

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

ДИССЕРТАЦИЯ
на соискание ученой степени
кандидата экономических наук

Научный руководитель

Толмачев Михаил Николаевич,
доктор экономических наук, профессор

Москва – 2025

Оглавление

Введение.....	4
Глава 1 Аналитическая характеристика рыночной капитализации коммерческой организации как экономической категории.....	14
1.1 Исследование существующих подходов к определению категорий «стоимость коммерческой организации» и «рыночная капитализация коммерческой организации», их эволюция и соотношение	14
1.2 Определение и классификация факторов создания стоимости и роста капитализации коммерческой организации	29
Глава 2 Аналитическая характеристика компаний электронной коммерции как специфических экономических субъектов	48
2.1 Аналитическая характеристика категории «электронная коммерция» и определение ее границ как рыночного сегмента	48
2.2 Выявление и характеристика особенностей бизнес-модели компаний электронной коммерции	68
2.3 Анализ специфики факторов роста капитализации современных компаний электронной коммерции	77
Глава 3 Разработка и обоснование инструментария анализа факторов роста капитализации компаний электронной коммерции.....	86
3.1 Критическая оценка существующих подходов к анализу факторов роста капитализации в применении к компаниям электронной коммерции.....	86
3.2 Спецификация аналитического инструментария и обоснование факторов роста капитализации компаний электронной коммерции	108
3.3 Тестирование авторского инструментария	123
Заключение	137

Список литературы	140
Приложение А Факторы создания стоимости в рамках PESTEL-анализа...	162
Приложение Б План глубинного интервью.....	163

Введение

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 [152; 154] и будет составлять более 21% от мирового потребления [153]. 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% [96]. 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 сферы анализа факторов роста капитализации компаний также распространены методы, построенные на использовании нефинансовых метрик. Они могут применяться для аналитического

обоснования роста капитализации компаний, которые по различным причинам не способны генерировать положительные финансовые результаты. Это снимает ограничения, характерные для подходов первой группы подходов, использующих финансовые метрики в качестве базы анализа. Однако большинство методов, основанных на применении нефинансовых показателей для анализа факторов роста капитализации компаний, не учитывают отраслевую специфику коммерческих организаций в сфере электронной коммерции.

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 проблемы 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, теоретико-методологическое обоснование и практическая апробация аналитического инструментария обоснования факторов роста капитализации компаний электронной коммерции.

Для достижения данной цели поставлены следующие **задачи**:

– проанализировать существующие подходы к определению категорий «стоимость коммерческой организации» и «рыночная капитализация коммерческой организации», сформулировать и обосновать характеристику «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 акционерной стоимости компаний в сфере электронной коммерции.

Предмет исследования – инструментарий анализа факторов роста рыночной капитализации компаний в сфере электронной коммерции.

Область исследования. Диссертация выполнена в соответствии с пунктами 11.4. «Комплексный экономический и финансовый анализ хозяйственной деятельности. Оценка эффективности деятельности экономических субъектов»; 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).

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.

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 база исследования. 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 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. По итогам проведенного исследования предложены и обоснованы следующие научно-методические положения:

– 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 подход 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 обеспечении масштабирования компаний в сфере электронной коммерции (С. 73-78). Обоснована ключевая роль нефинансовых факторов (товарооборот, количество пользователей, ожидаемые темпы роста площадки) обеспечении роста рыночной капитализации компаний электронной коммерции (С. 83-87). Данные выводы служат основой при обосновании 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 была 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 рекомендации могут быть использованы в практике аналитической работы коммерческих организаций в сфере электронной коммерции. Применение результатов исследования является актуальным для решения практических аналитических задач следующих типов: 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 диссертации обеспечена следующими факторами:

– используемые в работе методы основываются на теоретико-практических подходах, разработанных и апробированных отечественным и зарубежным научными сообществами;

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

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

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 eКоммерц» (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 росту 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 работы 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.

Глава 1

Аналитическая характеристика рыночной капитализации коммерческой организации как экономической категории

1.1 Исследование существующих подходов к определению категорий «стоимость коммерческой организации» и «рыночная капитализация коммерческой организации», их эволюция и соотношение

В современных социально-экономических системах, абсолютное большинство которых являются рыночными, коммерческие организации играют ключевую роль. Наряду с домохозяйствами и государством, они выступают основными хозяйствующими субъектами в процессе производства, обмена и перераспределения экономических благ. С позиции нормативно-правового регулирования, действующего на территории Российской Федерации, коммерческими организациями являются юридические лица, основной целью деятельности которых является извлечение прибыли для дальнейшего перераспределения между собственниками [32]. Подобная интерпретация фокусирует внимание на их ключевой особенности – генерировании материальной выгоды для владельцев. С точки зрения современных управленческих подходов, подобная трактовка является узкой, так как оставляет за рамками прочие социально-экономические функции, которые выполняют данные хозяйствующие субъекты. Это существенно расширяет круг заинтересованных сторон, чьи интересы находятся под прямым или косвенным влиянием деятельности коммерческих организаций.

На глобальном уровне концепция устойчивого развития становится новой управленческой доктриной, которая предполагает внедрение согласованных изменений, направленных на рационализацию использования природных ресурсов, ориентацию инвестиционной и научно-технической

активности на долгосрочное стимулирование развития социально-экономических систем, а также улучшение качества жизни общества [132]. Она предполагает триединство следующих стратегических приоритетов [51]:

– экономический приоритет. Данный приоритет предполагает оптимизацию использования ограниченных ресурсов при производстве, дистрибуции и потреблении экономических благ. Это подразумевает рационализацию бизнес-процессов и масштабирование технологий, обеспечивающих экономию природных, энергетических, материальных и человеческих ресурсов. Они затрагивают процессы добычи и переработки сырья, разработки процессов бережливого производства, а также порядка утилизации, минимизации, повторного использования отходов;

– социальный приоритет. Данный приоритет действует в сфере политики коммерческих организаций по сохранению и обеспечению развития социально-культурных систем. Особое место в рамках социального приоритета устойчивого развития занимает стимулирование роста человеческого капитала, справедливое распределения экономических благ и борьбу с любыми формами дискриминации. Отдельным проявлением социального приоритета сегодня является минимизация негативного воздействия организаций на жизнедеятельность местных сообществ, а также развитие социальных связей в регионах присутствия бизнеса;

– экологический приоритет. Данный приоритет затрагивает обеспечение целостности биологических систем и минимизацию негативного антропогенного воздействия коммерческих организаций на жизнедеятельность и развитие экосистем.

Бизнес-процессы коммерческих организаций должны включать в себя прозрачные механизмы, обеспечивающие взаимосвязь экономической, социальной и экологической составляющих. Такая увязка приоритетов возможна посредством внедрения количественных и качественных

индикаторов устойчивого развития в цели структурных подразделений и менеджмента коммерческих организаций.

Таким образом, результат деятельности коммерческих организаций и степень его воздействия на внутреннюю и внешнюю среду следует рассматривать значительно шире, чем это предложено в рамках нормативно-правового подхода. Способность бизнеса к извлечению прибыли для дальнейшего перераспределения между собственниками не отражает всего спектра социально-экономических функций, которые на сегодняшний день выполняют фирмы. Такая система менеджмента, базирующаяся на ожиданиях стейкхолдеров (и управлении их ожиданиями), все больше внедряется в бизнес-модели компаний [52].

Отдельной управленческой школой, основанной на количественной оценке воздействия коммерческих организаций на экономические, социальные и экологические приоритеты, является VBM-подход.

VBM (Value-Based Management) наиболее точно на русский язык можно перевести следующим образом: «Управление, основанное на создании ценности». Данная концепция менеджмента предполагает принятие управленческих решений на основе качественных и количественных показателей, характеризующих ценность, которую создает коммерческая организация для всех групп заинтересованных сторон. Целью менеджмента при VBM-подходе признается максимизация стоимости компании [65]. Это может создавать ложное впечатление приоритета экономической компоненты устойчивого развития. Однако в VBM-подходе к управлению компанией стоимость коммерческой организации представляется интегральным количественным показателем, характеризующим ее эффективность, инвестиционную привлекательность, устойчивость и степень соответствия ожиданиям стейкхолдеров [40]. Данный тезис подтверждается эмпирическими исследованиями и статистически [144]. Таким образом, именно стоимость коммерческой организации следует рассматривать в качестве параметра, всесторонне отражающего степень

и характер воздействия компании на группы внутренних и внешних заинтересованных сторон. Метрикой, характеризующей подобную взаимосвязь, является «стейкхолдерская стоимость», которая отражает совокупный объем добавленной стоимости собственников, а также экономических выгод других заинтересованных сторон, выраженных метриками экономической, экологической и социальной устойчивости [52]. Однако для целей исследования следует углубиться в трактовку самого термина «стоимость коммерческой организации».

Несмотря на то, что понятие «стоимость коммерческой организации» является базисным для современной управленческой школы, однозначной трактовки ее сущности не принято научным сообществом. Это противоречие обусловлено отсутствием единого гносеологического основания исследуемой категории. Аналогично другим терминам, занимающим центральное положение в управленческих науках, примером которых является «рынок», «спрос», «конкуренция» и так далее, их определение может варьироваться в зависимости от целей и методов исследования, рамок применяемых подходов при решении исследовательских и научно-практических задач. Кроме того, эволюционное развитие экономической мысли также определяет трансформацию определений и трактовок даже фундаментальных категорий.

Прежде чем определить сущность понятия «стоимость коммерческой организации», следует рассмотреть трактовки экономической категории «стоимость» отдельно ввиду субъектно-объектного отношения компонентов исследуемого понятия: термин «стоимость» является субъектным.

Анализ фундаментальных трудов по экономической теории показал, что первые попытки выработать трактовку категории «стоимость» были предприняты в рамках следующих теорий:

– теория трудовой стоимости. Данная концепция ставит в соответствие «стоимости» оценку, выраженную в денежных единицах, понесенных на воспроизводство благ в рамках сложившихся социально-экономических условий. Такая трактовка стала фундаментальной в рамках классической

политической экономии. Определение, полученное в рамках теории трудовой стоимости, используется в работах К.Г. Маркса [18], У. Петти [1], Д. Рикардо [23] и А. Смита [25], что позволяет считать подобный подход одним из базисных;

– теория маржинализма. В рамках рассматриваемого подхода произошло объединение функциональных и категорийных подходов к исследованию социально-экономических процессов с количественными методами. В широком смысле это предполагает использование математического моделирования. Несмотря на относительную унификацию методологии, единой трактовки сущности категории «стоимость» внутри школы маржинализма также не сложилось. Так, К. Менгер предполагал, что стоимость экономических благ тождественна предельной полезности его использования [20]. В работах У. Джевонса, Л. Вареса и В. Парето она определяется через уровень цены, на котором достигается равновесие спроса и предложения [82]. Дж. Б. Кларк в рамках маржиналистской теории, в свою очередь, считает, что стоимость благ определяется предельной производительностью социально-экономических систем [14]. Основным вкладом данных подходов заключается в том, что именно маржиналисты заложили основы экономического моделирования, прогнозирования баланса спроса и предложения, а также эластичности. Кроме того, данная школа применила системный подход к описанию природы отношений хозяйствующих субъектов и рассмотрела коммерческие организации как их отдельный элемент. Это можно считать отправной точкой в исследовании сущности стоимости компании;

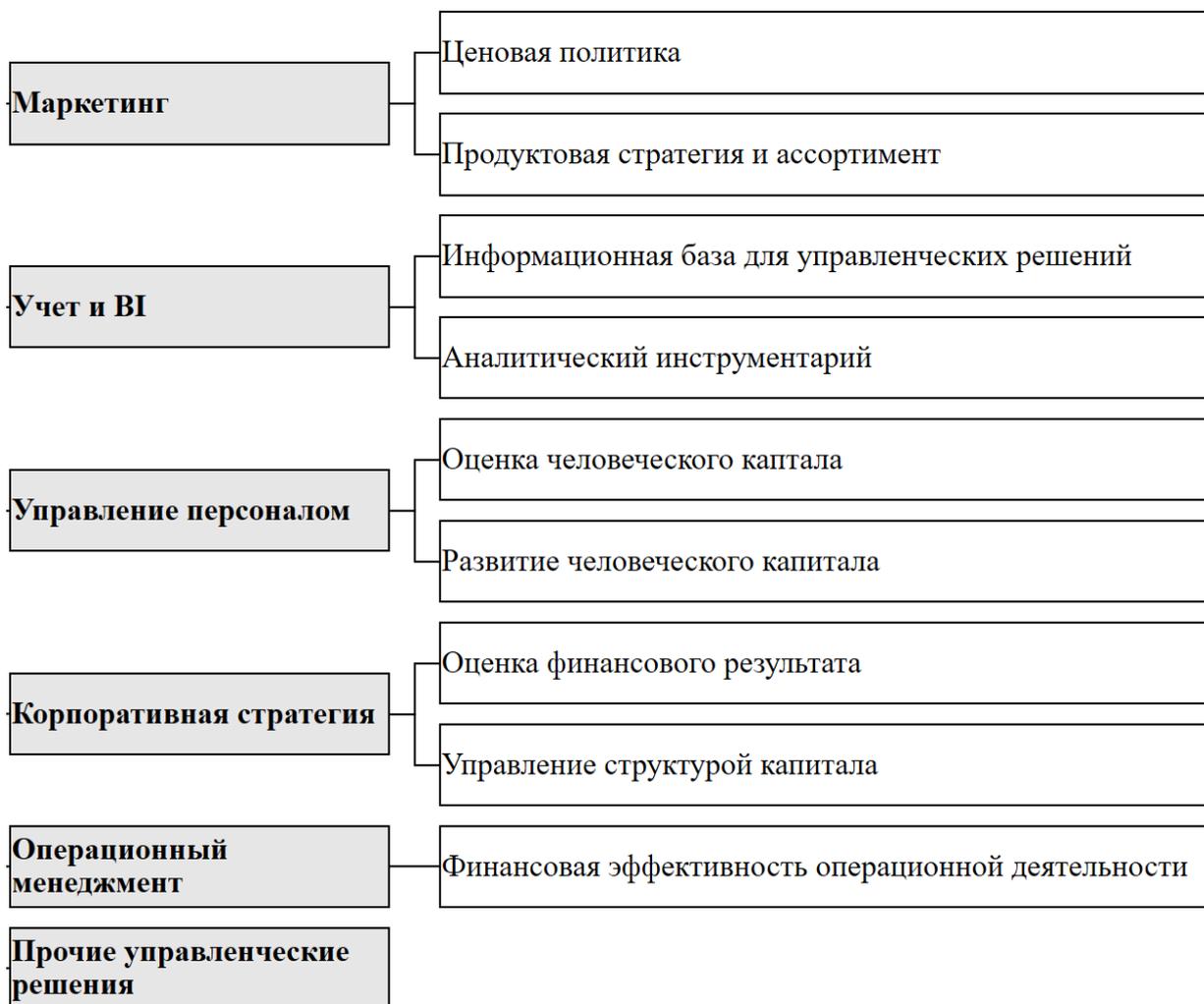
– теория ценности. Данная теория, разработанная А. Маршаллом, оценивает стоимость экономических благ через соотношение показателей «предельная полезность» и «издержки производства» [19]. В основе данной теории лежит допущение об уникальности ресурсов и их ограниченности, что является логичным продолжением развития идей маржиналистов и существенно обогащает их теоретико-методологический аппарат.

Анализ рассмотренных фундаментальных работ позволяет сделать вывод о том, что именно в рамках теорий трудовой стоимости, мажинализма и ценности сформировались гносеологические основы категории «стоимость». Эти основы стали фундаментальной базой для множества прикладных экономических и управленческих инструментов, которые определили роль стоимости в социально-экономических отношениях и первично обосновали факторы ее формирования. Однако рассмотренные походы фокусировались на объяснении сущности стоимости экономических благ, что ограничено может применяться для объяснения природы категории «стоимость коммерческой организации».

Эволюция управленческих наук и развитие экономических направлений в сфере отраслевой и региональной спецификации, проходившие в контексте усложнения и институционализации рыночных отношений, сделали проблему управления стоимостью коммерческой организации центральной для экономического научного сообщества. С начала периода масштабной институционализации экономических наук, проходившего в шестидесятых годах двадцатого века, происходит формирование современной управленческой школы, которую можно охарактеризовать как обособленное направление менеджмента, синтезирующее вопросы управления источниками финансирования, структурой капитала коммерческой организации, распределения финансовых ресурсов, а также методологию и инструментарий подготовки аналитической базы для принятия управленческих решений в целях максимизации стоимости корпорации [124]. Более современный подход предполагает расширение зоны ответственности лиц, принимающих решения в коммерческих организациях, сферами, указанными на рисунке 1.

Так как результирующим фактором эффективности принятых мер в парадигме наиболее актуальных управленческих концепций является именно стоимость коммерческой организации, то любое решение руководства следует рассматривать в контексте воздействия на драйверы ее создания.

Поэтому сфера анализа, а также направление исследования отраслевой и региональной специфики, являются той сферой экономической науки, которая рассматривает категорию «стоимость коммерческой организации» в качестве центральной, фундаментальной проблемы.



Источник: составлено автором по материалам [125].

Рисунок 1 – Источники формирования стоимости компании

Основным подходом к определению стоимости активов в рамках парадигмы управления стоимостью коммерческой организации является метод дисконтирования денежных потоков [13].

Несмотря на то, что фундаментальным аналитическим вызовом к применению данного метода на практике является обоснование допущений к прогнозным поступлениям и оттокам благ, стоимость которых выражена в денежном эквиваленте, абсолютным его преимуществом является

универсальность. Таким образом, стоимость коммерческой организации может рассматриваться как полезность от использования активов и источников их формирования (инвестированного капитала) в виде приведенной к определенному моменту времени генерируемых денежных потоков. Подобное отождествление характерно для работ Р. Брейли [4], А. Дамодарана [9], С. Майерса [128] и других авторов. Существенное уточнение рассмотренной трактовки делает В.М. Рутгейзер. С его точки зрения стоимость коммерческой организации может быть определена через цену его реализации как обособленного актива на конкурентном и эффективном рынке, которая может быть определена приведением денежной оценки будущих выгод от функционирования коммерческого предприятия к текущему моменту времени [24]. Данное фундаментальное допущение зачастую нарушается на практике: в различных сегментах рынка присутствует асимметрия информации, покупатели могут выкупать компании с премиумом или дисконтом, основанным на субъективных оценках, присутствует фактор системной неопределенности в части конфигурации и объемов денежных потоков, генерируемых коммерческими предприятиями. Исследованию приведенных ограничений посвящены работы Б. Грэхэма, З. Боди и Р. Мертона, в которых закладывается основа для будущего расширения направлений исследования факторов создания стоимости корпорации [2; 8]. Отдельные аспекты таких ограничений, лежащих в плоскости макроэкономического контекста, также раскрыты в работах Д. Вилльмса [145].

Развитие глобального финансового рынка, рост количества публичных компаний, расширение круга институциональных и частных инвесторов стали фактором формирования альтернативного подхода к определению сущности категории «стоимость коммерческой организации». Все более распространенной в научном сообществе становится отождествление исследуемой категории с метрикой «рыночная капитализация корпорации» [27]. Капитализация в широком смысле представляет собой

рыночную стоимость компании в конкретный момент времени, выраженную через произведение количества акций в обращении и ее котировочной цены на базовом рынке [126].

При анализе соотношения категорий «стоимость коммерческой организации» и «рыночная капитализация коммерческой организации» можно выделить следующие блоки [11; 26], разделяющие данные метрики:

– премия за контроль. Потенциальный покупатель контрольного или блокирующего пакета акций в публичной коммерческой организации обычно платит более высокую стоимость при прочих равных ввиду приобретения им определенных прав, которыми не обладают миноритарии из-за особенностей корпоративного законодательства. Поэтому при применении капитализации в качестве индикатора стоимости стоит делать поправку, что базой оценки может являться миноритарный пакет ценных бумаг;

– стратегический и синергетический эффект организации. Данный фактор становится особенно актуальным в рамках покупки публичных компаний при сделках по слияниям и поглощениям. Определяющим фактором становится синергия активов и бизнес-моделей компаний, что обуславливает наличие премий или дисконтов к текущей рыночной цене. Их оценка, особенно в части приобретения компаний с большим количеством нематериальных активов и прав на них, строится на субъективных допущениях и ожиданиях, конфигурация которых недоступна другим участникам открытого рынка;

– асимметрия информации. Реальные фондовые рынки далеки от идеальных. Их участники обладают качественно разным уровнем осведомленности как о деятельности публичных коммерческих организаций, так и о состоянии рынка. Количество выявленных случаев неправомерного использования инсайдерской информации и случаев манипулирования рынком растет в юрисдикции Центрального Банка Российской Федерации [72] и на мировом уровне [176];

– объем сделки. Даже если приобретаемый пакет ценных бумаг

на открытом рынке не соответствует критерием контроля, существенные объемы покупки или продажи служат источниками волатильности. В момент особенно крупных сделок на рынке могут наблюдаться существенные отклонения от средней цены. При отсутствии достаточной ликвидности, даже небольшие заявки могут стать причиной отклонения котировок. Более того, даже ожидание сделок с крупными объемами ценных бумаг может влиять на текущие котировки. Слухи о готовящихся крупных сделках побуждают частных и ритейл-инвесторов проактивно открывать позиции [133].

– внешняя информация. Рыночная капитализация может быть существенно подвержена воздействию «рыночного шума» и воздействию внешних факторов, что не позволяет ее отождествлять с категорией «стоимость коммерческой организации» особенно в долгой перспективе [17].

Данные особенности могут склонять субъекты анализа к выбору стоимости организации в качестве результирующего показателя аналитического инструментария. Однако в парадигме финансового анализа подходы к трактовке сущности понятия «стоимость коммерческой организации», а также выявленные противоречия и ограничения указывают на необходимость учитывать особенности процесса оценки компании при формировании суждения о выборе между стоимостью коммерческой организации и ее рыночной капитализацией в качестве результирующего показателя аналитического инструментария. Факторами, которыми могут быть обусловлены различия в определении сущности стоимости коммерческой организации, могут являться цели, объекты и методология оценки.

С нормативно-правовой точки зрения в юрисдикции Российской Федерации процесс оценки характеризуется как профессиональная деятельность субъектов оценочной деятельности, направленная на установление в отношении объектов оценки рыночной, кадастровой, ликвидационной, инвестиционной или иной предусмотренной федеральными стандартами оценки стоимости. Данное определение процесса оценки

закреплено Федеральным Законом «Об оценочной деятельности в Российской Федерации» от 29.07.1998 № 135-ФЗ [33]. Специфику трактовки рыночной, кадастровой, ликвидационной, инвестиционной стоимости раскрывает другой нормативно-правовой акт – Федеральный стандарт оценки «Цель оценки и виды стоимости» ФСО № 2 [35]. Согласно данному документу, под рыночной стоимостью понимается наиболее вероятная цена реализации объекта оценки на открытом рынке при соблюдении следующих условий:

- рынок является открытым и конкурентным, при этом ни одна из сторон не имеет обязательств или принуждения при совершении сделки;
- действия участников рынка отвечают критериям разумности и соответствуют их интересам;
- асимметрия информации в отношении объекта оценки сведена к минимуму;
- платеж выражен в денежной форме и соответствует разумному уровню вознаграждения.

Нормативные документы также выделяют несколько видов стоимости, с которой может быть отождествлен результирующий показатель аналитического инструментария. Они выделяют ликвидационную, инвестиционную и кадастровую стоимость. Их можно охарактеризовать следующим образом:

- ликвидационная стоимость отражает расчетную величину цены, по которой наиболее вероятно произойдет реализация объекта оценки при соблюдении рыночных условий за период экспозиции и вынужденного характера отчуждения;
- инвестиционная стоимость является эквивалентом стоимости объекта оценки для конкретных лиц в условиях инвестиционного использования объекта. В отличие от рассмотренных ранее видов оценочной стоимости, она несет более субъективный характер и учитывает полный набор факторов принятия решения о совершении сделки;

– кадастровая стоимость определяется методами массовой оценки рыночной стоимости для целей проведения кадастровой оценки. Таким образом, она не может быть использована для целей настоящего исследования.

Научный подход к определению процесса оценки, аналогично трактовке экономической категории «стоимость», является значительно более широким чем нормативный. Анализ ключевых научно-практических работ позволяет охарактеризовать оценку как процесс определения цены активов, его качественных и количественных характеристик [28]. Несмотря на более широкую трактовку, следует отметить следующие характеристики, объединяющие нормативный и фундаментальный подходы:

- результирующим показателем является стоимость объекта, выраженная в денежном эквиваленте;
- определение стоимости объекта должно происходить в рамках сложившихся рыночных условий;
- неэффективность рынка должна быть учтена в виде поправок к результирующей стоимости;
- выражение стоимости оцениваемых объектов в денежной форме;
- процесс оценки детерминирован: он имеет четкую и поставленную заранее цель, специфицированы объекты и субъекты, определена методология и применяемый инструментарий.

Ключевым трендом научно-практических работ в сфере исследования процесса оценки является отождествление категорий «стоимость коммерческой организации» и «стоимость бизнеса» [30]. Последняя категория в Российской Федерации определена нормативно как расчетная и наиболее вероятная расчетная величина, являющаяся денежным выражением экономических выгод от предпринимательской деятельности организации [36]. Традиционно научно-практические интерпретации являются более емкими. В широком смысле стоимость бизнеса представляется эквивалентом фактического или потенциального приращения потоков экономических выгод, достаточных для удовлетворения ожиданий владельцев вложенного

капитала (включая стоимость нематериальных активов) с учетом присущей этим вложениям долей риска (а также вероятностью ее наступления) и выраженных в форме денежной оценки [37].

Научное сообщество предлагает классификацию видов стоимости бизнеса, которая в значительной степени дополняет нормативный подход [31; 92]. В литературе наиболее часто встречаются следующие виды стоимости коммерческой организации: справедливую, инвестиционную, внутреннюю, балансовую, ликвидационную и реальную. Их аналитическая характеристика приведена ниже:

– справедливая рыночная стоимость: близкая к рыночной оценке аналогичных объектов, одинаково отражающая возможные выгоды от использования для различных групп инвесторов и государственных органов при реализации на конкретном рынке. Данный вид стоимости наиболее объективен, и при его использовании используется наибольший массив наблюдаемых данных;

– инвестиционная стоимость: стоимость объекта для конкретного инвестора с учетом его индивидуальных ожиданий, предпочтений и уровня риска, несущая субъективный характер. Данный вид стоимости характерен для сделок между мажоритарными инвесторами и при стратегических сделках слияний и поглощений;

– внутренняя стоимость или фундаментальная стоимость бизнеса: стоимость, полученная в результате фундаментального изучения всех характеристик объекта, а также состояния внутренней и внешней среды. Одним из ключевых допущений финансового анализа является утверждение, что справедливая рыночная стоимость стремится к внутренней в долгосрочной перспективе. Отклонения от нее продиктованы несовершенством рыночных механизмов, спекуляцией, асимметрией информации и прочими системными факторами;

– ликвидационная стоимость: полученная при допущении о наличии объективных предпосылок к прекращению деятельности коммерческой

организации. Данный вид стоимости является наиболее необъективным, так как складывается в условиях вынужденного отчуждения объекта, а также, в контексте бизнеса, реализации наиболее существенных финансовых рисков;

– балансовая или бухгалтерская стоимость, тождественно равная активам фирмы;

– реальная рыночная стоимость: цена, по которой объект оценки может быть реализован. Данный вид стоимости учитывает специфику рынка, участников сделки и ее характеристики.

На основе проведенного критического обзора существующих подходов к определению стоимости коммерческой организации можно предложить ее авторскую трактовку. 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 трактовок и наиболее широко определить факторы создания стоимости компании [46].

Однако при определении результирующего показателя аналитического инструментария в рамках данной работы 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 проводимой оценки. Это обуславливает наличие существенных методологических разногласий, что приведет к неоднозначным и дискуссионным 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 наиболее обладают наименьшей

противоречивостью и полнотой. 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 финансовой 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 методологии 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.

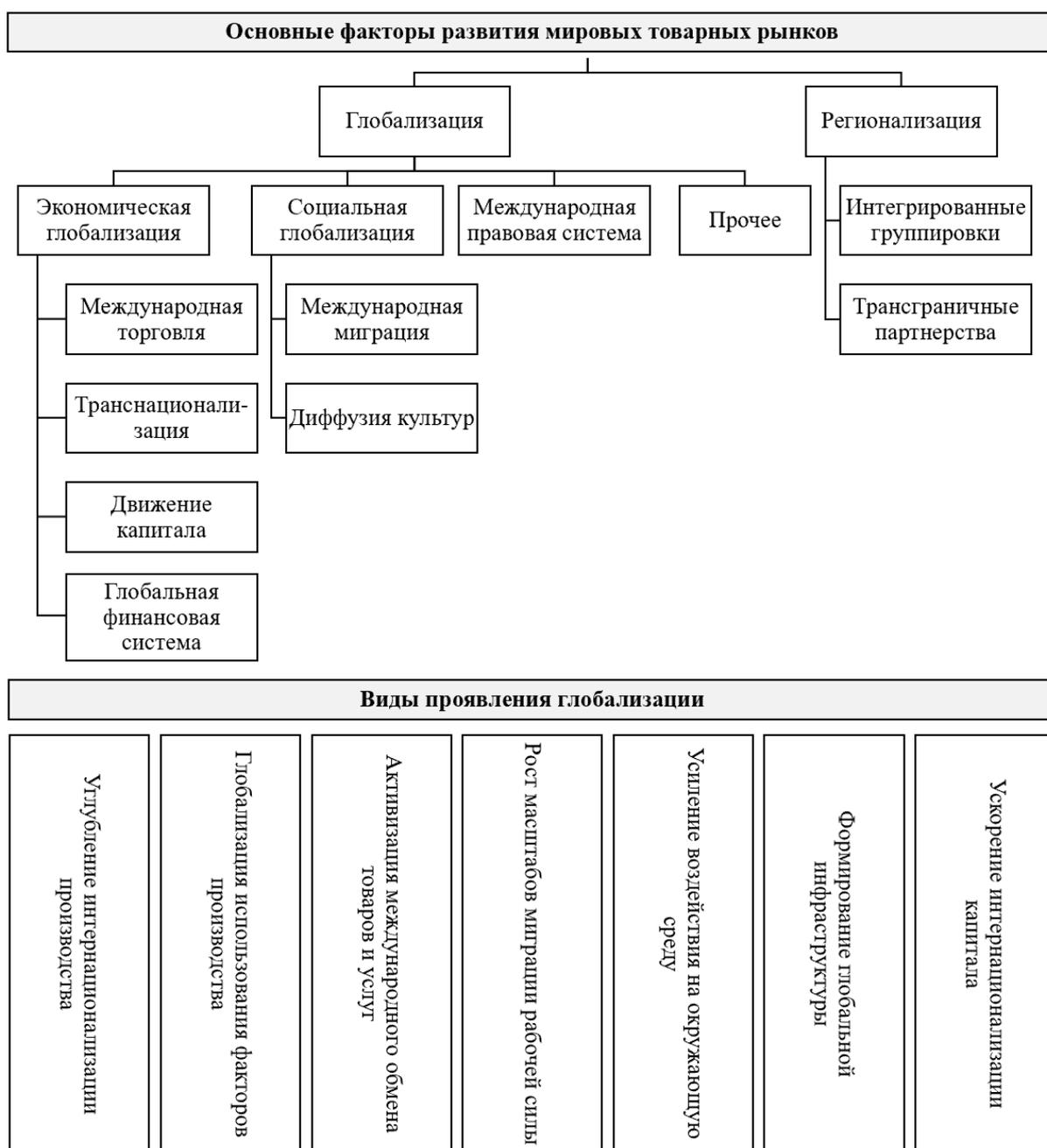
Совокупность данных факторов определяет использование рыночной капитализации в качестве результирующего показателя. В отличие от стоимости коммерческой, – это объективный, наблюдаемый, доступный и консистентный показатель. Однако следует сделать оговорку, что несмотря на то, что рыночные котировки признаются 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, в том числе политическими. Подобная практика начала широко применяться с 4 марта 2022 года [74], когда на иностранных площадках были прекращены торги бумагами российских корпоративных эмитентов вне зависимости от их принадлежности к санкционным спискам. Регуляторы торговых площадок Российской Федерации ответили ограничением на вывод капитала иностранными

инвесторами. Реализация беспрецедентных геополитических рисков, рыночная паника на фоне полной неопределенности толкнули котировки акций отечественных компаний к нулевым значениям, что далеко от фундаментальных уровней даже при полной изоляции российской экономики [87]. Похожий тренд имел глобальный характер в 2020 году на фоне пандемии COVID-19. Тогда инвесторы избавлялись от ценных бумаг на фоне ожиданий торможения вплоть до полной остановки экономической активности в купе с еще более высоким уровнем неопределенности. По различным оценкам, крах фондового рынка в марте 2020-го года превзошел шоки Великой Депрессии [66]. Однако эти события стоит рассматривать в качестве «черных лебедей» и оставлять за рамками нормального функционирования социально-экономических систем.

1.2 Определение и классификация факторов создания стоимости и роста капитализации коммерческой организации

Фундаментальное допущение современной концепции управления коммерческими организациями и их анализа состоит в том, что любое управленческое решение, принятое менеджментом, отражается на текущей стоимости акций и влияет на стоимость компании в целом, так и на рыночную капитализацию, в частности. Данное утверждение, тем не менее, сужает набор факторов создания стоимости бизнеса до микроуровня. Однако в эпоху глобальной экономики и наднациональных социально-экономических систем любая коммерческая организация становится элементом множества цепочек создания стоимости различного масштаба для всей совокупности стейкхолдеров. Это ставит вопрос о рассмотрении более широкого спектра драйверов создания стоимости. Поэтому, в качестве первичного критерия классификации факторов создания стоимости можно рассматривать уровень окружения.

Первой группой являются факторы глобального и наднационального уровня. Данные драйверы склонны оказывать опосредованное влияние на деятельность коммерческих организаций. Цифровые и интернет-компании в целом, и компании электронной коммерции в частности отличаются гибкостью, мобильностью бизнес-моделей и почти неограниченным масштабированием и должны быть особо чувствительны к факторам рассмотренного уровня, совокупность которых представлена на рисунке 2.



Источник: составлено автором по материалам [3].

Рисунок 2 – Факторы развития мировых товарных рынков в условиях глобализации и виды их проявления

Однако специфика цифровых и интернет-компаний, а также коммерческих организаций из сферы электронной коммерции позволяет избежать части рисков глобального и наднационального уровня. Их бизнес-модели как правило построены вокруг информационных потоков и IT-решений, движение и масштабирование которых существенно менее подвержено ограничениям со стороны регуляторов и политических акторов, в отличие от других типов бизнеса, факторы производства которых имеющих вещественную форму. Обозначенная особенность цифровых и интернет-компаний является уникальной отраслевой спецификой и одним из ключевых драйверов создания стоимости на сегодняшний день. Так, многие российские IT-компании продолжили свое бесперебойное функционирование несмотря на вынужденную миграцию сотрудников, вызванную событиями 2022-2023 годов. Данные коммерческие организации оказались значительно менее чувствительны к проявлению глобальных рисков. Более того, часть специалистов образовало новые бизнесы, помогающие своим клиентам снизить зависимость от внешних факторов глобального уровня.

Воздействие рассмотренных драйверов глобального и наднационального уровня может быть оценено как качественно, так и количественно. Конфигурация метрик, которые могут использоваться при проведении советующего рода оценки, представлена на рисунке 3. Учет приведенных на рисунке 3 системы показателей субъектами анализа при оценке способности коммерческой организации создавать стоимость зависит от профессионального суждения аналитика как в части выбора конкретных показателей, характеризующих воздействие фактора глобализации на бизнес, так и в части выбора методологии оценки степени его воздействия.

Драйверы создания стоимости коммерческих организаций глобального и наднационального уровня следует рассматривать в качестве контекстуальных для бизнеса любого типа: как традиционных (имеющих в своей основе сложившиеся бизнес-модели и технологии), так и инновационных (имеющих в своей основе экспериментальные бизнес-

модели и технологии). Так, конъюнктура глобальных сырьевых и товарных рынков, действующая конфигурация и процессы эволюционного развития международного разделения труда, наднациональные торгово-экономические и геополитические объединения, направленность потоков факторов производства и баланс импорта-экспорта технологий, а также другие факторы создают объективные условия хозяйствования для субъектов.



Источник: [41].

Рисунок 3 – Оценка проявления признаков глобализации

Коммерческие организации имеют возможность только к адаптации к сложившимся условиям факторов в общем случае. Оказывать непосредственное влияние на факторы внешней среды столь высокого уровня

в краткосрочной и среднесрочной перспективах могут лишь наиболее крупные транснациональные компании и их объединения ввиду масштабов их бизнеса. Однако их уровень влияния все равно ограничен.

В качестве примера воздействия подобного фактора на компании в сфере электронной коммерции можно привести стагнацию темпов прироста количества активных пользователей сети «Интернет», показанную в таблице 1.

Таблица 1 – Динамика аудитории сети «Интернет»

Год	Глобальная сеть		Сегмент Российской Федерации	
	Пользователи, в млн	Прирост, в процентах	Пользователи, в млн	Прирост, в процентах
2005	1 029	12,8	22	18,0
2006	1 161	12,7	26	18,0
2007	1 372	18,2	35	36,6
2008	1 573	14,6	46	29,7
2009	1 771	12,6	61	33,0
2010	2 021	14,1	70	15,2
2011	2 219	9,8	83	18,5
2012	2 427	9,4	95	14,0
2013	2 599	7,1	98	3,2
2014	2 794	7,5	102	4,0
2015	3 005	7,5	101	-0,3
2016	3 256	8,4	106	4,6
2017	3 484	7,0	111	4,2
2018	3 796	8,9	118	6,5
2019	4 194	10,5	120	2,3
2020	4 700	12,1	124	2,8

Источник: составлено автором по материалам [162].

Так как данный тренд проявляется как на мировом уровне, так и на уровне Российской Федерации, можно сделать вывод о его роли как наиболее существенного глобального фактора, сдерживающего органический рост и экстенсивное развитие сегмента электронной коммерции. Также современные компании, строящие свой бизнес на стыке информационных технологий и операционных решений, чувствительны к глобальным трендам интеграционных процессов [7]. Таким решением по своей сути является широкополосный доступ в сеть «Интернет», электронная коммерция как модель потребительского спроса, мобильная и спутниковая связь. Инновации

в данной сфере, тем не менее, способны оказать влияние на профиль воздействия драйверов создания стоимости глобального и наднационального уровня: многие коммерческие решения трансформировали процессы настолько глубоко, что изменениям подверглись социально-экономические системы мирового масштаба. Однако многие из них несут качественный эффект, что позволяет проводить исследование исключительно эмпирически. Примерами таких глобальных качественных факторов могут являться: компьютерная грамотность населения, уровень толерантности к цифровизации, степень доверия к цифровизации персональных данных.

Ко второй группе факторов следует отнести воздействие макроуровня организации. Набор и характер влияния факторов создания стоимости коммерческой организации на данном уровне обусловлен особенностями национальных хозяйственных систем. Несмотря на более низкий уровень воздействия, чем в случае драйверов глобального и наднационального уровня, на макроуровне характер взаимосвязи «компания-внешняя среда» остается косвенным.

Систематизация макрофакторов и описание характера их влияния на деятельность коммерческой организации производится с помощью инструментария стратегического менеджмента. Наиболее полный набор факторов предложен в рамках инструментария для проведения PESTEL-анализа [61]. Классификация факторов создания стоимости коммерческой организации, воздействие которых следует учитывать при использовании данного инструмента представлена в приложении А. Несмотря на то, что перечисленные макрофакторы продолжают формировать контекст деятельности хозяйствующих субъектов аналогично драйверам глобального и наднационального уровня, отдельные компоненты способны оказать прямое влияние на деятельность компаний. Это особенно характерно для политических, правовых и технологических факторов. Их воздействие может быть уже более достоверно оценено как объем упущенных или потенциальных выгод от изменения состояния факторов макросреды.

В третьей группе факторов находятся драйверы мезоуровня. Набор факторов создания стоимости коммерческих организаций продиктован воздействием непосредственного рыночного окружения компании. На данном уровне прослеживается четкая и непосредственная взаимосвязь между решением менеджмента и внешней средой. Так, именно собственники и управленцы определяют отраслевую принадлежность коммерческой организации, осуществляют выбор рыночных сегментов присутствия, определяют и реализуют ассортиментную политику компании, вступают в прямое взаимодействие и коммуникацию с клиентами, контрагентами и прочими стейкхолдерами.

Поэтому, в отличие от рассмотренных ранее драйверов создания стоимости глобального и наднационального уровня, а также макроуровня, стратегия реагирования перестает быть исключительно приспособленческой. Реактивные действия менеджмента находят свое отражения в конкретных управленческих импульсах, которые могут быть направлены на воздействие на внутреннюю среду компании, так и направлены во вне. Именно на мезоуровне действия конкурентных групп начинают оказывать непосредственное влияние на деятельность коммерческих организаций, так как каждое управленческое решение становится внешним фактором для конкурентов.

Наиболее распространенным в научно-практической литературе инструментом, который используется при анализе факторов воздействия внешней среды мезоуровня на деятельность коммерческой организации, является модель «Пяти сил», предложенная М. Портером в 1979 году [69]. Конфигурация модели «Пяти сил», а также общая характеристика их воздействия на процессы создания стоимости коммерческой организации, представлены на рисунке 4.

Ее применение характерно для отраслевого и конкурентного анализа, что позволяет использовать предложенную М. Портером классификацию источников воздействия внешней среды для классификации и систематизации

факторов создания стоимости коммерческой организации на рассматриваемом уровне. Стоит отметить, что несмотря на наличие непосредственного взаимного воздействия факторов мезоуровня и управленческих решений менеджмента коммерческой организации, управление мезодрайверами создания стоимости бизнеса остается ограниченным.



Источник: составлено автором по материалам [69].
Рисунок 4 – Структура модели «Пяти конкурентных сил»

Однако на данном уровне резко возрастает роль и возможность применения количественных подходов при оценке влияния факторов мезоуровня. Так как мезосреда предполагает непосредственное взаимодействие хозяйствующих субъектов с внешней средой, существенно снижается системная неопределенность, становится возможным математическое моделирование процессов ввиду наличия прозрачных механизмов обратной связи. При подготовке информационно-аналитической базы для принятия управленческих решений широко используется бенчмаркинг.

Четвертой группой факторов является микросреда. На данном уровне границы между внешней и внутренней средой коммерческой организации становятся менее явными. В данный момент наиболее распространенными являются два подхода к определению состава микросреды. Первый предполагает включение в состав факторов создания стоимости бизнеса микроуровня воздействие сторон непосредственного взаимодействия: клиенты, контрагенты первого порядка, агенты органов регулирования и рынка. Второй подход, в свою очередь, рассматривает в качестве субъектов микросреды только собственников коммерческой организации. Из-за пересечения с рассмотренными ранее факторами создания стоимости бизнеса на мезоуровне, подход к определению микросреды через стороны непосредственного взаимодействия показывает свою несостоятельность. Поэтому в рамках данного исследования под факторами микроуровня рассматриваются воздействие собственников компании. Они занимают мезонинное положение между внутренней и внешней средой организации.

Так, основной формой воздействия собственников на стоимость коммерческой организации являются: степень вовлеченности собственников в принятие стратегических, тактических и операционных решений, политика в части реинвестиции прибыли, уровень требуемой доходности. Данные факторы характеризуют собственника как внутреннего субъекта. С другой стороны, менеджмент и другие субъекты не могут оказывать прямого влияния на решение владельцев бизнеса. В зависимости от роли конкретного актива в портфеле, стратегической позиции или субъективных факторов, собственники склонны принимать самостоятельные субъективные решения. В данном контексте ярко проявляется их роль как источников внешних факторов создания стоимости коммерческой организации.

Пятую группу факторов составляет внутренняя среда коммерческой организации. Согласно рассмотренной ранее парадигме корпоративных финансов, все принимаемые в компании управленческие решения и разрабатываемые бизнес-процессы должны быть подчинены единственной

цели – это обеспечение максимального устойчивого роста стоимости коммерческой организации.

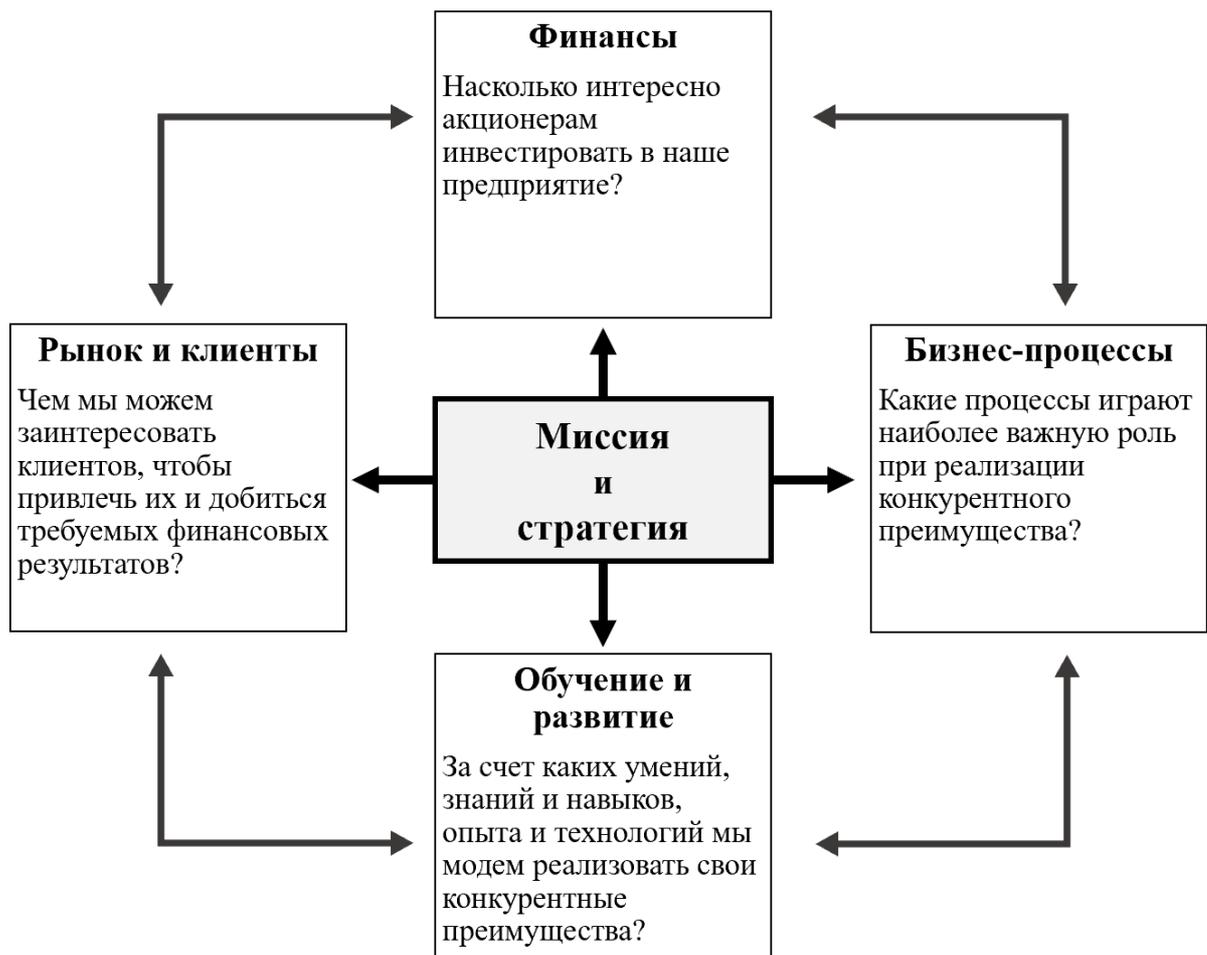
Совокупность факторов создания стоимости бизнеса, источником которых является внутренняя среда организации, исследуется в рамках построения системы сбалансированных показателей. Данная управленческая концепция включает в себя методологию и инструментарий комплексной оценки всех направлений деятельности компании. Ее цель – обеспечить наиболее эффективное достижение корпоративных целей за счет балансировки стратегических приоритетов и рационализации использования доступных ограниченных ресурсов [101].

Рассматриваемый подход к анализу внутренних факторов создания стоимости коммерческой организации является относительно современным: он был разработан в девяностых годах двадцатого века в результате обобщения результатов комплексного исследования факторов, обуславливающих эффективность и наличие конкурентных преимуществ североамериканских корпораций, проведенного профессором Harvard Business School Р. Капланом и президентом консалтинговой фирмы Renaissance Solutions Д. Нортонем [22]. В отечественной научной школе особое место занимает методика комплексного анализа хозяйственной деятельности, разработанная А. Шереметом. Она также предполагает всестороннюю оценку эффективности хозяйствующих субъектов на основе внутренних и внешних факторов, их ранжирование по ключевым показателям [29]. Ее применение в современных условиях затруднено ввиду ориентированности на особенности функционирования предприятий в командно-административных экономических системах.

Считается, что подобный подход в том числе решает фундаментальную проблему управленческих наук: система сбалансированных показателей родилась не на базе теоретических подходов, а стала результатом глубокого анализа практического менеджмента [79].

Кроме того, система сбалансированных показателей обеспечивает увязку стратегической, тактической и оперативной перспектив принятия и реализации управленческих решений. В парадигме менеджмента в системе сбалансированных тотальный контроль соответствия управленческих решений и практик на оперативном и тактическом уровнях полностью подчинен стратегическим целям за счет их декомпозиции и каскадирования в виде пронизывающих все бизнес-процессы ключевых показателей эффективности. Данная практика также позволяет реализовать управление по отклонениям и обеспечить менеджмент информационно-аналитической базой для принятия решений.

Суть системы сбалансированных показателей состоит в наличии четырех обособленных друг от друга, но связанных общекорпоративными целями, областей управления, представленных на рисунке 5.



Источник: [104].

Рисунок 5 – Драйверы эффективности в системе сбалансированных показателей

Каждое из направлений оценки эффективности предполагает разработку специфической конфигурации опережающих и запаздывающих количественных и качественных показателей, характеризующих степень достижения корпорации в части следования миссии и реализации стратегических целей. Факторы, характерные для каждой их составляющих миссии и стратегии коммерческой организации рассмотрены далее.

Первой группой факторов являются метрики, характеризующие финансовую составляющую системы взаимосвязанных показателей. В парадигме корпоративных финансов эффективная реализация финансовой стратегии организации и достижение финансовых целей является первым приоритетом. При построении системы менеджмента на основе системы сбалансированных показателей, ключевые метрики эффективности структурных подразделений, вне зависимости от специфики протекающих бизнес-процессов, должны быть увязаны с общекорпоративными финансовыми показателями. Для количественной оценки воздействия внутренних факторов создания стоимости коммерческой организации в границах финансовой составляющей применяется широкий набор инструментов и методов. Наиболее распространенными в научно-практической литературе являются модели дисконтированных денежных потоков, факторов отдачи на инвестированный капитал Дюпона, а также метрик добавленной стоимости, к которым относятся различные метрики добавленной стоимости. На операционном и тактическом уровнях также происходит управление различными группами финансовых показателей, которые более широко охватывают специфические направления деятельности компаний: они включают в себя следующие компоненты:

– показатели рентабельности. Данная группа метрик отражает эффективность использования различных групп активов коммерческой организации. Их конфигурация зависит от бизнес-моделей, структуры финансирования и специфики отраслевой принадлежности предприятия;

– показатели оборачиваемости. Данная группа метрик характеризует операционную эффективность и интенсивность использования оборотного капитала. Их динамика тесно связана с ликвидностью и рентабельностью коммерческой организации;

– показатели ликвидности. Данная группа метрик характеризует достаточность объема ликвидных активов организации в различных временных горизонтах. Набор показателей ликвидности также подвержен воздействию отраслевой специфики и особенностей структуры источников финансирования;

– показатели платежеспособности. Данная группа показателей характеризует способность коммерческой организации отвечать по своим обязательствам в различной временной перспективе;

– другие финансовые показатели, характеризующие эффективность деятельности коммерческой организации. К ним можно отнести показатели, характеризующие добавленную стоимость: экономическая добавленная стоимость (EVA), рыночная добавленная стоимость (MVA), акционерная добавленная стоимость (SVA) и другие вариации показателей.

Стоит отметить, что в мировой практике в публичном поле финансовой составляющей факторов создания стоимости бизнеса не отводится ключевая роль. Глобальная ESG-повестка смещает фокус с финансовых показателей, характеризующих эффективность деятельности коммерческих организаций на другие компоненты, связанные с влиянием на различные группы заинтересованных сторон. Однако в долгосрочной перспективе именно эффективность финансовой стратегии создает базу для поддержания конкурентоспособности компания [110].

Следующей группой характеристик в системе взаимосвязанных показателей является факторы клиентской составляющей. Данная сфера внутренних факторов создания стоимости коммерческих организаций включает в себя характеристики бизнес-процессов, касающихся взаимодействия с потребителями ее товаров и услуг. Конфигурация ключевых

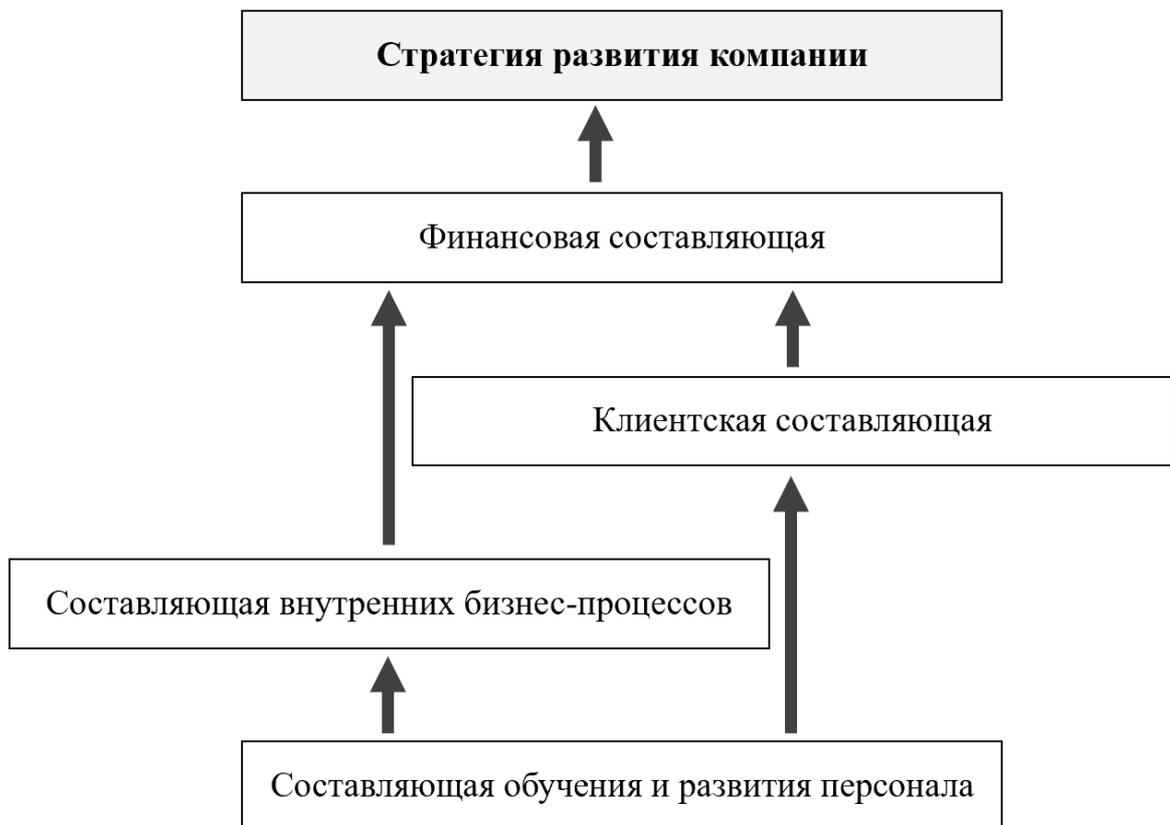
показателей эффективности при внедрении управления в рамках системы сбалансированных показателей должна не только быть в связке с финансовой составляющей, но и отвечать вызовам рыночной среды, характерной для сегмента присутствия. Внутренние факторы создания стоимости в рамках клиентской составляющей в широком смысле включают в себя все характеристики бизнес-модели и ценностного предложения, которые оказывают прямое или косвенное влияние на объем и качество клиентской базы, а также динамику занимаемой доли рынка [77].

Следующей сферой взаимосвязанных показателей является составляющая внутренних бизнес-процессов. Данная сфера метрик системы сбалансированных показателей охватывает мониторинг и поддержку эффективности внутренних бизнес-процессов коммерческой организации. В данный периметр как правило включаются конфигурация процессов производства товаров и оказания услуг, отдельные компоненты бизнес-модели, порядок сборки и обработки информации, политики в области разработки информационно-аналитической базы для анализа управленческих решений, их принятия и реализации. Именно уникальные факторы создания ценности, относящихся к специфическим и инновационным техническим решениям, которые создают цифровые и интернет-компании, качественно трансформируют внутренние бизнес-процессы. Во многом именно подобные внутренние трансформации обеспечивает конкурентные преимущества IT-компаний. Оптимальная конфигурация бизнес-процессов является фундаментальным базисом для построения эффективной клиентской составляющей и успешной реализации финансовой стратегии коммерческих организаций [105].

Последней группой факторов в системе взаимосвязанных показателей является составляющая обучения и развития персонала. Центральная управленческая идея современности строится вокруг допущения, что ключевым фактором конкурентоспособности и наиболее ценным и ограниченным ресурсом является человеческий капитал. Исследуемые

в данной работе компании из сектора электронной коммерции предъявляют особенно высокие требования к сотрудникам. Уникальные технические навыки, технологическая экспертиза, исключительные «мягкие навыки», способность управлять творческими командами, стратегическое видение, – все это становится чрезвычайно важными требованиями к соискателям. Это продиктовано высоким уровнем инноваций и креативных задач в цифровых интернет-компаниях. А при потере ключевых сотрудников фирмы в сфере электронной коммерции рискуют остаться без целой линейки продуктов. Этому риску особенно сильно подвержены небольшие нишевые фирмы и стартапы.

Однако и система сбалансированных показателей, актуальная и для традиционных компаний, рассматривает составляющую обучения и развития персонала в качестве базиса для реализации корпоративной стратегии, что проиллюстрировано рисунком 6.



Источник: [99].

Рисунок 6 – Взаимосвязь составляющих системы сбалансированных показателей

Таким образом, политика и процессы в сфере обучения и развития персонала должны рассматриваться в качестве фундаментального фактора обеспечения стратегической конкурентоспособности и устойчивого роста в долгосрочной перспективе. Если рассмотренные ранее составляющие системы сбалансированных показателей были сфокусированы на мобилизации уже доступных ресурсов в распоряжении коммерческой организации, то качество и характер будущих изменений определяется именно человеческими ресурсами.

Анализ составляющих системы сбалансированных показателей позволяет сделать вывод, что результатом реализации всех управленческих решений, направленных на создание стоимости коммерческой организации, является достижение целей всей совокупности корпоративных стратегий. А их комплексная увязка происходит на уровнях общеорганизационной и финансовой стратегий. В рамках ценностно-ориентированного менеджмента успешная финансовая стратегия призвана обеспечить устойчивый рост в стратегической перспективе. И именно система сбалансированных показателей позволяет увязать финансовые и нефинансовые факторы создания стоимости, что проиллюстрировано рисунком 7.

Коммерческая устойчивость	-Масштабирование, усиление конкурентных позиций -Ускорение деловой активности
Технологическая устойчивость	-Эффективность использования ресурсов -Эффективность деятельности
Финансовая устойчивость	-Обеспечение рентабельности -Обеспечение платежеспособности
Организационная устойчивость	-Обеспечение эффективности управления -Обеспечение инвестиционной привлекательности
Инновационная устойчивость	-Внедрение передовых технологий и инноваций -Новые продукты
Социальная устойчивость	-Исполнение внутренних социальных обязательств -Исполнение внешних социальных обязательств
Экологическая устойчивость	-Сбережение ресурсов -Снижение воздействия на окружающую среду

Источник: составлено автором по данным [98].

Рисунок 7 – Дерево целей обеспечения устойчивого развития компании

Проведенное исследование факторов создания стоимости и капитализации коммерческих организаций в целом и компаний в сфере электронной коммерции показывает, что для целей аналитической поддержки управленческих решений более важным классификационным фактором является не уровень окружения как таковой, а уровень контроля и адаптации бизнеса к его воздействию. Таким образом, выделенным факторам можно переложить авторскую классификацию [44], представленную на рисунке 8.



Источник: составлено автором.

Рисунок 8 – Авторская классификация факторов создания стоимости и роста капитализации коммерческих организаций

Так, предложено рассматривать следующие группы факторов:

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

– мезонинные факторы, влияние организации на которые опосредовано рамками транзакционных обязательств;

– внутренние факторы, оказывающие непосредственное влияние на организацию вследствие принимаемых управленческих решений и фундаментальных характеристик действующей бизнес-модели. При этом, внутренние факторы создания стоимости, определенные в рамках ценностно-ориентированного подхода к управлению и системы сбалансированных показателей, можно разделить по характеру воздействия на финансовые и нефинансовые. Их взаимосвязь обеспечивается через общее целеполагание и каскадирование задач.

Результаты классификации показывают, что управленческие решения могут оказывать непосредственное влияние только на внутренние и мезонинные факторы. 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.

В данной главе проведен критический анализ подходов к определению категории «стоимость коммерческой организации». Проанализированы работы К.Г. 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. Мертона, а также нормативно-правовые акты Российской Федерации, установлено соотношение предложенных трактовок. На основе проведенного критического обзора существующих подходов к определению стоимости коммерческой организации можно предложить ее авторскую трактовку. 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 трактовок и наиболее широко определить факторы создания стоимости компании. Определено, что капитализация в широком смысле представляет собой рыночную стоимость компании в конкретный момент времени, выраженную через произведение количества акций в обращении и ее котировочной цены на базовом рынке. Установлено, что рыночная капитализация является наиболее приемлемым результирующим показателем для аналитического инструментария факторов роста рыночной капитализации. Критический анализ факторов создания стоимости позволил предложить авторскую классификацию факторов создания стоимости 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.

Глава 2

Аналитическая характеристика компаний электронной коммерции как специфических экономических субъектов

2.1 Аналитическая характеристика категории «электронная коммерция» и определение ее границ как рыночного сегмента

«Если вашего бизнеса нет в Интернете, значит вас нет в бизнесе», – эту фразу Б. Гейтс, один из создателей крупнейшей ИТ-компании в мире «Майкросфт», произнес 26 марта 1999 года во время речи выпускникам Лондонской Школы Бизнеса [149]. Этот тезис можно считать по-настоящему пророческим, так как в декабре того же 1999-го года глобальная сеть будет иметь только 248 миллионов активных пользователей и обеспечит проникновение на уровне 4,1% [163]. Основной объем подключений, составляющий 67,4% всей абонентской базы [135], сосредоточен в США. Из них, по состоянию на начало 1999 года, только 21% имеет постоянный электронный почтовый адрес, 46% когда-либо потребляли аудио или видео контент онлайн, 16% вступали в сетевые политические дискуссии, а всего 32% хотя бы раз совершали покупки с использованием сети «Интернет» [178]. В 2024 году эти показатели воспринимаются не более чем старт глобальной экспансии сети «Интернет» и электронной торговли: по состоянию на октябрь 2023 года мировая интернет-аудитория составила 5,3 миллиарда пользователей, уровень проникновения сетевых технологий достиг 65,7% популяции [168]. По различным оценкам, мировой оборот потребительской цифровой торговли составит до 7,5 триллионов долларов США к концу 2025-го года [153; 155] и будет составлять более 21% от мирового потребления [152]. Использование Интернета стало неотъемлемой частью рутины: в 2023 году среднестатистический пользователь ежедневно проводит онлайн 6 часов 40 минут, потребляет все

виды контента в сети, является клиентом 6,6 социальных платформ, совершает порядка трех четвертых покупок онлайн [164].

Несмотря на сложившуюся за 25 лет колоссальную разницу в показателях, характеризующих развитие сети «Интернет» и электронной коммерции в 1999 году и сейчас, сегмент онлайн-бизнеса уже рассматривался научным и деловым сообществом как сформировавшийся и самостоятельный сектор рынка уже на рубеже двадцатого и двадцать первого веков. Но первое упоминание «электронной коммерции» как специфического экономического явления датируется еще ранее: 1983 годом. На заседании Ассамблеи штата Калифорния представители компаний CPUC, MCI Mail, Prodigy, CompuServe, Volcano Telephone и Pacific Telesis докладывали о перспективах реализации товаров и услуг в сети «Интернет», и по его результатам годом позднее принимается Закон «Об электронной коммерции», содержащий ее определение: «Инфраструктура и системы, предназначенные для осуществления покупки товаров и услуг с использованием телекоммуникационных сетей» [122]. По мере развития электронной коммерции как социально-экономического явления взгляды на трактовку ее сущности изменялись эволюционно. Соотношение основных определений представлено в таблице 2.

Таблица 2 – Группировка трактовок понятия «электронная коммерция»

Автор (источник)	Группа трактовок	Трактовка
1	2	3
IBM	Бизнес	Вид бизнеса, преобразующий процессы с использованием интернет-технологий [143]
General Electric		Бизнес-модель обслуживания клиентов, обработки заказов и их доставки [161]
Amazon		Реализация товаров и услуг с помощью сети «Интернет» [183]
Retail.ru		Сфера экономики, которая включает в себя все финансовые и торговые транзакции, осуществляемые при помощи компьютерных сетей, и бизнес-процессы, связанные с проведением таких транзакций [115]

Продолжение таблицы 2

1	2	3
World Bank	Бизнес	Любое использование электронных средств для повышения эффективности хозяйственной деятельности предприятий, начиная от производства, продвижения своих продуктов на рынке, заключения договоров доставки товаров и окончательного платежа [85]
Л.В. Минченко Н.В. Кузнецов Ю.Н. Жужома М.А. Пилишкина	Научное сообщество	Все виды сделок, включая международные, с помощью электронно-информационных систем, в результате которых осуществляется переход права собственности или право пользования товаром или услугой от одного лица к другому [57]
Е.А. Жихарева А.С. Белозерский Д.Р. Мунзафарова		Предпринимательская деятельность по осуществлению коммерческих операций с использованием электронных средств обмена данными [12]
А.А. Ряжских Д.О. Ямпольская С.Ю. Черников		Совместные действия бизнес-процесса посредством автоматизированного средства связи по обмену информацией [62]
И.А. Дзамихов Н.А. Копылова		Предоставление информации о товаре; получение (оформление) заказа; обеспечение доставки; прием платежей, консультирование [10]
А.П. Пламадыла		Совокупность торговых операций, на всех или некоторых этапах, совершаемых с помощью электронных средств связи [60]
РУДН	Нормативные документы	Ведение бизнеса в цифровом пространстве: это создание интернет-магазинов, работа на маркетплейсах, разработка и дальнейшее продвижением онлайн бизнес-платформ [118]
ОЭСР		Все формы коммерческих операций, которые осуществляются с использованием современных коммуникационных и информационных технологий [151]
Указ Президента Российской Федерации «О Стратегии развития»	Нормативные документы	Деятельность, базисом которой является цифровое пространство с цифровыми данными [34]

Источник: составлено автором.

Приведенный в таблице 2 набор определений не является полным, однако позволяет выделить наиболее существенные аналитические

и дистинктивные характеристики электронной коммерции как рыночного сегмента. К ним можно отнести:

- использование инфраструктуры сети «Интернет» для информирования потребителей о товарах и услугах, а также их рекламного продвижения;

- использование сети «Интернет» и других цифровых коммуникационных каналов для проведения сделки;

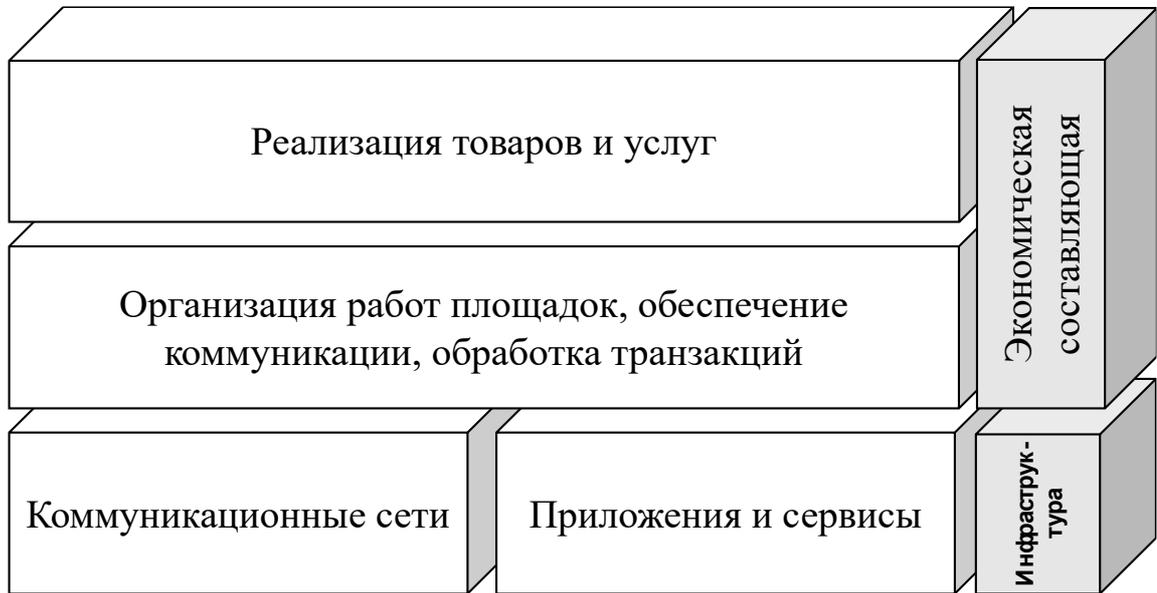
- непосредственный контакт покупателей и продавцов может отсутствовать, а для исполнения и процессинга сделки могут привлекаться третьи лица;

- продавцы и покупатели вступают в сделку добровольно, обладают равными правами в отношении друг друга.

На основе данных характеристик можно предложить первичную, укрупненную аналитическую характеристику электронной коммерции – это коммерческие организации, бизнес-модель которых строится на использовании сети «Интернет» при создании ценности для клиентов. Так, компании в сфере электронной коммерции можно рассматривать в качестве частного случая так называемых цифровых и интернет-компаний: коммерческих организаций, в основе бизнес-модели которой лежит коммерциализация инновации в сфере информационных, сетевых и операционных технологий для обеспечения конкурентных преимуществ и достижения эмерджентного эффекта [43]. Однако данная характеристика не учитывает текущий уровень развития компаний на рынке электронной коммерции и требует уточнения.

При характеристике электронной коммерции как специфического экономико-технологического явления авторы обычно представляют ее с помощью архитектурной модели, представленной на рисунке 9. Следует отметить, что данная архитектурная конфигурация может быть дополнена. Инфраструктурные и экономические уровни пронизаны информационными и материальными потоками (в случае реализации материальных товаров

и оказания услуг). Обработка транзакций, информации, заказов по своей сути является эссенцией электронной коммерции, что подтверждается эмпирическими исследованиями [141].



Источник: составлено автором по материалам [151].

Рисунок 9 – Архитектурная конфигурация электронной коммерции

Кроме того, традиционная модель архитектуры электронной коммерции не учитывает действия регуляторов, которые по состоянию на 2024 год проявляют повышенный интерес к данному сегменту рынка [134]. Таким образом, уточненная конфигурация рынка электронной коммерции с точки зрения архитектурной конфигурации может быть дополнена дополнительными составляющими, что показано на рисунке 10.

При определении границ электронной коммерции принято придерживаться двух подходов к дифференцированию сегментов: рыночный и продуктовый [58].

Рыночный подход предлагает деление электронной коммерции на сегменты по аналогии с классической рыночной сегментацией и включает в себя рынки «бизнес-потребитель» (далее – B2C), «бизнес-бизнес» (далее – B2B), «бизнес-государство» (далее – B2G), «потребитель-потребитель» (далее – P2P), «государство-потребитель» (далее – G2C) и «государство-бизнес» (далее – G2B) [140].



Источник: составлено автором.

Рисунок 10 – Обновленная архитектурная конфигурация электронной коммерции

В рамках продуктового подхода границы электронной коммерции включают в себя различные формы получения товаров и услуг, в частности, электронный обмен информацией (Electronic Data Interchange), электронное движение капитала (Electronic Funds Transfer), электронную торговлю потребительскими товарами (e-trade), электронные деньги (e-cash), электронный маркетинг (e-marketing), электронный банкинг (e-banking), электронные страховые услуги (e-insurance) [131]. Его основой является соединение определенного сегмента товаров и услуг с транзакциями на инфраструктуре операторов электронной коммерции.

Предложенные подходы к определению границ сегмента электронной коммерции не учитывают всей совокупности процессов обработки транзакций и инфраструктуры, а также не учитывают экосистемный эффект отдельных сервисов. Это противоречие позволяет снять анализ и интерпретация результатов сегментации экосистемы электронной коммерции в Российской

Федерации, проводимой агентством Data Insight на ежегодной основе. Он выделяет на рынке электронной коммерции 7 ключевых блоков: торговые площадки, логистика, информационные технологии, платежи и финансы, привлечение покупателей, управление магазином и работа с клиентом, а также отраслевые организации [131]. Для очерчивания границ сегмента следует дать характеристику для каждого из блоков.

Основным блоком рынка электронной коммерции являются торговые площадки. Он включает в себя следующие подгруппы субъектов рынка электронной коммерции [83]:

– универсальные площадки, которые представлены федеральными и региональными мультикатегорийными онлайн-площадками. Они представляют ассортимент в широкой номенклатуре товарных групп, сочетают в себе несколько моделей работы: традиционный онлайн-ритейл, реализация товаров продавцов (маркетплейс), продвижение товаров и реклама. В качестве примеров таких площадок можно привести Wildberries, Ozon, «Яндекс Маркет», «Мегамаркет» и Kazan Express. Операторы этих площадок имеют собственную информационную инфраструктуру, а также экзотивную (созданную для внутреннего, сервисного использования в рамках обособленного отраслевого сегмента) логистику, что обеспечивает им операционную автономность;

– специализированные площадки, которые представлены федеральными и региональными онлайн-площадками, представляющими узкий набор товарных групп. Их конкурентное преимущество – нишевая экспертиза и доступ к аудитории, обладающей специфичными и точечными запросами с высоким уровнем конверсии в сделку и лояльностью. Примерами таких площадок являются Lamoda (продажа одежды и аксессуары), Flowwow (продажа цветов и подарков), «М.Видео» (реализация бытовой техники и электроники) и «Всеинструменты.ру» (реализация бытовых и профессиональных инструментов, оборудования), «Детский мир» (реализация товаров для детей) и другие. Как правило данные площадки

пользуются партнерской логистикой, могут привлекать сторонние организации для разработки продуктов;

– международные площадки, представленные мультикатегорийными и специализированными онлайн-площадками, которые специализируются на трансграничной торговле. Крупнейшей площадкой такого формата в Российской Федерации является AliExpress, представляющей ассортимент китайский продавцов глобально. От других площадок данную группу игроков рынка электронной коммерции отличает отсутствие товарно-материальных запасов (собственных и партнерских) в регионе присутствия;

– площадки сегмента «потребитель-потребитель» (C2C).

Представлены в основном сервисами «классифайдов» – онлайн досок объявлений [75]. Данные сервисы позволяют разместить объявления о продаже товаров и услуг. Бизнес-модель таких площадок предполагает продажу дополнительных видов обслуживания продавцам и покупателям. Для продавцов предлагают выделение предложений в общем ранжировании, дополнительный трафик на объявления, доступ к микросервисам на площадке, а также другие виды дополнительных услуг. Покупатели, в свою очередь, могут воспользоваться услугами организации доставки товаров, страхования сделок. Данный сектор представлен как мультикатегорийными «классифайдами», такими как Avito и «Юла», так и специализированными площадками как Auto.ru (продажи новых и подержанных автомобилей), «ЦИАН» (продажа и аренда недвижимости), «Профи.ру» (услуги);

– площадки сегмента «бизнес-бизнес» (B2B). Представлены сервисами по реализации товаров и услуг для бизнеса, а также площадками по организации закупок;

– сервисы по работе с маркетплейсами. Данная подгруппа субъектов рынка электронной коммерции представлена сервисами, предоставляющими своим клиентам аналитику и данные о состоянии рынка электронной коммерции (MPStats, Marketguru и другие), автоматизируют работу с карточками товаров и заказами (Sellper, Eggheads, B2Basket и другие),

а также предоставляют «бесшовную» работу с обработкой заказов на собственной инфраструктуре («Фулфилмент.рф», 1seller и другие).

Следующим блоком экосистемы электронной коммерции является логистика. Он включает в себя сервисы и решения в сфере организации обработки заказов и их доставки конечным потребителям, а также средства автоматизации и оптимизации материальных потоков. Блок логистики включает в себя следующие подгруппы субъектов электронной коммерции [81]:

– услуги фулфилмента. Для классических онлайн торговых площадок процесс фулфилмента может быть охарактеризован как совокупность операций с товаром от поставки продавцом на склад до получения покупателем, является основным в части обработки материальных потоков [111]. К нему относят следующие компоненты: хранение товаров на складе, упаковку товаров, маркировку и нанесение информационных наклеек, комплектацию созданных клиентских заказов, доставку укомплектованных заказов до клиента [102]. Операторами, оказывающими услуги фулфилмента на рынке Российской Федерации, являются АО «Почта России», «Арвато», «СДЕК Фулфилмент», «СДТ» и другие;

– услуги экспресс фулфилмента. Данная подгруппа сервисов является относительно новой для рынка электронной коммерции. Она представлена операторами фулфилмента, которые организуют процесс обработки заказов клиентов в пределах 15-30 минут с момента размещения заказа;

– услуги дропшиппинга. Дропшиппинг – это форма организации торговли методом прямых поставок, при которой организацией доставки заказов до конечного потребителя занимается производитель или дистрибьютор. В отличие от классического онлайн ритейла и работы маркетплейсов, право собственности на товар продавцу не переходит. Продавец находит лишь покупателя и организует сделку, в то время как движение материальных потоков остается в ведении поставщика. Данное направление зачастую выделяется в отдельный сегмент рынка «напрямую

потребителю» (direct-to-customer, D2C). Развитие этого сегмента характерно именно для рынка электронной коммерции и редко встречается в традиционном ритейле;

– услуги доставки. В данный блок входят: непосредственная доставка материальных потоков до конечного потребителя (сервисы курьерской доставки, сервисы по организации работы пунктов выдачи заказов и постаматов, сервисы экспресс-доставки), организация транспортной логистики (доставка сборных грузов, обработка крупногабаритных отправок), а также сервисы доставки готовой еды из ресторанов с сервисами доставки продуктов. В отличие от фулфимента, данный сегмент занимается только транспортировкой уже сформированных отправок и не включает в себя обработку товаров;

– услуги пост продажного обслуживания. Данная подгруппа представлена сервисами по монтажу и наладке приобретенных товаров, а также сервисами гарантийного обслуживания и претензионной работы;

– услуги трансграничной онлайн-торговли. Данный сектор электронной коммерции занимается формированием бесшовных процессов трансграничной торговли товарами и услугами;

– услуги аренды автомобилей и внештатного персонала. Данные сервисы можно рассматривать сервисными по отношению к рынку электронной коммерции, так как они предоставляют ресурсы только агентам экосистемы.

Следует отметить, что в блок логистики экосистемы электронной коммерции некорректно включать девелоперов, разрабатывающих складские решения и предоставляющие данные мощности в аренду. Это связано с тем, что данные логистические объекты являются универсальными и как правило создаются неспецифично под нужды электронной коммерции. Кроме того, данные инфраструктурные объекты уже встроены в цепочки создания ценности провайдеров логистических услуг.

Следующим экосистемным блоком рынка электронной коммерции являются провайдеры IT-решений. Организации в данном блоке предоставляют услуги операторам электронной коммерции в части создания торговых онлайн-витрин и приложений, обеспечивают интеграцию информационных и материальных потоков, представляют решения в области информационной безопасности и повышения стабильности работы сервисов. К данному направлению можно отнести следующие подгруппы организаций [120]:

– поставщики web-решений. Данный сектор представлен сервисами по созданию маркетплейсов «под ключ», конструкторами сайтов и специализированными платформенными решениями электронной коммерции. Последние предоставляют своим заказчикам не только web-решения и разработку отдельных компонентов, но и бесшовную интеграцию с операционными провайдерами;

– интеграторы и разработчики. Основными клиентами компаний данного сектора являются крупные площадки онлайн-торговли и их контрагенты. Интеграторы и разработчики обеспечивают реализацию проприетарных решений – программных комплексов, права на которые в полном объеме переходят заказчику;

– операторы решений прямых поставок. Данный сектор представлен поставщиками ПО, информационных и операционных решений, специфичных для сегмента прямых поставок товаров от производителя поставщику (сегмент дропшипинга);

– разработчики решений в сфере «мобильной коммерции». Компании данного сектора разрабатывают приложения для смартфонов и мобильных устройств. Использование продуктов в сфере электронной коммерции на мобильных устройствах стало отдельным каналом потребления (уже по итогам 2021 года в России доля онлайн-покупок с использованием смартфонов превысила 60% транзакций [119]) достигла, что обуславливает его выделение в отдельный сегмент. В данной группе можно выделить

непосредственно разработчиков программного обеспечения в сфере электронной коммерции, а также операторов сервисов-конструкторов мобильных приложений. Последние позволяют собственными силами субъектов электронной коммерции получать типовые решения для смартфонов, планшетов и носимых устройств;

– провайдеры защиты от кибератак. Компании данного сектора специализируются в сфере информационной безопасности и предлагают своим клиентам решения по защите данных и транзакций, а также инфраструктуры в сфере электронной коммерции;

– интеграционные платформы. Данные решения обеспечивают трансфер информационных потоков из различных сервисов в сфере электронной коммерции, что позволяет клиентам управлять продажами «из единого центра»;

– сервисы по работе с контентом. Организации данного сектора предоставляют решения по автоматизации заполнения товарных карточек и их насыщения контентом.

Следующий блок экосистемы электронной коммерции составляют платежные и финансовые сервисы. Участникам рынка электронной коммерции они предоставляют услуги по финансированию и технологическому обеспечению транзакций. Данный блок состоит из следующих подгрупп сервисов [93]:

– сервисы по эквайрингу. Данная подгруппа представлена сервисами инвойсинга (процесса выставления счетов покупателям через электронный документооборот без бумажных носителей [73]), сервисами приема и обработки платежей, включая токенизованную оплату (оплата по зашифрованным или временным банковским реквизитам – их обезличенным эквивалентам [107]), электронные кошельки и информирование о транзакциях. Этот сегмент является одним из столпов электронной коммерции, так как обеспечивает движение финансовых потоков и транзакций по всей экосистеме;

– платежные системы. Эта подгруппа представлена решениями по обмену данными о произведенных транзакциях, системами взаиморасчетов и трансфера денежных средств внутри экосистемы электронной коммерции. Стоит отметить, что в условиях санкционного давления на российский сегмент электронной коммерции, возможность поддерживать бесперебойные транзакции является одним из ключевых конкурентных преимуществ, особенно на рынке трансграничной онлайн-торговли;

– сервисы финансирования продавцов. Услуги финансирования для поставщиков товаров и площадок в экосистеме электронной коммерции представлено услугами торгового финансирования и прямого кредитования. Операторами продуктов финансирования для продавцов выступают как классические банки, так специализированные небанковские организации, профильными клиентами которых являются субъекты рынка электронной коммерции. Следует обратить внимание, что крупнейшие площадки электронной коммерции разрабатывают собственные инструменты финансирования продавцов. Так торговые площадки Wildberries, OZON, «Яндекс Маркет» и «Мегамаркет» предоставляют специализированные продукты для своих участников. Они учитывают особенности бизнес-модели онлайн-торговли и индивидуальные особенности клиентов-продавцов, что позволяет поддерживать рост их бизнеса на маркетплейсе;

– банки. Онлайн-банкинг, электронное страхование, онлайн-инвестиции и прочие электронные банковские сервисы образуют отдельный сегмент электронной коммерции. Банковская система Российской Федерации показывает высокий уровень адаптации к развитию электронной коммерции. Так, банки «Тинькофф», «Точка» и «Альфа банк» имеют отдельные линейки продуктов для участников рынка электронной коммерции. А «Сбер», в свою очередь, является активным игроком экосистемы электронной коммерции: помимо финансовых продуктов, группа компаний инвестирует в платформы «Мегамаркет», «Сбермаркет», «Самокат», «Сберуслуги» и «Сберлогистика». Кроме того, крупные банки являются

провайдерами трафика и «больших данных» для всей экосистемы электронной коммерции;

– сервисы кредитования покупателей. Данный сегмент представлен как классическими онлайн-банками, так и сервисами рассрочки. Особый сегмент современного рынка электронной являются онлайн-организации микрофинансирования;

– сервисы оплаты по частям (buy now-pay later, далее – BNPL). Данное направление в сегменте электронной коммерции выделилось из традиционного онлайн-банкинга из-за формирования качественно нового бизнес-процесса, отличающегося по своей механике от рассрочки. Услуга BNPL не является кредитованием покупателя: оператор BNPL авансирует площадке или продавцу всю сумму, удерживая с них комиссию за риск [116]. Кредитных договоров и соглашений об отсрочке не формируется как с покупателем, так и с продавцом. Развитие данного продукта позволяет площадкам стимулировать спрос на дорогостоящие товары и услуги, что является драйвером увеличения «среднего чека». Это, в свою очередь, позитивно влияет на юнит-экономику онлайн-площадок и стимулирует их операционную эффективность;

– операторы электронного документооборота (далее – ЭДО). Наряду с платежными системами и эквайринговыми платформами коммерческие организации данного сегмента играют ключевую роль в обеспечении информационных потоков для всех участников рынка электронной коммерции;

– операторы систем фискализации – процесса регистрации транзакций в налоговых органах [89]. Организации в данном сегменте обеспечивают участников рынка электронной коммерции стационарными и облачными контрольно-кассовым оборудованием и платежными терминалами, а также выступают в роли операторов фискальных данных. Данный сегмент играет определяющую роль в обеспечении интересов государства на рынке электронной коммерции в части налогообложения транзакций;

– системы проверки контрагентов. Так как развитие рынка электронной коммерции стало драйвером развития сегмента малого и среднего бизнеса, вопрос проверки контрагентов становится важным компонентом обеспечения доверия к площадкам. Обеспечение проверки контрагентов снижает риски для всех участников экосистемы электронной коммерции.

Блок привлечения покупателей на рынке электронной коммерции является основным в части работы с аудиторией и обеспечения роста площадок. Он представлен сервисами, цель которых – привлечение пользователей, их конверсия в целевые действия и удержание. В данный блок входят [95]:

– социальные сети и мессенджеры. В современном мире онлайн канал стал основным каналом коммуникации. Площадки социальных сетей и мессенджеров предоставляют непосредственный доступ игрокам рынка электронной коммерции к аудитории. Эта подгруппа представлена непосредственно площадками социальных сетей и мессенджеров, а также сервисами по автоматизации работы с онлайн-каналами, по размещению рекламы в социальных сетях и поиску лидеров мнений, обладающих лояльной аудиторией [80]. Их медийный ресурс активно используется участниками экосистемы электронной коммерции для расширения базы активных пользователей, а также продвижения товаров и услуг с помощью онлайн-каналов. Особую роль данный канал играет для нишевых решений и продуктов;

– сервисы социального медиа-маркетинга. Решения данного направления позволяют субъектам рынка электронной коммерции реализовывать централизованную стратегию присутствия и коммуникации в социальных сетях. Они предлагают клиентам различные инструменты рекламы и продвижения на платформах онлайн коммуникации;

– операторы мобильной рекламы. Данная подгруппа представлена провайдерами рекламных сетей и платформ, ориентированных

на использование мобильных устройств. В нее также включаются агентства, разрабатывающие комплексные решения по продвижению площадок, товаров и услуг с применением мобильного трафика;

– CPA-сети и платформы. CPA (cost per action) маркетинг представляет собой модель продвижения товаров и услуг, а также привлечения аудитории с помощью партнерских сетей с оплатой за целевое действие [117]. В условиях снижения темпов органического роста площадок электронной коммерции за счет углубления проникновения сети «Интернет», данные инструменты позволяют им привлекать действующих пользователей друг друга. Именно поэтому на современном этапе развития электронной коммерции CPA-сети и платформы являются одним из важнейших драйверов роста экосистемы;

– платформы управления рекламой. Данные решения, как правило, предоставляют своим инструментами по автоматизации контекстной таргетированной рекламы, доступ к базам данных о целевой аудитории и инструментам ремаркетинга. Такие решения особенно актуальны для субъектов мало и среднего бизнеса, которые как правило не имеют отдельных структур управления маркетингом;

– средства поисковой оптимизации. Использование средств поисковой оптимизации позволяет игрокам рынка электронной коммерции информировать целевую аудиторию о товарах и услугах. Грамотное использование поисковых алгоритмов позволяет площадкам привлекать органический трафик высокого качества через первую точку контакта с пользователем в сети «Интернет». В данной подгруппе следует выделить сервисы поисковой оптимизации, позволяющие решать отдельные вопросы присутствия предложений пользователей в поисковых выдачах интернет-порталов и специализированные агентства, разрабатывающие комплексные стратегии работы с поисковой выдачей в сети и на конкретных площадках;

– маркетинговые агентства. Данная подгруппа сочетает в себе традиционный набор маркетинговых сервисов, характерный и для канала

оффлайн. К ней относятся медиаагентства полного цикла, PR и коммуникационные агентства, агентства перформанс маркетинга, операторы рекламных данных и контента;

– сервисы скидков. Данные сервисы помогают привлекать и удерживать аудиторию, а также реактивировать прекративших пользоваться онлайн площадками пользователей. К ним относятся кэшбэк провайдеры и агрегаторы скидочных купонов. В условиях снижения темпов органического роста пользователей сети «Интернет» реактивация существующей аудитории становится одной из ключевых стратегий маркетингового присутствия участников экосистемы электронной коммерции. Многие из сервисов скидков фактически становятся «точками обмена трафиком» между площадками.

Следующим блоком экосистемы электронной коммерции являются сервисы по управлению онлайн магазинами и работой с клиентами. Они представлены поставщиками услуг для продавцов в сфере оптимизации и автоматизации внутренних бизнес-процессов, процессинга клиентских заказов, наполнения карточек товаров и услуг контентом и метаданными, коммуникаций с контрагентами. В рассматриваемый блок входят следующие группы сервисов экосистемы электронной коммерции [109]:

– системы персонализации и рассылок. Данная подгруппа сервисов включает в себя платформы персонализации маркетинга и оптимизации рекомендаций товаров и услуг конечным потребителями, системы обработки данных о пользователях и клиентах, агентства по построению связи с покупателями (CRM-агентства) и коммуникационные решения (службы рассылки СМС, операторы уведомлений в приложениях, сервисы рассылки электронной почты);

– системы управления взаимоотношений с клиентами и обработки размещенных заказов. К продуктам на рынке электронной коммерции этого класса относятся системы коммуникации с клиентами (CRM-системы), системы управления онлайн-заказами (OMS-системы), системы планирования ресурсов (ERP-системы), процессинговые системы программ лояльности;

– системы аналитики и мониторинга. Решения данного класса представлены сервисами анализа эффективности рекламных кампаний, системами конкурентного анализа и мониторинга, сервисами аналитики мобильного трафика, системами управления отзывами. Следует отметить, что отдельные компоненты данных систем включены в личные кабинеты пользователей крупнейших площадок. Однако для развития микросервисов независимых игроков рынка электронной коммерции системы аналитики и мониторинга остаются ключевым поставщиком «пакетных» решений;

– системы диалога с клиентом. Отдельным классом продуктов данной подгруппы сервисов являются системы отслеживания и аналитики звонков, мониторинга и управления клиентского опыта, проверки и валидации клиентов, а также аналитики web-данных, социальных сетей и СМИ. Каналами коммуникации с клиентом для систем в этой подгруппе сервисов служат отдельные сервисы онлайн чатов, интернет-телефонии и виртуальные центры клиентского сервиса. Многими игроками на рынке электронной коммерции активно внедряются средства автоматизации обработки текстовых запросов клиентов – чатботы;

– системы управления товарным каталогом, ассортиментом и контентом. Решения в данной подгруппе представлены сервисами создания и управления контентом для карточек товара и маркетинговых коммуникаций, системами управления метаданными о товарах и услугах, системами мониторинга цен и конкурентного ценообразования, аудита контента и товарных карточек, банками описаний товаров и метаданных. Особую актуальность данные системы приобретают для поставщиков товаров и услуг на различные площадки, что позволяет им осуществлять управление рыночным присутствием в режиме «одного окна».

Следует отметить, что рассмотренный блок сервисов по управлению онлайн магазинами и работой с клиентами пересекается с блоком привлечения покупателей на рынке электронной коммерции в части систем коммуникации с клиентами и их удержания. Однако такое разделение оправданно.

Это связано с тем, что решения в блоке привлечения покупателей ориентируются на внешний трафик и использование внешних каналов коммуникации. Решения в блоке сервисов по управлению онлайн магазинами и работой с клиентами ориентируются на внутренний по отношению к площадкам электронной коммерции трафик и направленные на внутренние бизнес-процессы оператора площадки.

Заключительным блоком организаций в экосистеме электронной коммерции является сегмент отраслевых организаций, осуществляющих информационную, правовую, исследовательскую поддержку, а также поддержку в области развития отношений со внешними стейкхолдерами. Подобная поддержка осуществляется отраслевыми ассоциациями, специализированными агентствами, профильными средствами массовой информации и образовательными организациями [90].

Дискуссионным вопросом можно считать выделение в отдельный блок экосистемы электронной коммерции совокупности коммерческих организаций, осуществляющих развитие брендов и торговых марок. Эти компании оказывают продавцам на рынке электронной коммерции услуги по созданию бренда и бренд-коммуникаций, осуществляют организацию цепочки поставок и управление ею, обеспечивают поиск поставщиков и организацию контрактного производства, а также осуществляют регистрацию торговых марок и сертификацию товаров [97]. С одной стороны, коммерческие организации данной группы являются либо сервисными по отношению к субъектам рынка электронной коммерции, либо являются их непосредственными поставщиками. Это делает их одним из звеньев в цепочке создания стоимости в исследуемой экосистеме. С другой – развитие брендов, товаров и торговых марок является классическим ритейл бизнесом, и товары попадают в экосистему электронной коммерции опосредованно через торговые площадки и продавцов. Таким образом, эти коммерческие организации не могут быть в полной мере включены в экосистему электронной коммерции.

Стоит отметить, что в данной классификации площадки вынесены в один из блоков экосистемы электронной коммерции наравне с провайдерами логистики, информационных технологий, средств платежа и финансирования, сервисов по привлечению покупателей, решений по управлению магазином и работы с клиентом, а также отраслевыми организациями. Однако следует сделать оговорку, 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. Поэтому дальнейший анализ факторов роста капитализации компаний в сфере электронной коммерции будет сфокусирован именно на онлайн площадках.

На основе проведенного анализа актуальной конфигурации рынка электронной коммерции можно предложить уточненную 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 [45]. 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. Следует также отметить, что столь широкий набор экономических субъектов, обладающий широким продуктовым и операционным разнообразием, требует качественно нового подхода к анализу драйверов роста капитализации, учитывающего отраслевую специфику.

2.2 Выявление и характеристика особенностей бизнес-модели компаний электронной коммерции

Как было установлено в предыдущем разделе работы, под компанией из сферы электронной коммерции стоит понимать коммерческую организацию, которая является частью экосистемы онлайн площадок и сервисов, обеспечивающих реализацию различных товаров и услуг в сети «Интернет» в рамках интегрированных бизнес-процессов и единых цепочек создания ценности. Так как центральным и ключевым компонентом такой экосистемы является именно онлайн-площадки реализации товаров и услуг, для целей исследования особенностей бизнес-модели компаний электронной коммерции в качестве базы будет использованы онлайн магазины и маркетплейсы.

При характеристике бизнес-модели как экономической категории следует придерживаться трактовки, предложенной в рамках стейкхолдерского подхода к анализу бизнеса. Этот подход характеризует категорию «бизнес-модель коммерческой организации» как логику создания и распределения добавленной стоимости, выражающей консенсус интересов ключевых стейкхолдеров бизнеса [39]. Применение стейкхолдерского подхода обосновано его научной новизной, практической значимостью при анализе цепочек создания ценности [54], которые характерны для экосистемы коммерческих организаций в сегменте электронной коммерции.

Доминирующим подходом к определению сущности бизнес-модели компаний в сфере электронной является описательный анализ цифровизации транзакций с помощью онлайн-платформ в отдельных сегментах рынка: «бизнес-потребитель» (B2C), «бизнес-бизнес» (B2B), «бизнес-государство» (B2G), «потребитель-потребитель» (P2P), «государство-потребитель» (G2C) и «государство-бизнес» (G2B). К. Нагати с соавторами склонны отождествлять черты основного рынка присутствия онлайн-платформ

с бизнес-моделью [139]. Такой подход в принятой трактовке бизнес-модели как экономической категории является некорректным. Более того, он не способен раскрыть логику создания и распределения добавленной стоимости.

Более продвинутым подходом к трактовке сущности бизнес-модели компаний электронной коммерции является описательный анализ продуктовой специфики и моделей монетизации онлайн платформ. Сущность бизнес-модели отождествляется с комбинацией характеристик, представленных в таблице 3.

Таблица 3 – Примеры описательных характеристик сущности бизнес-модели компании в сфере электронной коммерции

Группа характеристик	Характеристика
Тип основного продукта для пользователей	Торговая площадка
	Социальная сеть
	Контент
	Информационный портал
	Брокераж
	Размещение рекламы и объявлений
	Цифровые сервисы
Модель монетизации	Непосредственная реализация товаров и услуг
	Рекламная выручка
	Комиссии за транзакции
	Оплата целевых действий
	Подписка
	Добавленные сервисы
Ключевой рынок присутствия	«Бизнес-потребитель» (B2C)
	«Бизнес-бизнес» (B2B)
	«Бизнес-государство» (B2G)
<p>Примечания</p> <p>1 Приведенный список характеристик не является исчерпывающим.</p> <p>2 Субъекты анализа могут выделять специфические задачам анализа и рынка характеристики исследуемых объектов.</p>	

Источник: составлено автором по материалам [127].

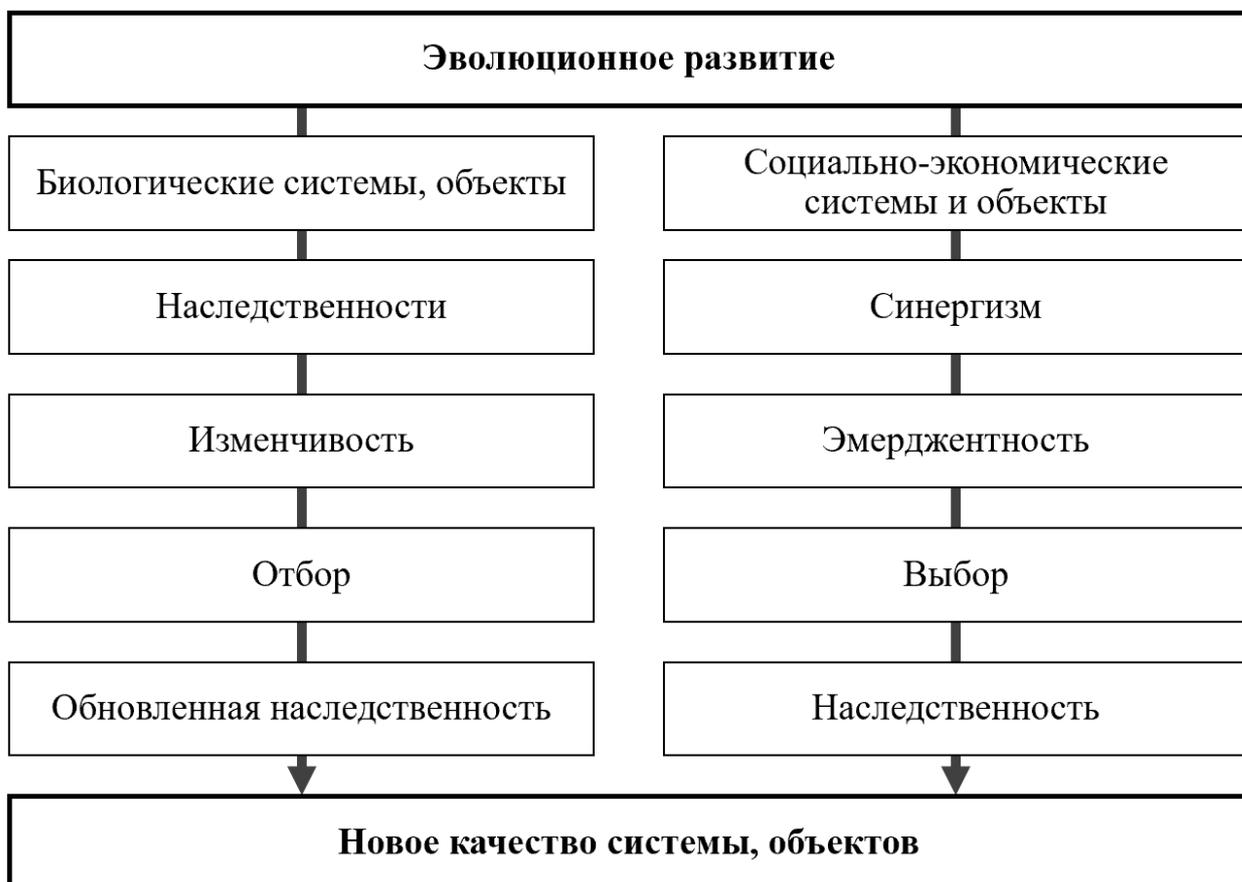
Подобный подход позволяет раскрыть конфигурацию механики бизнес-процессов на онлайн-площадках и соединить ее моделью монетизации. Это раскрывает процесс генерации выручки и специфику потребностей клиентов, которые удовлетворяет площадка как продукт. Можно утверждать,

что это частично раскрывает логику создания ценности в рамках бизнес-модели, однако такая характеристика остается ограниченной и описывает фундаментальные особенности компаний в сфере электронной коммерции.

Для уточнения характеристики специфики бизнес-модели компаний в сфере электронной коммерции следует отойти от действующих парадигм и трактовок и вновь обратить внимание на экосистемный характер сегмента электронной коммерции. Эмпирический анализ динамики развития российской экосистемы электронной коммерции показывает, что даже на относительно коротком промежутке времени с 2019 [113] по 2023 [114] год, показывает дифференциацию бизнеса площадок и сервисных организаций, а также расширение продуктов. «На стыке» новых технологий и традиционных бизнес-процессов образуются новые эмерджентные бизнесы, драйвером которых служат площадки электронной коммерции [181]. Термин «эмерджентный эффект» как самостоятельная категория имеет гносеологические корни в системном подходе к исследованию социально-экономических отношений. Его сущность, в рамках данного подхода, заключается в возникновении новых наблюдаемых и ненаблюдаемых свойств, характеристик, процессов, единиц в результате постоянного или эпизодического взаимодействия отдельных элементов систем друг с другом [55]. Данное свойство характерно для всех классов систем: как естественных биологических, так и антропогенных. Подобная преемственность системного и эволюционного развития представлена на рисунке 11.

Однако если эволюционное развитие ассоциируется с качественным улучшением систем и объектов, заключающимся в появлении у объектов характеристик, позволяющим им более эффективно адаптироваться к условиям внешней среды, то характер воздействия эмерджентного эффекта на системы и их отдельные элементы может быть двойственным. Подобное свойство особенно актуально при исследовании антропогенных объектов,

которыми являются коммерческие организации. Положительное проявление эффекта эмерджентности в социально-экономических системах заключается в обеспечении дополнительной скоординированности отдельных элементов. Наблюдается позитивный экономический эффект масштаба и централизации.



Источник: [103].

Рисунок 11 – Иллюстрация преемственности законов развития биологических и социально-экономических систем

В технологическом плане эмерджентность проявляется наиболее ярко в появлении «технологических» и «инновационных» волн в масштабе организации, сегмента рынка, экономики. Качественно проявляется рост адаптируемости социально-экономических систем к воздействию факторов внешней среды. С другой стороны, эмерджентный эффект может усиливать воздействие известных рисков и быть источником для новых. Негативное воздействие эмерджентности в социально-экономических системах

проявляется деструктивности, дезадаптивности и синерезии систем и отдельных их элементов [59]. Данные тезисы находят свое статистическое и эмпирическое подтверждение в трудах Д. Коллинза, который с соавторами на основе пятилетнего исследования американских публичных компаний приходит к выводу о том, что инновации в сочетании с организационной дисциплиной и четко определенной бизнес-моделью являются источником, катализатором роста их акционерной стоимости. Инновации, примененные в организациях с более слабой стратегией и корпоративной дисциплиной, наоборот привели к разрушению стоимости, а в отдельных случаях к банкротству и поглощению [16]. Однако работа Д. Коллинза не фокусируется на компаниях из сегмента электронной коммерции.

Появление эмерджентных бизнесов и их встраивание в интегрированные цепочки создания ценности за счет цифровых технологий в рамках обособленной экосистемы получило название «сетевой координации». Феномен сетевой координации на примере компаний из сегмента электронной коммерции был описан, а его эффект обоснован Ц. Мином [21] на примере холдинга Alibaba. Это позволяет считать эмерджентность и сетевую координацию одними из фундаментальных характеристик бизнес-модели компаний в сфере электронной коммерции.

Стоит отметить, что исследуемые компании в сфере электронной коммерции даже при современном уровне цифровизации и интеграции процессов, сложном и многоуровневом технологическом и продуктовом ландшафте остаются торговыми площадками, где платежеспособный спрос встречается с предложением экономических благ. По этому принципу можно выделить два ключевых клиента-стейкхолдера площадки: клиент-продавец и клиент-покупатель. За счет экосистемы электронной коммерции клиент-покупатель получает доступ к товарам и услугам, который ограничен предложением товаров и услуг на площадке, пропускной способностью экосистемы и собственной платежеспособностью. Клиент-продавец, в свою очередь, при подключении к площадке ограничен собственными ресурсами

и при конкурентоспособности его товаров и услуг имеет доступ сразу к полному объему клиентского спроса. Это открывает широкие возможности для масштабирования как площадки, так и бизнеса ее клиентов-продавцов. Задача менеджмента компании в сфере электронной коммерции привлечь на платформу достаточно платежеспособного спроса и обеспечить инфраструктурную устойчивость экосистемы. Так, на инвестиционной стадии площадок и в особенности на развивающихся потребительских рынках рост числа покупателей делает торговую платформу более привлекательной для продавцов. Они, в свою очередь, получают стимул к расширению ассортимента и привлечению новых партнеров на онлайн-площадку. Рост товарного предложения запускает новый виток привлечения пользователей, выраженный формулой (1)

$$\begin{aligned} & \text{Пользователи} - \text{Продавцы} - \text{Ассортимент} - \text{Пользователи}' - \text{Продавцы}' - \\ & \quad - \text{Ассортимент}'. \end{aligned} \quad (1)$$

В свою очередь, привлечение новых продавцов на платформу увеличивает уровень внутренней конкуренции на площадке. Продавцы товаров и услуг, для того чтобы оставаться привлекательными для покупателей, предлагают более низкую стоимость. В условиях абсолютного ценового арбитража общий уровень цен снижается, что делает площадку более привлекательной для новых пользователей и увеличивает лояльность текущих. Это явление можно охарактеризовать как «маховик продаж»: эффект 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 [45].

«Маховик продаж» можно отнести к проявлению « сетевого эффекта » с отраслевой спецификой, характерной для рынка электронной коммерции. В широком смысле под термином « сетевой эффект » на рынке цифровых

и интернет-компаний понимается ситуация, когда ценность подсоединения к сети для пользователя зависит от числа других пользователей, уже подсоединенных [167]. Его проявление имеет как качественный, так и экономический характер. Современные цифровые и интернет-компании представляют собой экосистемные ИТ-компании, которые агрегируют большое количество данных о пользователях и их потребительском поведении. Качественное проявление сетевого эффекта заключается в том, что каждый новый пользователь «обогащает» доступные данные. Это позволяет площадкам разрабатывать персонифицированные предложения товаров и услуг. Наиболее яркое проявление сетевого эффекта в сегменте цифровых и интернет-компаний можно наблюдать на рынке электронной коммерции особенно заметно. Так на основе накопленных данных о пользовательском опыте операторы площадок электронной коммерции совершенствуют клиентские продукты и продукты для поставщиков товаров и услуг на площадке, что повышает качество сервиса в целом и, как результат, создает для всей совокупности стейкхолдеров дополнительный объем ценности.

Экономическое проявление сетевого состоит в усилении эффекта масштаба. Рост аудитории и, как следствие, рост транзакций обеспечивают загрузку логистической инфраструктуры, снижая себестоимость операций. Позитивный эффект от подобной экономии транслируется в цены (дополнительная ценность для клиентов) или снижение комиссий (дополнительная ценность для продавцов). Значительный товароборот позволяет торговым площадкам занимать сильную переговорную позицию с поставщиками товаров и услуг, что улучшает условия работы с партнерами и усиливает экономию на масштабе. Экономия на масштабе в текущем состоянии рынка электронной коммерции является основой конкурентоспособности.

Модель М. Портера «5S» выделяет шесть ключевых типов стратегических барьеров, с которыми сталкивается развивающийся

и осваивающий новые рынки бизнес: экономия на масштабе, дифференциация продукта, потребность в капитале, уровень постоянных издержек, доступ к каналам распределения, а также деятельность регуляторов [142]. Результаты ее применения для рынка онлайн-торговли в Российской Федерации представлены в таблице 4.

Таблица 4 – Характеристика влияния стратегических барьеров на рынке электронной коммерции Российской Федерации

Тип стратегического барьера	Степень влияния	Характеристика влияния и обоснование оценки степени влияния
1	2	3
Экономия на масштабе	Высокая	<p>Бизнес-модель маркетплейсов представляет объединяет транзакционный и процессинговый бизнес. Объем пользователей площадок и, как следствие, объем создаваемых заказов оказывают существенное влияние на юнит-экономику площадки</p> <p>Положительного уровня дохода до вычета процентов, налогов и амортизации российский маркетплейс OZON достиг только со второго квартала 2022 года при формировании клиентской базы в 30,7 миллионов активных пользователей и 150 тысяч активных продавцов [172]</p> <p>Сегмент E-Commerce, Mobility and Delivery в «Яндекс» остается убыточным по показателю дохода до вычета процентов, налогов и амортизации несмотря на значительный объем активных клиентов в 14 миллионов пользователей [186] и синергетический эффект экосистемы сервисов</p>
Уровень постоянных издержек	Средняя	<p>Уровень постоянных издержек существенно зависит от спецификации бизнес-модели маркетплейса:</p> <ul style="list-style-type: none"> – микс схем продаж (реализация собственных товаров онлайн (1P), реализация товаров продавца со склада площадки (2P), доставка силами площадки (3P), полная обработка заказа силами продавца (FBS)); – тип логистической инфраструктуры (собственные мощности, аутсорсинг); – маркетинговая стратегия (промо-политика, программы лояльности)
Потребность в капитале	Высокая	<p>Для построения конкурентоспособного маркетплейса на рынке электронной коммерции в Российской Федерации требуются значительные инвестиции в логистическую инфраструктуру, привлечение и удержание пользователей, а также в ИТ-архитектуру и продукты</p>

Продолжение таблицы 4

1	2	3
Дифференциация продукта	Высокая	<p>Уже с 2021 года можно констатировать, что у российских пользователей маркетплейсов сложилась выраженная лояльность к площадкам</p> <p>Индекс потребительской лояльности (NPS) для сегмента электронной коммерции в 2021 году составил 43 процентных пунктов по данным АЦ «НАФИ» [100], что соответствует бенчмарку рынка «бизнес-покупателю» (B2C) [182]</p> <p>Пользователи наиболее лояльны площадкам, ориентированным на ассортимент «одежда, обувь, аксессуары» (NPS 56 п.п.), «товары для дома и ремонта» (NPS 51 п.п.), а также универсальным площадкам (NPS 46 п.п.)</p> <p>Наименьшая лояльность в сегментах «бытовая техника и электроника» (NPS 26 п.п.) и «товары повседневного спроса» (NPS 20 п.п.) ввиду высокой ценовой чувствительности и низкой дифференциации продукта</p>
Доступ к каналам распределения	Низкая	<p>Вокруг сегмента электронной торговли образовалась развитая логистическая и процессинговая инфраструктура, которая обеспечивает «бесшовный» доступ операторов Интернет-торговли к каналам распределения. На российском рынке уже на конец 2021 года было представлено 99 компаний (без учета «чистых» операторов логистики третьих лиц), которые могут оказывать новым игрокам рынка маркетплейсов полный комплекс услуг по процессингу заказов [112]</p> <p>Крупнейшие маркетплейсы обладают собственными логистическими мощностями и сетью доставки</p>
Деятельность регуляторов	Низкая	<p>Регулирование рынка электронной коммерции Российской Федерации происходит по общим правилам</p> <p>Дополнительное лицензирование и регулирование не предусмотрено</p> <p>Прямые регуляторные ограничения отсутствуют</p>

Источник: составлено автором.

Эмпирический анализ экосистем электронной коммерции в Соединенных Штатах Америки и Китае показывает, что полученные в результате моделирования выводы являются релевантными не только для отечественных компаний. Они могут быть спроецированы на глобальные рынки и внутренние рынки других стран. Интерпретация позволяет сделать

вывод о том, что сетевой эффект и проистекающий из его проявления эффект масштаба являются второй фундаментальной особенностью бизнес-моделей компаний на рынке электронной коммерции. Это доказывает состоятельность экосистемного подхода при анализе исследуемого типа компаний. Однако также стоит отметить, что бизнес-моделям в сегменте электронной коммерции релевантны все общепринятые характеристики бизнес-модели и показатели их эффективности.

2.3 Анализ специфики факторов роста капитализации современных компаний электронной коммерции

Первые попытки описать специфику обеспечения роста рыночной капитализации компаний в сфере электронной коммерции датируются второй половиной 1990-х годов. Многие технологические гиганты, которые сегодня составляют основу сегмента диджитал-экономики, только начинали свой путь. Особенно остро вся совокупность внутренних и внешних заинтересованных сторон испытала потребность в спецификации аналитических инструментов, способных объяснить взаимосвязь роста рыночной капитализации высокотехнологичных компаний с внутренними и внешними факторами, после финансового кризиса технологического сектора США, который пришелся на период с конца 1990-х по начало 2000-х годов. Масштабный обвал стоимости цифровых и интернет-компаний, а также компаний в сфере электронной коммерции был спровоцирован формированием «пузыря» из-за высокой активности по сделкам слияний и поглощений в данной отрасли (сделки проходили с рекордными премиями), большим количеством первичных размещений компаний с негативными денежным потоком и финансовыми результатами, а также крайним оптимизмом ритейл и институциональных инвесторов к данному сектору [137]. Данная проблема стала отправной точкой для осмысления специфики создания предпосылок для роста рыночной капитализации технологическими компаниями

и компаниями в области электронной коммерции, в частности. Исследование данной проблемы тесно связано с эволюцией высокотехнологичных компаний, ключевые вехи которой представлены в таблице 5.

Таблица 5 – Характеристика ключевых этапов становления сегмента электронной коммерции, а также цифровых и интернет-компаний

Год	Этап	Характеристика
1990	Запуск глобальной сети «Интернет»	Запуск первого браузера для персональных компьютеров и инфраструктуры сети «Интернет» на глобальном уровне
1994	Первая защищенная онлайн-транзакции	Презентация технологии Netscape 1.0 по верификации онлайн-транзакций
1995	Запуск крупнейших онлайн-площадок	Запуск площадок Amazon и eBay. Начало эры «электронной коммерции» в современном понимании
1998	Запуск PayPal	Начало глобального проникновения онлайн-транзакций
1999	«Бум доткомов»	Экспоненциальный рост сегмента электронной коммерции, «бум» цифровых и интернет-компаний.
2000-2002	«Крах доткомов»	Падение индекса NASDAQ на 75% с марта 2000 по октябрь 2002 года. Потеря инвесторов в технологические компании большей части прибыли, полученной с момента появления сети «Интернет» Многие онлайн-компании объявили о банкротстве.
2005	«Новая жизнь» электронной коммерции	Цифровизация классических бизнес-процессов, формирование современного рынка электронной коммерции

Источник: [147].

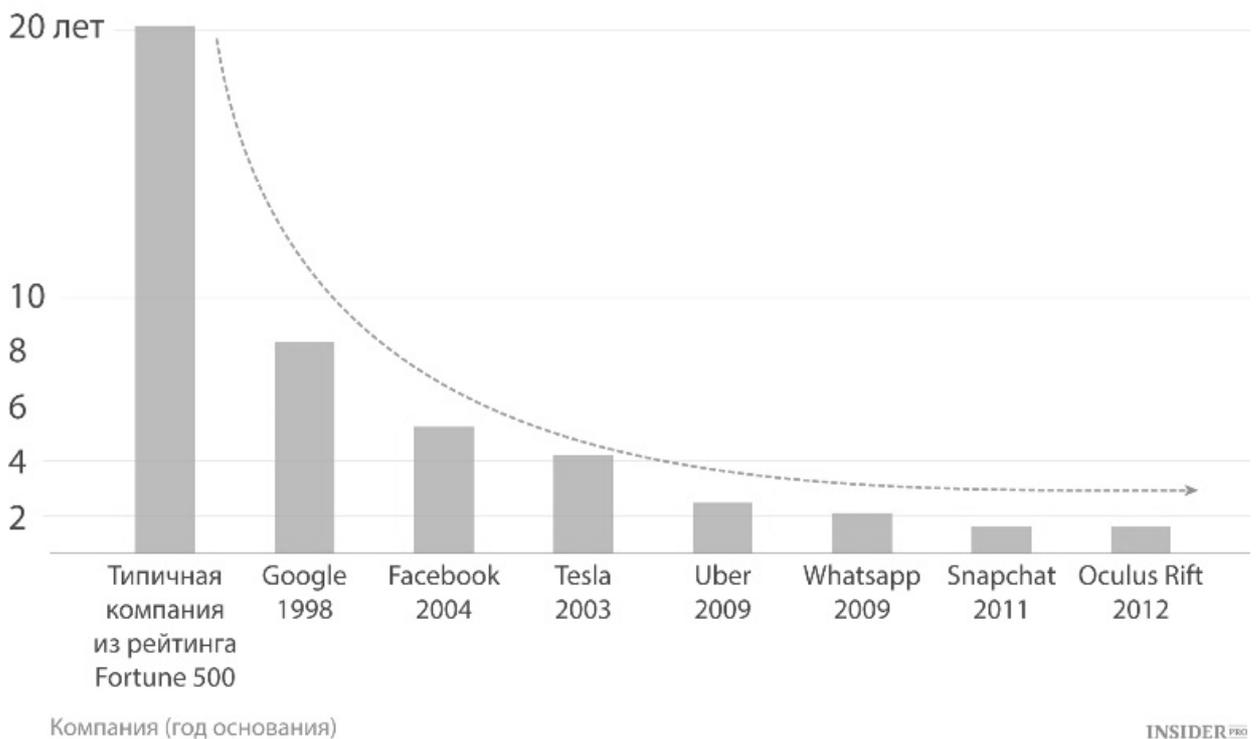
Со времен «бума доткомов» произошел экспоненциальный рост технологического потенциала мировой экономики. Углубилась пенетрация глобальной сети «Интернет», началось смещение паттернов потребления в сегмент онлайн. Эти факторы стали основой для развития операционных технологий на стыке традиционных бизнес-процессов и информационных технологий [49]. Данный тренд отражает время достижения капитализации в один миллиард долларов технологическими компаниями, которое составляет от 2 до 4 лет. Представителям списка биржевого индекса Fortune 500,

состоящего из пятисот крупнейших мировых корпораций, для этого требовалось от 15 до 20 лет [130], что показано на рисунке 12.

Данный тренд также обусловлен развитием:

- фондовых рынков;
- финансовых технологий;
- интегрированных цепочек создания ценности.

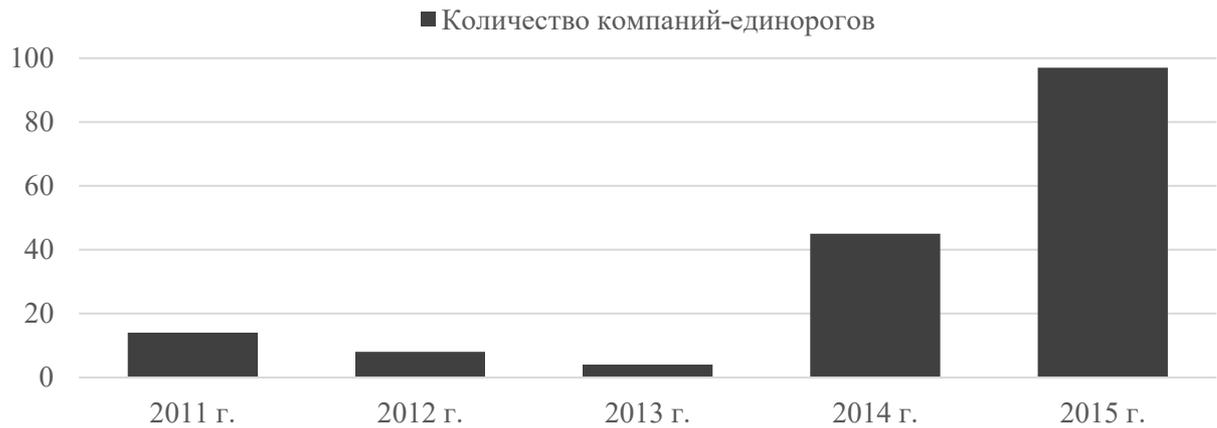
Более того, современные компании, строящие свои бизнес-процессы «на стыке» операционных и информационных технологий уже не рассматриваются как рисковый актив: в глазах многих инвесторов ценные бумаги таких коммерческих организаций становятся базовым активом ввиду факторов эмерджентности и цифрового перестроения глобальной экономики.



Источник: [71].

Рисунок 12 – Время роста капитализации до миллиарда долларов

Стоит также отдельно отметить непубличные технологические компании, чья рыночная оценка достигает отметки в миллиард долларов также быстро. Для них существует отдельный термин – «единороги». С течением времени их количество увеличивается, а скорость роста возрастает, что показано на рисунке 13.



Источник: [177].

Рисунок 13 – Динамика количества компаний-единорогов в США

Интерес со стороны инвесторов к такому типу компаний объясняется следующими факторами [74]:

- эмерджентный эффект. Многие «единороги» представляют решения «на стыке» технологий и традиционных бизнес-процессов, что создает высокий потенциал для роста;

- масштабируемость. Компании как правило оперируют в узких рыночных нишах и конкурируют ограниченно с крупными и международными игроками. Продукт, при этом, обладает потенциалом для дальнейшего масштабирования, что как правило является основой бизнес-модели таких компаний и ключевым стратегическим преимуществом;

- ожидание выхода инвесторов ранних стадий из капитала. На стадии масштабирования продукта «единорогов» владельцы и венчурные инвесторы как правило проводят первичное публичное размещение акций (initial public offering – IPO), продажу бизнеса стратегическим инвесторам или специализированной компании по целевым слияниям и поглощениям (special purpose acquisition company – SPAC) с премией.

Многие научные труды с конца 1990-х годов пытаются объяснить взаимосвязь капитализации высокотехнологичных компаний с различными внешними внутренними факторами. Однако выводы, к которым приходят ученые, зачастую противоречивы. Можно выделить два основных направления исследований [38]:

– рассматривающие внутренние факторы создания стоимости (объем выручки, финансовый результат, пользовательская база и ее динамика, рейтинги, место в поисковых выдачах);

– статистически объясняющие взаимосвязь факторов внешней среды с капитализацией и оценкой цифровых компаний.

Результаты двух подходов противоречивы. Ключевое заключение, которое можно сделать по результатам анализа выводов исследований, что капитализация различных цифровых компаний на различных промежутках времени складывалась под влиянием разных наборов факторов, влияние которых также было динамично и зависело как от периода, так и от объекта исследования. Данное противоречие еще раз подтверждает, что на разных этапах жизненного цикла отрасли разработать и внедрить единую методологию оценки весьма проблематично, особенно в такой динамичной среде как экосистема электронной коммерции.

Еще одной особенностью и фактором поддержания роста капитализации компаний в сфере электронной коммерции являются высокие темпы роста бизнеса. Для стартапов характерен мультипликативный рост год к году, для более зрелых компаний на развивающихся рынках – на уровне порядка 100%, на развитых – опережающими экономику темпами [169]. Более того, одним из фундаментальных допущений, на котором базируется анализ факторов роста капитализации таких компаний, является допущение о возможности неограниченного масштабирования их бизнеса. Оно строится на весьма устаревшем представлении о специфике модели создания ценности в экосистеме электронной коммерции. По мнению многих исследователей, бизнес-модель большинства интернет-площадок строится только на расширении и удержании аудитории, а также дистрибуции цифрового контента. Рост таких компаний поддерживается экстенсивно за счет увеличения пенетрации сети «Интернет». Расширение бизнеса, при этом, в отличие от традиционных компаний, представляется свободным от значительных капитальных затрат, а движение необходимых факторов

производства и средств их мобилизации неограниченными. Однако накопленный практический и эмпирический опыт показывает несостоятельность данного допущения. Во-первых, современное развитие сетевых технологий и их проникновение снижает свои темпы. Складывается представление о наличии осязаемых и поддающихся количественной оценке пределах роста активной интернет-аудитории. В сочетании с формированием обособленных страновых, отраслевых, и продуктовых рынков внутри действующей экосистемы электронной коммерции, это становится существенным ограничением масштабирования бизнеса в перспективе. Во-вторых, для обеспечения бесперебойного функционирования информационной инфраструктуры, компании вкладывают большое количество средств в дата-центры, вычислительные мощности и средства связи. Затраты на разработку уникального программного обеспечения, дизайна и клиентской базы капитализируются в виде нематериальных активов и гудвилла. Современные торговые площадки в экосистеме электронной коммерции реализуют эмерджентные бизнес-модели, которые объединяют IT-решения и операционные процессы. Такие компании несут существенно более высокие капитальные затраты чем традиционные бизнесы с низким уровнем проникновения цифровых решений и процессов. Более того, человеческие ресурсы ограничены, а конкуренция за наиболее перспективные кадры очень высока. Данные тренды делают допущение о неограниченном росте несостоятельным в современных условиях [46].

В научно-практической литературе, посвященной проблеме роста капитализации компаний в сфере электронной коммерции и их компаративному анализу, основной фокус сделан на применении нефинансовых операционных показателях [136]. Как правило, к ним относятся:

– количество уникальных пользователей за определенный промежуток времени. Данная метрика характеризует охват и потенциальный объем платежеспособных пользователей;

- период пользования сервисом. Данная метрика позволяет оценить нагрузку на инфраструктуру компаний из экосистемы электронной коммерции, а также рассчитать уровень вовлеченности активной аудитории;
- средний чек. Данная метрика является ключевым драйвером для формирования позитивной юнит-экономики. В сочетании с эффективными операциями это становится базой для обеспечения долгосрочной конкурентоспособности компаний из экосистемы электронной коммерции;
- уровень сервиса. Характер влияния данного показателя является качественным. Он отражает соответствие бизнес-модели ожиданиям клиентов, что трансформируется в лояльность и уровень удержания пользователей;
- товарооборот. Прокси-метрика, отражающая рыночную долю и объем транзакций.

Кроме того, источником ограничений является особенность стадии жизненного цикла большинства компаний в сфере электронной коммерции. Многие из них продолжают свой экстенсивный рост спустя десятки лет после запуска. Бизнес-процессы продолжают свою трансформацию, а линейка товаров и услуг динамично обновляется. Так, основным вызовом при определении возможности роста капитализации являются стабильно негативный финансовый результат и отрицательный денежный поток. Это обусловлено высоким уровнем маркетинговых и капитальных вложений для обеспечения значимой рыночной доли, а также дороговизной человеческих ресурсов, обладающих требуемым уровнем квалификации в сфере развития продуктов на основе информационных и операционных технологий.

Немаловажным фактором, играющим первостепенную роль в обеспечении роста капитализации, особенно на ранних стадиях развития бизнеса компаний электронной коммерции, является личность создателя и команда проекта. Данный тренд подтверждается эмпирическими исследованиями как в сегменте высокотехнологичных, так и традиционных

компаний [129]. Опыт управленческого персонала и технических экспертов, участвующих в запуске высокотехнологичных продуктов может являться своеобразным гарантом успеха выхода на рынок и возврата вложенных инвесторами средств. Так, участники рынка склонны оценивать более высоко компании, имеющие в своем активе команду основателей с портфолио успешных запусков стартапов и широким опытом управленческих компетенций. Необходимо сделать оговорку, что на текущем этапе развития компаний в сфере электронной коммерции сложился тренд на бюрократизацию, что связано с корпоративными трансформациями крупнейших онлайн-площадок. Крупнейшие операторы онлайн-площадок при выборе управленческих команд сегодня в том числе ориентируются на отраслевую экспертизу. Эмпирический анализ вакансий на замещение управленческих кадров в сфере электронной коммерции показывает, что игроки на рынке электронной коммерции стремятся перенимать и внедрять практики и процессы, характерные для «классического» бизнеса. Особенно данный тренд проявляется в сферах корпоративного управления, финансового планирования и бюджетирования, финансового контроля, корпоративной безопасности, учета и правового сопровождения бизнеса.

В качестве выводов к данной главе следует выделить анализ рынка электронной коммерции, в результате которого определено 7 ключевых блоков: торговые площадки, логистика, информационные технологии, платежи и финансы, привлечение покупателей, управление магазином и работа с клиентом, а также отраслевые организации. Установлено, онлайн площадки по реализации товаров и услуг с помощью сети «Интернет» являются базисом рынка электронной коммерции, а остальные блоки экосистемы подчинены процессам создания ценности для клиентов площадок: продавцов и покупателей. Доказано, что вокруг онлайн площадок выстраиваются интегрированные бизнес-процессы и разрабатываются инновационные бизнес-модели, создающие ценность для всех участников транзакции: покупателя, поставщика и площадки. С применением

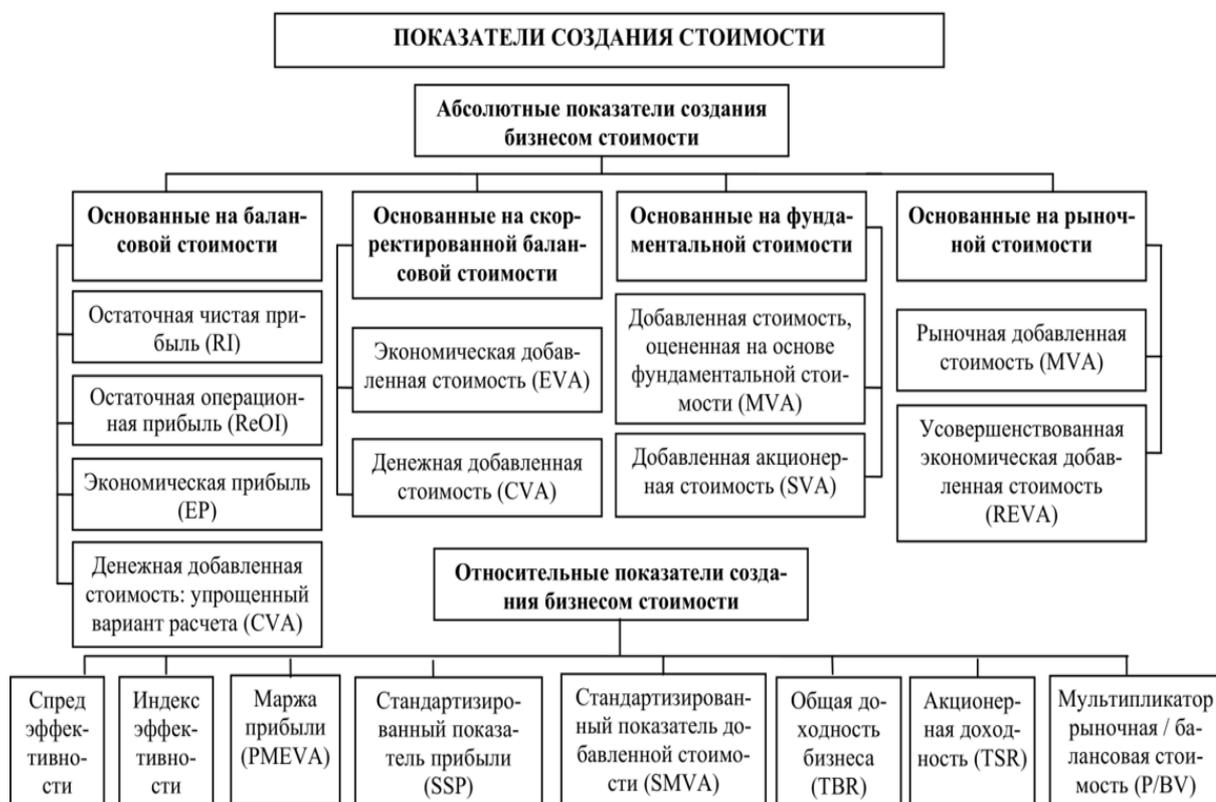
экосистемного подхода предложена авторская аналитическая характеристика данного сегмента как экономической категории, – это экосистема онлайн площадок и сервисов, обеспечивающих реализацию различных товаров и услуг в сети «Интернет» в рамках интегрированных бизнес-процессов и единых цепочек создания ценности [49]. Выделены особенности бизнес-модели электронной коммерции: сетевая координация и сетевой эффект. Описана 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 [45], в обеспечении масштабирования компаний в сфере электронной коммерции. 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 [49]. 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.

Глава 3

Разработка и обоснование инструментария анализа факторов роста капитализации компаний электронной коммерции

3.1 Критическая оценка существующих подходов к анализу факторов роста капитализации в применении к компаниям электронной коммерции

Традиционный подход к оценке факторов создания акционерной стоимости предполагает использование, в первую очередь, показателей финансового характера. Система финансовых показателей, на основе значений которых оцениваются перспективы создания стоимости для собственников компаний, включает в себя совокупность абсолютных и относительных метрик. Ее структура представлена на рисунке 14.



Источник: [15].

Рисунок 14 – Классификация финансовых показателей, характеризующих способность компании создавать акционерную стоимость

Первой группой абсолютных финансовых показателей, характеризующих способность компании генерировать добавленную стоимость, являются метрики, расчет которых происходит с применением балансовых показателей. Ключевым показателем в данной группе является объем остаточной чистой прибыли коммерческой организации. Данная метрика характеризует объем чистой прибыли, который может быть использован компанией после вычета операционных затрат и затрат на пользование всеми видами привлеченного капитала. Формула (2) характеризует расчет показателя остаточной чистой прибыли [174]

$$RI = NP - k_e \times E, \quad (2)$$

где RI – остаточная чистая прибыль;

NP – чистая прибыль;

E – величина собственного капитала на балансе;

k_e – рыночная стоимость собственного капитала как источника финансовых ресурсов.

Таким образом, затраты коммерческой организации, присущие ее операционной деятельности, а также затраты на использование заемного капитала учитываются в составе чистой прибыли. Однако ее объем не учитывает стоимость использования акционерного капитала, что обосновывает ее корректировку на стоимость использования собственных средств. Поэтому для компаний, имеющих консистентную дивидендную политику, расчет нераспределенной прибыли коммерческой организации может принимать вид, представленный формулой (3)

$$RI = NP - Div, \quad (3)$$

где RI – объем нераспределенной прибыли;

NP – чистая прибыль;

Div – объем начисленных дивидендов за отчетный период.

Данный подход дает более точные оценки объема остаточной чистой прибыли коммерческой организации. В отличие от формулы (2), данный подход к расчету оперирует данными на уровне экономического субъекта. Расчет по формуле (3) опирается на рыночные оценки стоимости капитала и балансовую оценку его объема, что, с одной стороны, является источником искажения данных, а с другой – позволяет производить бенчмаркинг и элиминировать эффект различной дивидендной политики компаний. Альтернативной метрикой в группе факторов создания акционерной стоимости, расчет которых строится на балансовых показателях, является остаточная операционная прибыль до процентов и налогов. Данный показатель характеризует способность коммерческих организаций покрывать стоимость привлеченного капитала за счет операционной и коммерческой эффективности. Он может быть рассчитан по формуле (4) [94]

$$\text{ReOI} = \text{EBIT} - \text{WACC} \times \text{IC}, \quad (4)$$

где ReOI – остаточная операционная прибыль;

EBIT – чистая прибыль до вычета процентов и налогов;

IC – балансовая стоимость инвестированного капитала;

WACC – средневзвешенная стоимость инвестированного капитала.

При применении формулы (4) следует использовать рыночные уровни стоимости компонентов капитала. Данный подход позволяет обеспечить сопоставимость показателей между компаниями, находящимися в разных налоговых юрисдикциях, а также дает более объективные полученные оценки. Подобная метрика не является балансовой в чистом виде, так как при расчете используются в том числе показатели отчетов о финансовом результате и пояснений к бухгалтерской (финансовой) отчетности.

Модификацией данной метрики, также используемой для анализа способности компаний генерировать стоимость, является экономическая прибыль. Ее расчет построен на оценке дельты между полученной за отчетный период операционной прибылью до уплаты процентов и налогов с оценочной

рентабельностью инвестированного капитала. Он проиллюстрирован формулой (5) [56]. Аналогично остаточной операционной прибыли, показатель экономической прибыли также является комбинированным и включает в себя как балансовые показатели, так и показатели отчетов о финансовом результате и пояснений к бухгалтерской (финансовой) отчетности.

$$EP = EBIT - IC \times (ROIC - WACC), \quad (5)$$

где EP – величина экономической прибыли;

ROIC – рентабельность инвестированного капитала;

EBIT – чистая прибыль до вычета процентов и налогов;

IC – балансовая стоимость инвестированного капитала;

WACC – средневзвешенная стоимость инвестированного капитала.

Так как большинство компаний в сфере электронной коммерции являются убыточными, применение данных инструментов в качестве элемента аналитического инструментария затруднено. Поэтому важным фактором, которые рассмотренные метрики оставляют за рамками, является способность коммерческих организаций генерировать денежный поток. Балансовые показатели ограничено связаны с фактическим объемом денежных средств, который остается в распоряжении у компании по итогам отчетного периода, а его формирование раскрывается в отчете о движении денежных средств.

Ключевой метрикой, характеризующей взаимосвязь балансовых показателей и показателей отчета о движении денежных средств с процессом создания стоимости, является показатель денежной добавленной стоимости. Расчет данной метрики представлен формулой (6)

$$CVA = AOCF - WACC \times TA, \quad (6)$$

где CVA – величина денежной добавленной стоимости;

AOCF – скорректированный операционный денежный поток;

WACC – средневзвешенная стоимость капитала;

TA – объем активов.

Порядок расчета упрощенной денежной добавленной стоимости приведен в формуле (7) [150]

$$CVA_s = IC \times (CFROIC - WACC), \quad (7)$$

где CVA_s – упрощенная денежная добавленная стоимость;

$CFROIC$ – денежная рентабельность инвестированного капитала;

IC – балансовая стоимость инвестированного капитала;

$WACC$ – средневзвешенная стоимость инвестированного капитала.

Расчет данных метрик позволяет сопоставить объем инвестированного капитала с эффективностью его использования, выраженного в денежном эквиваленте. Однако при расчете показателей добавленной стоимости разного типа встает вопрос сопоставимости полученных оценок. Балансовые метрики, а также статьи других форм отчетности чувствительны к специфике учетной политики, действующему налоговому режиму. Данный вызов создает потребность формирования унифицированной базы для расчета анализируемых измерений.

Развитием балансовых метрик является использование скорректированных показателей при оценке объемов экономической добавленной стоимости и денежной добавленной стоимости, создаваемых коммерческой организацией. Фундаментальным показателем данной группы является величина генерируемой экономической добавленной стоимости. В ее основе лежит использование скорректированных значений объемов прибыли до вычета процентов, а также инвестированного капитала. Расчет проиллюстрирован формулой (8) [158]

$$EVA = EBI_c - WACC \times IC_c, \quad (8)$$

где EVA – величина экономической добавленной стоимости;

EBI_c , IC_c – скорректированное значение чистой прибыли до вычета процентов и инвестированного капитала соответственно;

$WACC$ – средневзвешенная стоимость инвестированного капитала.

Формула оценки объема экономической добавленной стоимости схожа (EVA) с формулой оценки экономической прибыли, формула (5). Однако между ними присутствуют существенные отличия. Во-первых, при расчете EVA в качестве базы применяется значение чистой прибыли до вычета процентов, в то время как EP строится от объема чистой прибыли до вычета процентов и налогов. Таким образом, происходит учет влияния действующего налогового режима на способность коммерческой организации создавать акционерную стоимость. Во-вторых, используемые для расчета показателя экономической добавленной стоимости показатели чистой прибыли до вычета процентов и инвестированного капитала корректируются на следующие величины [5]:

- объем создаваемых резервов в части определения балансовой оценки товарно-материальных запасов (LIFO);

- объем подлежащих капитализации расходных статей, таких как амортизация и переоценка нематериальных активов и деловой репутации, расходы в части научно-исследовательских и опытно-конструкторских работ, а также резервов под оценочные обязательства;

- объем отложенных налогов на прибыль.

Базисом для дальнейшего анализа и принятия управленческих решений являются объемы генерируемой экономической или денежной добавленной стоимости. Их положительное значение говорит о способности коммерческой организации генерировать ценность. Однако в долгосрочной перспективе не менее важными становятся динамика рассмотренных метрик и их соотношение с прочими финансовыми и аналитическими показателями.

Ключевым ограничением в использовании данных метрик является условие наличия положительных финансовых результатов на различных уровнях, а также положительного денежного потока. Для компаний их сферы электронной коммерции подобное условие выполняется для ограниченного количества коммерческих организаций, что не позволит их.

Следующей группой финансовых драйверов создания стоимости является совокупность метрик, используемых в фундаментальной оценке коммерческой организации доходным методом. Для объектов анализа, прошедших инвестиционную стадию жизненного цикла, их использование является предпочтительной практикой. Особенно актуальной она бывает при применении к публичным организациям. Так, полученные оценки должны обеспечивать наибольшую сходимость с рыночными котировками.

Первой метрикой в данной группе рассматривается оценка рыночной стоимости объема инвестированного капитала. Она может быть оценена с применением капитализации объема чистой прибыли до вычета процентов и налогов по ставке средневзвешенной стоимости капитала. Расчет представлен формулой (9) [106]

$$V_{IC} = EBIT / WACC, \quad (9)$$

где EBIT – чистая прибыль до вычета процентов и налогов;

WACC – средневзвешенная стоимость и капитала.

Полученные оценки дают представление об уровне стоимости всех типов капитала (собственного и заемного). Однако в рамках исследования факторов создания акционерной стоимости требуется фокус на компоненте акционерного капитала. Для его оценки следует воспользоваться капитализацией чистой прибыли по ставке стоимости собственных средств. Порядок расчета проиллюстрирован формулой (10) [84]

$$V_e = NP / k_e, \quad (10)$$

где NP – объем чистой прибыли коммерческой организации в отчетном периоде;

k_e – стоимость собственного капитала.

Вариация подходов обусловлена различным набором стейкхолдеров, обладающих разным уровнем приоритета в порядке распределения

финансового результата. Так, объем чистой прибыли до вычета процентов и налогов покрывает требования как провайдеров собственного, так и заемного капиталов. Объем чистой прибыли характеризует остаток финансового результата, сгенерированный для распределения между акционерами после покрытия обязательств как перед держателями долга, так и перед налоговыми органами. Различие ставок дисконта, применяемых в формуле (9) и формуле (10) также продиктовано данным фактором.

Следующим показателем в периметре фундаментальных метрик, отражающих способность коммерческой организации генерировать стоимость, является рыночная добавленная стоимость капитала. Ее оценка строится на определении дельты между фундаментальной и балансовой оценками капитала. Порядок расчета представлен формулой (11) [165]

$$MVA_F = V_{IC} - IC, \quad (11)$$

где V_{IC} – фундаментальная стоимость инвестированного капитала;
 IC – объем инвестированного капитала.

Следует отметить, что в расчете данного показателя базовыми метриками являются рыночные оценки инвестированного капитала. Соответственно, при расчете рыночной добавленной стоимости капитала следует использовать аналогичные поправки на состав провайдеров фондирования.

Если задачи анализа связаны с оценкой объема стоимости для провайдеров акционерного капитала, то в расчет следует принять показатель добавленной акционерной стоимости. Его аналитическая ценность заключается в комплексном определении объема приращения капитала акционеров как за счет драйверов баланса и отчета о финансовых результатах, так и отчета о движении денежных средств. Рассмотренный абсолютный финансовый показатель создания стоимости коммерческой организации может быть оценен как сумма дисконтированного будущего чистого денежного потока от операционной деятельности в прогнозный

и постпрогнозный периоды оценки и разницы между значениями фундаментальной стоимости инвестированного капитала, определенными на конец и начало исследуемого периода по формуле (12)

$$SVA = FCFE_d + (V_{IC1} - V_{IC0}), \quad (12)$$

где $FCFE_d$ – дисконтированный чистый денежный поток на капитал;

V_{IC} – приведенные значения фундаментальной стоимости инвестированного капитала на конец и начало периода соответственно.

Для публичных компаний особую ценность представляет набор показателей, объединенных в четвертую исследуемую группу: в нее входят абсолютные метрики, расчет которых происходит на основе рыночной стоимости коммерческой организации. Центральным параметром данной совокупности, который следует рассматривать в первоочередном порядке, является объем рыночной добавленной стоимости. Его концепция строится на оценке и анализе разницы, возникающей между рыночной и балансовой оценками объема инвестированного капитала. Соответственно, о способности генерировать стоимость коммерческой организацией будет говорить наличие положительной разницы между ними, а также тренд на ее расширение.

Следующей группой финансовых показателей способности коммерческих организаций генерировать или разрушать стоимость являются относительные метрики создания стоимости. Первой метрикой данного типа является дельта эффективности использования инвестированного капитала и его средневзвешенной стоимости, формула (13) [157].

Практическая ценность использования данной метрики заключается в том, что база расчета, основанная на использовании относительных показателей, позволяет обеспечивать сопоставимость исследуемых компаний безотносительно масштабов бизнеса. Кроме того, с инвестиционной точки зрения рассмотренный показатель обладает особой ценностью: с его помощью можно оценить, какой процент остаточной прибыли останется в распоряжении

компании после покрытия обязательств перед провайдерами капитала всех типов: собственного и заемного.

$$\text{Spread} = (\text{ROIC} - \text{WACC}), \quad (13)$$

где Spread – дельта эффективности использования инвестированного капитала и его средневзвешенной стоимости;

ROIC – рентабельность инвестированного капитала;

WACC – средневзвешенная стоимость инвестированного капитала.

Развитием показателя дельта эффективности использования инвестированного капитала и его средневзвешенной стоимости является индекс эффективности инвестированного капитала. Его расчет представлен формулой (14) [175]

$$\text{Index} = \text{ROIC} / \text{WACC}, \quad (14)$$

где Index – индекс эффективности;

ROIC – рентабельность инвестированного капитала;

WACC – средневзвешенная стоимость инвестированного капитала.

Фундаментальный смысл показателя заключается в сопоставлении фактической эффективности использования капитала с балансовой оценкой в соответствии с принципом эквивалентности. Стоит отметить, что в числителе индекса может быть использована денежная рентабельность инвестированного капитала. Такая модификация позволит связать обслуживание обязательств перед провайдерами капитала с фактическим поступлением денежных средств.

Развитием индексных показателей является маржа экономической прибыли. Калькуляция данной метрики происходит сопоставлением объема экономической прибыли и объема выручки за отчетный период, что иллюстрирует формула (15) [171]. Экономический смысл данного показателя заключается в отражении доли выручки, которая может подлежать

реинвестиции за отчетный период. Это, в свою очередь, отражает достижимый уровень темпа прироста собственного капитала при условии генерации положительной экономической прибыли коммерческой организации.

$$PM = EP / TR \times 100\%, \quad (15)$$

где PM – маржа экономической прибыли;
 EP – объем экономической прибыли за период;
 TR – объем выручки за период.

Возможное увеличение объема инвестированного капитала за счет положительной экономической прибыли, полученной фирмой за отчетный период, может оценить стандартизированный индекс прибыли, формула (16)

$$SSP = EP / IC \times 100\%, \quad (16)$$

где SSP – стандартизированный индекс прибыли;
 EP – экономическая прибыль, созданная за год;
 IC – инвестированный капитал на начало года.

В его основе лежит калькуляция индекса через отношение объема полученной экономической прибыли к объему инвестированного капитала на начало отчетного периода [156].

Способность генерации добавленной стоимости на собственный капитал отражает значение индекса стандартизированной добавленной стоимости. Его расчет происходит нахождением отношения изменения рыночной добавленной стоимости к объему собственного капитала на начало рассматриваемого периода. Калькуляция представлена формулой (17) [159]

$$SMVA = \Delta MVA / E \times 100\%, \quad (17)$$

где $SMVA$ – индекс стандартизированной добавленной стоимости;
 ΔMVA – рыночная стоимость, созданная за год;
 E – собственный капитал.

Рассматриваемая метрика примечательна тем, что на базе ее значений нельзя сделать однозначных выводов о способности коммерческой организации к созданию или разрушению стоимости.

Следующей относительной метрикой, на основе которой можно судить о способности фирмы создавать стоимость, является показатель общей доходности бизнеса. Его расчет может быть компонентом оценки возможности создания стоимости в рамках стейкхолдерского подхода: он складывается из капитальной доходности коммерческой организации и текущей дивидендной доходности, что показано формулой (18) [179]

$$TBR = (DIV + \Delta V) / V \times 100\%, \quad (18)$$

где TBR – уровень общей доходности бизнеса;

DIV – величина выплачиваемых дивидендов;

ΔV – изменение стоимости капитала за период;

V – величина стоимости собственного капитала на начало периода.

Подобная конфигурация исследуемой метрики делает ее универсальной в применении к различным по организационно-правовой форме коммерческим организациям: он может использоваться при оценке как публичных акционерных обществ, так и непубличных фирм. Кроме того, его расчет может производиться на уровне отдельных структурных подразделений бизнеса, что позволяет субъектам анализа и лицам, принимающим решения, выявить наиболее перспективные «точки роста» стоимости и адресно разрабатывать, реализовывать управленческие решения в сфере управления стоимостью.

При работе с публичными коммерческими организациями стоит использовать, однако, индекс общей акционерной доходности бизнеса. Это связано с тем, что данные о капитализации таких фирм публичны, аналитикам публично доступна информация о дивидендной доходности бумаг. Расчет принимает вид формулы (19) [180]. Стоит отметить,

что фундаментальным недостатком данного индекса является использование объема дивидендов в качестве одной из базисных метрик расчета. Он, в свою очередь, может быть подвержен целенаправленному управленческому воздействию изнутри организации. Так, в погоне за моментальным увеличением капитализации или действуя в интересах ограниченного набора стейкхолдеров, желающих в формате «здесь и сейчас» максимизировать доходность своих портфелей, органы корпоративного управления могут причинять решение о выплате дивидендов в ущерб реализации стратегии компании. Реализация подобного риска может исказить полученные субъектами анализа оценки.

$$TSR = (DIV + \Delta MV) / MV \times 100\%, \quad (19)$$

где DIV – величина выплачиваемых дивидендов;

ΔMV – изменение рыночной стоимости коммерческой организации за период;

MV – величина рыночной стоимости организации.

Стоит отметить, что компании из сферы электронной коммерции не выплачивают дивиденды ввиду негативных финансовых результатов, продиктованных стадией жизненного цикла отрасли. Изменение рыночной стоимости, в свою очередь, складывается под влиянием большого количества субъективных факторов, что не позволяет в полной мере использовать данный инструмент.

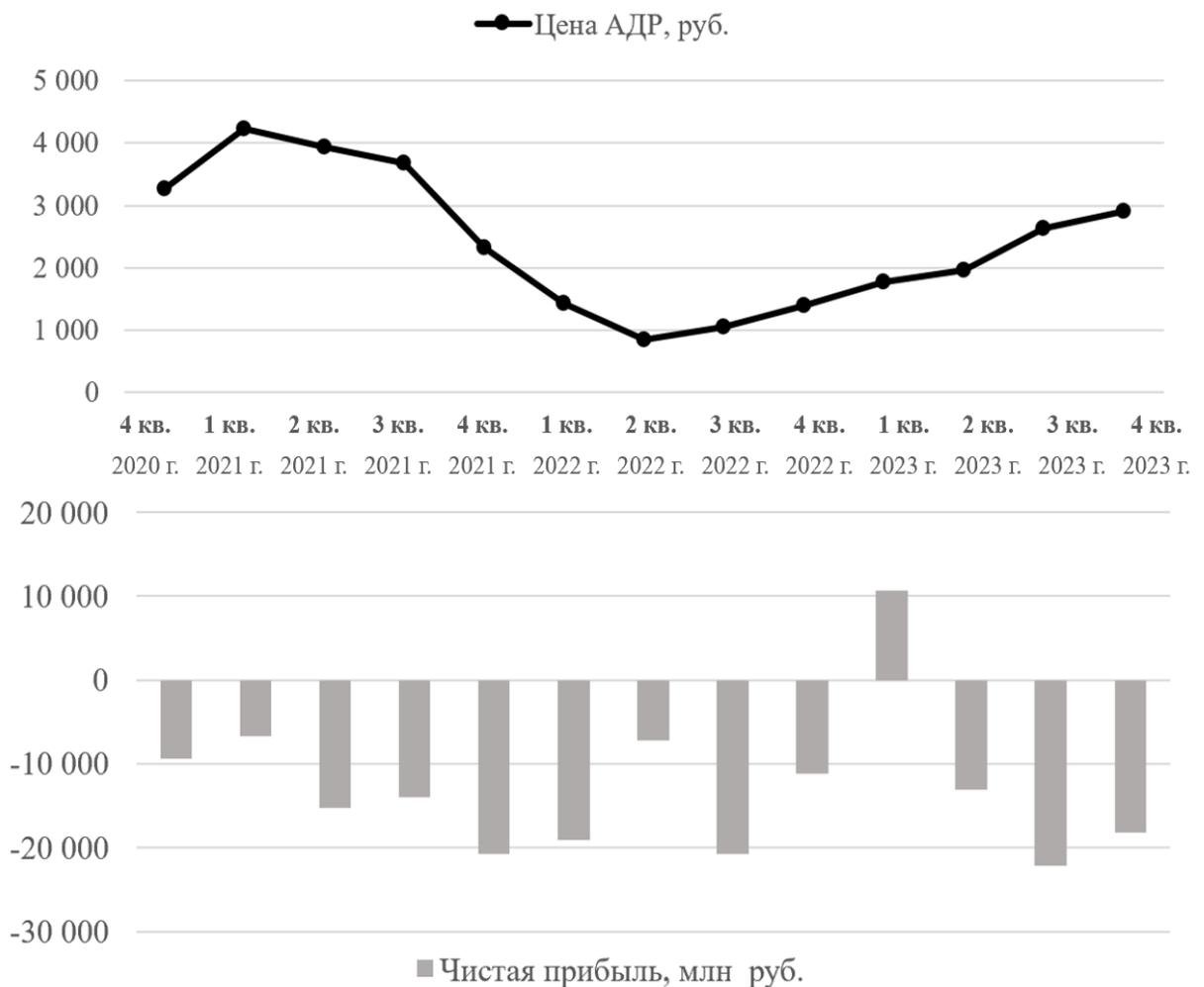
В заключение следует рассмотреть еще один индексный показатель, характеризующий способность компании создавать стоимость. Это фундаментальный мультипликатор «рыночная-балансовая стоимость собственного капитала». Экономический смысл данного индекса состоит в отражении величины превышения рыночной стоимости собственного капитала над ее балансовой оценкой. Соответственно, при значении мультипликатора выше единицы можно констатировать наличие генерируемой акционерной стоимости коммерческой организации. Значения

показателя ниже единицы говорят с одной стороны, о возможном разрушении стоимости, объектом анализа. Уточнением мультипликатора «рыночная-балансовая стоимость» является коэффициент Тобина. Его значение равняется отношению рыночной стоимости активов коммерческой организации к их восстановительной стоимости [78]. При значении коэффициента Тобина выше единицы можно сделать вывод о возможности объекта исследования создавать дополнительную стоимость. При отклонении значений ниже единицы субъектам анализа следует сделать вывод либо о недооценке рынком компании, либо о ее разрушении стоимости.

Приведенный список показателей, характеризующих способность коммерческой организации создавать или разрушать стоимость, безусловно, не является исчерпывающим. Более того, в отношении каждой из рассмотренных метрик, может быть проведена декомпозиция на факторы более низкого порядка. Для анализа их влияния на процесс создания стоимости может применяться вся совокупность инструментов финансового анализа, в том числе с использованием предиктивных методов. Выбор факторов, на основе которых будет произведен анализ факторов создания стоимости коммерческими организациями, всецело зависит от профессионального суждения и квалификации аналитика, а также специфики задач, объектов анализа. Однако для целей данной работы большинство из проанализированных показателей не подходит. Это связано с тем, что большинство компаний в сфере электронной коммерции еще не способны генерировать положительный финансовый результат, который является основой обоснования роста капитализации в рамках рассмотренного инструментария.

Промежуточным выводом из критического анализа метрик, характеризующих способность коммерческих организаций создавать или разрушать стоимость в применении к компаниям из сферы электронной коммерции является существенное ограничение, связанное со спецификой жизненного цикла исследуемой отрасли. Большинство компаний данного

сектора поддерживают активные инвестиции в развитие онлайн-площадок и маркетинговую экспансию. Это становится причиной убыточности их операционной деятельности. Таким образом, рассмотренные метрики будут свидетельствовать о разрушении стоимости, что противоречит эмпирическим данным. Ярким примером является динамика капитализации российского маркетплейса OZON: негативный финансовый результат опосредованно влиял на динамику котировок, что иллюстрирует рисунок 15.



Источник: составлено автором по материалам [91; 121].

Рисунок 15 – Соотношение динамики стоимости АДР Ozon с объемом чистой прибыли

Рассмотренное соотношение показывает, что при наличии отрицательного финансового результата OZON создавал стоимость, выраженную рыночной капитализацией. Данный тезис также подтверждается корреляционным анализом:

– значение коэффициента корреляции между ценой АДР и объемом чистой прибыли составило $-0,06$. Это говорит об отсутствии статистической взаимосвязи между данными метриками;

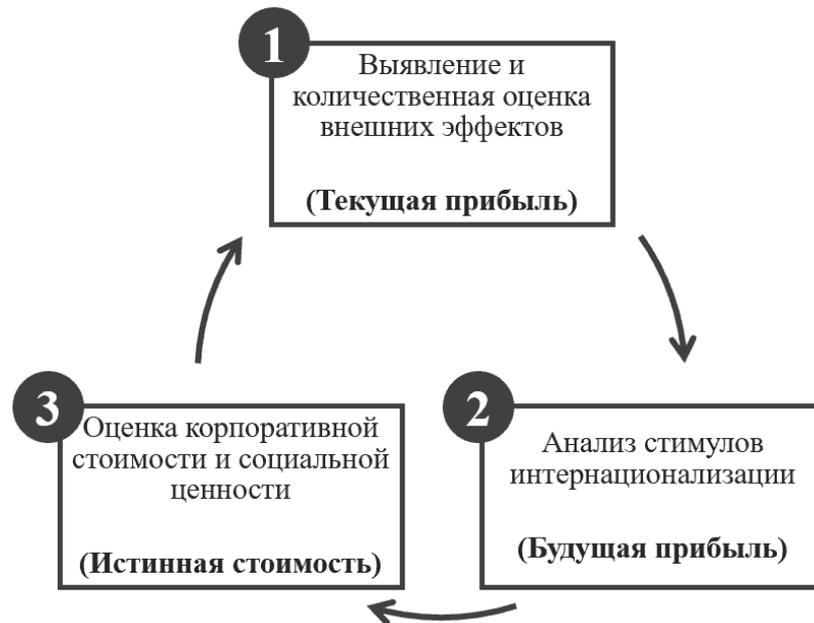
– значение коэффициента корреляции между изменением цены АДР и объемом чистой прибыли составило $0,30$. Это свидетельствует о наличии слабой корреляции между рассмотренными показателями;

– значение коэффициента корреляции между изменением цены АДР и изменением чистой прибыли «период-к-периоду» составило $0,01$. Поэтому можно сделать вывод об отсутствии статистической взаимосвязи между данными метриками.

Это становится фактором, который обуславливает использование альтернативных подходов к анализу факторов создания стоимости коммерческими организациями. Отдельным направлением анализа факторов роста акционерной стоимости коммерческими организациями является учет воздействия нефинансовых факторов создания акционерной стоимости. Одной из «лучших практик» в данном направлении является применение «стейкхолдерского» подхода в контексте управления стоимостью компании и реализации концепции устойчивого развития. Данная практика рассматривает хозяйствующие субъекты как источника как позитивного, так и негативного влияния на заинтересованные стороны, представленные различными компонентами внешней и внутренней среды [53]. Обозначенный тренд определяет использование количественных и качественных метрик, характеризующих степень удовлетворения интересов стейкхолдеров в качестве нефинансовых факторов создания стоимости коммерческими организациями. Отдельные модели анализа стремятся связать нефинансовые и финансовые факторы между собой, что делает их анализ комплексным.

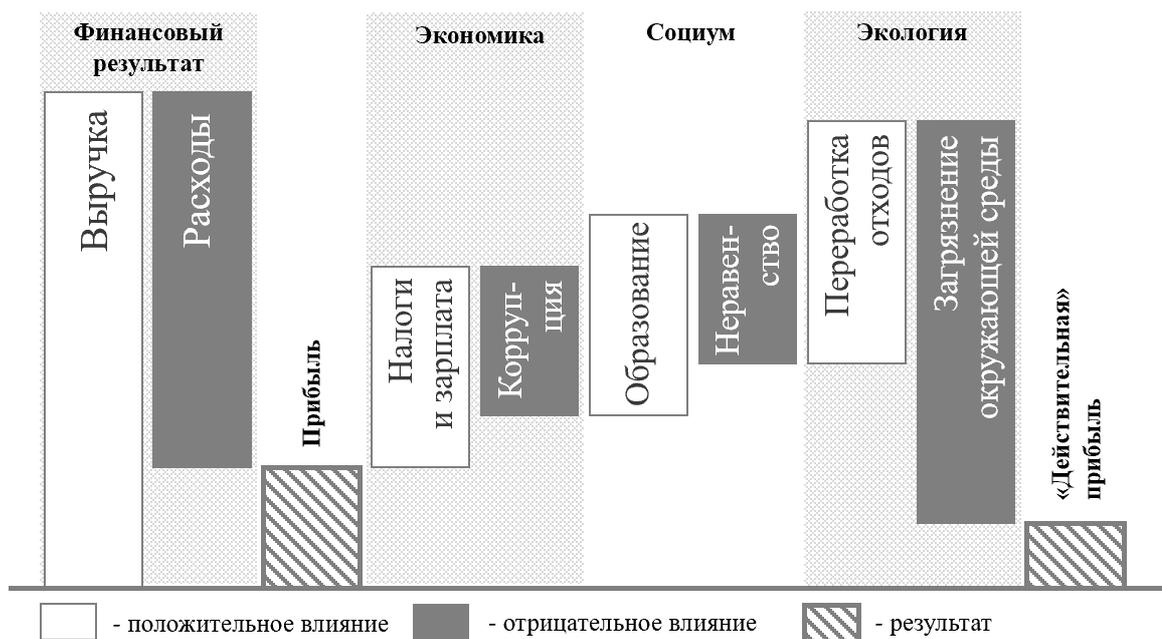
Ярким примером такой модели является инструмент, предложенный компанией KPMG (на рынке Российской Федерации данная организация оперирует под брендом Керп с мая 2022 года). Он связывает качественную и количественную оценку параметров внешней и внутренней среды

организации с ключевыми финансовыми метриками. Инструмент получил название «Истинная стоимость» [64], рисунок 16.



Источник: составлено автором по материалам [108].
Рисунок 16 – Компоненты модели «Истинная стоимость»

Модель KPMG проводит бизнес-интерпретацию воздействия «стейкхолдерских» нефинансовых факторов на процессы генерирования денежных потоков коммерческой организации. Пример такого процесса факторного анализа проиллюстрирован рисунком 17.



Источник: составлено автором по материалам [86].
Рисунок 17 – Определение «действительной» прибыли

Следует отметить, что данный анализ рассматривает воздействие нефинансовых факторов создания стоимости в стратегической перспективе. Это связано с тем, что часть вводных модели могут быть напрямую количественно связаны с денежными потоками, а часть может получить только качественную оценку. Применение данной модели к широкому кругу компаний ограничено объемом доступной информации, а также высокой долей субъективизма при оценке влияния совокупности нефинансовых факторов.

Еще менее детерминированную связь между воздействием нефинансовыми параметрами бизнеса и стоимостью коммерческой организации склонны давать инструменты, разработанные крупнейшими аналитическими агентствами. Их краткая характеристика представлена ниже:

– аналитическая система Bloomberg. Ее подход заключается в фокусировке на факторах ESG. Система дает количественную оценку полноты и качества интегрированной отчетности компаний, а также производит оценку корреляции стоимости ее ценных бумаг с проявлением ESG-показателей. Решение позволяет пользователям также производить компаративный анализ эмитентов с точки зрения качества подготовки интегрированной отчетности и ее глубины [160]. Конфигурация модели не позволяет использовать ее для коммерческих организаций, которые в полном объеме не раскрывают показатели ESG;

– модель ASSET4 от Thomson Reuters Research. Данное решение во многом повторяет функционал аналитической системы ESG-факторов от Bloomberg. Специфика инструмента ASSET4 заключается в наличии возможности осуществлять мониторинг ESG-рисков и производить сопоставление с биржевыми индексами [148]. Однако данная особенность не позволяет модели снять ограничения, связанные с раскрытием ESG-факторов коммерческой организацией. Кроме того, в аналитической системе Thomson Reuters Research система представлена в виде «черного ящика» для пользователя, что снижает возможности интерпретации данных;

– модель оценки воздействия бизнеса на внешнюю среду. Данный инструмент интерпретирует информацию, которую коммерческие организации раскрывают в добровольном порядке. Она включает в себя данные об особенностях продуктов и бизнес-процессов, которые оказывают непосредственное влияние на интересы всей совокупности стейкхолдеров [184]. Подобный подход, в свою очередь, является более гибким чем рассмотренные ранее модели, однако также предъявляет высокие требования к раскрытию данных в нефинансовой отчетности исследуемых организаций. Это становится существенным вызовом при применении данного инструмента к широкому набору исследуемых объектов;

– модель 4D. Этот инструмент подразумевает оценку динамики четырех видов капитала коммерческой организации: финансового, социального, человеческого и экологического. Его методология предполагает количественную оценку потраченного капитала определенного вида. Модель 4D позволяет отследить его трансформацию по мере реализации различных этапов бизнес-модели. Стоит отметить, что данный инструмент во многом опирается на большой массив внутренних данных коммерческих организаций. Данная особенность не позволяет использовать данный подход для внешних исследователей;

– модель TIMM. Данный инструмент позволяет оценить степень соответствия бизнеса интересам стейкхолдеров в следующих проекциях: фискальная нагрузка и дисциплина, экономическая эффективность для внешних и внутренних стейкхолдеров, экологическое и социальное воздействие бизнеса [166]. Аналогично модели 4D, блок оценки эффективности выполнения требований внутренних стейкхолдеров опирается на внутреннюю аналитику. Это создает объективные ограничения для использования данного инструмента внешними пользователями;

– модель Social ROI. Данный инструмент предлагает оценку эффективности инвестиций коммерческой организации в проекты с социальным эффектом. Он предполагает расчет индекса, показывающего

соотношение полученного эффекта в денежном эквиваленте к понесенным социальным расходам [146]. Данный индекс фокусируется исключительно на социальных инвестициях, что оставляет за рамками прочие проекции эффективности коммерческой организации.

Стоит отметить, что связь стоимости коммерческих организаций с ESG-факторов является актуальной темой множества исследований в мировом и российском научном сообществе. Мета-исследование, проведенное в 2021 году и направленное на анализ выводов более тысячи работ в проблематике взаимосвязи устойчивого развития с финансовыми показателями бизнеса, приходят к следующим выводам [132]:

- факторы ESG находят свое проявление в финансовых показателях только на длинных временных горизонтах;
- инвестиционные стратегии, построенные на ESG-факторах, склонны показывать более высокую эффективность;
- стратегия ESG-ориентированных инвестиций позволяет обеспечить хеджирование от долгосрочных убытков, особенно в периоды экономических, экологических и социальных потрясений;
- ESG-инициативы, запущенные коммерческими организациями, склонны способствовать получению более высоких финансовых результатов за счет улучшения процедур риск-менеджмента и более активного внедрения инноваций;
- управленческие воздействия, направленные на снижение углеродных выбросов, склонны способствовать более высоким финансовым результатам в долгосрочной перспективе;
- раскрытие ESG-факторов и интегрированной отчетности само по себе не способно повлиять на финансовые результаты исследуемых компаний.

Данная работа обращает внимание на тот факт, что среди исследователей нет консенсуса в трактовке терминологии, механики взаимосвязи ESG-факторов с финансовыми показателями, а также методологии исследований. Сопоставление существующих инструментов

анализа нефинансовых факторов создания стоимости коммерческих организаций позволяет выявить одну схожую черту между ними: отсутствие детерминированной взаимосвязи. Это вступает в противоречие с данными, полученными эмпирическим путем. Поэтому по-прежнему можно утверждать, что акционерная стоимость может быть выражена функцией финансовых и нефинансовых факторов, которая выражена формулой (20)

$$V = f(\text{FIN}, \text{NonFIN}), \quad (20)$$

где V – стоимость компании;

FIN – набор финансовых факторов создания стоимости;

NonFIN – набор нефинансовых факторов создания стоимости.

Данный подход рассматривается авторами, указанными в таблице 6.

Таблица 6 – Список авторов, рассматривавших рыночную капитализацию коммерческой организации как функцию финансовых и нефинансовых факторов

Группа авторов	Автор
Российские авторы	А.В. Карпенко
	О.В. Асканов
	И.В. Ивашковская
	Я.С. Юрецкая
Иностранные авторы	T. Stewart
	G. Diana
	K. Langfield-Smith
	M. Ararat
	B.S. Black
	B.B. Yurtoglu
	J. Garcia-Madariaga
	F. Rodriguez-Rivera
	X. Lin
	F. Belo
M.A. Vitorino	

Источник: составлено автором по материалам [50].

Осуществить оценку совокупного влияния финансовых и нефинансовых факторов создания стоимости позволяет применение инструментов регрессионного анализа. Кроме того, данный инструментарий позволяет использовать в качестве вводных биномиальные

и лингвистические переменные. К данному классу инструментов следует отнести следующие модели:

Модель оценки качества корпоративного управления Н.А. Волковой. Автор утверждает, что между количественными финансовыми факторами создания стоимости и качественными параметрами, характеризующими эффективность корпоративного управления, присутствует стохастическая связь [6]. Она объединяет параметры в следующих проекциях: корпоративные компетенции, экономическая эффективность, объем доступных источников финансирования. Так, результирующая функция принимает вид формулы (21)

$$M(I) = \{I_k; I_e; I_f\}, \quad (21)$$

где I_k – интегральный показатель качества корпоративного управления;
 I_e – интегральный показатель экономической эффективности;
 I_f – интегральный показатель финансирования.

В качестве интегральных показателей качества корпоративного управления автором предложены следующие метрики:

- прирост ресурсоемкости для интегральной оценки качества корпоративного управления коммерческой организации;
- значение коэффициентов рентабельности, ликвидности и финансовой устойчивости для интегральной оценки экономической эффективности коммерческой организации;
- объем кредитной емкости коммерческой организации для интегральной оценки доступного объема финансирования.

Дальнейшее развитие данного инструмента было продолжено совместно Н.А. Волковой и В.Б. Гисиным [42] с применением «мягких вычислений» и «нечетких множеств» при оценке статистической взаимосвязи между финансовыми и нефинансовыми факторами создания стоимости. Этот инструментарий дополняет модель оценки социальных и экологических условий хозяйственной деятельности А.Д. Шеремета [64], а также совокупность других авторских моделей и методик, позволяющих определить

статистическую взаимосвязь между стоимостью компании и совокупным влиянием финансовых и нефинансовых факторов.

Для формирования аналитического инструментария факторов создания акционерной стоимости компаний в сфере электронной коммерции следует обратить внимание именно на построение статистических моделей ввиду их универсальности, а также отсутствия возможности детерминированной оценки эмерджентного эффекта и нефинансовых метрик.

3.2 Спецификация аналитического инструментария и обоснование факторов роста капитализации компаний электронной коммерции

Процессы создания предпосылок для роста рыночной капитализации компаниями в сфере электронной коммерции связаны с высокой степенью неопределенности, которая продиктована непредсказуемостью степени проявления эмерджентности и конфигурации рисков и возможностей, открывающихся перед объектами исследования за счет инноваций. Влияние финансовых и нефинансовых факторов роста капитализации, рассмотренных ранее и взятых в отдельности, имеет недетерминированный характер. Данные особенности предъявляют особые требования к разрабатываемому инструментарию анализа факторов роста капитализации компаний электронной коммерции. Они не позволяют предложить классическую экономическую модель, предполагающую описание детерминированную взаимосвязи между факторными и результирующими показателями. Такое ограничение требует применения регрессионного анализа для верификации исследовательской гипотезы, а также оценки стохастической зависимости между капитализацией и выявленными драйверов. Линейный тип регрессии, в свою очередь, позволит пользователям разрабатываемого инструментария корректно оценить характер и направление статистической взаимосвязи, а также обеспечит возможность интерпретации влияния предлагаемых

управленческих решений менеджмента, направленных на максимизацию рыночной капитализации.

Для верификации набора метрик, определяющих спецификацию авторской модели анализа факторов роста капитализации компаний в сфере электронной коммерции, были проведены 32 глубинных интервью с представителями индустрии. Респондентами стали действующие сотрудники компаний-операторов следующих площадок электронной коммерции в Российской Федерации: Avito, Lamoda, Ozon, VK, Wildberries и «МегаМаркет». План проведения глубинного интервью приведен в приложении Б. Характеристика респондентов по функциональным ролям представлена в таблице 7.

Таблица 7 – Характеристика респондентов проблемного интервью по функциональным ролям респондентов

Функциональная роль респондента	Количество респондентов	Доля респондентов, в процентах
Управление и административные функции	8	25
Продукт и информационные технологии	5	16
Продажи	4	13
Маркетинг и связи с общественностью	2	6
Стратегия	3	9
Операции и логистика	1	3
Финансы	8	25
Управление персоналом	1	3
Итого	32	100

Источник: составлено автором.

Таким образом, выборка респондентов комплексно охватывает все ключевые сферы деятельности коммерческой организации. Характеристика респондентов по уровню их функциональных ролей

представлена в таблице 8. По приведенным данным можно сделать вывод, что уровень ролей респондентов говорит о их осведомленности о проблемах управления капитализацией коммерческих организаций. Более того, решения и действия 78% респондентов связаны с созданием условий роста капитализации непосредственно. Поэтому выборку респондентов можно считать репрезентативной.

Таблица 8 – Характеристика респондентов проблемного интервью по уровню функциональных ролей респондентов

Уровень роли респондента	Количество респондентов	Доля респондентов, в процентах
Топ-менеджмент	4	13
Руководители функций	5	16
Руководители среднего звена	16	50
Линейный и функциональный персонал	7	22
Итого	32	100

Источник: составлено автором.

Обобщенными результатами проведенных проблемных интервью являются следующие выводы:

– современный рынок электронной коммерции, несмотря на появление крупных транснациональных игроков, продолжает свое формирование. Респонденты отмечают, что положение на рынке компании электронной коммерции относительно конкурентов, а также опережающие темпы роста являются ключевыми факторами роста рыночной капитализации. Метриками, отражающими воздействие данного фактора, могут являться: товароборот, объем транзакций, объем трафика. Выбор конкретного показателя зависит от отраслевых методик оценки объема рынка, игроком которого является исследуемая площадка электронной коммерции. Однако респонденты отмечают, что в целях унификации все метрики приводят к денежным валовым оценкам;

– ожидания роста капитализации инвесторов строятся на трендах роста аудитории площадки. На ранних стадиях жизненного цикла компаний в сфере электронной коммерции объем пользователей площадки является ключевой метрикой, отражающей перспективы компании. Производные денежные метрики и динамика юнит-экономики начинают играть основную роль как драйверы роста капитализации уже на стадиях зрелости. Тем не менее, в условиях замедления темпов роста глобальной сети «Интернет», динамика объема активных пользователей вновь становится репрезентативной метрикой;

– большинство компаний электронной коммерции на российском рынке не достигли прибыльности. Инвесторы рассматривают операционные метрики в приоритете к финансовым;

– для поддержания долгосрочной конкурентоспособности бизнес-модель компаний в сфере электронной коммерции должны обеспечивать операционную безубыточность. В фокусе инвесторов обычно фигурируют показатели прибыли до вычета процентов, налогов и амортизации, а также объем операционного денежного потока.

Результаты анализа упоминания обобщенных метрик, влияющих на рост рыночной капитализации компаний в сфере электронной коммерции, респондентами представлены в таблице 9.

Таблица 9 – Результаты анализа упоминаний респондентами обобщенных метрик, влияющих на рост рыночной капитализации компаний в сфере электронной коммерции

Метрика-фактор роста рыночной капитализации в сфере электронной коммерции	Количество упомянувших респондентов	Доля упомянувших респондентов, в процентах
1	2	3
Товарооборот площадки электронной коммерции	32	100
Рыночная доля площадки электронной коммерции	30	94
Объем транзакций на площадке электронной коммерции	29	91

Продолжение таблицы 9

1	2	3
Количество активных покупателей площадки электронной коммерции	27	84
Количество активных продавцов площадки электронной коммерции	22	69
Эффективность маркетинга	14	44
Доступ к информационным технологиям	11	34
Широта ассортимента товаров и услуг на площадке	10	31
Уровень конкуренции в сегменте	9	28
Возможность самофинансирования площадки	8	25
Объем денежного потока, генерируемых площадкой	8	25
Качество ИТ-команды	5	16
Подверженность санкционному давлению	3	9
Качество продуктовой команды	2	6

Источник: составлено автором.

Таким образом, получено подтверждение, что в качестве факторов для спецификации авторской модели для анализа роста капитализации компаний в сфере электронной коммерции могут быть использованы представленные ниже метрики [48].

GMV – валовый объем реализации товаров и услуг интернет-площадки за определенный период времени. Данная метрика имеет нефинансовую природу, так как рассматривается субъектами анализа в качестве индикатора занимаемой доли рынка. Однако многие пользователи публичной отчетности компаний в сфере электронной коммерции зачастую ошибочно отождествляют ее с объемом выручки и относят к финансовым факторам создания стоимости. Такой подход является некорректным, так как не учитывает модель монетизации площадки: приоритетным продуктовым направлением развития операторов электронной коммерции в данный момент является развитие комиссионных схем реализации товаров и услуг.

TAU – общий объем активных покупателей интернет-площадки на определенный момент времени. Данный нефинансовый фактор важен как драйвер будущего роста выручки, товарооборота и доли рынка исследуемой компании. Такой рост может быть обеспечен за счет расширения существующей клиентской базы (экстенсивный путь развития), так за счет повышения эффективности маркетинга (интенсивный путь развития). Следует отметить, что лидеры отрасли электронной коммерции выбирают мезонинную стратегию: работают как над привлечением новых пользователей, так и над интенсификацией спроса уже активной аудитории.

OCF – объем операционного денежного потока, сгенерированного площадкой накопленным итогом на определенный момент времени. Интегральный финансовый фактор создания стоимости компаний из экосистемы электронной коммерции. Он характеризует комплексно эффективность бизнес-модели: объем валовой и операционной маржинальности, оптимальность политики управления оборотным капиталом. Следует отметить, что прибыльность операторов электронной коммерции является скорее исключением, чем правилом: по данным Financial Times и Bain большинство глобальных операторов площадок остались убыточными в 2023 году [185], а в Российской Федерации положительный финансовый результат показывали только крупнейшие площадки: Wildberries (ООО «Вайлдберриз») и OZON (ООО «Интернет решения») [70].

Использование данных метрик обусловлено их следующими характеристиками:

– измеримость. Данные метрики могут быть достоверно количественно оценены. Количественный характер данных обеспечивает объективность оценок и обеспечивает возможность построения временных рядов. На рынке электронной коммерции сложились устоявшиеся подходы к расчету данных метрик;

– доступность внешним пользователям. Информация о приведенных метриках публикуется операторами площадок электронной коммерции

и отраслевыми изданиями, что делает их доступными для внешних пользователей. Может быть произведена проверка данных путем сопоставления уровней из разных источников;

– объективность. Выбранные метрики свободны от субъективных суждений при оценке.

Характеристика метрик, упомянутых респондентами, по данным критериям, представлена в таблице 10.

Таблица 10 – Оценка применимости метрик для использования в авторском аналитическом инструментарии

Метрика-фактор роста рыночной капитализации в сфере электронной коммерции	Измеримость	Доступность	Объективность
1	2	3	4
Товарооборот площадки электронной коммерции	Метрика измерима Имеется общепринятый подход к оценке	Метрика публикуется площадками электронной коммерции Метрика публикуется отраслевыми организациями и деловыми изданиями	Метрика не зависит от субъективных суждений
Рыночная доля площадки электронной коммерции	Метрика измерима Отсутствует единый подход к выбору базовой метрики	Информация о рыночной доле может строиться на ненаблюдаемых данных	Суждения о емкости рынка для расчета несут субъективного характер и строятся на аналитических допущениях
Эффективность маркетинга	Имеет качественный характер	Оценка строится на внутренних данных	Оценка может строиться как на объективных метриках, так и на субъективных суждениях

Продолжение таблицы 10

1	2	3	4
Количество активных покупателей площадки электронной коммерции	Метрика измерима Имеется общепринятый подход к оценке	Метрика публикуется площадками электронной коммерции Метрика публикуется отраслевыми организациями и деловыми изданиями	Метрика не зависит от субъективных суждений
Количество активных продавцов площадки электронной коммерции	Метрика измерима Имеется общепринятый подход к оценке	Данные публикуются ограниченным числом участников рынка В общем случае представляют собой ненаблюдаемые данные	Метрика не зависит от субъективных суждений
Объем транзакций на площадке электронной коммерции	Метрика измерима Однако в качестве базы расчета могут быть использованы различные метрики, что ограничивает сопоставимость	Данные публикуются ограниченным числом участников рынка В общем случае представляют собой ненаблюдаемые данные	Метрика не зависит от субъективных суждений
Доступ к информационным технологиям	Имеет качественный характер	Оценка строится на внутренних данных	Оценка может строиться как на объективных метриках, так и на субъективных суждениях
Широта ассортимента товаров и услуг на площадке	Метрика измерима	Оценки строятся на внутренних данных	Оценка может строиться как на объективных метриках, так и на субъективных суждениях Сопоставимость ограничена из-за специфики бизнес-моделей

Продолжение таблицы 10

1	2	3	4
Возможность самофинансирования площадки	Метрика измерима Однако стадия жизненного цикла большинства организаций не предполагает возможности самофинансирования	Оценки требуют использования внутренних данных и контекста развития объекта анализа	Оценка может строиться как на объективных метриках, так и на субъективных суждениях
Объем денежного потока, генерируемых площадкой	Метрика измерима Имеется общепринятый подход к оценке.	Метрика публикуется площадками электронной коммерции Метрика публикуется отраслевыми организациями и изданиями	Метрика не зависит от субъективных суждений.
Качество ИТ-команды	Имеет качественный характер	Оценка строится на внутренних данных	Зависит от субъективных суждений
Подверженность санкционному давлению	Имеет качественный характер	Оценка строится на внутренних данных	Оценка может строиться как на объективных метриках, так и на субъективных суждениях
Качество продуктовой команды	Имеет качественный характер	Оценка строится на внутренних данных	Оценка может строиться как на объективных метриках, так и на субъективных суждениях

Источник: составлено автором.

Таким образом, подтверждается корректность выбора GMV, TAU и OCF в качестве драйверов, объясняющих способность организации обеспечивать рост рыночной капитализации.

Унификации дальнейшего использования разрабатываемого инструментария должна способствовать специфика сбора данных о результирующем показателе эконометрической модели. Для того, чтобы

предлагаемый аналитический инструмент мог быть применен для широкого круга компаний в сфере электронной коммерции, к базе расчета рыночной капитализации как зависимой величины должны быть предъявлены следующие требования:

– компании, выбранные для формирования базы расчета, должны быть публичными. Торги их ценными бумагами не должны прерываться на значительные промежутки времени для консистентности. Период публичности рассматриваемых в качестве базовых коммерческих организаций также должен совпадать на рассматриваемом отрезке;

– компании, выбранные для формирования базы расчета, должны находиться на разных стадиях жизненного цикла. Это поможет учесть специфику создания стоимости, присущую коммерческим организациям с различным операционно-финансовым профилем. Отдельно стоит учесть географическую специфику бизнеса: масштаб рынка и степень его фрагментированности, международное присутствие, степень диверсификации;

– полнота и точность раскрываемых данных должна быть на высоком уровне. Публичные отчеты исследуемых компаний должны содержать исчерпывающий объем данных о динамике финансовых и нефинансовых факторов создания стоимости. Методология расчета факторных показателей должна быть идентична в целях сопоставимости, что является основой репрезентативности модели. Дополнительно достоверность используемых в качестве вводных факторов обеспечит аудированность данных, раскрытых в отчетах коммерческих организаций, использованных в качестве базы для формирования модели;

– близость ключевых характеристик бизнес-моделей. Для репрезентативности и практической применимости разрабатываемого аналитического инструментария электронная коммерция должна являться основным бизнесом организаций, используемых для формирования базы модели. При выборе объектов исследования следует также учитывать степень

сходства общей цепочки создания стоимости, к элементам которой можно отнести: соотношение долей ритейла и комиссионного каналов продаж, методов и инструментов привлечения и удержания пользователей площадок, уровней развития продуктов. Характер и степень влияния ключевых стейкхолдеров должны также быть схожи.

Таким образом, для формирования выборки компаний из экосистемы электронной коммерции, на которых будет построен разрабатываемый инструментарий, необходимо провести анализ глобального рынка электронной коммерции и выделить объекты исследования, которые наиболее полно отвечают вышеперечисленным критериям. Характеристика крупнейших коммерческих организаций, которые должны быть рассмотрены, приведена в таблице 11.

Таблица 11 – Сравнительная характеристика крупнейших коммерческих компаний в сфере электронной коммерции

Наименование организации электронной коммерции	Ключевой рынок	Публичность отчетности	Стадия жизненного цикла	Полнота раскрываемых данных о факторах создания стоимости компаний в сфере электронной коммерции	Характеристика бизнес-модели
1	2	3	4	5	6
eBay	Глобально	Доступна	Аристократизм	Раскрыты все метрики	Классифайд (доска объявлений)
Amazon	Глобально	Доступна	Бюрократизация	Раскрыты все метрики	Мультикатегорийный маркетплейс
Fruugo	Глобально	Нет доступа	Расцвет	Метрики отсутствуют	Мультикатегорийный маркетплейс
Etsy	Глобально	Доступна	Расцвет	Раскрыты все метрики	Специализированный маркетплейс
Walmart	Северная Америка	Доступна	Ранняя бюрократия	Метрики отсутствуют	Оффлайн ритейл с каналом электронной коммерции

Продолжение таблицы 11

1	2	3	4	5	6
Wish	Северная Америка	Доступна	Юность	Раскрыты все метрики	Рекомендательная платформа
Alibaba	Глобально	Доступна	Стабильность	Раскрыты все метрики	Мультикатегорийный маркетплейс
Otto	Европа	Нет доступа	Бюрократизация	Метрики отсутствуют	Дистанционный и онлайн ритейл
Tesco	Великобритания	Доступна	Бюрократизация	Метрики отсутствуют	Традиционный ритейл с каналом электронной коммерции
Mercadolibre	Латинская Америка	Доступна	Расцвет	Раскрыты все метрики	Мультикатегорийный маркетплейс
Casas Bahia	Латинская Америка	Доступна	Бюрократизация	Метрики раскрыты не в полном объеме	Традиционный ритейл с каналом электронной коммерции
La Redoute	Европа	Нет доступа	Бюрократизация	Метрики отсутствуют	Онлайн-ритейл
JD	Глобально	Доступна	Разделение	Раскрыты в полном объеме	Мультикатегорийный маркетплейс
Shopify	Северная Америка	Доступна	Стабильность	Раскрыты в полном объеме	Мультикатегорийный маркетплейс
PINDUODUO	Китай	Доступна	Активная деятельность	Раскрыты в полном объеме	Мультикатегорийный маркетплейс

Источник: составлено автором.

Таким образом, для формирования выборки данных и разработки аналитической модели необходимо произвести отбор репрезентативных компаний из сферы электронной коммерции из числа коммерческих организаций, соответствующих вышеперечисленным характеристикам. Проведенный в таблице 11 анализ показывает, что им в наибольшей степени соответствуют следующие объекты исследования:

– Amazon.com Incorporated. Данная коммерческая организация является крупнейшим порталом электронной коммерции в мире, который предлагает наиболее широкий ассортимент потребительских товаров. Основной рынок представлен странами Северной Америки и западной Европы, что позволяет компании работать с наиболее платежеспособными пользователями. Стоит отметить, что на текущем этапе развития, который может быть охарактеризован как «бюрократизация», менеджмент активно ищет опции диверсификации бизнеса. Так, развитие продуктовой линейки «Amazon Web Services» и масштабирование облачной инфраструктуры призвано в долгосрочной перспективе обеспечить эффективность управления и углубление интеграции всех процессов создания стоимости. Данная инициатива в долгосрочной перспективе обеспечивает компании лидерство на рынке, оставляя в фокусе текущий основной бизнес компании – электронную коммерцию;

– Alibaba Group Holding Limited. Рассмотренная компания является ведущим мировым поставщиком услуг электронной коммерции как в сегменте B2B, так и на рынке продаж B2C. На платформе зарегистрировано более двух миллионов поставщиков, которые работают на национальном и международном уровнях. Развернутая логистическая инфраструктура Alibaba позволяет мерчантам осуществлять свои процессы в единой среде;

– JD.COM Limited. Данная коммерческая организация рассматривается как наиболее серьезный конкурент Alibaba Group Holding Limited на рынке электронной коммерции. С 2020 года компания претерпевает структурные организационные изменения, что объясняет необходимость ее включения в группу базовых компаний для формирования аналитического инструмента роста капитализации компаний в сфере электронной коммерции. Риск-ожидания стейкхолдеров, заложенные в капитализацию JD.COM Limited позволят получить более точные оценки в части учета фактора неопределенности, свойственного объектам исследования данной работы.

Предложенная конфигурация коммерческих организаций для формирования статистической базы исследования включает в себя компании, обладающие идентичной бизнес-моделью, отражающую ключевые особенности объекта исследования. Они, в свою очередь, публичны и раскрывают в своей отчетности информацию о факторах создания стоимости в полном объеме, что позволяет создать качественную информационно-статистическую базу. С другой – они находятся на разных стадиях жизненного цикла организации, что обеспечит унификацию разработанного инструмента в применении к различным по масштабам анализируемым компаниям. Этому также будет способствовать агрегирование метрик при формировании информационно-статистической базы регрессионной модели. Подход к агрегированию метрик раскрывается в таблице 12.

Таблица 12 – Методика сбора и агрегации данных для построения регрессионной модели

Метрика	Параметр модели	Единица измерения	Методика сбора и агрегации данных
1	2	3	4
Рыночная капитализация	CAP	млн USD	<ul style="list-style-type: none"> – Фиксация капитализации посуточно по цене закрытия по данным информационной системы Refinitiv EIKON [173] – Для периодов, в которые торги не проводились, используется цена последнего известного закрытия – Фиксация объема ценных бумаг в биржевом обращении посуточно по данным системы Refinitiv EIKON – Агрегация метрик базовых компаний аддитивно без корректировок, взвешивания
Товарооборот площадки	GMV	млн USD	<ul style="list-style-type: none"> – Сумма GMV фиксируется накопленным итогом по данным из квартальных/годовых отчетов исследуемых компаний – Распределение происходит согласно дневной сезонности потребительского спроса, характерного для рынка электронной коммерции – Воздействие экзогенных факторов, таких как пандемия COVID-19 и аналогичных макро-экстерналиев не элиминированы ввиду наличия явного влияния на спрос и капитализацию рассматриваемых компаний – Агрегация метрик базовых компаний аддитивно без корректировок, взвешивания

Продолжение таблицы 12

1	2	3	4
Число активных пользователей площадки	TAU	млн чел.	<ul style="list-style-type: none"> – Число активных пользователей фиксируется накопленным итогом по данным из квартальных/годовых отчетов исследуемых компаний – Распределение зафиксированного накопленного итогом объема TAU происходит согласно допущению о равномерном росте клиентской базы внутри года – Агрегация метрик базовых компаний аддитивно без корректировок, взвешивания
Операционный денежный поток площадки	OCF	млн USD	<ul style="list-style-type: none"> – Сумма операционного денежного потока пользователей фиксируется накопленным итогом по данным из квартальных/годовых отчетов исследуемых компаний – Распределение зафиксированного накопленного итогом объема OCF происходит пропорционально товарообороту площадки – Агрегация метрик базовых компаний аддитивно без корректировок, взвешивания

Источник: составлено автором.

С учетом специфики набора выделенных факторов создания стоимости и роста капитализации компаниями в сфере электронной коммерции, а также накопленных данных об агрегированных значениях метрик базовых компаний Amazon Incorporated, Alibaba Holding Group Limited, JD.COM Limited, регрессионная модель, используемая в основе разрабатываемого аналитического инструментария, принимает вид формулы (22)

$$Y_t = \beta_0 + \beta_1 X_{1t} + \beta_2 X_{2t} + \beta_3 X_{3t} + e_t, \quad (22)$$

где Y_t – зависимая переменная в период t ;
 β_n – коэффициенты линейной регрессии;
 X_{it} – независимые переменные в период t ;
 e_t – случайная ошибка.

Для построения регрессионной модели будет использована выборка из 1827 наблюдений за агрегированными по методологии, изложенной в таблице 12, метриками товарооборота (GMV), числа активных

пользователей площадки (TAU) и операционного денежного потока (OCF). Результирующим показателем, соответственно, остается рыночная капитализация компаний в сфере электронной коммерции (CAP).

3.3 Тестирование авторского инструментария

Для оценки эконометрической модели воздействия выделенных факторов роста капитализации компаний в сфере электронной коммерции, к которым относятся показатели товарооборота (GMV), числа активных пользователей площадки (TAU) и операционного денежного потока (OCF), на результирующий показатель рыночной капитализация (CAP) следует применить обобщенный метод наименьших квадратов (далее – ОМНК). Данный подход обеспечивает высокую статистическую чувствительность результирующего показателя к изменению факторных, оставаясь при этом универсальным и эффективным инструментом эконометрического анализа. Это позволит стейкхолдерам и субъектам анализа повысить уверенность в достоверности полученных оценок и обеспечить унификацию применения разработанного инструментария к различным типам объектов, соответствующим основным критериям принадлежности к экосистеме компаний в сфере электронной коммерции. Также к преимуществам полученных с помощью данного метода моделей можно отнести относительно невысокие требования к вычислительным мощностям и используемому программному обеспечению, что также позволит более эффективно масштабировать использование предложенного аналитического инструментария факторов создания стоимости [63].

Результаты эконометрического моделирования обобщенным методом наименьших квадратов представлены в таблице 13. По значению критерия t-статистики можно определить статистическую значимость каждого из полученных коэффициентов в предлагаемой модели. Для коэффициентов, которым соответствует соотношение $|t_n| < t_{\text{крит.}}$, следует сделать вывод

об отсутствии значимости и исключить фактор из спецификации. Напротив, если для полученного коэффициента справедливо соотношение $|t_n| > t_{\text{крит.}}$, то следует сделать вывод о статистической значимости параметра.

Для эконометрической модели, объясняющей воздействие факторов создания условий для роста рыночной капитализации компаниями в сфере электронной коммерции, в предлагаемой конфигурации уровень $t_{\text{крит.}}$ соответствует значению 1,961. Так, по данным таблицы 13 можно сделать вывод о том, что все предложенные факторы отвечают критерию статистической значимости и способны объяснить изменение результирующего показателя.

Таблица 13 – Результаты оценки регрессионного уравнения обобщенным методом наименьших квадратов

Переменная	Коэффициенты	Стандартная ошибка	t-статистика	P-значение
CAP	-713 640,245	25 018,181	-28,525	0,000
GMV	-16,168	2,772	-5,833	0,000
TAU	1 268,162	29,598	42,847	0,000
OCF	10,936	0,458	23,883	0,000

Источник: составлено автором.

Соответствующие выделенным факторам уровни р-значений говорят об отсутствии склонности полученной модели возвращать смоделированные значения с экстремальными отклонениями от фактических уровней. Данные таблицы 13 говорят о соответствии нормативным уровням р-значений для уровня значимости в 5%.

Таким образом, можно сделать вывод о том, что по критерию уровней t-статистики и р-значений предложенный набор факторов (GMV, TAU, OCF) является значимым статистически и может быть использован при объяснении изменений результирующей переменной (CAP). Соответственно, их можно использовать для моделирования.

Спецификация эконометрической модели, полученная на основе проведенного анализа методом наименьших квадратов представлена формулой (23)

$$CAP = -713\,640,2 - 16,17 \times GMV + 1268,16 \times TAU + 10,96 \times OCF, \quad (23)$$

где CAP – рыночная капитализация компании;

GMV, TAU, OCF – значения соответствующих факторов создания стоимости.

Предложенная спецификация эконометрической модели проходит тесты на статистическую значимость по критериям коэффициента детерминации R^2 и скорректированного коэффициента детерминации R_{corr}^2 . Для данной модели их значения находятся на уровнях 92,24% и 92,23% соответственно. Это позволяет сделать положительное заключение о статистической значимости разработанной регрессионной модели.

Критерий Фишера ($F_{\text{стат.}}$) способен, в свою очередь, охарактеризовать статистическую надежность получаемых с помощью разработанной эконометрической модели прогнозных оценок результирующего показателя. С точки зрения практической применимости предлагаемого аналитического инструментария для дальнейших исследований, данная метрика является определяющей. Для того, чтобы сделать положительное заключение о статистической надежности предложенной модели, необходимо выполнение следующего условия для модели в заданной спецификации: $F_{\text{стат.}} > F_{\text{крит.}}$. Предложенная спецификация отвечает данному условию: значение критерия Фишера ($F_{\text{стат.}}$) находится на уровне 7 222, что выше расчетного уровня $F_{\text{крит.}}$ в 3,001 для данной конфигурации модели. Таким образом, можно сделать вывод о подтверждении статистической надежности разработанного инструментария и возможности его практического применения для формирования информационно-аналитической базы при обосновании

управленческих решений в сфере управления ростом рыночной капитализации компаний в сфере электронной коммерции.

О возможности практического применения разработанной эконометрической модели также говорит тест интервальных оценок, результаты которого представлены в таблице 14.

Таблица 14 – Результаты теста интервальных оценок регрессионной модели

Коэффициент	Граница интервала «-»	Фактическое значение	Граница интервала «+»
b0	-762 707	-713 640	-664 572
b1	-21	-16	-11
b2	1 210	1 268	1 326
b3	10	11	12

Источник: составлено автором.

Об адекватности полученных с помощью разработанного инструментария говорит соответствие фактических значений условию $b_{int.-} < b < b_{int.+}$ для каждого из коэффициентов. Представленные в таблице 9 данные свидетельствуют о том, что данное условие выполняется для каждой из пар интервальных оценок. Это позволяет сделать заключение о репрезентативности и адекватности предложенного набора факторных показателей. О корректности полученной спецификации также свидетельствуют результаты теста Рамсея, изложенные в таблице 15.

Таблица 15 – Результаты теста Рамсея полученной регрессионной модели

Показатель	Значение
$F_{R-стат.}$	3,018
$F_{R-крит.}$	3,847

Источник: составлено автором.

Методика теста Рамсея рассматривает в качестве метрики, отражающей корректность спецификации полученной регрессионной модели уровень $F_{R-стат.}$. Для положительного заключения об отсутствии ошибок в спецификации аналитического инструмента необходимо удостовериться в выполнении условия $F_{R-стат.} < F_{R-крит.}$. Данные таблицы 15 говорят о выполнении данного критерия. Поэтому можно подтвердить вывод о том,

что предложенная спецификация эконометрической модели отвечает требованию статистической значимости и способна объяснять взаимосвязь между выделенными факторами создания стоимости и результирующей переменной, ошибки в ее конфигурации отсутствуют. Показатели, полученные в тесте Рамсея, также говорят о выполнении первой предпосылке Гаусса-Маркова. Соответственно, модель в данной спецификации может применяться для решения практических задач, результирующая переменная изменяется под воздействием предложенного набора факторов, а случайное отклонение в полученной спецификации не способно оказывать систематического влияния на прогнозные значения.

Данный вывод также подтверждает анализ смоделированных значений. Полученный по набору фактических метрик X_{1837} прогнозный уровень результирующего показателя Y_k показал минимальное отклонение от фактических значений Y_{1837} в 0,053%.

Следует отметить, что дальнейшее тестирование разработанной эконометрической модели выявило гетероскедестичность остатков. Этот вывод сделан на основе результатов теста Гольфилда-Квандта и теста Уайта, представленных в таблице 16.

Таблица 16 – Результаты теста полученной регрессионной модели на гомоскедестичность остатков

Методика	Условие гомоскедестичности остатков	Критическое значение для предложенной спецификации	Выполнение условия гомоскедестичности остатков
Тест Гольфилда-Квандта	$GQ^{-1} > F_{\text{крит.}}$	$F_{\text{крит.}} = 1,143$	Не выполнено
Тест Уайта	$W > W_{\text{крит.}}$	$W_{\text{крит.}} = 16,919$	Не выполнено

Источник: составлено автором.

Так, при использовании модели возникают риски искажения оценок, полученных с помощью предлагаемого аналитического инструментария, а в отдельных случаях гетероскедестичность остатков может свидетельствовать об ошибках в спецификации. Однако ранее проведенные

тесты на корректность спецификации модели и адекватность оценок свидетельствуют о том, что выявленная на данном этапе гетероскедестичность остатков является неотъемлемым свойством исходных данных [76]. Полученная модель, при этом, может быть использована в аналитических целях [47].

Аналогичное заключение можно сделать относительно положительной автокорреляции, наличие которой было установлено при проведении теста Дарбина-Уотсона. Эмпирические наблюдения за объектами исследования вместе с качественным анализом бизнес-моделей компаний в сфере электронной коммерции показывают, что альтернативные метрики находятся вне фокуса стейкхолдеров и не оказывают существенного влияния на рыночную капитализацию как результирующий показатель. Кроме того, экономическая активность рассмотренных в качестве базовых для разработки аналитического инструментария компаний из сферы электронной коммерции обладает сезонностью, которая соответствует колебаниям уровня потребительской активности.

Экономическая интерпретация полученной спецификации модели заключается в следующих выводах. Рыночная капитализация компаний электронной коммерции, выраженная их капитализацией, создается через увеличение объема активной аудитории (TAU) и генерирование операционного денежного потока (OCF). Прирост товарооборота площадки, вопреки консенсусу участников рынка, способствует разрушению стоимости объектов анализа. Рыночная капитализация компаний электронной коммерции, выраженная их капитализацией, как результирующий показатель наиболее чувствительна к колебаниям объема активной аудитории площадок. С точки зрения бизнес-моделей компаний-объектов исследования, объем пользователей является отправной точкой как для экстенсивного пути развития площадок. С учетом того, что большинство компаний в сфере электронной коммерции сейчас находятся на инвестиционной стадии, вопрос ожиданий экономии на масштабе во многом определяет инвестиционную

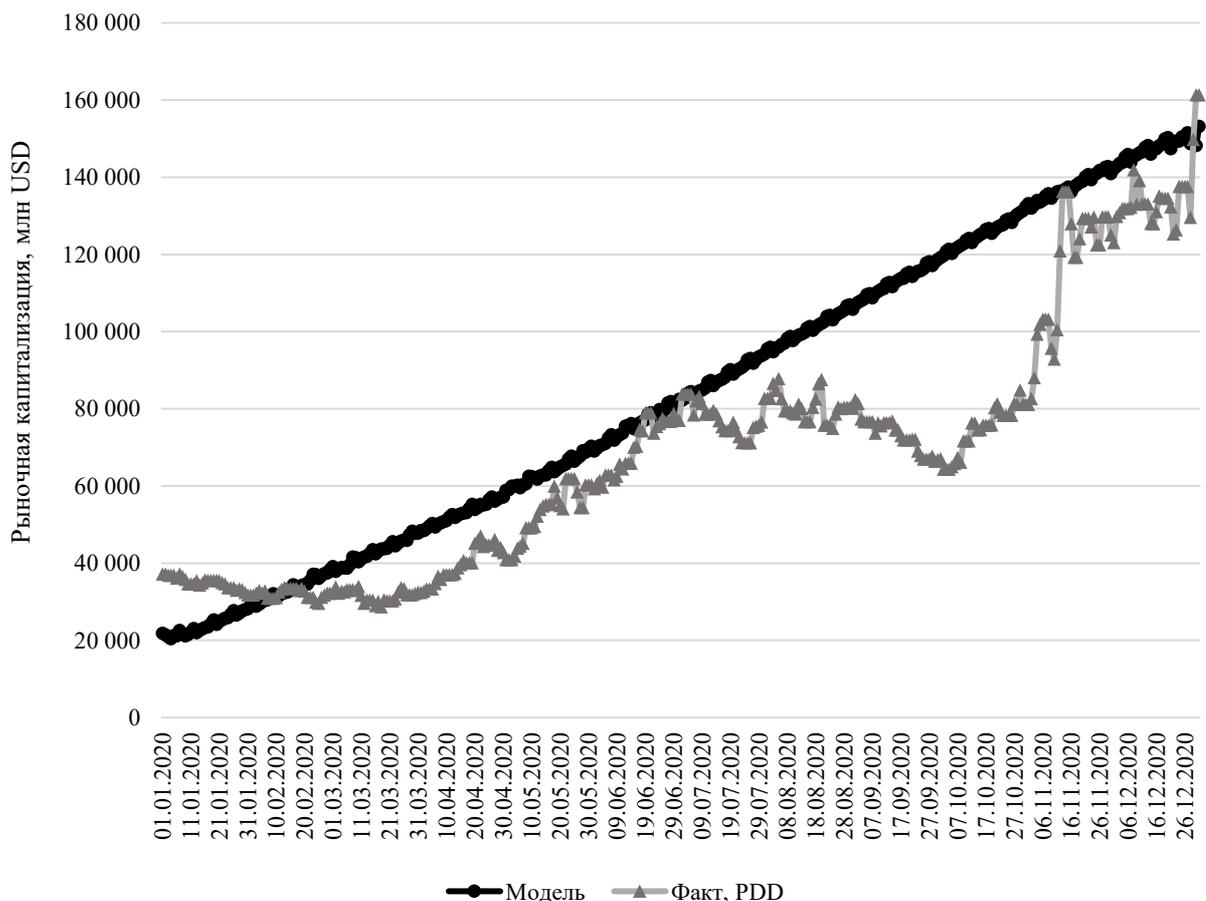
привлекательность подобных коммерческих организаций. Также стоит учитывать синергетический и экосистемный эффект, который возникает при взаимодействии с пользователями: однажды привлекая клиента, платформы способны предлагать ему все новые и новые продукты, обладающие различным порядком монетизации. Данная специфика влияния данной метрики на капитализацию также продиктована текущим этапом развития глобального рынка электронной коммерции. Его характеризует ярко выраженная фрагментированность: рыночный сегмент e-commerce представляет собой отдельную субстанцию, конкурирующую с традиционным ритейлом как в развитых странах, так и развивающихся. Его рост эмерджентен: с одной стороны проникновение сети «Интернет» и вовлечение его пользователей масштабирует рассмотренный сегмент, с другой – операторы розничной торговли сами становятся мерчантами на цифровых площадках. Их привлекательность, и, соответственно, синергетический эффект для всей совокупности стейкхолдеров. Соответственно, данная метрика может рассматриваться в качестве интегрального показателя масштаба бизнеса.

Положительный эффект на рыночную капитализацию компаний электронной коммерции оказывает положительный операционный денежный поток. Рынок электронной коммерции представлен в основном компаниями, которые находятся в инвестиционной стадии своих жизненных циклов. Положительный операционный денежный поток свидетельствует о жизнеспособности бизнес-модели компании на рынке электронной коммерции. Кроме того, это свидетельствует об общекорпоративной сбалансированности объекта исследования, оптимальности процессов и структуры капитала. Поэтому его можно рассматривать в качестве интегрального показателя эффективности.

Несмотря на то, что роль совокупного товарооборота площадки рассматривается стейкхолдерами как один из ключевых показателей при анализе компаний в сфере электронной коммерции, проведенный

эконометрический анализ показывает, что его прирост способен деструктивно влиять на акционерную стоимость коммерческой организации. Это можно объяснить с позиции фрагментированности рынка: даже крупные операторы площадки вынуждены инвестировать капитал в расширение пользовательской базы и удержание существующих клиентов. Данный эффект может особенно усиливаться в коммерческих организациях, которые не завершили балансировку операционных моделей: отрицательная юнит-экономика характерна для компаний в инвестиционной стадии жизненного цикла.

Результат применения разработанного инструментария на примере прогноза капитализации интернет-компании PINDUODUO Inc. Говорит о возможности его применения для решения практических задач. Соотношение фактических данных со смоделированными значениями представлено на рисунке 18.



Источник: [48].

Рисунок 18 – Соотношение смоделированных и фактических данных о рыночной стоимости в форме капитализации для «PINDUODUO Incorporated»

Визуальный анализ полученных графиков смоделированных и фактических значений показывает, что предлагаемый аналитический инструментарий генерирует консистентные данные, достаточно близкие к реальным значениям для их использования в формировании информационной базы для обоснования управленческих решений. Отклонения между сопоставляемыми рядами данных продиктована воздействием на объект исследования следующих факторов и особенностей внутренней и внешней сред. Заниженные значения смоделированной капитализации PINDUODUO против фактического уровня в течение января 2020 года объясняются сезонностью факторов модели. Так, из-за периода новогодних выходных и насыщения потребительского спроса активность пользователей, выраженная объемом TAU, падает. Также это сокращает объем транзакций на площадке, следовательно, сокращается объем OCF.

Однако с точки зрения стейкхолдеров, подобный тренд рассматривается как органическая сезонность и не закладывается в оценку текущей капитализации. Следует отметить, что лаг в оценке также связан с периодизацией эмиссии корпоративной отчетности, которая происходит кварталю. Основные управленческие решения стейкхолдерами принимаются, как правило, именно на данных из финансовой и интегрированной отчетности. На промежутке «февраль-сентябрь» смоделированные значения максимально приближаются к фактическим уровням. Данный период характеризуется выравниванием паттернов потребительского поведения. В третьем квартале наблюдается более существенное отклонение смоделированных и фактических значений наблюдается в промежутке «октябрь-ноябрь». Это связано с негативным влиянием фактов внешней среды. Объект анализа PINDUODUO Incorporated показал существенное отставание от ключевых конкурентов Alibaba и JD.COM по темпам прироста активных пользователей [170]. Сближение прогнозных значений модели с фактическими уровнями рыночной капитализации PINDUODUO наблюдается вновь к декабрю, метрики

начинают формировать единый тренд. Это связано с анонсом более позитивных предварительных операционных и финансовых результатов, подкрепленных ростом клиентской базы в «высокий сезон» интернет-торговли.

Проведенный анализ отклонений смоделированных значений от фактических позволяет сделать следующие выводы о практической применимости предложенного аналитического инструментария. Аналитический инструментарий дает консистентные оценки, достаточно близкие к фактическим значениям для прогностического применения в подготовке управленческих решений в области управления ростом капитализации компаний в сфере электронной коммерции. Результаты моделирования склонны быть более позитивными в периоды «высокого сезона» на рынке электронной коммерции, что связано с наибольшей чувствительностью к объему аудитории площадки. Данный эффект также усиливается за счет органического увеличения объема операционного денежного потока, который создает компания в периоды «высокого спроса». Это, в соответствии с полученной спецификацией модели, тоже позитивно влияет на уровень результирующего показателя. Учет воздействия внешних факторов ограничен, что продиктовано особенностью спецификации разработанной аналитической модели.

Ранние версии разработанного в ходе данной работы инструментария анализа факторов роста капитализации компаний из сегмента электронной коммерции были успешно протестированы и интегрированы в процессы принятия управленческих решений в ООО «Интернет решения», оперирующую под брендом OZON. Также в деятельность ООО «КЕХ eКоммерц», оперирующую под брендом Avito был внедрен актуальный авторский инструментарий. На основе данной модели была разработана система метрик, связанных с выделенными факторами создания стоимости, специфичным для компаний их отрасли – сферы электронной коммерции.

Классификация практических задач в сфере управления рыночной капитализацией компаний в сфере электронной коммерции, которые могут быть решены с применением разработанного аналитического инструментария представлены в таблице 17.

Таблица 17 – Типология решаемых с помощью разработанного инструментария задач в сфере управления капитализацией компаний в сфере электронной коммерции

Уровень окружения организации	Класс решаемых задач
Внутренняя среда компании в сфере электронной коммерции	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
Внешняя среда компании в сфере электронной коммерции	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

Источник: составлено автором.

Данные метрики стали основой системы мотивации продуктовых команд. Результаты применения авторской модели для компании OZON представлена в таблице 18.

Таблица 18 – 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.

Можно отметить, что авторская модель по результатам 2021 года давала консистентные значения в первом полугодии рассматриваемого

периода. Однако отклонения в третьем и четвертом квартале объясняются воздействием внешних факторов, которые не могут быть отражены в спецификации модели. Так по результатам третьего квартала наблюдалось снижение «среднего чека» клиента, что связано с изменением ассортиментной политики компании. Это негативно сказалось на юнит-экономике площадки [88]. Отрыв ключевого конкурента Wildberries по показателю рыночной доли увеличился как в третьем квартале, так и в четвертом. Наблюдался прессинг со стороны миноритарных игроков [68]. Ожидания инвесторов положительных финансовых результатов за весь период наблюдения.

Применение разработанного аналитического инструмента при стратегическом планировании позволяют более точно оценивать влияние целевых решений на капитализацию компании. Дальнейшее усовершенствование разработанного инструмента может быть осуществлено путем расширения набора факторов модели и ее спецификацией для различных типов компаний, масштабов бизнеса и рыночных сегментов.

Таким образом, в данной главе проведено исследование существующих подходов к анализу факторов создания акционерной стоимости. Установлено, что традиционный подход предполагает использование, в первую очередь, финансовых метрик. Они выражены совокупностью абсолютных (остаточная чистая прибыль, остаточная операционная прибыль, экономическая прибыль, денежная добавленная стоимость, экономическая добавленная стоимость, денежная добавленная стоимость, добавленная рыночная стоимость, добавленная акционерная стоимость) и относительных показателей (спред эффективности, индекс эффективности, маржа прибыль, стандартизированный показатель прибыли, стандартизированный показатель добавленной стоимости, общая доходность бизнеса, акционерная доходность, рыночные мультипликаторы). 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). Выявлено их принципиальное ограничение, связанное с детерминированностью факторных и результирующих показателей в данных инструментах. Это делает их неприменимым в условиях высокой неоправданности, характерной для отрасли электронной коммерции. Выявлены метрики, оказывающие наибольшее влияние на создание стоимости компаниями в сфере электронной коммерции. К ним относятся валовый объем реализации товаров и услуг интернет-площадки за определенный период времени (GMV), общий объем активных покупателей интернет-площадки на определенный момент времени (TAU), объем операционного денежного потока, сгенерированного площадкой накопленным итогом на определенный момент времени (OCF) [48]. Проведен анализ публичной отчетности компаний в сфере электронной коммерции. Обосновано использование показателей Amazon Incorporated, Alibaba Holding Group Limited, JD.COM Limited в качестве базы расчета. Обоснована спецификация регрессионной модели. Проведено моделирование и обоснована применимость разработанного аналитического инструментария [47]. Установлено, что рыночная капитализация компаний в сфере электронной коммерции, создается через увеличение объема активной аудитории (TAU) и генерирование операционного денежного потока (OCF). Прирост товарооборота площадки, вопреки консенсусу участников рынка, способствует разрушению стоимости объектов анализа. Установлено, рыночная капитализация компаний в сфере электронной коммерции более чувствительна к колебаниям объема активной аудитории площадок. Это доказывает чувствительность таких объектов исследования к «сетевому эффекту». Установлено, что положительный эффект на рыночную капитализацию компаний в сфере электронной

коммерции оказывает положительный операционный денежный поток. Данная метрика является прокси-показателем эффективности модели с точки зрения финансовой проекции. Установлено, что рост оборота статистически снижает рыночную капитализацию компаний в сфере электронной коммерции ввиду демпинга со стороны части игроков ввиду фрагментированности рынка. Проведена классификация управленческих задач, которые могут быть решены с помощью разработанного инструмента.

Заключение

Поставленные цели диссертационного исследования и определенные задачи выполнены в полном объеме.

Проведен критический анализа существующих трактовок к категории «стоимость коммерческой организации». На основе компаративного подхода 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. Предложенный подход позволяет отойти от связанных с методологией оценки трактовок и наиболее широко обосновать факторы создания стоимости компании.

На основе проведенного анализа существующих практик классификации факторов создания стоимости и роста рыночной капитализации коммерческих организаций обоснован авторский подход к классификации. 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 возможность

экономических субъектов к прямому воздействию на проявление фактов. Это позволяет менеджменту оптимизировать набор стратегий, тактик и операционных решений в зависимости от набора факторов и характера их воздействия.

При помощи основе эмпирического анализ рынка электронной коммерции и исследования экосистемного подхода проведена сегментация данного отраслевого сектора как сегмента 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. Это позволяет проводить четкие границы электронной коммерции как отрасли при реализации как долгосрочных программ развития, так при регулировании и классификации субъектов экономической деятельности.

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. Данные выводы служат основой при разработке ценностно-ориентированных управленческих решений менеджментом коммерческих организаций сегмента электронной коммерции;

Предложена, обоснована и практически апробирована авторская методика анализа факторов роста капитализации компаний в сфере электронной коммерции. Авторский инструментарий может использоваться при стратегическом планировании для более точной оценки влияния

управленческих решений на капитализацию компании. Авторская методика позволяет решить следующие исследовательские проблемы:

- 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.

Список литературы

Книги

1. Аникин, А.В. Уильям Петти / А.В. Аникин, В.А. Аникин. – Москва : Издательство Экономика, 1986. – 94 с. – ISBN отсутствует.
2. Боди, З. Финансы / З. Боди, Р. Мертон. – Москва : Издательство Вильямс, 2007. – 592 с. – ISBN 978-5-8459-0946-6.
3. Борисоглебская, Л.Н. Развитие стран БРИКС в глобальном пространстве / Л.Н. Борисоглебская, В.М. Четвериков, Л. Цзюань, Я. Чэньюй. – Москва : Издательство НИЦ ИНФРА-М, 2024. – 224 с. – ISBN 978-5-16-009403-8.
4. Брейли, Р. Принципы корпоративных финансов / Р. Брейли, С. Майерс, Ф. Аллен. – Москва : Издательство Вильямс, 2015. – 576 с. – ISBN 978-5-8459-1845-1.
5. Волков, Д.Л. Теория ценностно-ориентированного менеджмента: финансовый и бухгалтерский аспекты / Д.Л. Волков. – Санкт-Петербург : Высшая школа менеджмента СПбГУ, 2008. – 320 с. – ISBN 978-5-9924-0035-9.
6. Волкова, Е.С. Нечеткие множества и мягкие вычисления в экономике и финансах : учебное пособие / Е.С. Волкова, В.Б. Гисин. – Москва : Издательство КноРус, 2021. – 155 с. – ISBN 978-5-406-03543-6.
7. Голикова, В.В. Влияние глобализации на поведение российских промышленных предприятий / В.В. Голикова, К.Р. Гончар, Б.В. Кузнецов // XII Международная научная конференция по проблемам развития экономики и общества : сборник по итогам XII Международной научной конференции по проблемам развития экономики и общества НИУ «Высшая школа экономики»; под редакцией Е.Г. Ясина : в четырех книгах. Книга 4. – Москва : Издательский дом Высшей школы экономики, 2012. – 532 с. – ISBN 978-5-7598-0950-0.

8. Грэм, Б. Разумный инвестор: полное руководство по стоимостному инвестированию / Б. Грэм. – Москва : Издательство Альпина Паблишер, 2020. – 568 с. – ISBN 978-5-9614-1874-3.

9. Дамодаран, А. Инвестиционная оценка. Инструменты и методы оценки любых активов / А. Дамодаран. – Москва : Альпина Паблишер, 2020. – 1320 с. – ISBN 978-5-9614-6286-9.

10. Дзамихов, И.А. Современные тенденции в электронном бизнесе и электронной коммерции / И.А. Дзамихов, Н.А. Копылова // Классический и стратегический менеджмент коммерческой деятельности в современных условиях : сборник научных статей Всероссийской научно-практической конференции «Организационно-экономические инновации для цифровой экономики», посвященной 113-летию образования РЭУ им. Г.В. Плеханова, 75-летию факультета менеджмента ; под редакцией М.А. Пономарева [и др.]. – Москва : Издательство Российский экономический университет им. Г.В. Плеханова, 2019. – 200 с. – ISBN 978-5-7307-1594-3.

11. Додд, Д. Анализ ценных бумаг / Д. Додд, Б. Грэм. – Москва : Издательство Вильямс, 2016. – 880 с. – ISBN 978-5-8459-1945-8.

12. Жихарева, Е.А. Роль электронного бизнеса и электронной коммерции в развитии мировой экономики / Е.А. Жихарева, А.С. Белозерский, Д.Р. Мунзафарова // Мировые инновационные прорывы : сборник статей по материалам международной научно-практической конференции ; под редакцией Е.Ю. Копыловой [и др.]. – Иркутск : Издательство ООО «Научное партнерство «Апекс», 2017. – 112 с. – ISBN отсутствует.

13. Ивашковская, И.В. Корпоративные финансы. Руководство к изучению курса : учебное пособие / И.В. Ивашковская. – 2-е издание. – Москва : Издательский дом ГУ ВШЭ, 2008. – 334 с. – ISBN 978-5-7598-0583-0.

14. Кларк, Д.Б. Распределение богатства / Д.Б. Кларк. – Москва : Издательство Экономика, 1992. – 448 с. – ISBN 5-282-01472-6.

15. Когденко, В.Г. Корпоративная финансовая политика : монография / В.Г. Когденко. – Москва : Издательство Юнити-Дана, 2017. – 615 с. – 1000 экз. – ISBN 978-5-238-02515-5.
16. Коллинз, Д. От хорошего к великому / Д. Коллинз, К. Макгонигал. – Москва : Издательство Манн, Иванов и Фербер, 2014. – 384 с. – ISBN 978-500057-057-9.
17. Коупленд, Т. Стоимость компаний – оценка и управление / Т. Коупленд, Т. Коллер, Д. Муррин. – Москва : Издательство Олимп-Бизнес, 2008. – 576 с. – ISBN 978-5-9693-0119-1.
18. Маркс, К. Капитал / К. Маркс. – Москва : Издательство АСТ, 2019. – 704 с. – ISBN 978-5-171-13218-7.
19. Маршалл, А. Принципы экономической науки / А. Маршалл. – Москва : Издательская группа «Прогресс», 1993. – 1248 с. – ISBN 5-01-004201-1.
20. Менгер, К. Избранные работы / К. Менгер. – Москва : Издательский дом «Территория будущего», 2005. – 496 с. – ISBN 5-7333-0175-9.
21. Мин, Ц. Алибаба и умный бизнес будущего: как оцифровка бизнес-процессов изменила взгляд на стратегию / Ц. Мин. – Москва : Издательство Альпина Паблишер, 2019. – 320 с. – ISBN 978-5-9614-2143-9.
22. Нортон, Д. Сбалансированная система показателей. От стратегии к действию / Д. Нортон, Р. Каплан. – Москва : Издательство Олимп-Бизнес, 2021. – 320 с. – ISBN 978-5-9693-0358-4.
23. Рикардо, Д. Начала политической экономии и податного обложения / Д. Рикардо. – Москва : Издательство Юрайт, 2020. – 311 с. – ISBN 978-5-534-12150-6.
24. Рутгайзер, В.М. Оценка стоимости бизнеса : учебное пособие / В.М. Рутгайзер. – Москва : Издательство Маросейка, 2007. – 448 с. – ISBN 978-5-903271-22-1.

25. Смит, А. Исследование о природе и причинах богатства народов / А. Смит. – Москва : Издательство Бомбора, 2022. – 1056 с. – ISBN 978-5-04-121657-3.
26. Теплова, Т.В. Инвестиции : учебник / Т.В. Теплова. – Москва : Издательство Юрайт, 2011. – 724 с. – ISBN 978-5-9916-1190-9.
27. Уолш, К. Ключевые показатели менеджмента: как анализировать, сравнивать и контролировать данные, определяющие стоимость компании / К. Уолш. – Москва : Издательство Дело, 2001. – 359 с. – ISBN 5-215-00802-7.
28. Фомин, П.А. Оценка эффективности использования финансов предприятий в условиях рыночной экономики / П.А. Фомин, В.В. Хохлов. – Москва : Издательство Высшая школа, 2007. – 284 с. – ISBN отсутствует.
29. Шеремет, А.Д. Комплексный анализ хозяйственной деятельности / А.Д. Шеремет. – Москва : Издательство Инфра-М, 2006. – 415 с. – ISBN 5-16-002687-8.
30. Щербаков, В.А. Оценка стоимости предприятия (бизнеса) / В.А. Щербаков, Н.А. Щербакова. – Москва : Издательство Омега-Л, 2008. – 288 с. – ISBN 978-5-370-00948-8.
31. Эскиндаров, М.А. Оценка стоимости бизнеса : учебник / М.А. Эскиндаров, М.А. Федотова. – Москва : Издательство Кнорус, 2023. – 320 с. – ISBN 978-5-406-04745-3.

Нормативно–правовые акты

32. Российская Федерация. Законы. Гражданский кодекс Российской Федерации. Часть первая : федеральный закон № 51-ФЗ [принят Государственной Думой 21 октября 1994 года (редакция от 24.07.2023)]. – Информационно-правовой портал «Гарант.ру». – Текст : электронный. – URL: <https://garant.ru/#/document/10164072> (дата обращения: 12.12.2023).
33. Российская федерация. Законы. Об оценочной деятельности в Российской Федерации : федеральный закон № 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 (дата обращения: 16.04.2023).

34. О Стратегии развития информационного общества в Российской Федерации на 2017-2030 годы [Указ Президента Российской Федерации от 09.05.2017 № 203] – Справочно–правовая система «Консультант Плюс». – Текст : электронный. – URL: https://www.consultant.ru/document/cons_doc_LAW_216363 (дата обращения: 12.01.2024).

Стандарты

35. Федеральный стандарт оценки ФСО № 2 «Цель оценки и виды стоимости [Приказ Минэкономразвития России от 20.05.2015 № 298) // Справочно–правовая система «Консультант Плюс». – Текст : электронный. – URL: https://www.consultant.ru/document/cons_doc_LAW_180061/cb79bf0adb561730b5a291bfc6be4a94f0f44eaf (дата обращения: 21.07.2023).

36. Федеральный стандарт оценки ФСО № 8 «Оценка бизнеса» [Приказ Минэкономразвития России от 1 июня 2015 г. № 326) // Справочно-правовая система «Консультант Плюс». – Текст : электронный. – URL: https://www.consultant.ru/document/cons_doc_LAW_180654/45ed846e59587aa360f7eddd475dd01ea88f468d (дата обращения: 13.04.2024).

Статьи

37. Аксанова, О.В. Эволюция подходов к осознанию сущности понятия стоимости бизнеса и ее оценки / О.В. Аксанова, А.В. Карпенко // Общество: политика, экономика, право. – 2010. – № 2. – С. 38-42. – ISSN 2071-9701.

38. Артемов, С.В. Выявление ключевых факторов создания стоимости компании при оценке интернет-фирм доходным подходом / С.В. Артемов, И.В. Березинец // Корпоративные финансы. – 2008. – № 3. – С. 18-33. – ISSN 2073-0438.

39. Бариленко, В.И. Аналитическое обоснование перспективных бизнес-моделей компаний малого бизнеса / В.И. Бариленко, В.В. Бердников, О.Ю. Гавель // Управленческие науки. – 2014. – № 4 (13). – С. 67-76. – ISSN 2304-022X.

40. Бариленко, В.И. Бизнес-анализ как инструмент обеспечения устойчивого развития хозяйствующих субъектов / В.И. Бариленко // Учет. Анализ. Аудит. – 2014. – № 1. – С. 25-31. – ISSN 2408-9303.

41. Беляев, Д.В. Тенденции развития прямых иностранных инвестиций в условиях глобализации / Д.В. Беляев // Молодой ученый. – 2013. – № 5 (52). – С. 253-263. – ISSN 2072-0297.

42. Волкова, Н.А. Модель оценки уровня эффективности корпоративного управления / Н.А. Волкова // Статистика и экономика. – 2018. – № 2. – С. 49-58. – ISSN 2500-3925.

43. 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.

44. 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.

45. 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.

46. 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.

47. 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.

48. 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.

49. 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.

50. Древинг, С.Р. Нефинансовые факторы формирования стоимости в системе финансового контроля стратегии развития холдинга / С.Р. Древинг, Л.Е. Хрустова // Финансы: теория и практика. – 2018. – № 22 (5). – С. 53-68. – ISSN 2587-5671.

51. Дробот, Е.В. Концептуальные основы устойчивого развития в XXI веке: принцип триединства и подходы к оценке воздействия бизнеса / Е.В. Дробот, И.Н. Макаров, И.А. Почепаев // Лидерство и менеджмент. – 2020. – № 4. – С. 643-658. – ISSN 2410-1664.

52. Ефимова, О.В. Анализ устойчивого развития компании: стейкхолдерский подход / О.В. Ефимова // Экономический анализ: теория и практика. – 2013. – № 45 (348). – С. 41-51. – ISSN 2073-039X.

53. Ефимова, О.В. Разработка аналитического обеспечения стратегии устойчивого развития коммерческих организаций / О.В. Ефимова // Аудит и финансовый анализ. – 2014. – № 3. – С. 303-308. – ISSN 2618-9828.

54. Ивашковская, И.В. Стейкхолдерский подход к управлению, ориентированному на приращение стоимости компании / И.В. Ивашковская // Корпоративные финансы. – 2012. – № 1. – С. 14-23. – ISSN 2073-0438.

55. Крейк, А.И. Связность / деструктивность – основной эмерджентный эффект, определяющий возможность существования социальных образований / А.И. Крейк // Психология, социология и педагогика. – 2013. – № 4. – С. 10-14. – ISSN 2226-2148.

56. Кривда, С.В. Экономическая прибыль предприятия / С.В. Кривда // Проблемы экономики и юридической практики. – 2011. – № 3. – С. 12-16. – ISSN 2541-8025.

57. Минченко, Л.В. Разработка рекомендаций по совершенствованию системы менеджмента на предприятиях электронной коммерции / Л.В. Минченко, Н.В. Кузнецов, Ю.М. Жужома // Российский экономический вестник. – 2020. – № 1. – С. 57-62. – ISSN 2658-5286.

58. Митрофанова, М.А. Понятие, правовая природа, субъекты электронной торговли для целей налогообложения / М.А. Митрофанова // Закон и право. – 2019. – № 9. – С. 85-89. – ISSN 2073-3313.

59. Муратов, А.С. Синергизм и эмерджентность: генезис их гармонизации в экономике и управлении / А.С. Муратов, И.П. Поварич // Вестник КемГУ. – 2012. – № 1. – С. 271-274. – ISSN 2500-3372.

60. Пламадяла, А.П. Электронная торговля как форма международного бизнеса: российская и зарубежная практика / А.П. Пламадяла // Экономика и бизнес: теория и практика. – 2021. – № 6-2. – С. 141-144. – ISSN 2411-0450.

61. Плучевская, Е.В. Применение PESTEL-анализа для оптимизации систем управления на предприятиях на примере рынка недвижимости / Е.В. Плучевская, А.А. Кондратьева // Известия Томского политехнического университета. – 2012. – № 6. – С. 85-90. – ISSN 2413-1830.

62. Ряжских, А.А. Методические аспекты оценки рынка электронной коммерции (на основе изучения опыта международных электронных площадок) / А.А. Ряжских, Д.О. Ямпольская, С.Ю. Черников // Вестник Московской международной высшей школы бизнеса МИРБИС. – 2018. – № 3 (15). – С. 37-44. – ISSN 2411-5703.

63. Усмонов, М. Метод наименьших квадратов / М. Усманов // Science and Education. – 2021. – № 7. – С. 54-65. – ISSN 0926-7220.

64. Шеремет, А.Д. Комплексный анализ показателей устойчивого развития предприятия / А.Д. Шеремет // Экономический анализ: теория и практика. – 2014. – № 45. – С. 2-10. – ISSN 2073-039X.

65. Яковлева, И.В. Концепция VBM в управлении современной компанией / И.В. Яковлева, О.В. Долженкова // Молодой ученый. – 2017. – № 46 (180). – С. 166-170. – ISSN 2072-0297.

Электронные ресурсы

66. 5 рыночных событий 2020 года, в которые год назад никто бы не поверил / РБК : сайт. – Текст: электронный. – URL: <https://clck.ru/3GLg9P> (дата обращения: 06.06.2022).

67. Агентство Data Insight обновило карту экосистемы электронной торговли в России / Sostav : сайт. – Текст : электронный. – URL: <https://www.sostav.ru/publication/data-insight-54818.html> (дата обращения: 12.01.2024).

68. Анализ OZON – Декабрь 2021 / Longterm Investments : сайт. – Текст : электронный. – URL: <https://longterminvestments.ru/ozon-dec2021> (дата обращения: 11.10.2023).

69. Анализ отрасли по Портеру / Dekanblog : сайт. – Текст : электронный. – URL: <https://www.dekanblog.ru/analiz-otrasli-po-porteru> (дата обращения: 10.04.2021).

70. Будущее уже не то: у Wildberries, Ozon и других больше нет планов, но есть наши деньги / VC : сайт. – Текст : электронный. – URL: <https://vc.ru/trade/424409-budushchee-uzhe-ne-to-u-wildberries-ozon-i-drugih-bolshe-net-planov-no-est-nashi-dengi> (дата обращения: 02.05.2023).

71. В чем секрет единорогов? / Insider : сайт. – Текст : электронный. – URL: <https://ru.insider.pro/technologies/2015-04-09/v-chem-sekret-edinorogov> (дата обращения: 18.03.2021).

72. Выявленные случаи неправомерного использования инсайдерской информации и манипулирования рынком. / Банк России : сайт. – Текст : электронный. – URL: https://www.cbr.ru/inside/inside_detect (дата обращения: 06.06.2022).

73. Инвойсинг / Ю–касса : сайт. – Текст : электронный. – URL: <https://yookassa.ru/invoysing> (дата обращения: 15.01.2024).

74. Иностранные биржи остановили торги бумагами российских компаний / Ведомости : сайт. – Текст : электронный. – URL: <https://www.vedomosti.ru/finance/articles/2022/03/03/912033-inostrannie-birzhi> (дата обращения: 06.06.2022).

75. Как правильно выбрать классифайд для удачных продаж? / VC : сайт. – Текст : электронный. – URL: <https://vc.ru/u/1724369-allcedo/673137-kak-pravilno-vybrat-klassifayd-dlya-udachnyh-prodazh> (дата обращения: 12.01.2024).

76. Калишенко, А.Л. Оценка факторов, влияющих на динамику развития города / А.Л. Калишенко // Федеральное государственное автономное образовательное учреждение высшего профессионального образования Национальный исследовательский университет «Высшая школа экономики» : сайт. – Текст : электронный. – URL: <https://www.hse.ru/edu/vkr/125257796> (дата обращения: 10.05.2021).

77. Клиентская составляющая сбалансированной системы показателей (ССП) на примере судоходной компании / Корпоративный менеджмент : сайт. – Текст : электронный. – URL: <http://www.cfin.ru/press/practical/2006-09/02.shtml> (дата обращения: 10.04.2021).

78. Коэффициент Тобина / Альт-Инвест : сайт. – Текст : электронный. – URL: https://www.alt-invest.ru/lib/tobin-s_q (дата обращения: 09.10.2023).

79. Критерии оценок и управление в информационном веке / Библиотека управления : сайт. – Текст : электронный. – URL: <https://www.cfin.ru/management/controlling/bsc.shtml> (дата обращения: 10.04.2021).

80. Кто такие инфлюенсеры и как они помогают компаниям зарабатывать / РБК : сайт. – Текст : электронный. – URL: <https://trends.rbc.ru/trends/social/61fcde0a9a7947477b15287d?from=copy> (дата обращения: 15.01.2024).

81. Логистика / Экосистема : сайт. – Текст : электронный. – URL: <https://ecommerce.datainsight.ru/logistics/> (дата обращения: 12.01.2024).

82. Маржинализм / Экономический словарь : сайт. – Текст : электронный. – URL: <https://clck.ru/3GLRus> (дата обращения: 02.04.2021).

83. Маркетплейсы / Экосистема : сайт. – Текст : электронный. – URL: <https://ecommerce.datainsight.ru/torgovie-ploshadki> (дата обращения: 12.01.2024).

84. Модели оценки стоимости собственного капитала, финансовый менеджмент : сайт. – Текст : электронный. – URL: <https://clck.ru/3GLPyP> (дата обращения: 11.04.2021).

85. Навстречу вызовам – Годовой отчет 2021 / IFC : сайт. – Текст : электронный. – URL: <https://www.ifc.org/content/dam/ifc/doc/2021/ifc-ar21-ru.pdf> (дата обращения: 22.04.2024).

86. Новое понимание стоимости / KPMG : сайт. – Текст : электронный. – URL: <https://assets.kpmg/content/dam/kpmg/ru/pdf/2018/12/ru-ru-new-vision-of-value.pdf> (дата обращения: 18.04.2021).

87. Обвал акций российских компаний на Лондонской бирже составил до 75%. / РБК : сайт. – Текст : электронный. – URL: <https://quote.rbc.ru/news/article/621c868b9a794750399bcf3b> (дата обращения: 06.06.2022).

88. Обзор бизнес-модели Ozon и когда маркетплейс станет прибыльным / SmartLAB : сайт. – Текст : электронный. – URL: <https://smartlab.ru/blog/901826.php> (дата обращения: 11.10.2023).

89. Онлайн–фискализация / Cloud Payments : сайт. – Текст : электронный. – URL: <https://cloudpayments.ru/online-fiskalizatsiya#> (дата обращения: 14.04.2024).

90. Отраслевые организации / Экосистема : сайт. – Текст : электронный. – URL: <https://ecommerce.datainsight.ru/otraslevye-organizazii> (дата обращения: 15.01.2024).

91. Отчеты и результаты / Ozon Investor Relations : сайт. – Текст : электронный. – URL: <https://ir.ozon.com/ru> (дата обращения: 20.04.2024).

92. Оценка стоимости фирмы / Корпоративный менеджмент : сайт. – Текст : электронный. – URL: https://www.cfin.ru/appraisal/business/intro/company_value.shtml (дата обращения: 08.04.2021).

93. Платежные системы / Экосистема : сайт. – Текст : электронный. – URL: <https://ecommerce.datainsight.ru/platezhi> (дата обращения: 14.01.2024).

94. Показатели результатов деятельности организации в рамках VBM / Библиотека управления : сайт. – Текст : электронный. – URL: <https://clck.ru/3GLT4m> (дата обращения: 11.04.2021).

95. Привлечение покупателей / Экосистема : сайт. – Текст : электронный. – URL: <https://ecommerce.datainsight.ru/privlechenie-rokupateley> (дата обращения: 15.01.2024).

96. Прогноз: объем рынка e-commerce в России достигнет 7,5 триллионов рублей в 2025 году / New Retail : сайт. – Текст : электронный. – URL: <https://clck.ru/3GLTFT> (дата обращения: 10.08.2023).

97. Работа с собственными торговыми марками (СТМ) / Экосистема : сайт. – Текст : электронный. – URL: <https://ecommerce.datainsight.ru/ctm> (дата обращения: 15.01.2024).

98. Разработка модели анализа устойчивого развития компании / Журнал «Проблемы современной экономики» : сайт. – Текст : электронный.

– URL: <http://www.m-economy.ru/art.php?nArtId=3804> (дата обращения: 10.04.2021).

99. Разработка ССП / PPT-Онлайн : сайт. – Текст : электронный.
– URL: <https://ppt-online.org/40979> (дата обращения: 10.04.2021).

100. Россияне более лояльны к фэшн-маркетплейсам, чем к FMCG / Sostav : сайт. – Текст : электронный. – URL: <https://clck.ru/3GLTdF> (дата обращения: 19.05.2023).

101. Сбалансированная система показателей / Питер–Консалт : сайт.
– Текст : электронный. – URL: <http://piter-consult.ru/home/Articles/hr-managment-articles/HR-balanced-scorecard> (дата обращения: 09.04.2022).

102. СДЕК Фулфилмент / СДЕК : сайт. – Текст : электронный.
– URL: <https://ff.cdek.ru/fulfillment> (дата обращения: 12.01.2024).

103. Синергизм и эмерджентность: генезис их гармонизации в экономике и управлении. Текст научной статьи по специальности «Экономика и бизнес» / СибСкрипт : сайт. – Текст : электронный.
– URL: <https://clck.ru/3GLVzd> (дата обращения: 29.04.2021).

104. Система взаимосвязанных показателей (Balanced scorecard) / Словарь терминов по управленческому учету Academic : сайт.
– Текст : электронный. – URL: https://management_accounting.academic.ru/524 (дата обращения: 10.04.2021).

105. Составляющая внутренних бизнес-процессов / Финансовый анализ : сайт. – Текст : электронный. – URL: <https://clck.ru/3GLX2j> (дата обращения: 10.04.2021).

106. Способен ли показатель EVA измерять то, для чего предназначен? / Executive.ru : сайт. – Текст : электронный. – URL: <https://clck.ru/3GLX8u> (дата обращения: 11.04.2021).

107. Токенизированная карта / Банки.ру : сайт. – Текст : электронный.
– URL: <https://clck.ru/3GLXMk> (дата обращения: 15.01.2024).

108. Три этапа разработанной Методологии КПМГ по определению действительной стоимости / KPMG : сайт. – Текст : электронный.

– URL: <https://assets.kpmg/content/dam/kpmg/ru/pdf /2018/12/ru-ru-new-vision-of-value.pdf> (дата обращения: 18.04.2021).

109. Управление магазином. Экосистема электронной коммерции : сайт. – Текст : электронный. – URL: <https://ecommerce.datainsight.ru/upravlenie-magazinom> (дата обращения: 15.01.2024).

110. Финансовая составляющая сбалансированной системы показателей / Economics.Studio : сайт. – Текст : электронный. – URL: <http://economics.studio/finansy-kredit/potapova-lyufinansovaya-sostavlyayuschaya-28668.html> (дата обращения: 20.03.2021).

111. Фулфилмент. Глоссарий. Бизнес-секреты «Тинькофф» : сайт. – Текст : электронный. – URL: <https://secrets.tinkoff.ru/glossarij/fulfilment> (дата обращения: 12.01.2024).

112. Фулфилмент для электронной торговли 2021 : сайт. – Текст : электронный. – URL: <https://datainsight.ru/fulfilment-dlya-elektronnoy-torgovli-2021> (дата обращения: 21.09.2023).

113. Экосистема электронной торговли 2019 : сайт. – Текст : электронный. – URL: <https://ecommerce.datainsight.ru/ecosystem2019> (дата обращения: 15.01.2024).

114. Экосистема электронной торговли 2023 v1 : сайт. – Текст : электронный. – URL: <https://ecommerce.datainsight.ru> (дата обращения: 15.01.2024).

115. Электронная коммерция. Глоссарий портала Retail.ru : сайт. – Текст : электронный. – URL: <https://www.retail.ru/glossary/e-commerce> (дата обращения: 29.10.2023).

116. BNPL-сервисы: чем оплата покупок по частям отличается от рассрочки / РБК : сайт. – Текст : электронный. – URL: <https://trends.rbc.ru/trends/industry/618271559a79473ec0f39e5d?> (дата обращения: 15.01.2024).

117. СРА-маркетинг: принципы, термины, чек-листы / VC : сайт. – Текст : электронный. – URL: <https://vc.ru/marketing/131077-сра-marketing-principyu-terminy-cheek-listy> (дата обращения: 15.01.2024).

118. E-commerce – Электронная коммерция / РУДН : сайт. – Текст : электронный. – URL: https://admission.rudn.ru/master/directions/programs/e_commerce_elektronnaya_kommertsiya_ooo_netologiya_os_hnaaya2636551 (дата обращения: 01.11.2023).

119. E-commerce в смартфоне: тренды в создании мобильных приложений в 2022 году / Retail.ru : сайт. – Текст : электронный. – URL: <https://www.retail.ru/articles/e-commerce-v-smartfone-trendy-v-sozdanii-mobilnykh-prilozheniy-v-2022-godu> (дата обращения: 12.01.2024).

120. IT-Экосистема : сайт. – Текст : электронный. – URL: <https://ecommerce.datainsight.ru/it/> (дата обращения: 14.01.2024).

121. OZON АДР (Мосбиржа) / БКС Экспресс : сайт. – Текст : электронный. – URL: <https://bcs-express.ru/kotirovki-i-grafiki/ozon> (дата обращения: 20.04.2024).

Источники на иностранном языке

122. California Civil Code / California Legislature. – New York : Publisher Michie, 2024. – 1632 p. – ISBN 978-1-668-71828-5.

123. Mensah, J. Sustainable development: meaning, history, principles, pillars, and implications for human action / J. Mensah. – London : Taylor & Francis Group, 2019. – 21 p. – ISBN отсутствует.

124. Damodaran, A. Applied Corporate Finance / A. Damodaran. – New York : John Wiley and Sons, Ltd., 2015. – 656 p. – ISBN 978-1-118-80893-1.

125. Damodaran, A. Introduction to Corporate Finance / A. Damodaran. – New York : New York University's Stern School of Business, 2012. – 992 p. – ISBN 978-0-470-16110-4.

126. Gerstenberg, W. Financial organization and management / W. Gerstenberg. – New York : Prentice-Hall Publishing, 1959. – 624 p. – ISBN 978-0-133-15341-5.

127. Laudon, K. E-Commerce: business, technology and society / K. Laudon, C. Traver. – Hoboken : Prentice-Hall Publishing, 2009. – 115 p. – ISBN 978-0-133-93895-1.

128. Myers, S. Corporate finance: financing and risk management / S. Myers, R. Brealey. – New York : McGraw-Hill, 2002. – 448 p. – ISBN 978-0-071-38378-3.

129. Nelson, T. The persistence of founder influence: management, ownership, and performance effects at initial public offering / T. Nelson. – Hoboken : Wiley, 2003. – 774 p. – ISBN отсутствует.

130. Salim, I. Exponential Organizations / I. Salim. – Moffett Field : Singularity University Book, 2014. – 312 p. – ISBN 978-1-626-81423-3.

131. Schneider, G. Electronic commerce / G. Schneider. – Boston : Course technology press, 2010. – 680 p. – ISBN 978-0-538-46924-1.

132. Whelan, T. ESG and financial performance: uncovering the relationship by aggregating evidence from 1,000 plus studies published between 2015-2020 / T. Whelan, U. Atz, T. Van Holt, C. Clark // NYU STERN Center for sustainable business. – 2021. – № 10. – P. 520-536. – ISSN отсутствует.

133. Bae, K. Large Trade Anticipation / K. Bae, D. Peter, J.L. Eun // SSRN. – 2016. – № 4. – P. 1-56. – ISSN 2304-7151.

134. Burova, I. Legal regulation of E-commerce / I. Burova, M. Lavrentieva, R. Lenkovskaya [et al.] // International Journal of Engineering & Technology. – 2018. – № 7 (3.15). – P. 222-225. – ISSN 1793-8236.

135. Chen, W. The Internet in everyday life / W. Chen, J. Boase, B. Wellman // Centre for Urban and Community Studies. – 2002. – P. 74-113. – ISSN отсутствует.

136. Fama, F. Value versus growth: the International Evidence / F. Fama, K. French // The Journal of Finance. – 1998. – № 6. – P. 1975-1999. – ISSN 0022-1082.

137. Goodnight, G. Rhetoric, risk, and markets: the dot-com bubble / G. Goodnight, J.S. Green // Quarterly Journal of Speech. – 2003. – № 93. – P. 115-140. – ISSN 0033-5630.

138. Kerai, A. Role of Unicorn tag in gaining legitimacy and accessing funds / A. Kerai // The business and management review. – 2017. – № 2 (9). – P. 119-127. – ISSN 2047-2854.

139. Nagaty, K. E-commerce business models: part 1 / K. Nagaty, I. Lee // IGI Global. – 2010. – № 9. – P. 359-358. – ISSN 1947-3583.

140. Palmer, C. Using IT for competitive advantage at Thomson Holidays / C. Palmer // Long range planning. – 1998. – № 21. – P. 26-29. – ISSN 0024-6301.

141. Pandey, D. E-commerce transactions: an empirical study / D. Pandey, V. Agarwal // International journal of advanced research in computer science and software engineering. – 2014. – № 4 (3). – P. 669-671. – ISSN 2277-6451.

142. Porter, M. The five competitive forces that shape strategy / M. Porter // Harvard Business Review. – 2008. – № 1. – P. 78-93. – ISSN 0017-8012.

143. Silviu, V. The premises and the evolution of electronic commerce / V. Silviu // Journal of knowledge, management, economics and information Technology. – 2010. – № 1. – P. 1-5. – ISSN 2069-5934.

144. Slater, S. Value-Based Management System / S. Slater, E. Olson // Harvard Business Review. – 1996. – № 11. – P. 5-21. – ISSN 0017-8012.

145. Williams, J. An appraisal of Keynesian economics / J. Williams // The American Economic Review. – 1948. – № 5. – P. 273-290. – ISSN 0002-8282.

146. 3 ways to calculate the social value of shared impact initiatives / Sopact : официальный сайт. – Текст : электронный. – URL: <https://www.sopact.com/perspectives/calculate-social-value> (дата обращения: 18.04.2021).

147. A Brief History of Ecommerce (and a Look at the Future) / The Fulfillment Lab : официальный сайт. – Текст : электронный.

– URL: <https://www.thefulfillmentlab.com/blog/history-of-ecommerce> (дата обращения: 08.01.2023).

148. ASSET4 ESG scores on credit views / Thomson Reuters : официальный сайт. – Текст : электронный. – URL: <https://customers.refinitiv.com/community/fixedincome/material/ASSET4ESGSCORES.pdf> (дата обращения: 18.04.2021).

149. Bill Gates predicts the future of the internet in 1999. London Business School / YouTube : официальный сайт. – Текст : электронный. – URL: <https://www.youtube.com/watch?v=2lZasDD2DvY> (дата обращения: 28.10.2023).

150. Cash Value Added (CVA) / Corporate Finance & Accounting : официальный сайт. – Текст : электронный. – URL: <https://clck.ru/3GLhhB> (дата обращения: 11.04.2021).

151. Defining and measuring e-commerce / OECD : официальный сайт. – Текст : электронный. – URL: <https://www.oecd.org/digital/ieconomy/1893506.pdf> (дата обращения: 12.01.2024).

152. E-commerce as percentage of total retail sales worldwide from 2015 to 2025 / eCommerce Worldwide : официальный сайт. – Текст : электронный. – URL: <https://clck.ru/3AEKwo> (дата обращения: 10.08.2023).

153. E-commerce as percentage of total retail sales worldwide from 2015 to 2027 / Statista : официальный сайт. – Текст : электронный. – URL: <https://www.statista.com/statistics/534123/e-commerce-share-of-retail-sales-worldwide/#:~:text=Internet%20sales%20have%20played%20an,of%20total%20global%20retail%20sales> (дата обращения: 14.08.2023).

154. E-commerce sales worldwide set to increase by 50% by 2025, reaching 7.5 trillion dollars / Asendia : официальный сайт. – Текст : электронный. – URL: <https://www.asendia.com/asendia-insights/e-commerce-sales-worldwide-set-to-increase-by-50-by-2025> (дата обращения: 10.08.2023).

155. E-commerce sales worldwide set to increase by 50% by 2025, reaching 7.5 trillion dollars / eCommerce Worldwide : официальный сайт.

– Текст : электронный. – URL: <https://www.statista.com/outlook/emo/ecommerce/worldwide> (дата обращения: 10.08.2023).

156. Economic Profit / Investing Answers : официальный сайт.
– Текст : электронный. – URL: <https://investinganswers.com/dictionary/e/economic-profit> (дата обращения: 11.04.2021).

157. Economic Spread / Corporate Finance & Accounting : официальный сайт. – Текст : электронный. – URL: <https://www.investopedia.com/terms/e/economicspread.asp> (дата обращения: 11.04.2021).

158. Economic Value Added (EVA) / Corporate Finance & Accounting : официальный сайт. – Текст : электронный.
– URL: <https://clck.ru/3GLiJV> (дата обращения: 11.04.2021).

159. Economic Value Added vs. Market Value Added: What's the Difference? / Economics : официальный сайт. – Текст : электронный.
– URL: <https://www.investopedia.com/ask/answers/06/economicvsmarketvalueadded.asp> (дата обращения: 11.04.2021).

160. ESG Functionality map / Bloomberg Finance : официальный сайт.
– Текст : электронный. – URL: <https://www.library.hbs.edu/docs/bloomberg%20esg%20functionality%20map.pdf> (дата обращения: 18.04.2021).

161. General Electric Forms E-Commerce Division / The New York Times : официальный сайт. – Текст : электронный. – URL: <https://www.nytimes.com/2000/03/06/business/general-electric-forms-e-commerce-division.html> (дата обращения: 12.01.2024).

162. Internet by Hannah Ritchie, Edouard Mathieu, Max Roser and Esteban Ortiz-Ospina / Our world in data : официальный сайт. – Текст : электронный.
– URL: <https://ourworldindata.org/internet#interactive-charts-on-internet> (дата обращения: 12.01.2024).

163. Internet growth statistics / Internet World Stats : официальный сайт.
– Текст : электронный. – URL: <https://www.internetworldstats.com/emarketing.htm> (дата обращения: 28.10.2023).

164. Internet User Statistics In 2023 (Global Demographics) / Demand Sage, Inc. : официальный сайт. – Текст : электронный. – URL: <https://clck.ru/3GLiSe> (дата обращения: 28.10.2023).

165. Market Value Added (MVA) / Corporate Finance & Accounting : официальный сайт. – Текст : электронный. – URL: <https://clck.ru/3GLiXx> (дата обращения: 11.04.2021).

166. Methodologies and tools underpinning TIMM / PwC : официальный сайт. – Текст : электронный. – URL: <https://clck.ru/3GLift> (дата обращения: 18.04.2021).

167. Network Effect / Corporate Finance Institute : официальный сайт. – Текст : электронный. – URL: <https://corporatefinanceinstitute.com/resources/economics/what-is-network-effect/> (дата обращения: 22.05.2023).

168. Number of internet and social media users worldwide as of October 2023 / Statista : официальный сайт. – Текст : электронный. – URL: <https://clck.ru/36Fmrm> (дата обращения: 28.10.2023).

169. OECD «Business Insights on Emerging Markets 2020» / OECD Emerging Markets Network : официальный сайт. – Текст : электронный. – URL: https://www.oecd.org/en/publications/business-insights-on-emerging-markets-2020_49107080-en.html (дата обращения 15.05.2021).

170. Pinduoduo shares down 10% premarket after results / Reuters News : официальный сайт. – Текст : электронный. – URL: <https://emea1.apps.cp.thomsonreuters.com/web/Apps/news-monitor> (дата обращения: 10.05.2021).

171. PM / Corporate Finance & Accounting : официальный сайт. – Текст : электронный. – URL: <https://www.investopedia.com/terms/r/returnoninvestmentcapital.asp> (дата обращения: 11.04.2021).

172. Q3 2022 Financial Results / OZON – Investor Relations : официальный сайт. – Текст : электронный. – URL: <https://ir.ozon.com/upload/static/Ozon%20Q3%202022%20Financial%20Results.pdf> (дата обращения: 19.05.2023).

173. Refinitiv Eikon / Refinitiv : официальный сайт. – Текст : электронный. – URL: <https://emea1.apps.cp.thomsonreuters.com/web/Apps/Номеpage> (дата обращения: 10.05.2021).

174. Residual Income / Financial Analysis : официальный сайт. – Текст : электронный. – URL: <https://www.investopedia.com/terms/r/residualincome.asp> (дата обращения: 11.04.2021).

175. Return on Invested Capital (ROIC) / Corporate Finance & Accounting : официальный сайт. – Текст : электронный. – URL: <https://www.investopedia.com/terms/r/returnoninvestmentcapital.asp> (дата обращения: 11.04.2021).

176. SEC Enforcement Actions: Insider Trading Cases / U.S. Government. Securities and Exchange Commission : официальный сайт. – Текст : электронный. – URL: <https://www.sec.gov/spotlight/insidertrading/cases.shtml> (дата обращения: 06.06.2022).

177. The Increasingly Crowded Unicorn Club / Visualcapitalist Business Intelligence Platform : официальный сайт. – Текст : электронный. – URL: <http://www.visualcapitalist.com/the-increasingly-crowded-unicorn-club> (дата обращения: 18.03.2021).

178. The Internet News Audience Goes Ordinary / Pew Research Center : официальный сайт. – Текст : электронный. – URL: <https://clck.ru/36FpcM> (дата обращения: 28.10.2023).

179. Total business return (TBR) / Technical Change Associates Portal : официальный сайт. – Текст : электронный. – URL: <http://www.technicalchange.com/manufacturing-terms-definitions/total-business-return-tbr.html> (дата обращения: 11.04.2021).

180. Total Shareholder Return (TSR) / Fundamental Analysis : официальный сайт. – Текст : электронный. – URL: <https://www.investopedia.com/terms/t/tsr.asp> (дата обращения: 11.04.2021).

181. Unpacking E-commerce: business models, trends and policies / OECD Publishing : официальный сайт. – Текст : электронный. – URL: <https://>

www.oecd.org/en/publications/unpacking-e-commerce_23561431-en.html (дата обращения: 04.07.2022).

182. What is a good NPS score for B2C? / Idiomatic portal : официальный сайт. – Текст : электронный. – URL: <https://idiomatic.com> (дата обращения: 19.05.2023).

183. What is ecommerce / Amzon : официальный сайт. – Текст : электронный. – URL: <https://sell.amazon.com/learn/what-is-ecommerce> (дата обращения: 12.01.2024).

184. What we believe / B Lab : официальный сайт. – Текст : электронный. – URL: <https://bimpactassessment.net/about-b-impact> (дата обращения: 18.04.2021).

185. Why supermarkets are struggling to profit from the online grocery boom / Financial Times : официальный сайт. – Текст : электронный. – URL: <https://www.ft.com/content/b985249c-1ca1-41a8-96b5-0adcc889d57d> (дата обращения: 01.05.2023).

186. Yandex Announces Fourth Quarter and Full-Year 2022 Financial Results / Yandex LLC : официальный сайт. – Текст : электронный. – URL: <https://ir.yandex/financial-releases?year=2022&report=q4> (дата обращения: 19.05.2023).

Приложение А

(информационное)

Факторы создания стоимости в рамках PESTEL-анализа

Р	Е	С	Т	Е	Л
Государственная стабильность Уровень коррупции Налоговая политика Свобода прессы Государственное регулирование и дерегулирование Тарифы Комитеты Участие правительства в профсоюзах Регулирование конкуренции Уровни участия избирателей Количество протестов Расходы на оборону Уровень субсидий Двусторонние отношения Регулирование импорта-экспорта Торговый контроль Лоббистская деятельность Размер бюджетов	Скорость роста Процентная ставка Уровень инфляции Обменный курс Наличие кредита Уровень располагаемого дохода Склонность людей тратить Дефицит бюджета федерального правительства Валовой внутренний продукт Тенденция безработицы Тенденции фондового рынка Колебания цен	Численность населения Количество браков и разводов Уровень иммиграции и эмиграции Продолжительность жизни Распределение по возрасту, богатству Размер семьи и структура Образ жизни Здоровье сознания Отношение к правительству Отношение к работе Покупательские привычки Культурные нормы Половые роли Религия и убеждения Уровень образования Уровень преступности Отношение к сбережению Отношение к инвестированию Отношение к пенсии Отношение к досугу Отношение к качеству продукции Отношение к обслуживанию Отношение к иностранцам	Технологические стимулы и автоматизация Научно-исследовательская деятельность Технологические изменения Доступ к новым технологиям Уровень инноваций Технологическая осведомленность Интернет инфраструктура Инфраструктура связи Жизненный цикл технологии	Погода и климат Экологическая политика Изменение климата Давление со стороны НПО Стихийные бедствия Загрязнение воздуха и воды Стандарты переработки Отношение к зеленым продуктам Поддержка возобновляемой энергии	Дискриминационные законы Антимонопольные законы Законы о занятости Законы о защите прав потребителей Авторское право и патентные законы Законы о здоровье и безопасности Законы об образовании Законы о защите прав потребителей Законы о защите данных

Источник: составлено автором по материалам [91].

Рисунок А.1 – Основные факторы создания стоимости коммерческой организации в рамках метода PESTEL-анализа

Приложение Б

(информационное)

План глубинного интервью

Таблица Б.1 – План глубинного интервью верификации факторов роста рыночной капитализации компаний в сфере электронной коммерции

Задачи интервью	Вопросы
Заявление о конфиденциальности	Ответы на вопросы данного интервью конфиденциальны, результаты будут использованы в обезличенной и обобщенной формах. Вы готовы продолжить?
Оценка компетенций респондента в вопросах управления капитализацией коммерческой организации	Расскажите про вашу роль в компании, ее уровень
	Расскажите про зону вашей ответственности в компании
	Какие решения в зоне вашей ответственности влияют на капитализацию компании?
Аналитическая характеристика факторов роста рыночной капитализации компаний в сфере электронной коммерции	Как вы оцениваете текущее состояние рынка электронной коммерции и его влияние на капитализацию компаний в сфере электронной коммерции?
	Какие факторы в данный момент влияют на рост капитализации компаний электронной коммерции наиболее сильно?
Выявление и характеристика метрик, оказывающих влияние на рост рыночной капитализации компаний в сфере электронной коммерции	Какие финансовые метрики вы бы могли назвать ключевыми с точки зрения влияния на капитализацию компаний в сфере электронной коммерции?
	Какие операционные и нефинансовые метрики вы бы могли назвать ключевыми с точки зрения влияния на капитализацию компаний в сфере электронной коммерции?

Источник: составлено автором.