

Оценка рынком успешных цифровых бизнес-моделей

Денисова Анна Леонидовна¹

Д-р пед. наук, д-р экон. наук, проф. каф. управления развитием бизнеса,
дир. института делового администрирования и бизнеса

ORCID: <https://orcid.org/0000-0003-2689-1860>, e-mail: annadenisova@mail.ru

Лопатников Александр Николаевич²

Управляющий партнер

ORCID: <https://orcid.org/0000-0002-8267-4732>, e-mail: alopatnikov@aacaptial.com

Румянцев Александр Юрьевич²

Директор

e-mail: arumyantsev@aacapital.com

¹Государственный университет управления, 109542, Рязанский пр-т, 99, г. Москва, Россия

²ООО «ААР», 119049, Крымский Вал, 3с2, оф. 206, г. Москва, Россия

Аннотация

Переход от индустриальной экономики к экономике услуг привел к росту популярности стратегий, построенных на нематериальных активах, и бизнес-моделей, основанных на цифровых технологиях. За последние десять лет цифровые компании возглавили рейтинги самых дорогостоящих фирм. Различные аспекты цифровых бизнес-моделей подробно рассматриваются в научных публикациях, посвященных вопросам менеджмента, однако экономическое измерение бизнес-моделей остается недостаточно изученным.

Мы анализируем роль стратегий и бизнес-моделей в создании стоимости и предлагаем в дополнение к рейтингам компаний по рыночной капитализации использовать историческую волатильность оценочных мультипликаторов. По мнению авторов, такое ранжирование отражает степень «понимания» инвесторами стратегии и бизнес-моделей компании и особенно полезно при анализе бизнес-моделей цифровых компаний, где большая часть стоимости приходится на нематериальные активы и деловую репутацию. Также предлагаются возможные направления будущих исследований.

Ключевые слова: бизнес-модель, цифровизация, инновации, стратегия, рыночная капитализация

Цитирование: Денисова А.Л., Лопатников А.Н., Румянцев А.Ю. Оценка рынком успешных цифровых бизнес-моделей // Управление. 2023. Т. 11. № 3. С. 78–96. DOI: [10.26425/2309-3633-2023-11-3-78-96](https://doi.org/10.26425/2309-3633-2023-11-3-78-96)

Received: 01.06.2023

Revised: 04.08.2023

Accepted: 11.08.2023

Market ranking of successful digital business models

Anna L. Denisova¹

Dr. Sci. (Ped.), Dr. Sci. (Econ.), Prof. at the Management of Business Development Department, director of the Business Administration Institute

ORCID: <https://orcid.org/0000-0003-2689-1860>, e-mail: annadenisova@mail.ru

Alexander N. Lopatnikov²

Managing Partner

ORCID: <https://orcid.org/0000-0002-8267-4732>, e-mail: lopatnikov.alexander@gmail.com

Alexander Yu. Rumyantsev²

Director

e-mail: arumyantsev@aarcapital.com

¹State University of Management, 99, Ryazansky prospekt, Moscow 109542, Russia

²AAR LLC, 3s2, Krymsky Val, Moscow 119049, Russia

Abstract

The transition from industrial to service economy resulted in a wider adoption of asset-light strategies and technology-enabled business models. In the last ten years, digital companies have ascended to the top of the most valuable firms lists. Various aspects of digital business models have been exhaustively discussed in management literature, but their economic dimension remains under-researched.

We analyze how strategy and business model add value and propose using historical volatility of valuation multiples for ranking companies by the degree of investors' understanding of a firm's strategy and business model in addition to ratings of companies by market capitalization. This ranking, in our view, is particularly helpful in analyzing business models of digital companies where most of the value is in intangible assets and economic goodwill. We also propose a way of expanding this research topic in the future.

Keywords: business model, digitalization, innovation, strategy, market capitalization

For citation: Denisova A.L., Lopatnikov A.N., Rumyantsev A.Yu. (2023) Market ranking of successful digital business models. *Upravlenie / Management (Russia)*, 11 (3), pp. 78–96. DOI: 10.26425/2309-3633-2023-11-3-78-96



Введение / Introduction

Бурное развитие цифровой экономики порождает бинарное мышление – компании либо переходят на цифровые технологии, либо исчезают. Взаимосвязанность современной экономики растет, делает процессы цифровизации глобальными. В табл. 1 показано, как менялся список десяти крупнейших мировых компаний по рыночной капитализации с 2000 г., что иллюстрирует ожидаемый потенциал роста новой экономики и ее лидеров. Перефразируя Л.Н. Толстого¹, сегодня все самые успешные компании – это наиболее цифровые компании, однако не каждая цифровая компания успешна [Denisova, Lopatnikov, 2023].

Отраслевой состав десяти самых дорогостоящих компаний в 2023 г. вызывает воспоминания о пузыре доткомов в конце 1990-х гг. Только вместо телекоммуникационных компаний, создавших основу сети «Интернет» (далее – Интернет), сегодня в рейтинге доминируют ИТ-компании, предоставляющие облачные инфраструктурные решения и внедряющие технологии искусственного интеллекта.

Последние 50 лет рыночная капитализация публичных компаний все чаще ассоциируется с нематериальными активами. Доля нематериальных

активов в структуре экономического (рыночного) баланса варьируется в зависимости от сектора экономики и страны, однако тенденция к ее росту проявляется во всех отраслях и для всех стран. По данным исследования рыночной стоимости нематериальных активов, проведенного компанией Ocean Tomo², в период с 1995 г. по 2020 г. доля нематериальных активов в общей капитализации американского фондового индекса S&P500 увеличилась с 68 % до 90 %. Аналогичная тенденция видна и для европейского индекса S&P Europe 350, хотя выражена менее ярко: рост с 71 % в 2005 г. до 74 % в 2020 г.

В исследовании Ocean Tomo также было выявлено, что в период Covid-19 темпы роста доли нематериальных активов в рыночной стоимости S&P500 и S&P Europe 350 увеличились. В то же время в Китае, Японии и Южной Корее пандемия Covid-19 привела к снижению доли нематериальных активов в индексах Shanghai Shenzhen CSI 300, Nikkei 225 и KOSDAQ Composite соответственно. Динамика доли нематериальных активов в рыночной стоимости индексов S&P 500, S&P Europe 350, Shanghai Shenzhen CSI 300, Nikkei 225 представлена на рис. 1–4 ниже.

¹ Толстой Л.Н. Анна Каренина. (с. 1). Режим доступа: <https://ilibrary.ru/text/1099/p.1/index.html> (дата обращения: 05.05.2023).

² Ocean Tomo. Intangible asset market value study. Режим доступа: <https://oceantomo.com/intangible-asset-market-value-study/> (дата обращения: 05.05.2023).

Таблица 1

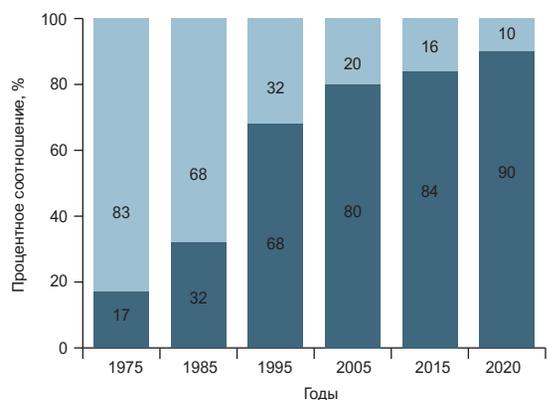
Крупнейшие мировые компании по рыночной капитализации

Table 1. Largest global companies by market capitalization

Место в рейтинге	Наименование компании	МСАР на 01.01.2000	Наименование компании	МСАР на 01.01.2003	Наименование компании	Кэффициент МСАР на 01.01.2013	Наименование компании	МСАР 01.08.2023
1	Microsoft	606	Microsoft	274	Apple	486	Apple	2,728
2	General Electric	508	General Electric	244	ExxonMobil	396	Microsoft	2,351
3	NTT Docomo	367	Exxon Mobile	235	PetroChina	263	Saudi Aramco	2,261
4	Cisco	352	Walmart	224	Alphabet	237	Alphabet	1,614
5	Walmart	302	Pfizer	189	ICBC	236	Amazon	1,375
6	Intel	280	Citi	178	Walmart	231	Nvidia	1,071
7	Nippon Telegraph	271	Johnson & Johnson	161	China Mobile	231	Berkshire Hathaway	769
8	Nokia	219	BP	152	Microsoft	227	Meta Platforms	729
9	Pfizer	206	AIG	150	Berkshire Hathaway	227	Tesla	682
10	Deutsche Telekom	197	IBM	132	General Electric	223	Eli Lilly and Company	491

Примечание: МСАР (англ. market capitalization – рыночная капитализация)

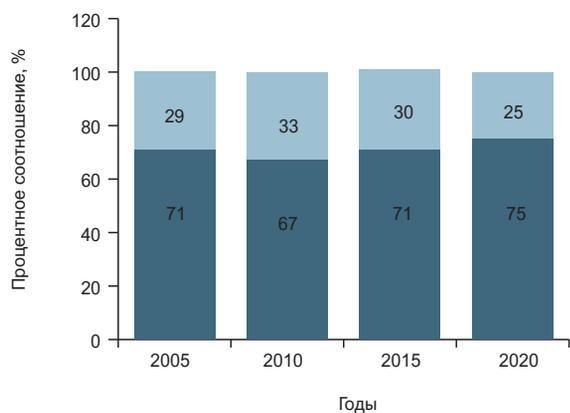
Составлено авторами по материалам исследования / Compiled by the authors on the materials of the study



Источник³ / Source³

Рис. 1. Структура рыночной стоимости компаний в индексе S&P 500

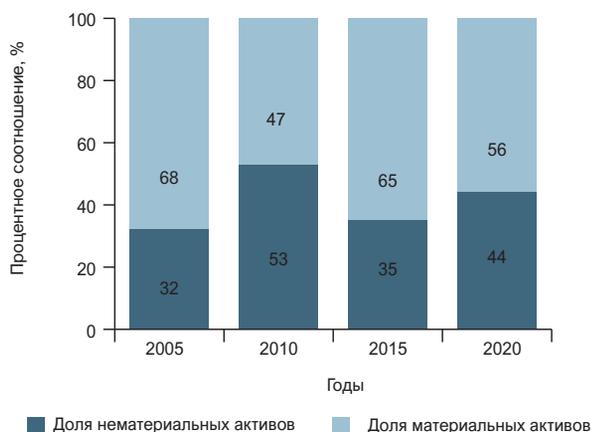
Fig. 1. Components of S&P 500 market value



Источник⁴ / Source⁴

Рис. 2. Структура рыночной стоимости компаний в индексе S&P Europe 350

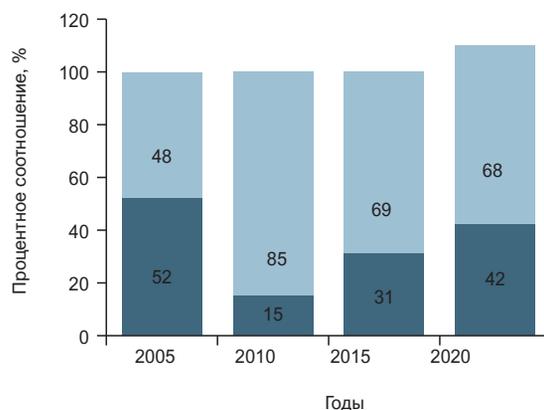
Fig. 2. Components of S&P Europe 350 market value



Источник⁵ / Source⁵

Рис. 3. Структура рыночной стоимости компаний в индексе Shanghai Shenzhen CSI 300

Fig. 3. Components of Shanghai Shenzhen CSI 300 market value



Источник⁶ / Source⁶

Рис. 4. Структура рыночной стоимости компаний в индексе Nikkei 225

Fig. 4. Components of Nikkei 225 market value

Структура активов компаний в отрасли определяется их стратегиями и бизнес-моделями. Компания – это юридически оформленный механизм для реализации идей и замыслов ее основателей. Даже если эти идеи не представлены в виде формальной стратегии, они являются генеральным планом, своеобразным ДНК компании, определяющими будущие успехи и неудачи.

Фирмы часто рассматриваются как совокупность совместно управляемых активов, а термин «ДНК компании» иногда используется для обозначения культуры и стратегии организации как метафора того, что делает компанию уникальной⁷ [Moore, 1992]. Такое представление помогает понять, что компания будет и чего не будет делать, как она будет адаптироваться к изменениям ее окружения. Эволюция происходит с изменением ДНК, изменения генетического кода приводят к возникновению новых свойств, которые затем тестируются внешней средой⁸. Некоторые изменения оказываются полезными, повышая шансы на выживание, в определенном рыночном окружении компании способны расти и развиваться более успешно. Появляются новые отрасли, со временем они развиваются или исчезают. Компании, которые не смогли адаптироваться к изменениям, терпят неудачу или поглощаются конкурентами. Технологии способны

⁶ Там же.

⁷ Mark Bonchek (12 декабря 2016). Harvard Business Review. How to discover your company's DNA. Режим доступа: <https://hbr.org/2016/12/how-to-discover-your-companys-dna> (дата обращения: 05.05.2023).

⁸ Richard Warley (1 июня 2016). Forbes. The rise and rise of corporate DNA. Режим доступа: <https://www.forbes.com/sites/centurylink/2016/06/01/the-rise-and-rise-of-corporate-dna/?sh=63eee385782b> (дата обращения: 07.05.2023).

³ Там же.

⁴ Там же.

⁵ Там же.

не только улучшить существующие бизнес-модели (повысить шансы на выживание компаний), но и порождают совершенно новые модели, такие как интернет-маркетинг и многие другие модели на основе цифровых технологий [Schiavi, Behr, 2018].

Экономическая среда меняется все быстрее. Средний срок жизни американских компаний, входящих в индекс S&P 500, сократился на 80 % (с 67 лет до 15 лет) за последние 80 лет; а 76 % британских компаний, входивших в индекс FTSE 100 30 лет назад перестали существовать⁹. По оценкам Boston Consulting Group (BCG), за последние 50 лет средний срок жизни бизнес-модели сократился с 15 лет до менее чем 5 лет¹⁰. Поэтому инновации в бизнес-моделях чрезвычайно важны для компаний как способ защиты от технологических (англ. disruptive – разрушительный) изменений или рисков исчезновения самой отрасли.

Срок жизни бизнес-модели конечен, компании вкладывают значительные усилия в инновации бизнес-моделей, почему же бизнес-модели не отображаются на балансе компаний? Есть много примеров ценных нематериальных активов и экономического гудвилла, затраты на создание которых были невелики, но которые создали значительную стоимость. Экономическую значимость визионерских идей

⁹ Alex Hill, Liz Mellon, Jules Goddard (27 Сентября 2018). Harvard business review. How winning organizations last 100 years. Режим доступа: <https://hbr.org/2018/09/how-winning-organizations-last-100-years> (дата обращения: 07.05.2023).

¹⁰ Boston Consulting Group. Business model innovation. Режим доступа: <https://www.bcg.com/capabilities/innovation-strategy-delivery/business-model-innovation> (дата обращения: 07.05.2023).

подчеркивают хорошо известные примеры: от создания самой успешной бюджетной авиакомпании Southwest Airlines до предварительного наброска на салфетке бизнес-модели компании Uber¹¹.

Вначале активами любого стартапа, даже того, который впоследствии станет компанией стоимостью 1 трлн долл. США, являются только стратегия, бизнес-модель и неиссякаемая энергия основателей. Бухгалтерский баланс не отражает эти элементы. К тому времени, когда бизнес компании достигнет успеха, стратегия и бизнес-модель трансформируются в другие активы компании, такие как бренд или ее экономический гудвилл. Иллюстрацию мы приводим на рис. 5. В результате участники рынка не видят и не могут измерить стоимость стратегии и бизнес-модели, при этом понимая их исключительную важность.

Рыночная капитализация считается лучшей метрикой стоимости, которую стратегии и бизнес-модели создают для акционеров. Технологические компании доминируют в списке десяти самых дорогостоящих компаний в 2023 г., при этом основной стратегией для таких компаний является «экосистема», а бизнес-моделью – «платформа». Недавний феномен – появление компаний с капитализацией превышающей 1 трлн долл. США, причем все компании-триллионеры, за исключением Saudi Aramco, являются технологическими.

¹¹ The Guardian. The big ideas that started on a napkin – from Reaganomics to Shark Week. Режим доступа: <https://www.theguardian.com/us-news/shortcuts/2017/apr/10/napkin-ideas-mri-reaganomics-shark-week> (дата обращения: 08.05.2023).



Составлено авторами по материалам исследования / Compiled by the authors on the materials of the study

Рис. 5. Стратегия и бизнес-модель в экономическом балансе компании
 Fig. 5. Strategy and business model on economic balance sheet of a company

Отметим, что рыночная капитализация трех крупнейших компаний (Exxon Mobil, PetroChina и Walmart) в 2009 г. находилась в диапазоне от 200 до 300 млрд долл. США, тогда как стоимость топ-3 технологических компаний в 2023 г. (Apple, Microsoft, and Google) на порядок выше – 1 000–3 000 млрд долл. США.

Все десять крупнейших компаний являются глобальными. Ожидания безграничного роста спроса в Китае в начале 2000-х гг. служили основанием для повышенной оценки таких компаний, как China Mobile или ICBC. Эти ожидания снизились, когда темпы роста валового внутреннего продукта (далее – ВВП) Китая сначала вышли на плато, а затем начали уменьшаться.

При этом лидеры рынка, возглавлявшие списки самых дорогостоящих компаний 10 лет назад,

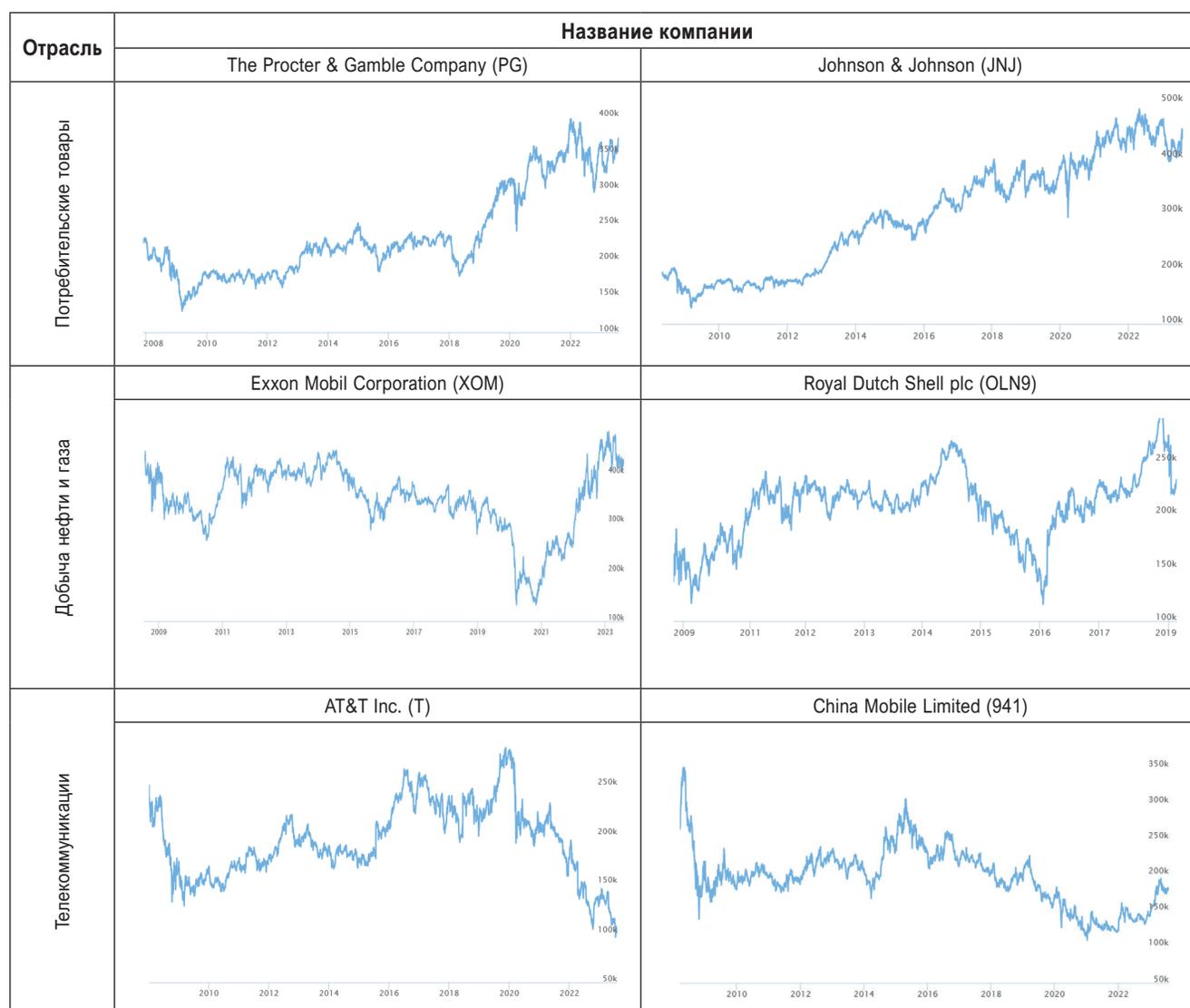
продолжают успешно работать и в 2023 г. Все они увеличили рыночную капитализацию, за исключением AT&T и China Mobile. Однако темпы роста их рыночной стоимости существенно различаются, как видно из графиков на табл. 2.

Несмотря на снижение рыночной стоимости, China Mobile остается крупнейшей телекоммуникационной компанией в мире и в 2023 г., а AT&T – самой большой телекоммуникационной компанией в США. Разумно предположить, что компании, являющиеся многолетними лидерами отрасли, должны обладать хорошими стратегиями и эффективными бизнес-моделями. Когда отрасли со временем достигают зрелости, даже лучшие компании не могут долго расти значительно быстрее, чем отрасль.

Таблица 2

Динамика рыночной капитализации компаний в 2009–2023 гг.

Table 2. Market capitalization' dynamics of companies in 2009–2023



Составлено авторами по материалам исследования / Compiled by the authors on the materials of the study

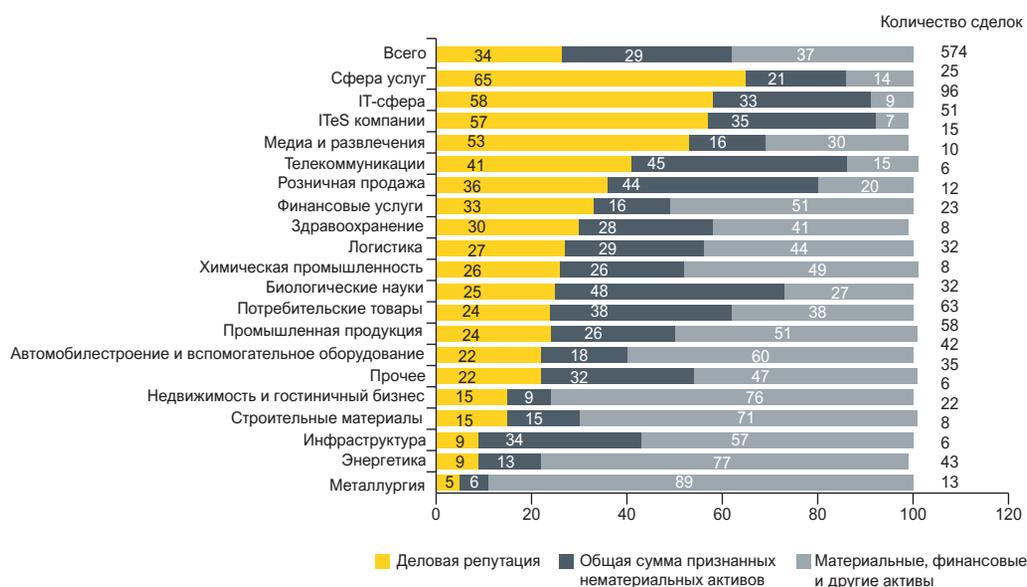
Чтобы преодолеть отраслевые ограничения роста, компания AT&T вышла на новые рынки, не характерные для телекоммуникационных компаний прошлого века. После сделки по приобретению Time Warner за 85 млрд долл. США в портфель бизнес-моделей AT&T добавились модели медийных компаний. Однако участники рынка восприняли такую сделку без энтузиазма, некоторые комментаторы назвали ее: «...самым крупным стратегическим просчетом в современной корпоративной истории»¹².

Энергетические компании, такие как Exxon Mobil и Shell, также сталкиваются с пределами роста в традиционных сегментах. Они активно внедряют цифровые технологии, что тем не менее не изменило их бизнес-модели, применявшиеся на протяжении десятилетий. Возможности роста энергетических или горнодобывающих предприятий ограничены ресурсами полезных ископаемых, которые они могут контролировать. Дополнительным ограничивающим фактором сегодня становится переоценка участниками рынка важности климатической повестки. Добывающие компании стараются трансформировать свои стратегии и бизнес-модели

с учетом новых реалий, однако участники рынка больше не уверены в их долгосрочных перспективах.

Отражение стратегий и бизнес-моделей в бухгалтерском учете / Accounting treatment of strategies and business models

Компании в отраслях экономики, построенные на нематериальных активах, выше оцениваются рынком. Статистика распределения цены приобретения (англ. purchase price allocation), приведенная компанией EY (Ernst&Young Global Limited), демонстрирует, что бухгалтерский гудвилл составляет 58 % в недавних сделках по приобретению IT-компаний и 57 % в сделках с компаниями сектора услуг, предоставляемых на основе информационных технологий (англ. Information Technology Enabled Services, далее – ITeS)¹³. Подчеркнем, что в данном случае речь идет про бухгалтерский гудвилл, который может быть также связан с переплатой или синергиями, специфическими для конкретного покупателя. Идентифицируемые нематериальные активы составили 33 % и 35 % от общей покупной цены соответственно (рис. 6).



*Размеры материальных, финансовых и другие активов выше по финансовым услугам из-за большого состава финансовых активов (т.е. займов и авансов).

Примечание 1: приведенные выше показатели являются усредненными и не должны рассматриваться в качестве эталона для сектора поскольку распределение активов и показателей деловой репутации может существенно отличаться в зависимости от конкретной сделки.

Примечание 2: секторы, в которых проведены менее пяти сделок, отнесены к категории «Прочее»

Примечание 3: средняя величина деловой репутации приведена с учетом корректировки резервного капитала

Источник¹⁴ /Source¹⁴

Рис. 6. Статистика распределения цены приобретения

Fig. 6. Statistics of purchase price allocations

¹² James Stewart (19 ноября 2022). The New York Times. Was this \$100 billion deal the worst merger ever? Режим доступа: <https://www.nytimes.com/2022/11/19/business/media/att-time-warner-deal.html> (дата обращения: 10.05.2023).

¹³ Ernst&Young Global Limited. EY purchase price allocation study: can recognizing intangibles add value? Режим доступа: https://www.ey.com/en_in/strategy-transactions/ey-purchase-price-allocation-study-how-recognizing-the-intangibles-can-add-value (дата обращения: 10.05.2023).

¹⁴ Там же.

Согласно исследованию EY, ключевыми активами, приобретаемыми в сделках по покупке ИТ и ИТeS компаний, являются нематериальные активы, связанные с клиентскими отношениями. При этом в приведенной выше классификации не упоминаются активы, связанные со стратегией или бизнес-моделью.

В экономических учебниках долгосрочный актив определяется как товар длительного пользования, который может быть лишь частично потреблен или использован в качестве фактора производства и сохраняет свою полезность в последующий период. Создавая будущие выгоды для владельца, активы играют роль средств сбережения. Совет по Международным стандартам финансовой отчетности (IASB) определяет актив как: «Текущий экономический ресурс, контролируемый хозяйственной единицей в результате прошлых событий»¹⁵.

Стандарты бухгалтерского учета не признают стратегии и бизнес-модели в качестве нематериальных активов, поскольку они не отвечают критериям идентифицируемости¹⁶. Такой подход аналогичен подходу Международных стандартов финансовой отчетности (далее – МСФО) или общепринятых принципов бухгалтерского учета (далее – ОПБУ) к трудовым ресурсам: данные активы считаются частью бухгалтерского гудвилла, деловой репутации. При этом ОПБУ признают значимость бизнес-модели для анализа результатов деятельности фирмы¹⁷.

Виджай Говиндараджан и др. считают, что: «Составными частями современной компании являются инвестиции в исследования и разработки (англ. research and development), в бренд, во взаимоотношения с клиентами, в компьютеризированные данные и программное обеспечение, а также в человеческий капитал. Экономическое назначение этих нематериальных инвестиций не отличается от цели строительства заводов и зданий промышленной компании. Однако такие нематериальные инвестиции учитываются как расходы при расчете

прибыли, а не как активы»¹⁸. Пытаясь решить данную проблему, технологические компании часто раскрывают показатели, не соответствующие ОПБУ, добавляя к прибыли расходы на создание нематериальных активов. В качестве примеров можно привести показатели, публикуемые компаниями Vonage («операционные доходы до расходов на маркетинг») и Groupon («скорректированный операционный доход»), которые исключают маркетинговые затраты, относя их к инвестициям, а не к расходам^{19,20}.

Патентная правовая охрана бизнес-моделей / Protecting business models by patenting

Возникает вопрос. Смогут ли стратегии и бизнес-модели соответствовать критериям идентификации, в случае если будут защищены в соответствии с патентным законодательством? В 2018 г. Совет по финансовой отчетности Великобритании опубликовал обновленную информацию о своей исследовательской инициативе, направленной на совершенствование практики корпоративной отчетности. Целью инициативы было предложить всеобъемлющий формат отчетности, в котором рассмотрены все аспекты, представляющие наибольший интерес для инвесторов, случаи, когда компании сталкиваются с проблемами при принятии решения о том, какую информацию раскрывать и как лучше ее предоставить. Проект «Раскрытие бизнес-моделей» (октябрь 2017 г.) показал, что раскрытие информации о бизнес-моделях выступает отправной точкой для инвесторов в вопросе о том, как компания зарабатывает деньги и обеспечивает устойчивость доходов. Инвесторы хотят получить достаточно подробную информацию, которая даст полное представление о бизнесе компании, с раскрытием ее показателей и описанием конкурентного положения с учетом ее бизнес-модели.

Компании постоянно следят за тенденциями на рынке и оценивают работу своих конкурентов. Они стремятся в максимально возможной степени защитить ценные активы и ноу-хау. В информационной экономике бизнес-модель может быть представлена в виде цифрового кода, что повышает шансы на использование патентов в качестве средства

¹⁵ IFRS. IAS 38 Intangible assets. Режим доступа: <https://www.researchgate.net/profile/Paul-Louangrath/post/How-can-Cost-Driver-be-identified-beside-brain-storming-methodology/attachment/59d63904c49f478072ea5c1a/AS%3A273708906680354%401442268696960/download/IAS38-English.pdf#:~:text=An%20asset%20is%20identifiable%20if,from%20other%20rights%20and%20obligations> (дата обращения: 12.05.2023).

¹⁶ Там же.

¹⁷ ACCA. Using the business model of a company to help analyse its performance. Режим доступа: <https://www.accaglobal.com/gb/en/student/exam-support-resources/professional-exams-study-resources/strategic-business-reporting/technical-articles/business-model.html> (дата обращения: 12.05.2023).

¹⁸ Vijay Govindarajan и др. (4 мая 2021). Mind the GAAP. Режим доступа: <https://hbr.org/2021/05/mind-the-gaap> (дата обращения: 12.05.2023).

¹⁹ Vonage. Press release issued by Vonage holdings corp. on February 25, 2010. Режим доступа: <https://www.sec.gov/Archives/edgar/data/1272830/000119312510039779/dex991.htm> (дата обращения: 14.05.2023).

²⁰ The New York Times. Michael J. de la Merced (2 июня 2011). The Groupon I.P.O.: What Is Adjusted CSOI? Режим доступа: <https://archive.nytimes.com/dealbook.nytimes.com/2011/06/02/the-groupon-i-p-o-what-is-adjusted-csoi/> (дата обращения: 14.05.2023).

конкурентной борьбы²¹. Однако процедура патентования бизнес-моделей различается между странами, в патентной практике часто смешиваются бизнес-модели и бизнес-методы. Согласно определению Ведомства по патентам и товарным знакам США, бизнес-модель — это общее видение или стратегия, а бизнес-метод — это конкретный способ ведения бизнеса. Несмотря на формулировку, которая объединяет бизнес-модели и бизнес-методы, в настоящее время потенциально патентоспособными являются только бизнес-методы. Среди известных примеров можно выделить запатентованный Amazon в 1999 г. метод покупки в один клик, срок действия которого истек в 2017 г.²². Этот патент помог компании Amazon реализовать бизнес-модель «маркетплейса» и занять преимущественную позицию на рынке.

Компания Netflix активно использовала заявки на патенты с самого начала своей деятельности в качестве сервиса по прокату DVD-дисков. В 2003 г. компания Netflix получила патент США, распространяющийся на методы регистрации запросов клиентов и отслеживания выбранных в каталоге фильмов^{23,24}. Патент охватывает весь процесс про-

ката фильмов в компании Netflix, а также распространяется на музыку, видеоигры и книги. Патент предоставляет компании Netflix защиту интеллектуальной собственности на технологии, лежащие в основе бизнеса, включая способы формирования клиентом списка фильмов для проката и отправки DVD-дисков. С тех пор портфель патентов компании Netflix в области информационных технологий непрерывно пополняется. Структура и количество полученных патентов представлены на рис. 7.

Практика в области патентования заметно различается по странам. В Великобритании и Европейском союзе (далее — ЕС) патентная защита методов ведения бизнеса предоставляется крайне редко. Согласно индийскому патентному законодательству, бизнес-методы, компьютерные программы и алгоритмы не являются изобретениями и не подлежат процедуре патентования²⁵. США — одна из немногих стран, где метод ведения бизнеса может быть запатентован на основе критериев, аналогичных условиям любой другой патентной заявки. Американский патент предоставляет широкий спектр возможностей не только для методов ведения бизнеса, но и для программного обеспечения, которое также в значительной степени не подлежит патентной защите в Великобритании и ЕС²⁷.

²¹ Andrea Ovens (июль-август 2000). Can You Patent Your Business Model? Режим доступа: <https://hbr.org/2000/07/can-you-patent-your-business-model> (дата обращения: 16.05.2023).

²² Knowledge at Wharton. Why Amazon's "1-Click" Ordering Was a Game changer. Режим доступа: <https://knowledge.wharton.upenn.edu/podcast/knowledge-at-wharton-podcast/amazons-1-click-goes-off-patent/> (дата обращения: 16.05.2023).

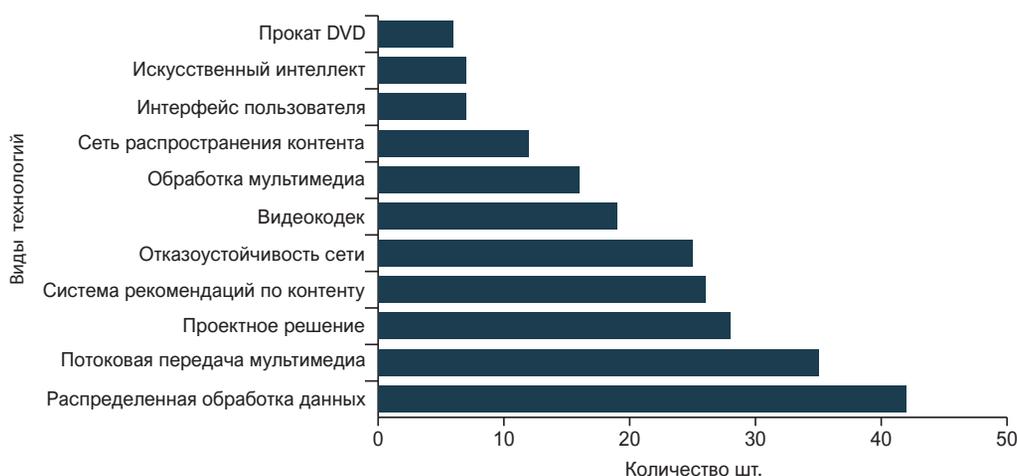
²³ Los Angeles Times. Netflix Wins Patent for Online DVD Rentals. Режим доступа: <https://www.latimes.com/archives/la-xpm-2003-jun-25-fi-netflix25-story.html> (дата обращения: 18.05.2023).

²⁴ Insights by Greyb. What is inside Netflix's Patents? Режим доступа: <https://insights.greyb.com/netflix-patents-portfolio/> (дата обращения: 14.05.2023).

²⁵ Там же.

²⁶ India Filings. Patent for Business Idea in India. Режим доступа: <https://www.indiafilings.com/learn/patent-for-business-idea-in-india/#:~:text=As%20per%20the%20Indian%20Patent%20laws%2C%20a%20mathematical,in%20any%20form%20are%20not%20patentable%20subject%20matter> (дата обращения: 20.05.2023).

²⁷ Adrian Hocking (29 августа 2013). Albright IP. Patenting a business method. Режим доступа: <https://www.albright-ip.co.uk/2013/08/patenting-a-business-method/> (дата обращения: 21.05.2023).



Источник²⁵ / Source²⁵

Рис.7. Патенты компании Netflix по видам технологий
Fig. 7. Netflix's patents by technology

Для того чтобы претендовать на патентоспособность, метод должен быть новым, эффективным и выполнять определенную практическую функцию. Абстрактная концепция, например теория, не может быть запатентована. Изобретение должно быть промышленно применимым, а также должно быть подробно описан по крайней мере один способ практической реализации изобретения. Кроме того, разработка должна быть «неочевидной» — такое техническое решение не может быть простым и понятным концептом, выступать улучшением или дополнением к идее, методу, которые уже существуют. Изобретение должно быть «оригинальным».

На пике пузыря доткомов число патентных заявок на методы ведения бизнеса резко возросло после решения суда по делу, возбужденному американским холдингом State Street Bank Corporation против инвестиционной компании Signature Financial. Суд постановил, что программное обеспечение, связанное с методами ведения бизнеса, может быть запатентовано, если оно дает конкретный, полезный и осязаемый результат. Данное судебное решение помогло компаниям понять, что они могут патентовать методы ведения бизнеса, основанные на программном обеспечении. При этом наблюдается общий рост числа патентов на программное обеспечение всех типов. Его источником является бурный рост инноваций под влиянием развития Интернета. Стоит отметить, что из 161 тыс. патентов, зарегистрированных патентным органом США в 1999 г., только 600 патентов были связаны с методами ведения бизнеса, с использованием программного обеспечения.

Наиболее распространенной категорией патентной заявки для бизнес-модели является работа с финансовыми данными. К этой категории относятся только компьютерные процессы, связанные с финансами, деловой практикой, управлением или определением цен. Однако существуют и другие классификации заявок на патенты для бизнес-модели, которые могут соответствовать требованиям предоставления патентной охраны, включая патенты в сферах образования, компьютерных игр и сельского хозяйства.

Сложность правовой защиты бизнес-моделей делает их скорее похожими на ноу-хау, которые стали критически важным конкурентным инструментом для цифровых компаний. Во многих случаях технологические патенты могут способствовать разработке новых бизнес-моделей²⁸. В то же время

важно учитывать риски того, что новые технологические бизнес-модели могут не быть поняты рынком и, как следствие, недооценены его участниками.

Структура анализа предпочтений инвесторов в отношении бизнес-моделей / A framework for analyzing investor preferences in relation to business models

Несмотря на отсутствие в финансовой отчетности компаний, будущие экономические выгоды от успешной стратегии и сопутствующей бизнес-модели представляют ценность для их обладателей. Институциональные инвесторы в среднем владеют 60 %–85 % акций публичных ИТ-компаний. Следовательно, планы и результаты деятельности таких компаний тщательно и всесторонне изучаются тысячами аналитиков.

Компании раскрывают и разъясняют свои стратегии и бизнес-модели своим партнерам и инвесторам, но такие раскрытия, как правило, весьма кратки и оставляют возможность для интерпретации. Как и в ситуации с ноу-хау, компании не раскрывают многие важные элементы своей бизнес-модели. Изучение основных механизмов работы Amazon или Google не гарантирует глубокого понимания бизнес-моделей этих компаний, а тем более не дает возможности повторить их успех.

Подходы к анализу стратегий и бизнес-моделей широко обсуждались в научной литературе на тему менеджмента, в том числе такими авторами как М. Портер и А. Остервальдер. Однако они носят преимущественно описательный характер, с фокусом на таксономию бизнес-моделей и выделение их компонентов. Данные подходы не затрагивают вопрос о том, насколько хорошо участники рынка понимают стратегии и бизнес-модели компаний. Комплексная схема описания бизнес-моделей была предложена в работе Вэйла и др., в которой было выделено 14 основных архетипов бизнес-моделей, как показано в табл. 3 [Weill et al., 2006].

Данная структура была использована для классификации бизнес-моделей всех 10 970 публично торгуемых компаний в США за период с 1998 г. по 2002 г. Используя базу финансовых данных «Compustat», Вэйл и соавторы показали распределение бизнес-моделей в американской экономике и проанализировали финансовые показатели компаний по трем категориям: рыночная стоимость, рентабельность и операционная эффективность. Авторы исследования выявили, что некоторые бизнес-модели более популярны, чем другие, а наиболее распространенной бизнес-моделью среди американских компаний является производство

²⁸ Murgitroyd. Using patents to establish alternative business models, built around licensing. Режим доступа: <https://www.murgitroyd.com/blog/using-patents-to-establish-alternative-business-models-built-around-licensing/> (дата обращения: 21.05.2023).

Классификация и анализ бизнес-моделей
Table 3. A framework for analyzing business models

Базовый архетип бизнес-модели	Тип активов			
	Финансовые	Физические	Нематериальные	Человеческие
Создатель	Предприниматель	Производитель	Изобретатель	–
Дистрибьютор	Финансовый трейдер	Оптовый / розничный продавец	Продавец интеллектуальной собственности	–
Владелец	Владелец финансовых активов	Владелец физических активов	Владелец интеллектуальной собственности	Подрядчик
Брокер	Брокер по финансовым активам	Брокер по физическим активам	Брокер по интеллектуальной собственности	Брокер по человеческим ресурсам

Источник: [Weill et al., 2006] / Source : [Weill et al., 2006]

и продажа прав собственности на физические активы (т.е. архетип «Производители» в соответствии с табл. 3). Несмотря на то, что не было обнаружено какой-то одной модели, которая превосходила бы остальные по всем параметрам, некоторые модели демонстрируют лучшие финансовые показатели, чем другие.

В частности, «Физические создатели» («Производители» в данной таксономии) и «Владельцы физических активов», как правило, имеют больший денежный поток от активов, а «Владельцы интеллектуальной собственности» имеют более низкий коэффициент Тобина (q), чем «Физические дистрибьюторы» (оптовые/розничные продавцы). Вэйл и др. продемонстрировали, что фондовый рынок отдает предпочтение определенным типам бизнес-моделей²⁹. Инвесторы более высоко оценивают компании с бизнес-моделями, ориентированными на инновации и интеллектуальную собственность, а также с моделями, основанными на лицензировании интеллектуальной собственности (например, Walt Disney) и на производстве высокоинновационной продукции (например, Apple).

Ранжирование бизнес-моделей / Ranking of business models

Расширяя исследование Вэйла и др., авторы настоящей статьи предлагают способ ранжирования цифровых компаний, используя волатильность их мультипликаторов стоимости в качестве показателя уровня понимания участниками рынка их стра-

тегий и бизнес-моделей. Из рейтинга исключена компания Apple, поскольку на ее показатели балансовой и рыночной стоимости серьезно повлияли крупномасштабные программы выкупа акций с рынка в последние годы³⁰.

Авторы статьи рассмотрели три мультипликатора, которые наиболее часто используются для анализа стоимости технологических компаний: P/S или (Price-to-Sales), EV/EBITDA и P/B. При небольшом или иногда отрицательном чистом долге в балансовом отчете цифровых компаний мультипликатор P/S является менее шумным, чем мультипликатор EV/IC.

Несмотря на распространенное представление о том, что P/B плохо применим для оценки технологических компаний, авторы добавили этот мультипликатор в анализ, поскольку данный мультипликатор имеет понятную и простую структуру при разложении на основные драйверы, которые также являются ключевыми составляющими успешной стратегии, такие как избыточная доходность или рентабельность капитала (RoE), рост (g) и риск (CoE). Связь мультипликатора P/B с драйверами стоимости представлена формулой (1):

$$\frac{P}{B} = \frac{(RoE - g)}{(CoE - g)} \quad (1)$$

В табл. 4 приведены стоимостные мультипликаторы крупнейших технологических компаний на 2013 г. и 2023 г.

²⁹ Peter Weill, Thomas W. Malone, Thomas G. Apel (22 июня 2011). The Business Models Investors Prefer. Режим доступа: <https://sloanreview.mit.edu/article/the-business-models-investors-prefer/> (дата обращения: 23.05.2023).

³⁰ Apple Insider. Malcom Owen (4 мая 2023). Apple extends share buybacks by another \$90 billion. Режим доступа: <https://appleinsider.com/articles/23/05/04/apple-extends-share-buybacks-by-another-90b> (дата обращения: 23.05.2023).

Целью данного анализа не было рассмотрение динамики оценки стоимости выбранных технологических компаний. При этом авторы отметили, что средние значения мультипликаторов за указанный период удвоились. Коэффициенты вариации мультипликаторов P/S и P/B в 2023 г. увеличились, тогда как коэффициент вариации мультипликатора EV/EBITDA незначительно сократился. Отчасти такая динамика обусловлена ростом рыночной капитализации таких компаний, как Nvidia, Microsoft и Adobe. PayPal была единственной компанией, у которой мультипликаторы P/S и EV/EBITDA значительно снизились за рассматриваемый период.

Мы предполагаем, что уровень понимания участниками рынка стратегий и бизнес-моделей компании находит отражение в волатильности ее мультипликаторов. Учитывая, что средний срок жизни стратегии или бизнес-модели составляет 5–10 лет, авторы рассмотрели волатильность мультипликаторов в период 2013–2023 гг. Для ранжирования компаний использовалось среднее значение рейтингов по отдельным мультипликаторам (табл. 5).

Будучи обусловленными одними и теми же факторами (т.е. ценой акции, волатильностью курса акций), мультипликаторы коррелируют между собой. Принимая во внимание наиболее распространенное определение бизнес-модели как описание того,

Таблица 4

Сравнительный анализ показателей стоимости крупных цифровых компаний за 2013–2023 гг.

Table 4. Comparison of large digital companies' valuation multiples in 2013–2023

Наименование компании	Показатели мультипликаторов за 2013 г.				Показатели мультипликаторов за 2023 г.			
	P/S	EV/EBITDA	P/B	P/E	P/S	EV/EBITDA	P/B	P/E
Google	5,22	14,11	3,65	24,47	5,57	16,98	6,12	27,44
Intel	2,02	4,5	2,12	10,25	2,54	18,69	1,36	-141,88
IBM	2,27	9,68	12,64	14,84	2,14	13,44	5,87	60,55
Amazon	1,98	40,44	14,77	-2,961,00	2,55	24,25	8,47	109,45
Cisco	2,41	6,21	2,13	13,65	3,94	11,93	5,05	17,93
Netflix	2,94	107,71	14,13	642,74	5,61	32,79	8,18	44,85
Microsoft	3,29	6,43	3,3	15,72	11,10	23,43	11,75	33,68
Adobe	4,54	12,19	2,96	23,99	12,57	33,58	15,62	48,47
PayPal*	4,40	18,35	2,97	35,04	2,28	12,46	3,45	17,16
Nvidia	1,88	5,24	1,64	15,5	41,38	180,85	45,05	233,14

Примечание: *самые ранние данные по компании PayPal относятся к 2015 г.

Составлено авторами по материалам исследования / *Compiled by the authors on the materials of the study*

Таблица 5

Ранжирование цифровых компаний на основе мультипликаторов за период 2013–2023 гг.

Table 5. Ranking of digital companies based on multipliers for the period 2013–2023

Наименование компании	Место в рейтинге	Итоговый балл (средний рейтинг трех мультипликаторов)	Показатели мультипликаторов за 2013–2023 гг. (поквартально)					
			EV/EBITDA		P/B		P/S	
			Кэфф. вариации	Место в рейтинге	Кэфф. вариации	Место в рейтинге	Кэфф. вариации	Место в рейтинге
Google	1	1,33	0,16	2	0,22	1	0,16	1
IBM	2	2,33	0,10	1	0,30	3	0,13	3
Intel	3	3,33	0,36	6	0,25	2	0,19	2
Amazon	4	3,67	0,24	3	0,31	4	0,30	4
Cisco	5	4,67	0,26	4	0,39	5	0,21	5
Adobe	6	6,33	0,27	5	0,49	7	0,34	7
Netflix	7	6,67	0,50	8	0,41	6	0,36	6
Microsoft	8	7,67	0,37	7	0,44	8	0,42	8
PayPal	9	9,00	0,79	9	0,58	9	0,79	9
Nvidia	10	10,00	0,92	10	0,75	10	0,78	10

Составлено авторами по материалам исследования / *Compiled by the authors on the materials of the study*

каким образом компания зарабатывает деньги, авторы статьи считают, что мультипликатор, основанный на выручке, имеет более высокую значимость при ранжировании. Но этот вывод необходимо проверить, используя репрезентативную выборку данных. На данный момент авторы использовали простое среднее значение трех ранжирований.

Обсуждение результатов / Discussion of results

Для анализа рейтинга можно использовать финансовую отчетность компаний по сегментам, которая помогает понять относительный вклад используемых бизнес-моделей. Крупные компании, как и те, что были отобраны для исследования, обычно имеют более чем одно направление деятельности и, следовательно, более, чем одну бизнес-модель и маркетинговую стратегию. Поскольку конкурентная среда в цифровых отраслях стремительно меняется вместе с изменениями в технологиях, в стратегиях и бизнес-моделях ведущих фирм также происходят преобразования. Примеры таких изменений в компаниях Amazon, Google и Microsoft приведены ниже³¹.

1. Amazon. Компания Amazon начинала свою деятельность как B2C онлайн-ритейлер, затем диверсифицировалась, запустив производство электронных товаров (умная колонка Echo Dot, планшет Fire Tablet) и новые веб-сервисы (Prime Video) для потребителей, а также стала предлагать B2B сервисы, такие как amazonbusiness.com, Amazon Web Services (AWS) и Amazon Advertising. После приобретения в 2016 г. компании Whole Foods и дополнения деятельности новой концепцией розничной торговли в подразделении Amazon Go, компания Amazon значительно изменила первоначальный подход, ориентированный исключительно на онлайн-торговлю.

2. Google. Компания Google, начинавшая с интернет-поиска, вышла на рынки контента (новости, видео), запустила такие продукты, как умные колонки (Home), ноутбуки (Pixelbook), смартфоны (Pixel), интерактивные доски (Jambox), проект виртуальной реальности (Stadia) и многие др. Компания Google, так же как Amazon и Microsoft, разработала пакет бизнес-приложений (G Suite) и облачную платформу (Google Cloud).

3. Microsoft. Компания Microsoft перешла от продажи программного обеспечения, хранящегося

на физических носителях (CD-ROM, дискеты), к предоставлению программ через Интернет (модель SaaS, англ. Software as a service – программное обеспечение как услуга). Компания вышла на новые рынки за счет таких продуктов, как Azure (облачная платформа), LinkedIn (социальная сеть для поиска и установления деловых контактов), Bing Search (поисковая система), а также представила игровые (Xbox) и компьютерные устройства (Surface), развивая свои потребительскую и B2B франшизу.

Несмотря на продолжающиеся изменения, некоторые компании по-прежнему получают основной доход от использования своих традиционных бизнес-моделей, более привычных и понятных рынку. Прорыв в технологиях искусственного интеллекта не изменил того факта, что Google продолжает заниматься в основном рекламным бизнесом, опираясь на лидирующую поисковую систему с долей мирового рынка в 93,12 %³². Компания Intel сохраняет доминирующую позицию на рынке компьютерных процессоров семейства x86 с долей рынка в 62,7 %. Для того чтобы проиллюстрировать относительную значимость разных бизнес-моделей, используемых компаниями, мы представили сравнительный анализ шести крупных технологических компаний на основании их отчетности по сегментам. Данные приведены на рис. 8–13.



Составлено авторами на основе рыночных данных компании Statista³³ / Compiled by the authors on market data from Statista³³

Рис. 8. Структура выручки Google по сегментам за 2017–2022 гг.
Fig. 8. Distribution of Google segment revenues from 2017 to 2022

³¹ Michael Gurau (20 апреля 2020). Forbes. How three of the biggest tech companies moved out of their conventional lanes. Режим доступа: <https://www.forbes.com/sites/forbestechcouncil/2020/04/20/how-three-of-the-biggest-tech-companies-moved-out-of-their-conventional-lanes/?sh=377fb4ed8f9d> (дата обращения: 25.05.2023).

³² Oberlo. Search engine market share in 2023. Режим доступа: <https://www.oberlo.com/statistics/search-engine-market-share#:~:text=Handling%20over%2090%25%20of%20all,done%20through%20the%20internet%20giant.> (дата обращения: 25.05.2023).

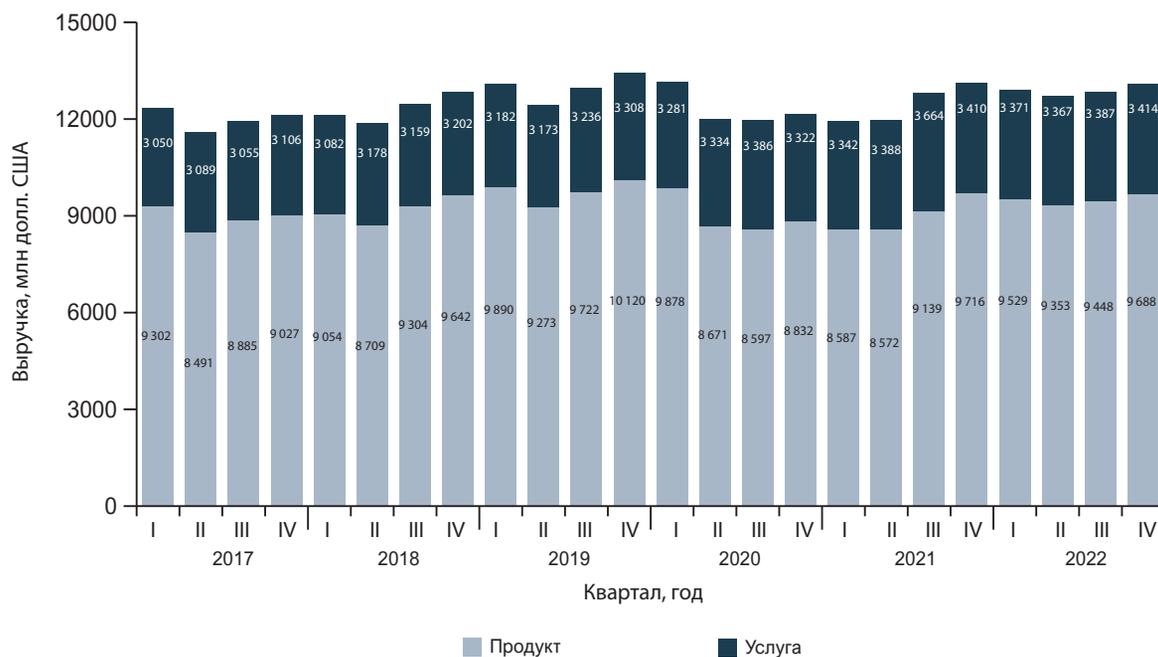
³³ Statista. Distribution of Google segment revenues from 2017 to 2022. Режим доступа: <https://www.statista.com/statistics/1093781/distribution-of-googles-revenues-by-segment/> (дата обращения: 25.05.2023).



Составлено авторами на основе рыночных данных компании Statista³⁴ / Compiled by the authors on market data from Statista³⁴

Рис. 9. Структура выручки Intel за 2014–2022 гг.

Fig. 9. Intel revenue from 2014 to 2022



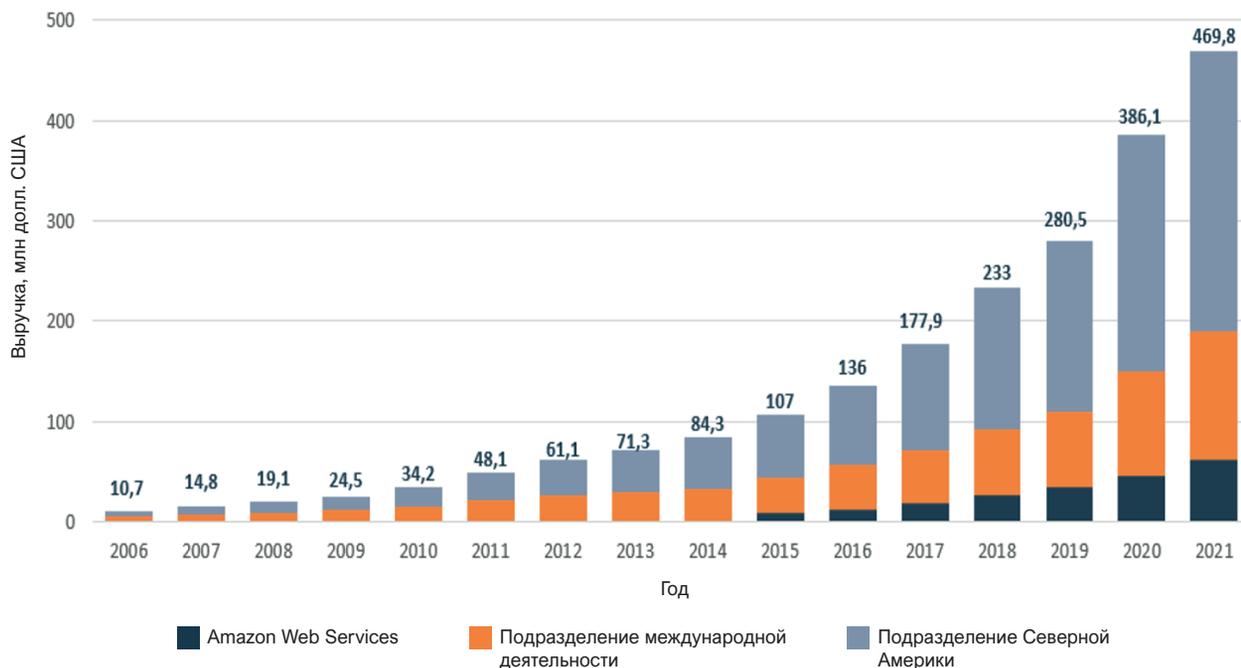
Составлено авторами на основе рыночных данных компании Statista³⁵ / Compiled by the authors on market data from Statista³⁵

Рис. 10. Структура выручки Cisco за 2017–2022 гг.

Fig. 10. Cisco's quarterly revenue from 2017 to 2022

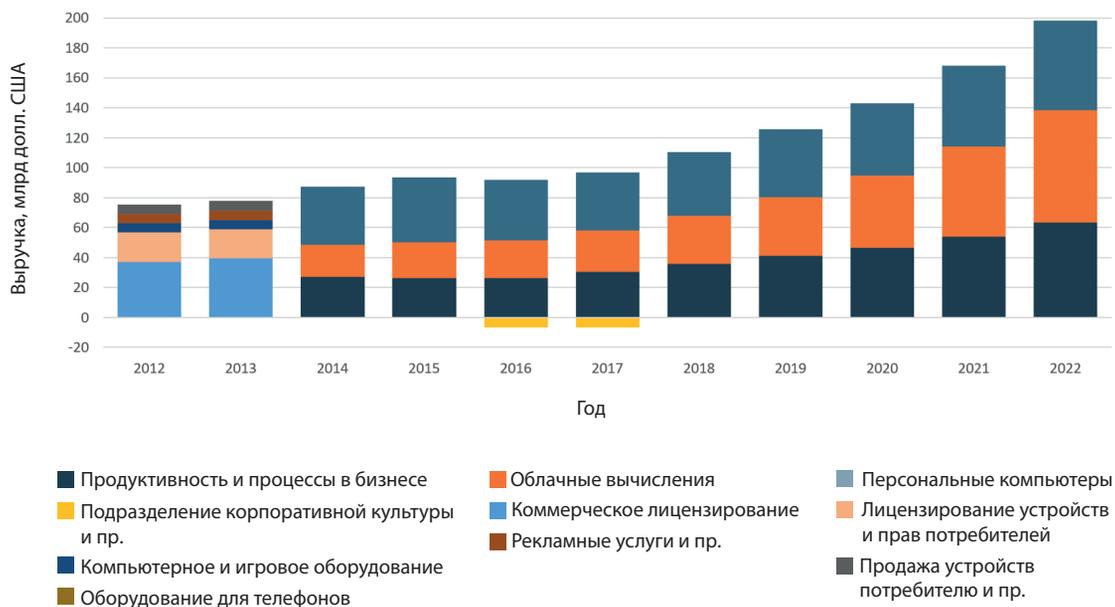
³⁴ Statista. Intel revenue from 2014 to 2022 by segment. Режим доступа: <https://www.statista.com/statistics/495928/net-revenue-of-intel-by-segment/> (дата обращения: 25.05.2023).

³⁵ Statista. Cisco's Quarterly Revenue. Режим доступа: <https://www.statista.com/search/?q=Cisco%27s+Quarterly+Revenue+&p=1> (дата обращения: 27.05.2023).



Составлено авторами на основе рыночных данных компании Statista³⁶ / Compiled by the authors on market data from Statista³⁶

Рис. 11. Структура выручки Amazon за 2006–2021 гг.
Fig. 11. Amazon annual revenue from 2006 to 2021 (by fiscal year)

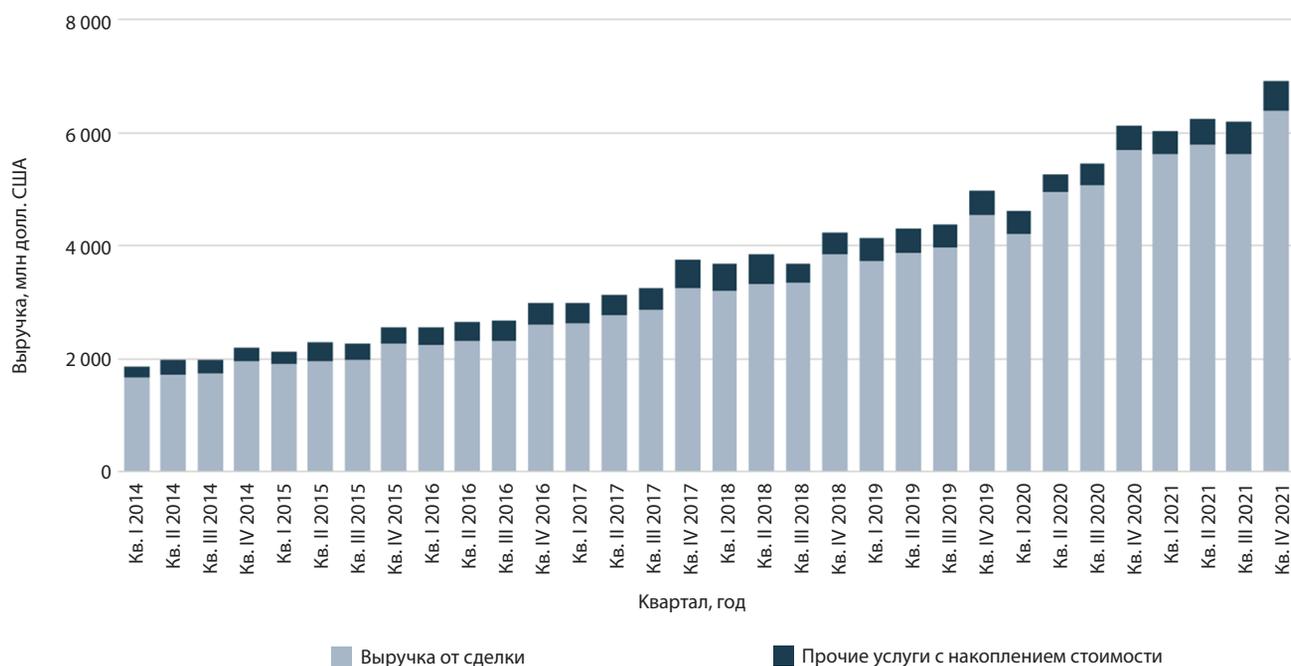


Составлено авторами на основе рыночных данных компании Statista³⁷ / Compiled by the authors on market data from Statista³⁷

Рис. 12. Структура выручки Microsoft за 2012–2022 гг.
Fig. 12. Microsoft's revenue from 2012 to 2022 financial years

³⁶ Statista. Amazon Annual Revenue. Режим доступа: <https://www.statista.com/search/?q=Amazon+Annual+Revenue+&p=2&sortMethod=idrelevance&interval=2%2C2021> (дата обращения: 26.05.2023).

³⁷ Statista. Microsoft's revenue from 2012 to 2022. Режим доступа: <https://www.statista.com/search/?q=Microsoft%27s+revenue+from+2012+to+2022+&p=1&sortMethod=idrelevance&interval=2%2C2022&tabGroup=statistic> (дата обращения: 27.05.2023).



Составлено авторами на основе рыночных данных компании Statista³⁸ / Compiled by the authors on market data from Statista³⁸

Рис. 13. Структура выручки PayPal за 2014–2021 гг.
Fig. 13. PayPal's net revenue from 1st quarter 2014 to 4th quarter 2021

Успешное развитие Amazon Web Services (далее – AWS) положительно повлияло на стоимость компании Amazon. В то же время новый сегмент усложнил оценку новой стратегии и бизнес-модели компании для многих инвесторов, которые привыкли воспринимать Amazon, прежде всего, как платформу в сфере электронной коммерции, сформировавшую глобальную экосистему. Чистая выручка Amazon по сегментам во втором квартале 2023 г. по категориям товаров и услуг показана в табл.6.

Относительно более низкая позиция Microsoft в рейтинге может быть связана с более сложной структурой выручки и значительным вкладом сегмента облачных сервисов в выручку. Авторы заметили, что сегментная отчетность Microsoft была значительно упрощена после принятия компанией новой стратегии в 2013 г. В то же время недавние попытки Microsoft приобрести компанию Activision Blizzard за 75 млрд долл. США свидетельствуют о том, что Microsoft пока не достигла доминирующего положения, по крайней мере, в двух из трех своих ключевых сегментов. Позиция Microsoft в рейтинге может

также отражать значительное влияние обратного выкупа акций на оценку стоимости компании.

Относительно высокий рейтинг компании IBM отражает ее статус как старейшей технологической компании «голубой фишки»³⁹, обладающей самым низким среди десяти рассматриваемых компаний коэффициентом бета (0,85). По мере того, как компания, ее стратегия и структура выручки (в 2022 г. сегментная выручка включала программное обеспечение – 41 % от общей выручки, консалтинговые услуги – 32 % и выручку от предоставления инфраструктуры – 25 %) становятся более понятными рынку, участники рынка пересматривают свое представление о риске компании. Чинкарини и др. зафиксировали устойчивую закономерность снижения коэффициента бета со сроком жизни компании [Chincarini et al., 2020].

Можно предположить, что рынок воспринимает компанию IBM с более чем 80-летней историей как технологический аналог промышленной компании и не ставит под сомнение ее стратегию даже после 40-летней программы обратного выкупа акций, которая была признана провальной⁴⁰.

³⁹ Акции, выпускаемые наиболее солидными и надежными компаниями, которые являются лидерами в своих отраслях.

⁴⁰ Peter Greulich (18 апреля 2022). An IBM Case Study: Do Share Buybacks Work? Режим доступа: <https://seekingalpha.com/article/4501564-an-ibm-case-study-do-share-buybacks-work> (дата обращения: 28.05.2023).

³⁸ Statista. PayPal's net revenue from 1st quarter 2014 to 4th quarter 2021 by segment. Режим доступа: <https://www.statista.com/statistics/422014/paypals-net-revenue-per-quarter-channel/> (дата обращения: 27.05.2023).

Выручка Amazon во втором квартале 2023 г. по видам продукции и услуг

Table 6. Amazon revenue in the second quarter of 2023 by product and service categories

Категории товаров и услуг компании Amazon						
Продажи через собственный интернет-магазин	Услуги сторонним продавцам (3P Services) *	AWS	Рекламные услуги	Подписки	Продажи через физические магазины	Прочее
53 млрд долл. США	32, 3 млрд долл. США	22,1 млрд долл. США	10,7 млрд долл. США	9,9 млрд долл. США	5 млрд долл. США	1,3 млрд долл. США

Примечание: * включая комиссионные и сопутствующие сборы за доставку и выполнение заказа, а также другие услуги, оказываемые сторонним продавцам

Источник⁴¹ / Source⁴¹

Несмотря на то что компания Nvidia недавно присоединилась к клубу компаний с рыночной капитализацией, превышающей 1 трлн долл. США, ее низкая позиция в рейтинге не выглядит неожиданно. Возможно, позиция в рейтинге обусловлена запоздалым признанием участниками рынка стратегии и бизнес-модели Nvidia в частности, а также долгосрочного влияния технологий искусственного интеллекта в целом. Вероятно, инвесторы выражают опасения относительно того, что компания Nvidia может повторить судьбу компании Cisco. На пике своей оценки в 2000 г. Cisco имела рыночную стоимость 546 млрд долл. США, обогнав Microsoft как самую дорогую компанию в мире, а инвесторы

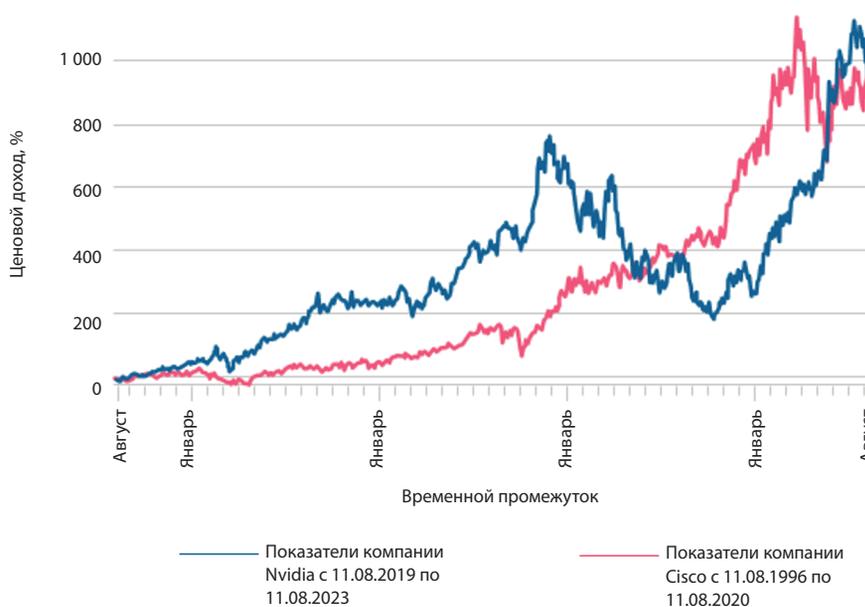
предполагали, что ее стоимость может превысить 1 трлн долл. США⁴² (рис.14).

В качестве дополнительной проверки авторы сравнили полученный рейтинг с рейтингами ведущих технологических брендов от компаний Brand Finance, Interbrand и Kantar BrandZ. Исходя из того, что стратегия и бизнес-модель являются важными элементами успешного и узнаваемого бренда, можно было бы ожидать, что рейтинги будут похожи.

⁴² Keith Noonan (23 сентября 2016). Cisco stock history: what investors need to know. Режим доступа: <https://www.fool.com/investing/2016/09/23/cisco-stock-history-what-investors-need-to-know.aspx#:~:text=At%20its%20peak%20in%202000%2C%20Cisco%20stock%20traded,that%20it%20could%20surpass%20a%20%241%20trillion%20valuation> (дата обращения: 28.05.2023).

⁴³ Financial Times. Nvidia circa 2023, Cisco circa 2000. Режим доступа: <https://www.ft.com/content/bdf843ed-6a6d-4f23-ae76-ebb618b495bd> (дата обращения: 28.05.2023).

⁴¹ Amazon. Official website. Режим доступа: https://www.amazon.com/ref=nav_logo (дата обращения: 26.05.2023).



Источник⁴³ / Source⁴³

Рис. 14. Сравнение рыночной капитализации компании Nvidia в 2023 г. и Cisco в 2000 г.

Fig. 14. Nvidia's market capitalization in 2023 compared to Cisco's in 2000

**Сравнительный анализ ранкингов
технологических брендов**

Table 7. Comparative analysis of technology brands rankings

Рэнкинг волатильности по мультипликаторам компаний	Позиция	Рэнкинг брендов			Средний показатель
		Brand Finance	Interbrand	Kantar BrandZ	
Google	1	2	3	1	1*
IBM	2	7	5	4	5
Intel	3	10	6	9	10
Amazon	4	1	2	3	1*
Cisco	5	9	4	8	7
Adobe	6	6	7	6	6
Netflix	7	8	9	7	9
Microsoft	8	3	1	2	1*
PayPal	9	4	8	10	8
Nvidia	10	5	–	5	4

Примечание: * компании Google, Amazon и Microsoft имеют одинаковый средний ранкинг

Составлено авторами по материалам исследования / *Compiled by the authors on the materials of the study*

Результаты сравнительного анализа представлены в табл. 7. Ранжирование брендов для выбранных компаний представляет собой порядок среди рассмотренных компаний, а не абсолютное место в списках топ-100 самых ценных брендов, приводимых соответствующими источниками.

Авторы не обнаружили корреляции между ранкингами. Алгоритм ранжирования брендов является непрозрачным. Предположительно, основным фактором, влияющим на позицию бренда, является рыночная капитализация. Ранкинги фактически разделили десять компаний на две группы: лучшие (Amazon, Google и Microsoft) и остальные. Более того, за исключением тройки лидеров по рыночной капитализации (которые имеют схожие позиции), ранкинги, присвоенные одной и той же компании разными агентствами, существенно различаются.

Авторы считают, что упрощенный ранкинг, основанный на исторической волатильности мультипликаторов, дает представление о степени понимания стратегий и бизнес-моделей компаний. По мнению авторов, в дальнейшем было бы важно проанализировать более широкую выборку технологических компаний за разные периоды времени. Учитывая значительные изменения в оценках IT-компаний за последние 10 лет было бы также важно развить исследования Вэйла и др.

Заключение / Conclusion

Лидерство по рыночной капитализации IT-компаний, бизнес которых основан на нематериальных

активах и экономическом гудвилле, требует более тщательного изучения стратегий и бизнес-моделей таких компаний. Различные аспекты цифровых бизнес-моделей подробно рассмотрены в научной литературе по теме менеджмента, однако их экономическое измерение остается недостаточно изученным.

Данная статья показывает почему стратегии и бизнес-модели, являясь важнейшим фактором для успеха компаний, не отражаются в их балансовых отчетах. Причина – стратегии и бизнес-модели не соответствуют формальным критериям признания активов, установленным стандартами финансовой отчетности. При этом очевидно, что они вносят значительный вклад в формирование стоимости успешных цифровых компаний.

Мы проанализировали роль стратегий и бизнес-моделей в создании стоимости и предложили в дополнение к рейтингам компаний по рыночной капитализации использовать историческую волатильность оценочных мультипликаторов. Мы считаем, что такое ранжирование отражает степень «понимания» инвесторами стратегии и бизнес-моделей компании и особенно полезно при анализе бизнес-моделей цифровых компаний, где большая часть стоимости приходится на нематериальные активы и деловую репутацию. Также предлагаются возможные направления будущих исследований.

Список литературы / References

- Chincharini L.B. et al.* Beta and firm age. *Journal of Empirical Finance*. 2020;58(5):50–74. <https://doi.org/10.1016/j.jempfin.2020.05.003>
- Denisova A.L., Lopatnikov A.N.* Value and risks of morphing technology into strategy and business model. *Upravlenie / Management (Russia)*. 2023;11(2):103–113 <https://doi.org/10.26425/2309-3633-2023-11-2-103-113>
- Moore J.* The firm as a collection of assets. *European Economic Review*. 1992;36:493–507.
- Sordi Schiavi G., Behr A.* Emerging technologies and new business models: a review on disruptive business models. *Innovation and Management Review*. 2018;15(4):338–355. <https://doi.org/10.1108/INMR-03-2018-0013>
- Weill P.D. et al.* Do some business models perform better than others? *SSRN Electronic Journal*. 2006. 34 p. <https://doi.org/10.2139/ssrn.920667>