству компаний в сфере электронной коммерции.

В научной литературе, посвященной тематике анализа факторов роста капитализации компаний, также встречаются аналитические подходы, в основе которых лежит использование нефинансовых метрик. Наличие положительного финансового результата не является их фундаментальным допущением. Это позволяет применять такие подходы к большинству компаний в сфере электронной коммерции. Однако данные методы, использующие нефинансовые метрики в качестве основы, редко учитывают отраслевую специфику данного сектора экономики.

Принимая во внимание высокие темпы роста отрасли электронной коммерции, а также динамику изменений продуктов и бизнес-моделей компаний в данном сегменте рынка в сочетании с их инновационным характером, достаточность разработанности тематики диссертационного исследования остается дискуссионной. Это обуславливает необходимость углубления научных разработок в направлении анализа факторов роста рыночной капитализации компаний в сфере электронной коммерции.

Цель исследования – разработка, формирование теоретико-методологической базы и практическая апробация аналитического инструментария обоснования факторов роста капитализации компаний электронной коммерции.

В рамках поставленной цели исследования решены следующие **задачи**:

- проанализировать существующие подходы к определению категорий «стоимость коммерческой организации» и «рыночная капитализация коммерческой организации», сформулировать и обосновать характеристику категории «стоимость коммерческой организации» с аналитических позиций;

- провести исследование и классификацию драйверов создания стоимости коммерческой организации для спецификации аналитического инструментария обоснования факторов роста капитализации компаний электронной коммерции;

- дать аналитическую характеристику категории «электронная коммерция» и охарактеризовать особенности бизнес-модели компаний электронной коммерции, проанализировать и охарактеризовать специфику факторов роста капитализации компаний данного сектора экономики;

- проанализировать существующие подходы к анализу факторов роста капитализации и оценить их применимость для компаний электронной коммерции, разработать аналитический инструментарий обоснования факторов роста капитализации компаний в сфере электронной коммерции.

Объектом исследования является взаимосвязь внешних и внутренних факторов с ростом капитализации компаний в сфере электронной коммерции.

Предметом исследования является инструментарий анализа факторов роста рыночной капитализации компаний в сфере электронной коммерции.

Теоретическая основа исследования. Теоретическая основа исследования базируется на разработках отечественных и зарубежных ученых в области методологии анализа факторов роста рыночной капитализации коммерческих организаций, их идентификации и характеристики, методов VBM-анализа, методов стейкхолдерского подхода. В исследовании используются общенаучные методы, методы экономического анализа, а также эконометрического моделирования.

Область исследования диссертации соответствует п. 11.4. «Комплексный экономический и финансовый анализ хозяйственной деятельности. Оценка эффективности деятельности экономических субъектов»; п. 11.5. «Мониторинг, анализ и оценка изменений бизнеса» Паспорта научной специальности 5.2.3. Региональная и отраслевая экономика: бухгалтерский учет, аудит и экономическая статистика (экономические науки).

Методология и методы исследования. В работе используются такие методы, как сравнение, абстрагирование, библиографический анализ литературы, анализ статистических данных, ретроспективный анализ показателей, методы дисконтирования денежных потоков, и математической статистики.

Информационная и эмпирическая база. В диссертации в качестве информационной базы используются научные работы отечественных и зарубежных авторов, нормативные и регулятивные акты Российской Федерации, отраслевые стандарты и обзоры, а также данные информационно-аналитических систем «БКС», «Консультант-Плюс», Bloomberg, Refinitiv EIKON от Thomson Reuters.

Также в работе используются данные отчетности (финансовой и нефинансовой) коммерческих организаций, заключения аналитиков инвестиционных компаний, а также информационные ресурсы сети «Интернет».

Научная новизна исследования заключается в развитии аналитических подходов к характеристике факторов роста рыночной капитализации компаний в сфере электронной коммерции. Разработанный аналитический инструментарий комплексно учитывает воздействие финансовых и нефинансовых факторов на рост капитализации компании в сфере электронной коммерции с учетом отраслевой специфики.

Положения, выносимые на защиту:

– обосновано, что стоимостью коммерческой организации следует считать денежный эквивалент экономических благ, который текущий собственник может получить при отчуждении эквивалента 100% акционерного капитала компании в текущих условиях рынка и уровня асимметрии информации. Авторская характеристика позволяет реализовать комплексный поход к выявлению и анализу факторов роста капитализации компании при решении аналитических задач за счет включения объективных и субъективных вводных сделки. Определено соотношение понятий «рыночная стоимость» и «рыночная капитализация», необходимое для разработки авторского аналитического инструментария. Капитализация в широком смысле представляет собой стоимость акций компании в определенный момент времени, выраженную через произведение количества акций в обращении и ее котировочной цены на базовом рынке. Она представляет собой общедоступные, наблюдаемые, консистентные данные, занимающие наивысшее положение в иерархии стоимости. Рыночная стоимость формируется на основе ненаблюдаемых данных и субъективных оценок, что не позволяет использовать ее в качестве результирующего показателя (С. 17-28);

– разработан авторский подход к классификации факторов роста капитализации коммерческих организаций для целей аналитического обоснования управленческих решений. Обоснована их группировка по критерию характера влияния на бизнес-модель и степень ее подверженности управленческим решениям. Выделены контекстуальные факторы, влияние организации на которые невозможно или существенно ограничено, и бизнес-модель подстраивается под их воздействие в рамках объективных условий хозяйствования. Определены мезонинные факторы, влияние организации на которые опосредовано рамками транзакционных обязательств. Дифференцированы внутренние факторы, оказывающие непосредственное влияние на организацию вследствие принимаемых управленческих решений и фундаментальных характеристик действующей бизнес-модели. Проведенная классификация позволяет учитывать возможности экономических субъектов к прямому воздействию на факторы роста

капитализации. Это позволяет выбирать наиболее релевантные метрики для аналитического обоснования управленческих решений (С. 28-45);

– на основе эмпирического анализа рынка электронной коммерции и использования экосистемного подхода проведена сегментация данного сектора экономики, обоснована его отраслевая специфика. Дана его авторская аналитическая характеристика – экосистема онлайн площадок и сервисов, обеспечивающих реализацию различных товаров и услуг в сети «Интернет» в рамках интегрированных бизнес-процессов и единых цепочек создания ценности. Разработанная характеристика позволяет выделить ключевые особенности компаний электронной коммерции как экономических субъектов для аналитического обоснования факторов роста их капитализации (С. 68);

– выделены и обоснованы ключевые особенности бизнес-модели электронной коммерции: сетевая координация и сетевой эффект (С. 72-78). Выявлена и охарактеризована роль «маховика продаж», эффекта спирального роста онлайн-площадки за счет попеременного привлечения как платежеспособного спроса клиентов, привлекающих продавцов с одной стороны, так и продавцов, приносящих привлекательный для новых покупателей ассортимент, с другой, в обеспечивании масштабирования компаний в сфере электронной коммерции (С. 73-78). Обоснована ключевая роль нефинансовых факторов (товарооборот, количество пользователей, ожидаемые темпы роста площадки) обеспечения роста рыночной капитализации компаний электронной коммерции (С. 83-87). Данные выводы служат основой при спецификации аналитического инструментария факторов роста капитализации компаний в сфере электронной коммерции;

– предложена, обоснована и практически апробирована авторская методика анализа факторов роста капитализации компаний в сфере электронной коммерции, учитывающая их отраслевую специфику и эффект «маховика продаж» (С. 110-139). Обосновано ее применение при аналитическом обосновании решений в сфере обеспечения роста рыночной капитализации.

Теоретическая значимость работы заключается в возможности применения полученных результатов для дальнейшего углубления изучения

проблематики анализа факторов роста капитализации коммерческих организаций в отрасли электронной коммерции. Кроме того, в рамках проведенного исследования разработана авторская аналитическая характеристика категории «стоимость коммерческой организации», обоснован авторский подход к классификации факторов создания стоимости и роста рыночной капитализации коммерческих организаций, предложена авторская аналитическая характеристика понятия «электронная коммерция».

Практическая значимость работы. Разработанные авторские рекомендации могут быть использованы в практике аналитической работы компаний в сфере электронной коммерции и смежных отраслях. Применение результатов исследования является актуальным для следующих типов практических задач: обоснование стратегии и тактики привлечения аудитории онлайн-площадок, обоснование стратегии и тактики удержания аудитории онлайн-площадок, обоснование «точки оптимума» объема аудитории, обоснование маркетинговых активностей и промо-периодов, обоснование уровня маркетинговых расходов, обоснование глубины рыночной экспансии в новые рыночные сегменты, обоснование решений в области управления оборотным капиталом, поиск оптимума операционного рычага, бенчмаркинг, определение цены ценных бумаг при первичном публичном размещении, предварительный инвестиционный анализ, оценка эффективности проектов в сфере электронной коммерции, а также оценка будущей доходности портфеля активов ценных бумаг в сфере электронной коммерции.

Степень достоверности, апробация и внедрение результатов исследования. Достоверность положений и полученных результатов исследования обеспечена следующими факторами:

- используемые в работе методы основываются на теоретико-практических подходах, разработанных и апробированных отечественным и зарубежным научными сообществами. Используемые в работе подходы соответствуют актуальным методам решения практических задач;

- выводы не противоречат нормативно-правовым актам, а также соответствуют наиболее актуальным отраслевым стандартам и нормам;

– в качестве исходных данных для исследований используются материалы из официальных и достоверных источников. Произведена верификация статистических данных, полученных от разных поставщиков.

Ключевые результаты исследования докладывались и обсуждались в рамках следующих научно-практических мероприятий: на 49-й Международной научно-практической он-лайн конференции «Татуровско-Шереметовские чтения» (Москва, МГУ имени М.В. Ломоносова, 21-22 октября 2021 г.); на XIII Международной научно-практической конференции «Декабрьские чтения памяти С.Б. Барнгольц», (Москва, Финансовый университет, 16-17 декабря 2021 г.); на 50-й Юбилейной международной научно-практической он-лайн конференции «Татуровско-Шереметовские чтения» (Москва, МГУ имени М.В. Ломоносова, 21-22 октября 2022 г.); на XIV Международной научно-практической конференции «Декабрьские чтения памяти С.Б. Барнгольц» (Москва, Финансовый университет, 15-16 декабря 2022 г.); на Национальной научно-практической конференции «Влияние санкций на развитие регионов России» (Москва, ИПРАН РАН, 27 апреля 2023 г.); на 51-й Международной научно-практической конференции «Татуровско-Шереметовские чтения» (Москва, МГУ имени М.В. Ломоносова, 19 октября 2023 г.); на Конференции, посвященной 105-летию Финансового университета «Научные школы Финансового университета: становление и развитие» (Москва, Финансовый университет, 28 марта 2024 г.).

Материалы исследования используются в практической деятельности Департамента финансового планирования и анализа ООО «КЕХ еКоммерц» (площадка Avito), в частности используются разработанные в диссертации классификация факторов роста капитализации коммерческих организаций, а также авторский инструментарий анализа факторов роста капитализации компаний в сфере электронной коммерции. На основе материалов диссертации был усовершенствован инструментарий подготовки аналитической базы для принятия управленческих решений, что позволило бизнесу повысить эффективность. Использование выводов и основных положений диссертации в практической деятельности компании способствуют повышению стоимости бизнеса.

Материалы исследования используются в практической деятельности Департамента финансов и управления товаропотоком ООО «Интернет решения» (площадка OZON), в частности используются разработанные в диссертации подходы к сегментации рынка электронной коммерции и к использованию эффекта «маховика продаж». На основе материалов диссертации были усовершенствованы процессы финансового планирования и анализа, что позволило повысить точность прогнозов и углубить понимание специфики бизнес-модели компаний в сфере электронной коммерции. Использование выводов и основных положений диссертации в практической деятельности компании способствуют обеспечению рыночной капитализации.

Результаты исследования используются Кафедрой бизнес-аналитики Факультета налогов, аудита и бизнес-анализа Финансового университета в преподавании учебной дисциплины «Научно-исследовательский семинар».

Апробация и внедрение результатов диссертации подтверждены соответствующими документами.

Публикации. Ключевые положения и выводы диссертационного исследования опубликованы в 7 научных работах общим объемом 4,18 п.л. (весь объем авторский) в рецензируемых научных изданиях, определенных ВАК при Минобрнауки России.

Структура и объем диссертации обусловлены целью, задачами и логикой исследования. Диссертация состоит из введения, трех глав, заключения, списка литературы, включающего 186 наименований, двух приложений. Текст диссертации изложен на 163 страницах, содержит 19 таблиц, 19 рисунков, 23 формулы.

II Основное содержание работы

Основные положения исследования, содержащие элементы научной новизны и имеющие практическое значение:

На основе критического анализа существующих трактовок к категории «стоимость коммерческой организации» предложена ее уточненная авторская

аналитическая характеристика. Обосновано, что стоимостью коммерческой организации следует считать денежный эквивалент экономических благ, который текущий собственник может получить при отчуждении эквивалента 100% акционерного капитала компании в текущих условиях рынка и уровня асимметрии информации. Определено соотношение понятий «рыночная стоимость» и «рыночная капитализация», необходимое для разработки аналитического авторского аналитического инструментария.

Проведен критический анализ подходов к определению категории «стоимость коммерческой организации». Проанализированы работы К. Маркса, У. Петти, Д. Рикардо, А. Смита, К. Менгера, У. Джевонса, Л. Вареса, В. Парето, Дж. Б. Кларка, А. Маршалла, Р. Брейли, А. Дамодарана, С. Майерса, В.М. Рутгейзера, З. Боди, Р. Мертон, а также нормативно-правовые акты Российской Федерации, установлено соотношение предложенных трактовок. На основе проведенного критического обзора существующих подходов к определению стоимости коммерческой организации предложена ее авторская трактовка. Стоимостью коммерческой организации следует считать денежный эквивалент экономических благ, который текущий собственник может получить при отчуждении эквивалента 100% акционерного капитала компании в текущих условиях рынка и уровня асимметрии информации. Предложенный подход позволяет отойти от связанных с методологией оценки трактовки наиболее широко определить факторы создания стоимости компании.

Однако при определении результирующего показателя аналитического инструментария в рамках проведенного исследования следует обратить внимание на специфику стоимости коммерческой организации как наблюдаемой метрики. Выбор конкретного вида стоимости в процессе оценки определяется в зависимости от объекта, субъекта и целей проводимого анализа. Это обуславливает наличие существенных методологических разногласий, что приведет к непостоянным, непрогнозируемым результатам при разработке аналитического инструментария. Кроме того, определение стоимости коммерческой организации во многом строится на внутренних оценках субъектов анализа и ненаблюдаемых данных. Стоимость активов, полученная на основе биржевых данных, занимает наиболее

высокое положение в иерархии стоимости и признается наиболее объективной оценкой. Данные о стоимости публичных компаний обладают наибольшей полнотой и объективностью. Информация о биржевых котировках представляет собой почти непрерывный массив данных, который идеально подходит для построения временных рядов и регрессионного анализа. Данные публичных компаний, которые раскрываются в публичной отчетности являются аудированными. Соответственно, полученные на их основе финансовые и нефинансовые метрики обладают более высоким уровнем достоверности по сравнению с прочими данными открытого и оценочного типа, что способствует снижению неопределенности. Также информация о методике оценки метрик, используемых в качестве факторов создания стоимости, раскрывается в публичной отчетности, что позволяет обеспечить сопоставимость данных. Использование биржевых котировок позволит достоверно конвертировать информацию о капитализации и оценке финансовых факторов создания стоимости в единые денежные единицы.

Совокупность данных факторов определяет использование рыночной капитализации в качестве результирующего показателя. В отличие от стоимости коммерческой, это объективный, наблюдаемый, доступный и консистентный показатель. Однако следует сделать оговорку, что несмотря на то, что рыночные котировки признаются наиболее надежным источником информации о стоимости активов любого класса, они имеют фундаментальное ограничение в применении к коммерческим организациям: компании, которые не являются публичными, не могут быть оценены через рассматриваемую метрику. Кроме того, торги ценными бумагами наиболее крупных эмитентов могут быть приостановлены решением регуляторов, которое может быть продиктовано внешними факторами и субъективными суждениями.

Разработан авторский подход к классификации факторов роста капитализации коммерческих организаций для целей аналитического обоснования управленческих решений. Обоснована их группировка по критерию характера влияния на бизнес-модель и степень ее подверженности управленческим решениям.

Проведенный в работе критический анализ факторов создания стоимости коммерческих организаций позволил предложить их авторскую классификацию. Разработанная конфигурация представлена на рисунке 1.



Источник: составлено автором.

Рисунок 1 – Авторская классификация факторов создания стоимости и роста капитализации коммерческих организаций

Предложено выделять контекстуальные факторы, влияние организации на которые невозможно или существенно ограничено, и бизнес-модель подстраивается под их воздействие в рамках объективных условий хозяйствования.

Предложено рассматривать мезонинные факторы, влияние организации на которые опосредовано рамками транзакционных обязательств.

Предложено рассматривать внутренние факторы, оказывающие непосредственное влияние на организацию вследствие принимаемых управленческих решений и фундаментальных характеристик действующей бизнес-модели.

Однако выбор конкретных метрик остается в части профессионального суждения субъекта анализа и его целей. Поэтому выбор итоговой конфигурации анализируемых факторов будет напрямую зависеть от целей и задач анализа, а также индивидуальных характеристик исследуемых объектов.

Авторская классификация показывает, что при анализе факторов роста капитализации коммерческими организациями в целом, а также компаниями в сфере электронной коммерции в частности, аналитический инструментарий должен содержать мезонинные и внутренние факторы. Это связано, прежде всего, с возможностью влияния бизнеса на их проявление и возможностью влияния на рост капитализации. Использование предложенной авторской классификации позволяет улучшить качество аналитического обеспечения решений в сфере достижения роста рыночной капитализации компаний.

На основе эмпирического анализа рынка электронной коммерции и применения экосистемного подхода проведена его сегментация как обособленного сектора экономики, обоснована его отраслевая специфика. Дана его авторская аналитическая характеристика – это экосистема онлайн площадок и сервисов, обеспечивающих реализацию различных товаров и услуг в сети «Интернет» в рамках интегрированных бизнес-процессов и единых цепочек создания ценности.

Эмпирический анализ отчетов Data Insight на ежегодной основе позволил выделить на рынке электронной коммерции 7 ключевых блоков:

- торговые площадки;
- логистика;
- информационные технологии;
- платежи и финансы;

- привлечение покупателей;
- управление магазином и работа с клиентом;
- отраслевые организации.

Сопоставление цепочек создания ценности позволило обосновать, что именно онлайн площадки по реализации товаров и услуг с помощью сети «Интернет» являются базисом рынка электронной коммерции. Остальные блоки экосистемы подчинены процессам создания ценности для клиентов площадок: продавцов и покупателей, именно вокруг онлайн площадок выстраиваются интегрированные бизнес-процессы и разрабатываются инновационные бизнес-модели, создающие ценность для всех участников транзакции: покупателя, поставщика и площадки.

На основе проведенного анализа актуальной конфигурации рынка электронной коммерции можно предложить авторскую аналитическую характеристику данного сегмента как экономической категории. Электронная коммерция – это экосистема онлайн площадок и сервисов, обеспечивающих реализацию различных товаров и услуг в сети «Интернет» в рамках интегрированных бизнес-процессов и единых цепочек создания ценности. Такое определение применяет экосистемный подход, являющийся новаторским в вопросе определения сущности электронной коммерции как явления: общепринятые трактовки рассматривают электронную коммерцию с точки зрения транзакций или деятельности. Оно предлагает рассматривать не только онлайн-площадки, но и включает всю совокупность участников цепочек создания ценности. Это позволяет выделить ключевые особенности компаний электронной коммерции как экономических субъектов для аналитического обоснования факторов роста их капитализации.

Выделены и обоснованы ключевые особенности бизнес-модели электронной коммерции: сетевая координация и сетевой эффект. Выявлена и охарактеризована роль «маховика продаж», эффекта спирального роста онлайн-площадки за счет попеременного привлечения платежеспособного спроса клиентов, привлекающих продавцов с одной стороны, так и продавцов, приносящих ассортимент, привлекательный для новых

покупателей, с другой, в обеспечивании масштабирования компаний в сфере электронной коммерции. Обоснована ключевая роль нефинансовых факторов в обеспечении роста рыночной капитализации компаний электронной коммерции.

На основе проведенного эмпирического исследования компаний в сфере электронной коммерции и обзора научных работ, посвященных особенностям цифровых и интернет-компаний установлено, что характерной особенностью бизнес-модели исследуемых коммерческих организаций является эмерджентность процессов, сетевая координация и сетевой эффект. Концептуальная модель «маховика продаж», характеризующего сетевой эффект, представлена формулой (1). Проведенный в работе анализ особенностей факторов роста капитализации компаний в сфере электронной коммерции показал, что их основой являются ожидания будущего роста компаний за счет эмерджентного эффекта развития технологий и масштабируемости бизнеса. Предпосылки для них отражены внутренними факторами создания стоимости.

$$\text{Пользователи} - \text{Продавцы} - \text{Ассортимент} - \text{Пользователи}' - \text{Продавцы}' - \text{Ассортимент}'. \quad (1)$$

Именно процесс масштабирования компаний в сфере электронной коммерции характеризуется «маховиком продаж». Установлена предпосылка, что классический фундаментальный анализ не может в полной мере применяться к компаниям в сфере электронной коммерции. Поэтому для решения данной задачи требуется отдельный инструментарий, учитывающий в качестве факторов возможности роста и масштабирования объектов исследования с одной стороны, а также финансовые факторы, с другой.

Предложена, обоснована и практически апробирована авторская методика анализа факторов роста капитализации компаний в сфере электронной коммерции.

Установлено, что традиционный подход к анализу факторов роста капитализации коммерческих организаций предполагает использование, в первую очередь, финансовых метрик. Они выражены совокупностью абсолютных

и относительных показателей. Установлено, что их применение ограничено спецификой бизнес-моделей компаний в сфере электронной коммерции, а также инвестиционной стадией жизненного цикла многих компаний такого типа. Исследование инструментов анализа нефинансовых и качественных факторов создания стоимости (модель «Истинная стоимость», ESG-анализ в системе Bloomberg, Модель ASST4 от Thomson Reuters Research, Модель оценки воздействия бизнеса на внешнюю среду B-Lab, модель 4D, модель TIMM, модель Social ROI) выявило их принципиальное ограничение, связанное с детерминированностью факторных и результирующих показателей. Это делает их неприменимыми в условиях высокой неоправданности финансовых ожиданий, характерной для цифровых и интернет-компаний. На основе глубинных интервью с 32 экспертами в области электронной коммерции, а также анализа финансовой и нефинансовой отчетности публичных компаний в отрасли, выявлены метрики, оказывающие наибольшее влияние на рост капитализации компаний в сфере электронной коммерции. К ним относятся:

- валовый объем реализации товаров и услуг интернет-площадки (GMV)

- общее число активных покупателей (TAU),

- объем операционного денежного потока накопленным итогом (OCF).

Обоснована спецификация регрессионной модели, представленная формулой (2), на основе 1827 наблюдений

$$CAP = -713\,640,2 - 16,17 \times GMV + 1268,16 \times TAU + 10,96 \times OCF, \quad (2)$$

где CAP – рыночная капитализация компании.

Аналитической базой послужила публичная отчетность компаний в сфере электронной коммерции. На основе анализа бизнес-моделей и данных интегрированной отчетности обосновано использование показателей Amazon Incorporated, Alibaba Holding Group Limited, JD.COM Limited.

С помощью разработанной модели, учитывающей отраслевую специфику компаний в сфере электронной коммерции, можно проводить количественный анализ управленческих решений в области обеспечения роста капитализации.

Проведено моделирование и обоснована применяемость авторского аналитического инструментария. Показатели тестов полученной модели приведены в таблице 1.

Таблица 1 – Типология решаемых с помощью разработанного инструментария задач в сфере управления капитализацией компаний в сфере электронной коммерции

Показатель	Характеристика	Значение	Вывод
Коэффициент детерминации	Статистическая значимость	92%	Модель статистически значима
T – статистика	Значимость к-ф регрессии	$ t_n > 1,961$	Каждый фактор статистически значим
P – значение	Вероятность экстремальных отклонений	0,000%	Соответствует нормативам в 5% для спецификации
Критерий Фишера	Статистическая значимость	$F_{\text{крит.}} = 3,001$ $F_{\text{стат.}} = 7\,222$	$F_{\text{стат.}} > F_{\text{крит.}}$, модель значима
Интервальные оценки	Адекватность спецификации	$b_{\text{int.}} - < b < b_{\text{int.}} +$ для каждой пары интервальных оценок	Выполняется
Тест Рамсея	Адекватность спецификации	$F_{r\text{-стат.}} < F_{r\text{-крит.}}$	Выполняется
Тесты Голдфильда-Квандта и Уайта	Гомоскедестичность остатков	$N > N_{\text{крит.}}$	Остатки не являются гомоскедестичными, но ошибок спецификации нет

Источник: составлено автором.

Интерпретация показателей говорит о возможности практического применения авторского инструментария для обоснования управленческих решений. Установлено, что рыночная капитализация компаний в сфере электронной коммерции, создается через увеличение объема активной аудитории (TAU) и генерирование операционного денежного потока (OCF). Рост товарооборота площадки (GMV), не приводящий к опережающему росту объема операционного денежного потока, способствует разрушению рыночной капитализации компании.

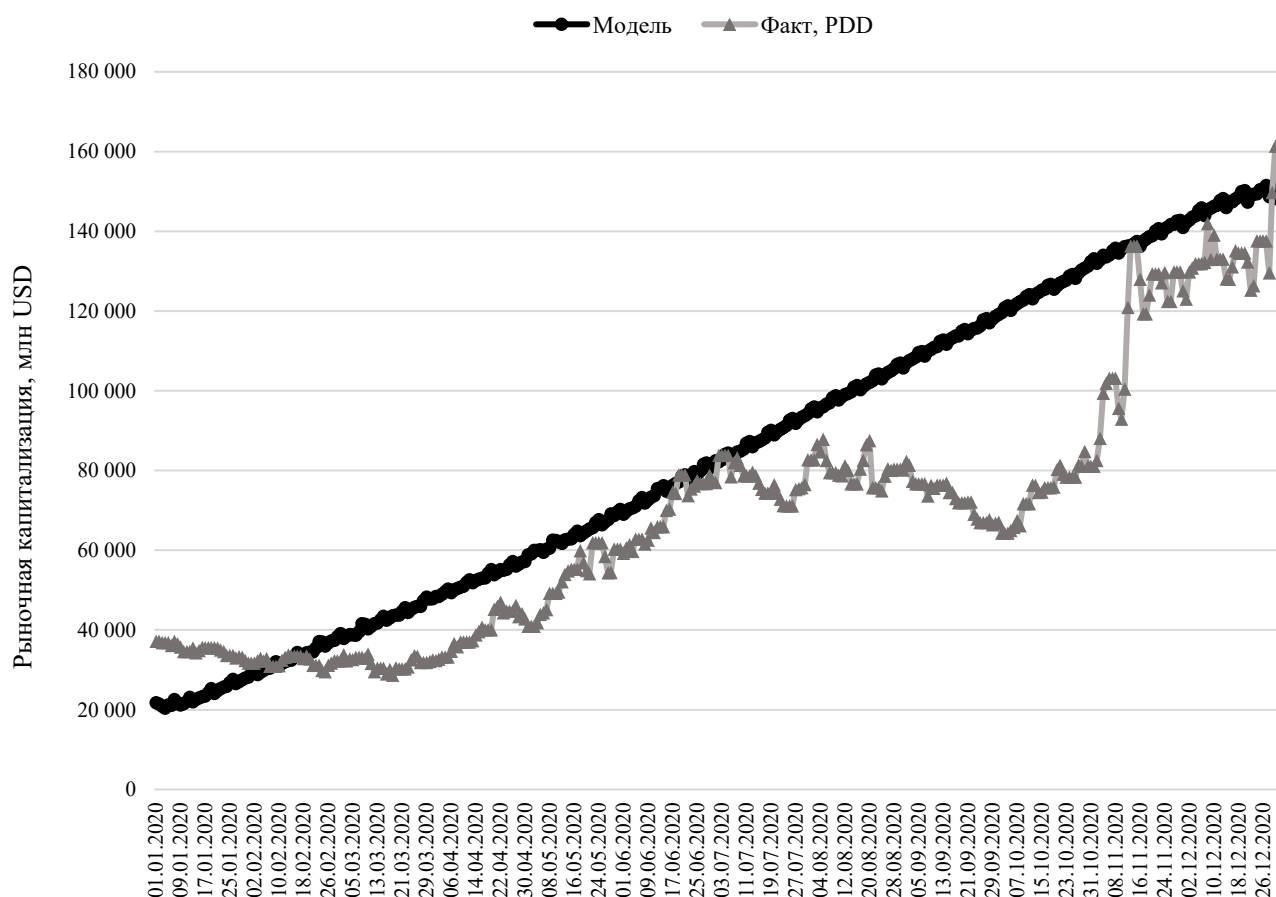
Проведена практическая апробация разработанного авторского аналитического инструментария. Базой исследования послужили площадки OZON и PINDUODUO. В таблице 2 представлены результаты моделирования капитализации российской площадки OZON в сравнении с фактическими значениями.

Таблица 2 – Моделирование капитализации OZON

Период	Модель, в млн USD	Факт, в млн USD	Отклонение, в процентах
Q1 2021 г.	11 332	11 471	-1
Q2 2021 г.	13 207	12 120	9
Q3 2021 г.	12 335	10 952	13
Q4 2021 г.	11 710	8 615	36
2021 г.	12 146	10 790	13

Источник: составлено автором.

Результат применения авторского инструментария для прогноза капитализации китайской компании-оператора площади электронной коммерции PINDUODUO Incorporated представлены на рисунке 2.



Источник: составлено автором.

Рисунок 2 – Соотношение смоделированных и фактических данных о рыночной стоимости в форме капитализации для PINDUODUO Incorporated

Проведенная в работе апробация позволила протестировать авторский инструментарий с учетом разницы в географической и рыночной специфике, стадиях жизненных циклов онлайн-площадок, а также масштабах и операционной эффективности бизнеса исследуемых компаний. Установлено, что авторский инструментарий позволяет моделировать значения капитализации исследуемых компаний с достаточной для принятия управленческих решений точностью. Обосновано, что существенные отклонения фактических значений капитализации OZON и PINDUODUO связаны с воздействием экстерналиев.

Это позволяет сделать вывод о возможности применения разработанного авторского инструментария для решений практических задач по аналитическому обеспечению роста капитализации компаний в сфере электронной коммерции. Определены сферы анализа, для которых применение обоснованных в диссертации подходов наиболее актуально: обоснование стратегии и тактики привлечения аудитории, обоснование стратегии и тактики удержания аудитории, обоснование «точки оптимума» объема аудитории, обоснование маркетинговых активностей и промо, обоснование уровня маркетинговых расходов, обоснование глубины рыночной экспансии, обоснование решений в области управления оборотным капиталом, поиск оптимума операционного рычага, бенчмаркинг, определение цены ценных бумаг при первичном публичном размещении, предварительный инвестиционный анализ, оценка эффективности проектов в сфере электронной коммерции, оценка будущей доходности портфеля активов ценных бумаг в сфере электронной коммерции.

III Заключение

Проведенное исследование привело к достижению поставленной цели — разработан авторский аналитический инструментарий обоснования факторов роста капитализации компаний электронной коммерции, сформировано его теоретико-методологическое обоснование и произведена практическая апробация.

На основе критического анализа существующих трактовок к категории «стоимость коммерческой организации» предложена ее уточненная авторская аналитическая характеристика. Обосновано, что стоимостью коммерческой организации следует считать денежный эквивалент экономических благ, который текущий собственник может получить при отчуждении эквивалента 100% акционерного капитала компании в текущих условиях рынка и уровня асимметрии информации. Определено соотношение понятий «рыночная стоимость» и «рыночная капитализация», необходимое для разработки аналитического авторского аналитического инструментария.

Разработан авторский подход к классификации факторов роста капитализации коммерческих организаций для целей аналитического обоснования управленческих решений. Обоснована их группировка по критерию характера влияния на бизнес-модель, степени ее подверженности управленческим решениям.

На основе эмпирического анализа рынка электронной коммерции и применения экосистемного подхода проведена его сегментация как обособленного сектора экономики, обоснована его отраслевая специфика. Дана его авторская аналитическая характеристика – это экосистема онлайн площадок и сервисов, обеспечивающих реализацию различных товаров и услуг в сети «Интернет» в рамках интегрированных бизнес-процессов и единых цепочек создания ценности.

Выделены и обоснованы ключевые особенности бизнес-модели электронной коммерции: сетевая координация и сетевой эффект. Выявлена и охарактеризована роль «маховика продаж», эффекта спирального роста онлайн-площадки за счет попеременного привлечения платежеспособного спроса клиентов, привлекающих продавцов с одной стороны, так и продавцов, приносящих ассортимент, привлекательный для новых покупателей, с другой, в обеспечивании масштабирования компаний в сфере электронной коммерции. Обоснована ключевая роль нефинансовых факторов в обеспечении роста рыночной капитализации компаний электронной коммерции.

Предложена, обоснована и практически апробирована авторская методика анализа факторов роста капитализации компаний в сфере электронной коммерции.

Авторская методика позволяет решить следующие аналитические вопросы:

- обоснование стратегии и тактики привлечения аудитории;
- обоснование стратегии и тактики удержания аудитории;
- обоснование «точки оптимума» объема аудитории;
- обоснование маркетинговых активностей и промо;
- обоснование уровня маркетинговых расходов;
- обоснование глубины рыночной экспансии;
- обоснование решений в области управления оборотным капиталом;
- поиск оптимума операционного рычага;
- бенчмаркинг;
- определение цены ценных бумаг при первичном публичном размещении;
- предварительный инвестиционный анализ;
- оценка эффективности проектов в сфере электронной коммерции;
- оценка будущей доходности портфеля активов ценных бумаг в сфере электронной коммерции.

Таким образом, результаты исследования способствуют развитию методики анализа факторов роста капитализации компаний в сфере электронной коммерции, повышают качество управленческих решений за счет использования аналитического инструментария, обладающего отраслевой спецификой, и могут быть использованы как в научной деятельности для развития методологической базы, так и при решении практических задач.

IV Список опубликованных работ по теме диссертации

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

1. Галяпин, Г.Р. Методы моделирования и оценки эмерджентного эффекта как фактора создания стоимости цифровых компаний / Г.Р. Галяпин // Экономика и предпринимательство. – 2021. – № 6 (131). – С. 1035-1040. – ISSN 1999-2300.

2. Галяпин, Г.Р. Рыночная стоимость компаний сферы электронной коммерции: инструмент исследования ключевых факторов / Г.Р. Галяпин // Экономика и предпринимательство. – 2021. – № 12 (137). – С. 835-838. – ISSN 1999-2300.

3. Галяпин, Г.Р. Управление стоимостью цифровых и интернет-компаний: новый подход к анализу факторов / Г.Р. Галяпин // Финансовый бизнес. – 2021. – № 6. – С. 129-134. – ISSN 0869-8589.

4. Галяпин, Г.Р. Проблема определения понятия «стоимость компании» и разработки аналитического инструментария ее создания для цифровых и интернет-компаний в контексте инновационной экономики / Г.Р. Галяпин // Экономика и предпринимательство. – 2022. – № 7 (144). – С. 1050-1053. – ISSN 1999-2300.

5. Галяпин, Г.Р. Электронная коммерция: границы сегмента и источники создания ценности / Г.Р. Галяпин // Экономические науки. – 2022. – № 12 (217). – С. 95-98. – ISSN 2072-0858.

6. Галяпин, Г.Р. О фундаментальных особенностях бизнес-модели компаний в сфере электронной коммерции / Г.Р. Галяпин // Финансовый менеджмент. – 2023. – № 6 (часть 2). – С. 59-65. – ISSN 1607-968X.

7. Галяпин, Г.Р. О классификации факторов создания акционерной стоимости коммерческой организации в форме роста рыночной капитализации / Г.Р. Галяпин // Финансовый менеджмент. – 2024. – № 2. – С. 32-38. – ISSN 1607-968X.