

DOI: 10.26794/2408-9303-2021-8-2-12-23
УДК 330.101(045)
JEL G32, P19

Инвестиционная оценка современных бизнес-моделей

И.М. Степнов^а, Ю.А. Ковальчук^б

^{а,б} МГИМО МИД России, Москва, Россия;

^а Финансовый университет, Москва, Россия;

^б Московский авиационный институт (национальный исследовательский университет), Москва, Россия

^а <http://orcid.org/0000-0003-4107-6397>; ^б <http://orcid.org/0000-0002-9959-3090>

АННОТАЦИЯ

Статья посвящена выявлению изменений в процессах принятия инвестиционных решений в гибридной (традиционной и цифровой) экономике. Выдвинута гипотеза, что бизнес-модели и цифровая среда меняют классические предпосылки разработки таких решений, и это требует отражения в инвестиционной оценке. Используются методы системного и критического анализа, ценностно-ориентированный подход. Установлены преобладание конкуренции бизнес-моделей (в том числе в рамках экосистем), а не организаций, и снижение потребности инвестора в организационно-правовом оформлении объекта инвестирования при множестве цифровых решений. Утверждается, что на инвестиционный потенциал современной бизнес-модели влияют ее организационная архитектура, используемая инфраструктура, ценность, формируемая у потребителя, коммуникации и взаимодействия при неизменности предложения. Для отражения нарастающей сложности построения и индивидуализма бизнес-модели авторами разработана ее архитектура с выделением девяти базовых элементов и варианты инвестиционных решений. Выделены новые факторы стоимости для инвестиционной оценки бизнес-моделей, включая цифровую ренту, подходы к ценообразованию, цифровой парадокс, экосистемную защиту от рынка и др. Установлены качественные признаки эффективной бизнес-модели при сохранении количественной оценки на основе генерируемого денежного потока. Сделан вывод, что по мере нарастания сложности бизнес-моделей возможна интеграция цифровых метрик бизнеса и традиционных финансовых показателей, однако в настоящее время целесообразно сохранить существующую методологию инвестиционной оценки, дополнив ее качественной корректировкой.

Ключевые слова: объект инвестирования; цифровые активы; бизнес-модель; инвестиционная оценка; стратегия; ресурсы; создание стоимости; эффективность; цифровизация

Для цитирования: Степнов И.М., Ковальчук Ю.А. Инвестиционная оценка современных бизнес-моделей. *Учет. Анализ. Аудит = Accounting. Analysis. Auditing*. 2021;8(2):12-23. DOI: 10.26794/2408-9303-2021-8-2-12-23

Investment Valuation of Modern Business Models

I.M. Stepnov^а, J.A. Kovalchuk^б

^{а,б} Moscow State Institute of International Relations (MGIMO University), Moscow, Russia;

^а Financial University, Moscow, Russia;

^б Moscow Aviation Institute (National Research University), Moscow, Russia

^а <http://orcid.org/0000-0003-4107-6397>; <http://orcid.org/0000-0002-9959-3090>

ABSTRACT

The paper's purpose is to identify the changes in investment decision-making processes in the hybrid (traditional and digital) economy. It is hypothesized that business models and the digital environment change the classical prerequisites for making investment decisions, and this needs to be reflected in the investment valuation. Methods of system and critical analysis, value-oriented approach are used. The predominance of competition between business models (including within ecosystems), rather than organizations, and the reduction of the investor's need for the organizational and legal design of the investment object with a variety of digital solutions are established. It is argued that the investment potential of a modern business model is influenced by the organizational architecture, the infrastructure,

the value formed by the consumer, communication and interaction with the immutability of the supply. The authors developed the business model's architecture with the allocation of nine basic elements and options for investment decisions in order to reflect the increasing design complexity and individualism of the business model. New cost factors for investment evaluation of business models are identified, including digital rent, pricing approaches, digital paradox, ecosystem protection from the market, etc. The qualitative features of an effective business model are established while maintaining a quantitative assessment based on the generated cash flow. The deduction is that as the complexity of business models increases and it is possible to integrate digital business metrics and traditional financial indicators. However, at present it is advisable to maintain the existing methodology of investment assessment, supplemented with new qualitative adjustments.

Keywords: investment object; digital assets; business model; investment valuation; strategy; resources; value creation; efficiency; digitalization

For citation: Stepnov I.M., Kovalchuk J.A. Investment valuation of modern business models. *Uchet. Analiz. Audit = Accounting. Analysis. Auditing*. 2021;8(2):12-23. (In Russ.). DOI: 10.26794/2408-9303-2021-8-2-12-23

ВВЕДЕНИЕ

Современная экономика за последние два десятилетия обогатилась целым рядом принципиально новых стратегических возможностей, каждая из которых привнесла существенные изменения в предпринимательскую деятельность. Цифровое будущее наступает, оно достаточно близко. «Цифра» меняет многое в подходах к бизнесу — за короткое время стали обыденными и привычными слова «бизнес-модель» [1–3], «экосистема» [4], «платформа» [5], «цифровизация» [6–8], существенным образом трансформировав представления о возможностях получения прибыли в современном мире.

Цифровая экономика в поиске нового равновесия вступила в борьбу с так называемой «невидимой рукой» рынка А. Смита, которую он в своей фундаментальной работе упоминал только единожды как «естественный регулятор». Тем не менее соперничество эффективного регулирования (включая государство) и свободного плавания в рыночной стихии и сегодня остается соревнованием с неустановленным победителем. Маловероятно, что в ближайшем будущем искусственный интеллект окажется способным заменить конкурентную основу рыночных отношений дизайном взаимодействия [9], однако цифровые технологии способны существенным образом повысить эффективность государственного участия в экономике. В целях большей конкретизации авторской позиции по дальнейшему использованию в статье слова «цифровое» и его производных следует уточнить, что характеристика данного определения будет использоваться авторами статьи там, где меняется содержание, а не форма, поскольку сегодня некоторые исследователи стали злоупотреблять использованием этого термина.

С точки зрения стратегического менеджмента названные ранее термины современной цифровой экономики восходят к цепочкам создания стоимости

и сотрудничеству, хотя и с различных позиций. Если, с точки зрения бизнес-процессов, происходящие изменения представляются целесообразными и упрощающими взаимодействия участников, то остается открытым вопрос об эффективности инвестирования в новые бизнес-решения, включая участие и сторонних инвесторов, и владельцев бизнеса.

Сегодня в инвестиционной сфере накопилось достаточно большое количество фактов, свидетельствующих о том, что игнорирование происходящих изменений в экономике становится некорректным: к примеру, проведение IPO компаний с отрицательными результатами финансовой деятельности, что не мешает им успешно размещать свои акции¹.

Особое внимание следует уделить также тому, как меняется в современной среде объект инвестирования. Во многих случаях на смену активам, проектам и организациям приходит бизнес-модель [10]. Инвесторы начинают принимать как данность тот факт, что, несмотря на прошлый опыт финансовых вложений и актуальное развитие инвестиционных инструментов, экономический мир подошел к ситуации, когда происходит инвестирование в бизнес-модели в формах, не всегда имеющих организационное оформление и часто представляющих собой виртуальные конструкции.

Поэтому следует согласиться с [11], что в современной экономике более существенной становится конкуренция бизнес-моделей, а не организаций. Эффективно такое видение формирует вопрос: насколько востребована организационная или правовая форма инвестору? Совершенно очевидно, что потребность в организационно-правовых формах для инвестора

¹ Рекордное количество убыточных компаний выходит на IPO. URL: <https://bcs-express.ru/novosti-i-analitika/rekordnoe-kolichestvo-ubytochnykh-kompanii-vykhodit-na-ipo> (дата обращения: 20.01.2021).

будет существовать только до тех пор, пока бизнес-модели в той или иной форме не станут объектом учета и соответствующей регистрации прав. Кстати отметим, что, например, токены уже сейчас дают виртуальную возможность для создания необходимого организационного и правового оформления бизнес-модели (токены, согласно российскому законодательству, являются имуществом²). Поэтому вопрос об организационной форме объекта инвестирования в ближайшем десятилетии станет вопросом привычек или влиянием сложности решений, не предполагающих возможности оцифровки прав.

Обратная ситуация заключается в том, что бизнес-модели не только не отменяют потребность в инвестировании, а, наоборот, достаточно активно обеспечивают прирост вложений, несмотря на развитие пандемического кризиса, позволившего отдельным видам бизнеса получить конкурентное преимущество благодаря цифровым решениям. При этом и инвестиционные стратегии начинают трансформироваться, и инвесторы все чаще стремятся включать цифровые решения в свои портфели, что во многом связано с изменением свойств инвестиционных объектов и их оценкой.

Придерживаясь классического подхода и понимая, что ценность инвестиций зависит и от взглядов инвестора, и от тех изменений, которые происходят в современной экономике, объективно возникает вопрос: каков профиль современного инвестора? Так, прежде всего, сохранены традиционные типы инвесторов, пусть и частично облаченные в цифровые формы: капиталисты, которые ограничивают свое потребление и направляют часть денег из прибыли в новые проекты, и институциональные инвесторы в лице управляющих различных фондов и управляющих частных фондов, распоряжающихся деньгами. Традиционен и третий участник — государство — в виде фондов, как правило, инвестирующих в инфраструктуру или партнерство. Подчеркнем, что доля государственных инвестиций на многих рынках возрастает, а относительно трех классов инвесторов отметим, что их цели и задачи не претерпевают существенных изменений — меняются лишь способы реализации вложений. И определенно существует четвертый класс — это частные инвесторы, не только традиционно выходящие на биржу (их количество существенно вырастает во многих странах,

включая Россию), но и объединившиеся путем современных инструментов на различных платформах (часто используя стратегию автоследования). Такой коллективный инвестор в цифровой среде начинает оказывать существенное влияние, одновременно реализуя модель социального одобрения. При этом его мощь значительно возрастает (ярким примером является компания Robinhood³, которая выросла до IPO). Если в сегодняшнее время интересы таких инвесторов пока что чаще всего лежат в финансовом секторе, то наглядно видно, по мере оживления экономики их фокус внимания начинает переноситься и на сектор реальных инвестиций. Вместе с этим и при принятии решений по инвестициям в финансовом секторе все чаще начинается использование действующих бизнес-моделей.

Таким образом, опираясь на обновленный профиль инвестора и бизнес-модель как новый объект для инвестирования, авторы исследования формулируют цель данной статьи как попытку найти ответ на вопрос: насколько происходящие и уже произошедшие явления должны изменить оценочную стратегию инвестора:

- остаться в рамках существующих подходов к оценке инвестиционной привлекательности;
- скорректировать существующие (общепринятые) взгляды с уточнением отдельных аспектов;
- или формировать новые, принципиально отличные от известных, методы.

ТЕОРЕТИЧЕСКИЕ ВЗГЛЯДЫ НА СОВРЕМЕННУЮ БИЗНЕС-МОДЕЛЬ

Положение о том, что базисом экономики будущего становятся бизнес-модели, практически уже сегодня большинством экономистов-исследователей признано аксиоматичным. Понимание этого факта должно во многом изменить отношение к ресурсно-ориентированным стратегиям, доминировавшим в экономике всю вторую половину XX в. [12–15]. Более того, такие модели будут проникать до такого уровня в бизнес, чтобы во многих случаях исключить необходимость создания хозяйствующего субъекта для извлечения прибыли и уплаты налогов, иначе говоря, они должны стать объектом статистическо-

² Федеральный закон от 31.07.2020 № 259-ФЗ «О цифровых финансовых активах, цифровой валюте и о внесении изменений в отдельные законодательные акты Российской Федерации».

³ Неправильный Робин Гуд: как стартап Robinhood зарабатывает на инвесторах. URL: <https://quote.rbc.ru/news/article/5f074cf89a794725cbfb2c61> (дата обращения: 21.01.2021); Корепанова С. Как онлайн-брокер Robinhood делает биржевые инвестиции доступными для всех. URL: <https://www.vedomosti.ru/finance/articles/2020/09/16/840050-online-broker-robinhood> (дата обращения: 21.01.2021).

го и налогового учета. Если рассматривать возможность отказа от организационной формы и формирования облачной бизнес-модели, совершенно очевиден вывод, что современная экономика при соответствующем изменении форм учета и измерений вполне может быть построена на виртуальных элементах, существенно сокращая транзакционные издержки по обмену информацией и контролю достоверности прав на тот или иной вид актива. Для подобных виртуальных моделей уже сегодня доступна возможность совершения операций и их финансирования (например, на распределенных реестрах или децентрализованных финансовых сервисах) без формирования физического образа. При этом типовые операции могут быть сосредоточены в рамках отдельной отраслевой или универсальной экосистемы, не обязательно государственной и/или контролируемой государством.

Учитывая цели исследования, рассмотрим последовательность построения современной бизнес-модели, основанной на создании стоимости, а не на эффективном использовании ресурсов (как, например, предложено в [16]).

Основной принцип любой современной бизнес-модели, как показывает исследование, заключается в синхронизации процессов монетизации ценности потребителя и процессов создания стоимости производителем. Согласно [17] инвестиционный потенциал такой модели складывается из ресурсов и компетенций в виде предложения производителя, организационной архитектуры, ценности клиентского предложения, коммуникаций и взаимодействия. При этом, используя идею эволюции оценки инвестиционного потенциала [18, 19], покажем нарастание сложности бизнес-модели в фокусе измерения ее ценности.

Архитектура простейшей бизнес-модели состоит из трех элементов: потребитель, целевая фирма (отметим, что в англоязычной литературе часто используется понятие «фокусная фирма» — это точка контроля, координации, сотрудничества и т.д.) и производитель. Трехэлементная модель может функционировать и самостоятельно, например при оказании услуг в электронном виде. Очевидно, что при определенных условиях модель может вырождаться в двухэлементную, когда и производитель, и целевая фирма будут представлены как одно целое. Несомненно, что подобная схема также характерна и для оказания услуг в электронном виде, но, как правило, производители в этом случае стремятся охватить большое количество потребителей [20], как следствие, целевая фирма-посредник становится востребованной. Поэтому в общем

виде будем считать, что простейшая модель — это трехэлементная, а двухэлементная — частный случай. Возможна и обратная ситуация: так, например, в Китае и России широкое распространение получили объединения покупателей для поиска более низкой цены, так называемые «общие (совместные) закупки», но, тем не менее, двухэлементные модели (с объединением целевой фирмы и потребителя) встречаются достаточно редко.

С точки зрения инвестора должно сложиться устойчивое представление, что в трехэлементной модели внешние финансовые ресурсы привлекаются не для создания инфраструктуры и приобретения активов, а для обеспечения операционной деятельности. Такая модель должна более тщательно рассматриваться инвестором, несмотря на существующую эйфорию на рынке.

К числу трехэлементных моделей можно отнести и модели бизнеса, которые совмещают виртуальное решение, гарантирующее оказание услуги с определенной материальной составляющей; наиболее яркие представители — бизнес-модели гостиничного и арендного бизнеса. В последнем случае потребитель оплачивает операцию (не требуется дополнительных решений по финансированию и монетизации), самостоятельно приехав в отель, тем самым реализуя функцию доставки. В случае агрегаторов такси ситуация обратная, так как поставщик услуги связан самой услугой и его передвижение входит в состав услуг. Поэтому нельзя сделать вывод, что трехэлементная бизнес-модель может быть использована только в виртуальной среде, но именно в ней она получает наибольшее преимущество.

Для трехэлементных моделей критерием инвестиционной привлекательности становится устойчивое количество потенциальных потребителей (доступ к их контактными данным), что во многом является новым дополнением к стандартной инвестиционной оценке.

При формировании физического потока в рамках бизнес-модели ее необходимо дополнить двумя следующими элементами: логистикой и финансированием. Элемент финансирования потребителя стал популярным решением для современных интернет-магазинов, позволяя монетизировать ценность для потребителя в большем объеме и, соответственно, предлагая такие финансовые услуги, как рассрочка платежа и кредитование. При этом для многих интернет-магазинов может наблюдаться как интеграция с логистикой, так и использование отдельных специализированных фирм. В общем случае, оценивая ситуацию, прежде чем принять решение, инвестор должен обратить

внимание на эффективность систем логистики и стоимость привлекаемого финансирования, так как фактически кредитование потребителя становится также и кредитованием производителя (при передаче физического товара или оказания услуги). В этом случае инвестор должен, по возможности, более тщательно изучить генерируемые денежные потоки и их сбалансированность, поскольку в противном случае концентрация финансовых ресурсов в рамках одной из форм может привести к разбалансировке общей прибыли, и общая ценность модели будет снижаться.

Привлекательность участия в процессе балансировки прибыли от потребителей к производителям создает возможность для развития экосистем, под которой в данном случае следует понимать некую защиту от рыночной среды, когда участникам внутри экосистемы позволительно работать именно по ее правилам, а не по рыночным. Координацию может взять на себя экосистема, формирующая правила взаимодействия (отличные от рыночных правил), но при этом ее участники могут выбирать между ней и свободным рынком (и даже одновременно участвуя в нескольких экосистемах, как, например, это принято на рынках такси). В этом случае инвестору целесообразно отказаться от вложений в такие модели, так как управляющее воздействие экосистемы может существенным образом снизить доходность выбранной бизнес-модели без согласования с владельцем бизнеса, и переориентироваться на иные инвестиции.

Таким образом, пятиэлементная модель может оказаться инвестиционно привлекательной только в случае реализации цепочки стоимости без участия в экосистеме. Следовательно, более справедливо бизнес-модель с участием в подобной системе считать шестиэлементной, одновременно допуская существование седьмого элемента — участников рынка, не вошедших ни в одну из экосистем и представляющих собой потенциал роста при вовлечении таких участников в бизнес-модель.

Очередное, уже последнее дополнение к предлагаемой архитектуре заключается в создании восьми- или девятиэлементной модели, в которой участвуют два регулятора: государство и общество (часто не целиком, а в виде социальных групп). Государственное регулирование и контроль в общем случае должны повышать инвестиционную привлекательность, что входит в традиционные представления, а новым фактором, имеющим существенное влияние, становится одобрение социальных групп. Заметим, что у исследователей нет единой позиции по данному вопросу, кроме необходимости учета влияния социальных

групп в инвестиционной оценке (особенно в бизнес-моделях совместного потребления [21]).

Таким образом, виртуальная девятиэлементная бизнес-модель оказывается полноценно сопряженной с физическим миром и обладает наибольшим потенциалом извлечения прибыли. Но отрыв в таких моделях от реальных измерений приводит, например, к необоснованному росту активов, несправедливому распределению долей или монополизации инфраструктуры. В этой ситуации может произойти концентрация активов в руках небольшого количества субъектов рынка.

Так, при ожидании роста продаж электромобилей с беспилотным управлением возможна концентрация владения новыми транспортными средствами автомобилестроительными концернами или контролируемыми целевыми фирмами. Но и это не становится окончательной моделью, так как нет однозначных ответов на вопросы: обеспечат ли доступ «умные города» к информации для беспилотных электромобилей? будет ли эта информация бесплатной и равнодоступной? Наиболее привлекательным становится создание единой экосистемы, но при этом может сформироваться угроза монополизации. Также с учетом выявленных возможностей архитектуры бизнес-моделей инвесторы могут осуществлять вложения в экосистему в целом, включая и поэлементное финансирование в виде:

- 1) вложений в инфраструктуру;
- 2) владения пулом потребителей (при уверенности владения);
- 3) вложений в операционную деятельность;
- 4) вложений в производство (и, соответственно, технологии).

НОВЫЕ ФАКТОРЫ СТОИМОСТИ В СОВРЕМЕННОЙ БИЗНЕС-МОДЕЛИ

Продолжая исследование инвестиционной привлекательности современной бизнес-модели, следует уточнить: в рамках каких внешних и внутренних условий она получает наибольшее преимущество? Известно, что большинство исследователей по-прежнему сохраняет позицию, что в экономике возможна победа только на основе конкурентных преимуществ, причем не важно, в какой форме на данном этапе развития общества они выражены. Поэтому и при исследовании инвестиционной оценки акцент был сделан на измерение конкурентных преимуществ, обеспечивающих либо максимальную выгоду для инвестора, либо, как минимум, превышение средней доходности [22]. Заметим, что традици-

онного анализа затрат и выгод в рамках концепции бизнес-модели оказывается недостаточно, поскольку включение в нее клиента и возможность последнего влиять на выбор альтернативы приводит к тому, что принимающим решение лицам трудно оценить изменения со стороны клиентов в будущем [23].

Проведенное исследование, несмотря на невозможность полного охвата всех мнений и решений, позволило сформулировать ряд положений, отражающих новые факторы создания стоимости:

- до настоящего времени цифровая экономика пока еще не получила массового преимущества и показывает свою эффективность на примере небольшого количества в основном крупных компаний, не подтверждая того факта, что она сама создает преимущества [11]. Иначе говоря, на данном этапе цифровизация становится необходимым, но еще недостаточным аргументом в конкурентной борьбе. Искусственный интеллект пока еще не научился самостоятельно ставить цели, сейчас он способен лишь двигаться к ним, а потому поведение владельца бизнеса может приводить как к успеху, и так и к неудачам. Следовательно, сама цифровизация является не фактором стоимости, а только условием создания дополнительной цифровой стоимости. В зависимости от отраслевых отличий фактором стоимости могут стать удельные сопоставимые издержки на сравнимые цифровые единицы измерения (например, затраты на привлечение одного дополнительного клиента);

- одной из наиболее дискуссионных тем стала цифровая рента [25], в рамках которой основным фактором стоимости становится владение информацией о будущих потребителях. Несомненно, цифровая координация дает определенное преимущество перед обычным бизнесом, однако нет гарантии, что цифровая рента продлится достаточно долго. Тем не менее в современной оценке получение рентных платежей при владении массивом информации становится в условиях неопределенности существенным фактором стоимости. Повторимся: после завершения процесса цифровизации может возникнуть двойной исход — либо ценность оцифрованных данных возрастет максимально, либо будет найдено рыночное равновесие, приводящее к существенному обесцениванию знаний о потребителе;

- в цифровой экономике меняются привычные модели ценообразования и происходит переход к большому множеству клиентов по сравнению с предыдущими периодами развития общества и экономики. При этом именно ценообразование служит в цифровых бизнес-моделях регулятором

распределения как затрат, так и доходов, обеспечивая контроль над всей цепочкой создания стоимости и непосредственно влияя на результат инвестиционной оценки. Ценообразование становится наиболее значимым на сегодня фактором стоимости [особенно при переходе на модели подписки (например, фри-миум — от англ. freemium, как комбинация слов от англ. free — свободно и от англ. premium — премия)];

- существенным образом меняется роль запасов. Если бизнес-модели в целом направлены на сокращение запасов, используя различные приемы и методы, то в случае возникновения чрезвычайной или иной ситуации их устойчивость резко снижается, вплоть до разрушения цепочки создания стоимости (что, например, произошло с медицинскими масками — поскольку их количество на момент пика пандемии было достаточным, а распределительные механизмы не сработали, произошло вполне ожидаемое их перепроизводство, поэтому очевидно, что в ближайшей перспективе инвесторы будут относиться весьма осторожно к эффективности, основанной на сокращении запасов);

- с учетом происходящих изменений современные технологии удобнее представлять в двух составляющих (трансформирующей и управляющей), что во многом изменяет представления о различных прорывных решениях [26]. Именно цифровая составляющая технологий обеспечивает прирост стоимости в бизнес-модели, но при этом особую сложность представляет прогнозирование их развития. Выявление слабых сигналов и соответствующие превентивные меры снижают неопределенность, связанную с появлением технологических джокеров [27]. Поэтому технологии (в их классическом понимании) остаются основным рычагом стоимости, но на современном отрезке наибольший прирост дают именно цифровые, которые пока что ограничены универсальными для всех технологий вычислительной мощностью и коммуникациями;

- вера в цифровую защиту от рынка. Современные цифровые решения пока формируют отказ от рынка, обеспечивая его защиту путем формирования экосистем. Несмотря на привлекательность такого решения, рыночная стоимость экосистем возрастает, а ценность бизнес-моделей, реализованных на базе этих экосистем, снижается за счет возможности регулирования. Кроме того, для эффективной конкуренции внутри экосистемы должны преобладать плановые методы, а не рыночные, — т.е., защитив от рынка, она сама, цифровое государство и цифровая отрасль должны потребовать платы от защищенной

бизнес-модели в виде четко установленных показателей деятельности (которые, в большинстве своем, пока ограничены платой, рассчитываемой пропорционально объему продаж). Важно и то, что экосистемы в основном приобретают нематериальные активы (функциональность, технологии, таланты или интеллектуальную собственность) для интеграции их в свою архитектуру или предоставляют свою площадку для организации бизнеса [28];

- ограничения доступа глобальных экосистем к региональным рынкам (в различных формах протекционизма) приводят во многом не к защите интересов производителей, а к росту издержек и цен для потребителя. Развитие же многосторонних глобальных цифровых платформ способствует дальнейшему снижению операционных издержек на многих рынках, ограничивая конкуренцию из развивающихся стран [29], что во многом не устраивает региональных участников. Следовательно, фактор развития протекционизма определяет рост стоимости региональных решений, противодействуя глобальным экосистемам;

- более быстрое и эффективное развитие горизонтальных связей, несколько приостановившееся из-за пандемического кризиса, поскольку именно этот фактор принес существенный прирост производительности труда, рост отдачи от используемых активов при цифровой координации и упрощении взаимодействия.

Определенные в процессе исследования новые факторы стоимости и теоретические предпосылки эффективности бизнес-моделей позволяют при практическом изучении потенциала роста стоимости рекомендовать к использованию такие требования, как необходимость арбитража между цифровым и нецифровым, исследование устойчивости сотрудничества в рамках бизнес-модели и межотраслевого характера координации. Именно эти требования во многом предопределяют качественные признаки эффективной бизнес-модели.

ЭФФЕКТИВНАЯ БИЗНЕС-МОДЕЛЬ

Несомненно, инвестиционная оценка должна быть завершена количественным расчетом (как правило, основанным на оценке генерации денежного потока и его последующего распределения [30, 31]). Учитывая консерватизм инвесторов, иные расчеты пока нецелесообразны до того времени, пока инвесторы не сформулируют цифровые критерии инвестиционной привлекательности; например, скорость оборота токенов, принятая при оценке цифровых активов, пока еще не стала общепринятым показа-

телем (как правило, рассматривается как справочный), и полученная цена таких активов не всеми инвесторами будет восприниматься как справедливая. В силу этого, в процессе исследования акцент был сделан на качественном поиске признаков эффективности бизнес-модели и подтверждении качества генерируемого денежного потока (а следовательно, и необходимых условий привлекательности для инвестора). Выполняя процедуры инвестиционного анализа, исследователю необходимо получить ответы на следующие вопросы:

- включен ли потребитель в бизнес-модель;
- возможно ли измерение ценности, возникающей у потребителя;
- возможна ли монетизация ценности, созданной у потребителя, в том числе на основе предоставления финансовых ресурсов потребителю;
- возможна ли доставка монетизированной ценности в целевую фирму;
- требуются ли новые методы создания стоимости целевой фирмой для превращения сформированной ценности в реальную услугу или продукт;
- возможно ли сотрудничество поставщика и целевой фирмы;
- ведется ли в данный момент балансировка прибыли внутри цепочки создания стоимости с помощью ценообразования или ее осуществление предполагается в дальнейшем [18];
- не ограничивает ли доставка и обслуживание потенциал продаж целевой фирмы;
- используется ли трансформация продукта в услугу и что становится новым источником ценности;
- осуществляется ли контроль прибыли в созданной цепочке (включая контроль за распределением прибыли, в том числе и потребителю);
- возможен ли переход из одной экосистемы в другую без потери качества генерируемого денежного потока.

При получении хотя бы единственного ответа «нет» на сформулированные выше вопросы возможны два предположения: либо привлекаемое финансирование будет направлено на трансформацию бизнес-модели с целью устранения выявленного недостаточного свойства, либо бизнес-модель не предполагает изменений, и в таком случае принятие инвестиционного решения должно быть более взвешенным.

Раскрываемые далее отдельные свойства бизнес-модели, знание которых при подтверждении наличия предыдущих качественных признаков обеспечивает дополнительную уверенность в инвестиционной при-

влекательности, повышают ее эффективность, но не гарантируют рост, и всегда являются индивидуальным исследовательским вопросом.

Изменение понятия «внешняя среда» при выборе стратегии в цифровой экономике. Классическая ресурсная стратегия предполагает, что в рамках анализа сравниваются возможности внешней среды и доступность ресурсов компаний, что позволяет построить эффективную стратегию. В рамках цифровых решений внешняя среда, как правило, уменьшается и представляется экосистемами-конкурентами. Поэтому и потребители, и поставщики оказываются вовлеченными в бизнес-модель и экосистему, и стратегические решения становятся не внешними, а внутренними, что значительным образом может усилить роль дизайнера соответствия в противовес рыночному равновесию. Несомненно, что до окончания цифровой трансформации успех будут иметь оба подхода, но долгосрочная перспектива сказывается в пользу стратегического инструмента бизнес-моделей, а не ресурсов.

Институциональный арбитраж цифрового и нецифрового. Инвестор должен признавать тот факт, что многие получаемые сейчас конкурентные преимущества цифровыми компаниями являются именно следствием арбитража между цифровым и нецифровым, который на сегодня уже стал обладать признаками институционального характера, в силу чего при долгосрочном взгляде инвестор должен понимать, что в ближайшем будущем этот источник дополнительной доходности будет нивелирован.

Цифровые измерения. Обилие и все более широкое распространение цифровых метрик во многом снижает поиск уникальных решений. В результате индивидуальность предпринимательской инициативы значительно сокращается в этом пространстве, особенно при росте проблемы «масштаба без массы» [32], поэтому доля цифровых метрик должна будет нарастать в инвестиционной оценке, но это не будет гарантировать уникальность преимущества. Анализ показывает, что сетевые и цифровые сигналы начинают преобладать над традиционными сигналами (опыт работы, квалификация, предыдущий успех), например при оценке доступности венчурного финансирования.

Возможность переключения. Переключение бизнес-моделей (например, в рамках перекрестного финансирования) оказывается эффективным инструментом балансирования прибыли, создавая преимущество перед классическими стратегиями.

Отказ от владения активами. Формула «использование вместо владения» начинает распространяться на крупные активы в различных отраслях. Кризис

вследствие пандемии значительно остановил эти процессы, но выход из него, несомненно, должен привести к существенному нарастанию таких возможностей, что обеспечит нарастание ценности инфраструктуры и обеспечение доступа к ресурсам.

Отказ от вертикальной интеграции. Горизонтальная интеграция становится неотъемлемым свойством современных бизнес-моделей, показывая существенное преимущество перед вертикальной. Бизнес-модели, построенные на основе горизонтальной интеграции, оказываются экономически более выгодны, но в то же время она требует построения внутренних платформ для более успешного объединения в единое пространство.

Собственность и сотрудничество. В рамках бизнес-моделей происходит отказ от единого владения, что, в свою очередь, является эффективным инструментом противостояния цифровой централизации. Развитие сотрудничества позволяет изменить модели взаимодействия и отказаться от централизации в пользу процессного подхода.

Инновации: возвращение к майорату изобретателя. Традиционная модель коммерциализации изобретений основана на том, что инноватор, получив уникальное преимущество, стремился его коммерциализировать, а инвестор осуществлял поиск таких проектов, — и именно успешный инноватор доминировал на таком рынке. Последующая парадигма оказалась перевернутой, так как инноватор должен был соответствовать требованиям инвестора, и в этот момент установился майорат инвестора, приведший к созданию формальных требований, в которые должен был уложиться изобретатель. В бизнес-модели, определяющей на первом плане значимость ценности у потребителя, вновь создается возможность возвращения к майорату инноватора, который теперь ориентирован на формирование ценности у потребителя, — это формирует уверенность, что бизнес-модели обеспечат будущий экономический рост.

Отказ от границ отраслей. Уже сегодня развитие экосистем показывает, что границы отраслей размываются, поскольку современные технологии во многом ориентированы на два универсальных ресурса (вычислительная мощность и скорость передачи данных) при одних и тех же интеллектуальных решениях для различных отраслей, и это создает возможности широкого распространения цифровых технологий без учета отраслей.

Автоматическое взимание налогов. Развитие цифрового управления государством, несомненно, должно привести к организации иной модели налогообло-

жения, ориентированной на автоматическое взимание налогов с цифровых операций и регистрации не организаций, а бизнес-моделей, свойство налоговой прозрачности и открытости которых необходимо также учитывать инвестору в будущем.

Общество и социальное одобрение. Роль социальных групп и общества в создании ценности и одобрении деятельности производителей будет в ближайшем будущем все более нарастать, поэтому инвестор должен обращать приоритетное внимание на бизнес-модели, дружественные к социальным группам. Такое свойство особо заметно в предпринимательстве, связанном с экономикой совместного использования.

Представленный перечень свойств не является закрытым — при изучении индивидуальных особенностей бизнес-моделей он может быть расширен либо сокращен, или использован в SWOT-анализе.

ВЫВОДЫ

Цифровая координация стала инструментом, который обеспечил рост рыночной привлекательности такого нового стратегического представления предпринимательства, как бизнес-модели. Именно будущая конкуренция бизнес-моделей и организаций, основанная на координации в цифровом пространстве, становится основным трендом развития экономики.

Бизнес-модель не лишена недостатков как инструмент принятия решений: с одной стороны, ее операционная ориентированность может противоречить стратегическому видению, но, с другой стороны,

операционная эффективность, увязанная со стратегическими показателями, дает больший эффект, нежели классическая ресурсная модель.

Несомненно, каждая успешная бизнес-модель обладает ярко выраженным индивидуализмом, поэтому в рамках инвестиционного анализа рекомендуется выделять отдельные бизнес-процессы (или структурные элементы) для осуществления стандартных аналитических процедур и их сравнения.

Проведенное исследование позволило доказать, что развитие современных бизнес-моделей в цифровой среде будет проходить через три стадии, которые следует учитывать при принятии решений инвесторами:

1) спекулятивный рост цифровых активов до стадии насыщения при реинвестировании прибыли в привлечение потребителей;

2) извлечение прибыли частью успешных компаний (на основе глобальных платформ) в силу цифрового парадокса;

3) снова стабильная генерация денежного потока в цифровой среде большей частью бизнеса.

При реализации первой стадии (характерной для современной экономики) требуется не радикальное изменение инвестиционного анализа, а дополнение его оценкой качества самой бизнес-модели и качества генерируемого денежного потока. На последующих стадиях, несомненно, произойдет интеграция цифровых метрик бизнеса и традиционных финансовых показателей, которая будет увеличиваться по мере нарастания сложности (от платформ к экосистемам и цифровому обществу).

БЛАГОДАРНОСТЬ

Статья подготовлена на основе результатов исследований, выполненных за счет бюджетных средств по государственному заданию Финансовому университету.

ACKNOWLEDGEMENTS

The paper has been prepared on the basis of the results of the state funded research by the Government assignment to the Financial University.

СПИСОК ИСТОЧНИКОВ

1. Zott C., Amit R. Business model design: An activity perspective. *Long Range Planning*. 2010;43(2–3):216–226. DOI: 10.1016/j.lrp.2009.07.004
2. Porter M.E., Heppelmann J.E. How smart, connected products are transforming companies. *Harvard Business Review*. 2014;92(11):18–38.
3. Ostenwalder A., Pigneur Y. Business model generation: A handbook for visionaries, game changers and challengers striving. Amsterdam: Modderman Drukwerk; 2009. 288 p.
4. Клейнер Г.Б., Рыбачук М.А., Карпинская В.А. Развитие экосистем в финансовом секторе России. *Управленец*. 2020;11(4):2–15. DOI: 10.29141/2218–5003–2020–11–4–1
5. Vectors of digital transformation. OECD Digital Economy Papers. 2019;(273):1–38. DOI: 10.1787/20716826/5ade2bba-en

6. Li F. Leading digital transformation: Three emerging approaches for managing the transition. *International Journal of Operations and Production Management*. 2020;40(6):809–817. DOI: 10.1108/IJOPM-04–2020–0202
7. Котлер Ф., Картаджайя Х., Сетиаван А. Маркетинг 4.0. Разворот от традиционного к цифровому. Технологии продвижения в интернете. М.: Бомбора; 2019. 224 с.
8. Атурин В.В., Мога И.С., Смагулова С.М. Управление цифровой трансформацией: научные подходы и экономическая политика. *Управленец*. 2020;11(2):67–76. DOI: 10.29141/2218–5003–2020–11–2–6
9. Рот Э. Кому что достанется — и почему. Книга о рынках, которые работают без денег. М.: Манн, Иванов и Фербер; 2016. 256 с.
10. Porter M.E., Heppelmann J.E. How smart, connected products are transforming companies. *Harvard Business Review*. 2014;(92):18–38.
11. Степнов И.М., Ковальчук Ю.А. Ценообразование платформ, инвестиции и цифровой парадокс. *Дружковский вестник*. 2020;(4):77–87. DOI: 10.17213/2312–6469–2020–4–77–87
12. Катяло В.С. Эволюция теории стратегического управления. Монография. СПб.: СПбГУ; 2008. 546 с.
13. Грант Р.М. Современный стратегический анализ. СПб.: Питер (серия «Классика МВА»); 2008. 560 с.
14. Chandler A.D. Jr. Strategy and structure: Chapters in the history of American enterprise. Cambridge, MA: MIT Press; 1962. 463 p.
15. Penrose E. T. Research on the business firms: Limits to growth and size of firms. *American Economic Review*. 1995;45(2):531–543.
16. Prokopenko O., Shmorgun L., Kushniruk V., Prokopenko M., Slatvinska M., Hulieva L. Business process efficiency in a digital economy. *International Journal of Management (IJM)*. 2020;11(3):122–132.
17. Morris M., Schindehutte M., Allen J. The entrepreneur's business-model: Toward a united perspective. *Journal of Business Research*. 2015;58(6):726–735. DOI: 10.1016/j.jbusres.2003.11.001
18. Teece D. Business-models, business strategy and innovation. *Long Range Planning*. 2014;43(2–3):172–194. DOI: 10.1016/j.lrp.2009.07.003
19. Дорошко В.Н. Оценка инвестиционного потенциала бизнес-модели коммерческой организации для целей сделок M&A. *Вестник Российского университета кооперации*. 2020;39(1):24–31.
20. Gil-Gomez H., Guerola-Navarro V., Oltra-Badenes R., Lozano-Quilis J.A. Customer relationship management: Digital transformation and sustainable business model innovation. *Economic Research-Ekonomska Istraživanja*. 2020;33(1):2733–2750. DOI: 10.1080/1331677X.2019.1676283
21. Степнов И.М., Ковальчук Ю.А. Измерение ценности в бизнес-моделях совместного использования. *Управленец*. 2020;11(5):58–69. DOI: 10.29141/2218–5003–2020–11–5–5
22. Sotnyk I., Zavrazhnyi K., Kasianenko V., Roubík H., Sidorov O. Investment management of business digital innovations. *Marketing and Management of Innovations*. 2020;(1):95–109. DOI: 10.21272/mmi.2020.1–07
23. Bardal K.G. Contradictory outcomes of cost-benefit analyses — findings from Norwegian public-investment projects. *Research in Transportation Economics*. 2020;(82):100874. DOI: 10.1016/j.retrec.2020.100874
24. Рассел С. Совместимость. Как контролировать искусственный интеллект. М.: Альпина нон-фикшн; 2021. 438 с.
25. Степнов И.М., Ковальчук Ю.А. Платформенный капитализм как источник формирования сверхприбыли цифровыми рантье. *Вестник МГИМО-Университета*. 2018;61(4):107–124. DOI: 10.24833/2071–8160–2018–4–61–107–124
26. Степнов И.М., Ковальчук Ю.А. Цифровая бизнес-модель: управление технологиями и контроль прибыли. *Инновации в менеджменте*. 2020;25(3):68–78.
27. Ashton B. Intelligent technology scanning: Aims, content, and practice. *Foresight and STI Governance*. 2020;14(3):15–29. DOI: 10.17323/2500–2597.2020.3.15.29
28. Gautier A., Lamesch J. Mergers in the digital economy. Center for Economic Studies and ifo Institute (CESifo) Working Paper. 2020;(8056):1–34.
29. Карелина Е.А. Возможности формирования эффективных цифровых платформ и экосистем в развивающихся странах. *E-Management*. 2020;(1):59–67. DOI: 10.26425/2658–3445–2020–1–59–67
30. Пушкин И.С. Разработка инструментов оценки эффективности бизнес-моделей. *Инновации и инвестиции*. 2019;(2):343–344.
31. Стрекалова Н.Д. Концепция бизнес-модели: методология системного анализа. *Известия Российского государственного педагогического университета имени А.И. Герцена*. 2009;(92):95–105.

32. Миллер Я.В. Создание добавленной стоимости в контексте сложности измерения цифровой экономики. *E-Management*. 2020;(1):68–74. DOI: 10.26425/2658–3445–2020–1–68–74

REFERENCES

1. Zott C., Amit R. Business model design: An activity perspective. *Long Range Planning*. 2010;43(2–3):216–226. DOI: 10.1016/j.lrp.2009.07.004
2. Porter M.E., Heppelmann J.E. How smart, connected products are transforming companies. *Harvard Business Review*. 2014;92(11):18–38.
3. Ostenwalder A., Pigneur Y. Business model generation: A handbook for visionaries, game changers and challengers striving. Amsterdam: Modderman Drukwerk; 2009. 288 p.
4. Kleiner G.B., Rybachuk M.A., Karpinskaya V.A. Development of ecosystems in the financial sector of Russia. *Upravlenets = The Manager*. 2020;11(4):2–15. (In Russ.). DOI: 10.29141/2218–5003–2020–11–4–1
5. Vectors of Digital Transformation. OECD Digital Economy Paper. 2019;(273):1–38. DOI: 10.1787/20716826/5ade2bba-en
6. Li F. Leading digital transformation: Three emerging approaches for managing the transition. *International Journal of Operations and Production Management*. 2020;40(6):809–817. DOI: 10.1108/IJOPM-04–2020–0202
7. Kotler F., Kartadzhaiya H., Setiawan A. Marketing 4.0. U-turn from traditional to digital. Technologies of promotion on the Internet. Moscow: Bombora; 2019. 224 p. (In Russ.).
8. Aturin V.V., Moga I.S., Smagulova S.M. Digital transformation management: Scientific approaches and economic policy. *Upravlenets = The Manager*. 2020;11(2):67–76. (In Russ.). DOI: 10.29141/2218–5003–2020–11–2–6
9. Roth A.E. Who gets what and why. A book about markets that work without money. Moscow: Mann, Ivanov and Farber; 2016. 256 p. (In Russ.).
10. Porter M.E., Heppelmann J.E. How smart, connected products are transforming companies. *Harvard Business Review*. 2014;(92):18–38.
11. Stepnov I.M., Koval'chuk Yu.A. Platform pricing, investment and the digital paradox. *Drukerovskii vestnik = Drucker's Bulletin*. 2020;(4):77–87. (In Russ.). DOI: 10.17213/2312–6469–2020–4–77–87
12. Kat'kalo V.S. Evolution of the theory of strategic management. St. Petersburg: St. Petersburg State University; 2008. 546 p. (In Russ.).
13. Grant R.M. Modern strategic analysis. St. Petersburg: Peter (series "Classic MBA"); 2008. 560 p. (In Russ.).
14. Chandler A.D. Jr. Strategy and structure: Chapters in the history of American enterprise. Cambridge, MA: MIT Press; 1962. 463 p.
15. Penrose E.T. Research on the business firms: Limits to growth and size of firms. *American Economic Review*. 1995;45(2):531–543.
16. Prokopenko O., Shmorgun L., Kushniruk V., Prokopenko M., Slatvinska M., Huliaieva L. Business process efficiency in a digital economy. *International Journal of Management (IJM)*. 2020;11(3):122–132.
17. Morris M., Schindehutte M., Allen J. The entrepreneur's business-model: Toward a united perspective. *Journal of Business Research*. 2015;58(6):726–735. DOI: 10.1016/j.jbusres.2003.11.001
18. Teece D. Business-models, business strategy and innovation. *Long Range Planning*. 2014;43(2–3):172–194. DOI: 10.1016/j.lrp.2009.07.003
19. Doroshko V.N. Evaluation of the investment potential of the business model of a commercial organization for the purposes of M&A transactions. *Vestnik Rossiiskogo universiteta kooperatsii = Bulletin of the Russian University of Cooperation*. 2020;39(1):24–31. (In Russ.).
20. Gil-Gomez H., Guerola-Navarro V., Oltra-Badenes R., Lozano-Quilis J.A. Customer relationship management: Digital transformation and sustainable business model innovation. *Economic Research-Ekonomiska Istraživanja*. 2020;33(1):2733–2750. DOI: 10.1080/1331677X.2019.1676283
21. Stepnov I.M., Koval'chuk Yu.A. Measuring value created by business models in the sharing economy. *Upravlenets = The Manager*. 2020;11(5):58–69. (In Russ.). DOI: 10.29141/2218–5003–2020–11–5–5
22. Sotnyk I., Zavrazhnyi K., Kasianenko V., Roubík H., Sidorov O. Investment management of business digital innovations. *Marketing and Management of Innovations*. 2020;(1):95–109. DOI: 10.21272/mmi.2020.1–07
23. Bardal K.G. Contradictory outcomes of cost-benefit analyses – findings from Norwegian public-investment projects. *Research in Transportation Economics*. 2020;(82):100874. DOI: 10.1016/j.retrec.2020.100874

24. Russell S. Compatibility. How to control artificial intelligence. Moscow: Alpina non-fiction; 2021. 438 p.
25. Stepnov I.M., Koval'chuk Yu.A. Platform capitalism as the source of digital rentier's superprofit. *Vestnik MGIMO-Universiteta = MGIMO Review of International Relations*. 2018;61(4):107–124. (In Russ.). DOI: 10.24833/2071–8160–2018–4–61–107–124
26. Stepnov I.M., Koval'chuk Yu.A. Digital business model: Technology management and profit control. *Innovatsii v menedzhmente = Innovations in Management*. 2020;35(3):68–78. (In Russ.).
27. Ashton B. Intelligent technology scanning: Aims, content, and practice. *Foresight and STI Governance*. 2020;14(3):15–29. DOI: 10.17323/2500–2597.2020.3.15.29
28. Gautier A., Lamesch J. Mergers in the digital economy. Center for Economic Studies and ifo Institute (CESifo) Working Paper. 2020;(8056):1–34.
29. Karelina E.A. Opportunities for the formation of effective digital platforms and ecosystems in developing countries. *E-Management*. 2020;(1):59–67. (In Russ.). DOI: 10.26425/2658–3445–2020–1–59–67
30. Pushkin I.S. Development of tools for evaluating the effectiveness of business models. *Innovatsii i investitsii = Innovation and Investment*. 2019;(2):343–344. (In Russ.).
31. Strekalova N.D. Business model concept: Methodology of system analysis. *Izvestiya Rossiyskogo gosudarstvennogo pedagogicheskogo universiteta imeni A.I. Herzen = Bulletin of the Russian State Pedagogical University Named after A.I. Herzen*. 2009;(92):95–105. (In Russ.).
32. Miller Ya.V. Value added creating in the context of the complexity of digital economy's measuring. *E-Management*. 2020;(1):68–74. (In Russ.). DOI: 10.26425/2658–3445–2020–1–68–74

ИНФОРМАЦИЯ ОБ АВТОРАХ

Игорь Михайлович Степнов — доктор экономических наук, профессор, профессор Департамента корпоративных финансов и корпоративного управления, Финансовый университет, Москва, Россия; заведующий кафедрой управления активами, Московский государственный институт международных отношений (Университет) МИД РФ, Москва, Россия
stepnoff@inbox.ru

Юлия Александровна Ковальчук — доктор экономических наук, профессор, старший научный сотрудник кафедры управления активами, Московский государственный институт международных отношений (Университет) МИД РФ, Москва, Россия; профессор кафедры энергетического сервиса и управления энергосбережением, Московский авиационный институт (национальный исследовательский университет), Москва, Россия
fm-science@inbox.ru

ABOUT THE AUTHORS

Igor M. Stepnov — Dr. Sci. (Econ.), Professor, Professor of the Department of Corporate Finance and Corporate Governance, Financial University, Moscow, Russia; Head of the Asset Management Department, Moscow State Institute of International Relations (MGIMO University), Moscow, Russia
stepnoff@inbox.ru

Julia A. Kovalchuk — Dr. Sci. (Econ.), Professor, Senior Researcher of the Asset Management Department, Moscow State Institute of International Relations (MGIMO University), Moscow, Russia; Professor of the Department of Energy Service and Energy Saving Management, Moscow Aviation Institute (National Research University), Moscow, Russia
fm-science@inbox.ru

Статья поступила в редакцию 06.02.2021; после рецензирования 19.02.2021; принята к публикации 01.03.2021. Авторы прочитали и одобрили окончательный вариант рукописи.
The article was submitted on 06.02.2021; revised on 19.02.2021; and accepted for publication on 01.03.2021.
The authors read and approved the final version of the manuscript.