

Анализ особенностей применения метода мультипликаторов для оценки рыночной стоимости интернет-ресурсов

© П.А. Дроговоз, В.Т. Когновицкий

МГТУ им. Н.Э. Баумана, Москва, 105005, Россия

Освещены проблемы применения традиционных подходов к оценке рыночной стоимости интернет-ресурсов. Приведена классификация и выделены специфические особенности основных типов интернет-ресурсов. Предложена методика формирования системы мультипликаторов для оценки интернет-ресурсов различных типов, основанная на определении ключевых показателей масштаба деятельности.

Ключевые слова: интернет-ресурс, рыночная стоимость, рыночный подход, мультипликатор, масштаб деятельности.

Бурное развитие сети «Интернет» как новой цифровой среды для реализации бизнес-процессов стало за последнее десятилетие принципиально новым, доминирующим фактором, оказывающим воздействие на все высокотехнологичные отрасли экономики. Ведущие промышленные корпорации внедряют облачные технологии и создают ИТ-сервисы с целью формирования единого информационного пространства, в котором существенно снижаются транзакционные затраты (transaction costs) — расходы бизнес-единиц на взаимодействие друг с другом и с внешними контрагентами [1].

Снижение транзакционных затрат уже в ближайшем будущем может привести к революционным изменениям, что и позволяет говорить о цифровой экономике (digital economy, e-economy), идущей на смену индустриальной экономике. Именно высокие транзакционные затраты ограничивали рост предприятия, так как по мере роста оно должно было взаимодействовать с растущим числом поставщиков и потребителей и, соответственно, пропорционально увеличивать затраты на взаимодействие с ними. Это приводило к возникновению вертикально-интегрированных холдингов, в которых жестко контролируются все стадии жизненного цикла наукоемкой продукции — от разработки до поставок потребителям.

Цифровая экономика может снять эти ограничения. Кроме низких транзакционных затрат цифровая экономика имеет еще одну особенность. При осуществлении бизнеса перестают играть основную роль физические запасы продукции, на первое место выходит наличие полной и достоверной информации о них. Таким образом, имеет место переход от управления материальными активами к управлению интернет-ресурсами.

К концу 2011 г. число пользователей всемирной паутины превысило 2,3 млрд человек, а к концу 2013 г. ожидается, что эта цифра до-

стигнет 2,77 млрд [2]. Совокупный мировой ежегодный оборот цифровых продуктов и услуг, а также электронной коммерции, согласно аналитическому отчету Oxford Economics, составляет 20,4 трлн долл. [3], поэтому все большее стремление инвесторов вкладывать средства в интернет-бизнес логично. Однако данный факт является и наиболее важной причиной сложности расчета рыночной стоимости интернет-ресурсов, поскольку чрезмерная инвестиционная активность приводит к некоторому «перегреву» рынка, из-за чего нередко многомиллионные вложения производятся в компании, терпящие немалые убытки или даже такие, где механизм получения прибыли и вовсе неизвестен.

Среди «громких» приобретений на рынке ИТ в последнее время можно выделить покупку компанией *Google* сервиса видеохостинга *YouTube*, при которой последний был оценен в 1,65 млрд долл., в ноябре 2006 г. [4]. Сделка происходила путем обмена акциями компаний на фондовой бирже *NASDAQ* в США. Другим примером служит компания *Microsoft*, которая 10 мая 2011 г. купила *VoIP*-сервис *Skype* за 8,5 млрд долл. [5]. А 9 апреля 2012 *Facebook* объявил о покупке мобильного фотоприложения *Instagram* за 1 млрд долл. — владельцам фотосервиса *Facebook* перечислит 300 млн долл. и передаст около 23 млн своих акций [6].

Перечисленные интернет-ресурсы привлекли внимание инвесторов к себе благодаря своей популярности и устойчивому значительному росту числа уникальных пользователей, хотя все они начинали развитие с полностью бесплатных услуг, а соответственно, с близкими к нулю операционными поступлениями. Главную инвестиционную ценность данных компаний представляла их пользовательская аудитория — основной их актив.

Большинство современных исследователей сходятся в том, что для любого объекта в условиях рыночной экономики существует интегральный показатель рыночной стоимости (market value) [7], который отражает ценность данного объекта для его владельца.

В соответствии с международными стандартами используются следующие подходы к оценке бизнеса [8].

- *Подход на основе активов* (asset-based approach) рассматривает предприятие в виде отдельных элементов — активов, которые находятся на его балансе. В отношении каждого актива определяется рыночная стоимость, а затем из общей стоимости всех активов вычитаются обязательства предприятия. Фактически этот подход показывает «исторические» затраты, которые были осуществлены в тот момент, когда приобретались активы и создавалось предприятие, и имеет существенные ограничения применительно к интернет-ресурсам.

- *Доходный подход* (income approach) основан на конверсии (дисконтировании) ожидаемых будущих выгод от деятельности предприятия. Для его применения необходима детальная информация о бизнес-плане предприятия, что проблематично для интернет-ресурсов.

• *Рыночный подход* (market approach) предполагает сравнение оцениваемого предприятия с компаниями-аналогами, которые котируются на фондовом рынке или по которым осуществлялись сделки купли-продажи. В основе этого подхода лежит предположение о том, что рыночная капитализация компании зависит от масштаба деятельности — ключевого показателя финансово-хозяйственной деятельности.

Различают *финансовые* показатели масштаба деятельности (например, величина активов, выручка от продаж и др.) и *нефинансовые* (отраслевые) (например, для телекоммуникационной отрасли — размер абонентской базы, для нефтегазовой отрасли — объем доказанных запасов сырья, для дистрибьюторских сетей — площадь торговых залов и т.п.). Рыночная стоимость оцениваемого предприятия рассчитывается как средняя арифметическая величина по аналогам с учетом соотношений масштабов их деятельности.

Поскольку рыночный подход представляет собой оценку стоимости действующего предприятия с позиций аутсайдера, не имеющего доступа к внутренней информации компании, полученный показатель также называется «внешней» стоимостью бизнеса.

Перечисленные традиционные подходы не всегда могут дать верный результат при анализе интернет-ресурсов, потому что методика их расчета не позволяет всецело охватить специфические составляющие электронного бизнеса, представляющие основную ценность компании в глазах потребителей. Это касается как компаний — «столпов» электронной коммерции (например, *Amazon.com* или *eBay.com*), так и новых компаний, внедряющих новые бизнес-модели в сети «Интернет» [9].

Например, социальные сети, начало развития которых было положено в середине 2000-х гг., практически сразу вызвали грандиозный интерес у инвесторов. Для них был характерен рост числа пользователей, но механизм эффективного извлечения прибыли из такого бизнеса был еще непонятен, поэтому расчет стоимости на основе будущих доходов вряд ли можно было бы применить. Эти же аспекты характерны и для современных интернет-стартапов, которым еще только предстоит обрести всемирную известность в ближайшем будущем.

В настоящее время, специалисты прибегают в основном к расчету стоимости на основе рыночного подхода с использованием мультипликаторов, актуальных для оценки непосредственно данного бизнеса и учитывающих его ключевые особенности [10]. Оценку стоимости интернет-магазинов часто проводят на основе мультипликатора, отражающего связь между годовым доходом магазина и его рыночной стоимостью. Однако данный способ подходит лишь для приблизительной экспресс-оценки стоимости, но он не учитывает другие, слабо формализуемые факторы, к которым можно отнести величину списка постоянных клиентов, долгосрочные контракты и интеграцию с поставщиками, наличие оптовых или корпоративных заказчиков, дальнейший потенциал развития компании и т. д. Кроме того, ключевую ценность компании

может определять ее кадровый состав, чьи идеи и их воплощение были положены в основу бизнеса. Как правило, стоимость компании тем выше, чем меньше вмешательство собственника в дела компании требуется, а негативное влияние могут оказать такие факторы, как чрезмерно высокие затраты на привлечение новых клиентов, высокая степень конкуренции на рынке, динамика сокращения количества пришедших клиентов, в том числе новых.

Таким образом, при оценке стоимости интернет-ресурса основной задачей является правильное выделение ключевых показателей масштаба его деятельности, что представляет определенную сложность, а также дальнейшая их формализация через мультипликаторы, на основе которых в итоге будет рассчитана рыночная стоимость компании.

Проведем анализ основных интернет-ресурсов и определим их ключевые показатели деятельности, а также способы получения дохода. С точки зрения типа деятельности в электронном бизнесе можно выделить направления, приведенные в табл. 1.

Таблица 1

Типы интернет-ресурсов

Тип бизнеса	Описание деятельности и способ возможного получения дохода	Примеры
Интернет-магазин	Сайт, позволяющий производить торговлю с помощью сети Интернет (выбор товара, оформление заказа, оплата и т.д.). Способ получения дохода аналогичен обычному розничному магазину	<i>Amazon.com</i> <i>Ebay.com</i> <i>Ozon.ru</i>
Информационный (новостной) ресурс	Сайт, миссия которого — как можно скорее довести актуальную информацию до посетителей. Главный источник дохода — реклама	<i>BBC.co.uk</i> <i>Forbes.com</i> <i>RBC.ru</i>
Развлекательный портал (журнал)	Сайт, предоставляющий информацию развлекательного или иного прикладного характера. Главный источник дохода — реклама	<i>9gag.com</i> <i>Pikabu.ru</i> <i>Bash.im</i>
Поисковая система	Ресурс, позволяющий пользователю найти необходимую информацию (в том числе услугу или товар) в сети «Интернет». Главный источник дохода — реклама	<i>Google.com</i> <i>Yandex.ru</i> <i>Yahoo.com</i>
Социальная сеть	Интернет-ресурс, предназначенный для построения, отражения и организации социальных взаимоотношений. Главный источник дохода — реклама	<i>Facebook.com</i> <i>Vkontakte.ru</i> <i>Plus.google.com</i>

Тип бизнеса	Описание деятельности и способ возможного получения дохода	Примеры
Канал медиаконтента (аудио, видео, фото)	Сайт, предоставляющий доступ к медиаконтенту. Получает доход от рекламы и/или платных подписок	<i>Instagram.com</i> <i>YouTube.com</i>
Сервис электронных платежей	Сервис, осуществляющий проведение платежных транзакций пользователей. Получает комиссию за свои услуги	<i>PayPal.com</i> <i>RoboKassa.ru</i>
Хостинг-провайдер	Ресурс, предоставляющий дисковое пространство и вычислительные мощности для реализации интернет-проектов. Получает доход от платы за пользование услугами	<i>Agava.ru</i> <i>Nic.ru</i>
Консалтинговый (обучающий) ресурс	Сайт, предоставляющий доступ к информационным базам данных (например, правовым базам). Получает доход от предоставления платного доступа к некоторым данным	<i>Consultant.ru</i> <i>Garant.ru</i>
Онлайн-биржа	Сервис, предоставляющий онлайн-инфраструктуру для проведения торгов товарами, ценными бумагами или валютой. Получает доход от комиссии со сделок	<i>RTS.Micex.ru</i> <i>LME.co.uk</i>
Сайт разработчика приложений	Компания, разрабатывающая программное обеспечение и осуществляющее его распространение (платное или свободное). Доход от продаж приложений или рекламы через приложения	<i>Adobe.com</i> <i>Microsoft.com</i> <i>Rovio.com</i>

Как показано в таблице, укрупненно можно выделить два основных способа получения дохода в электронном бизнесе — это реклама или взимание платы за предоставление услуг (платная подписная система, комиссия за совершение операции, плата за предоставление доступа и т.д.).

Согласно рейтингу *AlexaRank*^{*}, среди ведущих по посещаемости мировых сайтов можно отметить любые из перечисленных типов ресурсов, однако первые места занимают поисковые системы, социальные сети, каналы медиаконтента, информационные ресурсы и интернет-магазины. Выделим для этих ресурсов ключевые показатели масштаба деятельности (табл. 2).

* The top 500 sites on the web. URL: <http://www.alexa.com/topsites>

Ключевые показатели масштаба интернет-ресурсов

Показатель	Описание
Число уникальных посетителей (unique visitors)	Количество посетителей, зашедших на интернет-ресурс с различных адресов за расчетный промежуток времени
Число новых посетителей (new visitors)	Количество уникальных посетителей, впервые зашедших на интернет-ресурс за расчетный промежуток времени
Число отказов (bounce rate)	Доля посетителей, покинувших интернет-ресурс через малый промежуток времени из-за незаинтересованности его содержанием
Конверсия (conversion)	Отношение числа посетителей интернет-ресурса, выполнивших какие-либо целевые действия (оформление заказа, регистрацию, переход по ссылке и т. п.), к общему числу посетителей сайта
Средняя стоимость заказа (average bill)	Сумма, на которую покупатель в среднем оформляет заказ в интернет-магазине
Число запросов (queries)	Общее количество обращений пользователей с поисковыми запросами к серверу за расчетный период времени
Среднее время на сайте (average time on site)	Период времени, который уникальный посетитель в среднем проводит на сайте
Число скачиваний/просмотров (downloads/views)	Количество действий по использованию медиаконтента, совершенных посетителями на сайте за расчетное время
Число подписчиков (subscribers)	Количество уникальных посетителей, прошедших регистрацию на интернет-ресурсе и предоставивших свои контактные данные для получения новостей

Отметим, что источниками для таких показателей, как число уникальных и число новых посетителей, среднее время на сайте и количество «отказов», являются панели управления *Google.Analytics*, Яндекс.Метрика и др.

Итак, оценщику необходимо знать о ключевых особенностях интернет-ресурса, определить сферу его деятельности и потенциальные источники получения дохода, а затем выделить ключевые показатели, которые будут характеризовать эффективность хозяйственной деятельности компании и ценность в глазах инвесторов и собственников. В табл. 3 представлены основные типы Интернет-ресурсов, для которых выделены ключевые показатели масштаба их деятельности, являющиеся основой выбора тех или иных мультипликаторов для расчета рыночной стоимости.

Определение мультипликаторов в соответствии с типами интернет-ресурсов

Тип бизнеса	Мультипликатор	Ключевые показатели масштаба деятельности
Интернет-магазин	Цена/средний доход: $M_1 = P/I$; $I = BCN$	I — средний доход; B — средняя сумма заказа; C — конверсия; N — число уникальных посетителей
Информационный (новостной) ресурс, развлекательный портал (журнал)	Цена/число уникальных посетителей: $M_2 = P/N$	N — число уникальных посетителей
Поисковая система	Цена/число запросов: $M_3 = P/Q$	Q — число запросов
Социальная сеть, консалтинговый (обучающий) ресурс, хостинг-провайдер	Цена/число подписчиков: $M_4 = P/S$	S — число подписчиков
Канал медиаконтента (аудио, видео, фото)	Цена/число просмотров: $M_5 = P/V$	V — число подписчиков
Сервис электронных платежей, онлайн-биржа	Цена/число транзакций: $M_6 = P/T$	T — число транзакций
Сайт разработчика приложений	Цена/число скачиваний: $M_7 = P/D$	D — число скачиваний

Каждый мультипликатор представляет собой отношение цены P к соответствующему показателю масштаба деятельности интернет-ресурса. В качестве цены, в зависимости от конкретной ситуации оценки, могут быть использованы:

- *метод компании-аналога* — рыночная котировка одной обыкновенной акции компании — владельца интернет-ресурса, если для расчета рыночной стоимости используются данные по компаниям-аналогам, акции которых обращаются на фондовых биржах;

- *метод сделок* — рыночная цена сделки купли-продажи интернет-ресурса, если для расчета рыночной стоимости используется информация по завершенным сделкам с аналогичными ресурсами.

Для определения рыночной стоимости оцениваемого интернет-ресурса выполняются следующая последовательность действий.

1. В зависимости от типа интернет-ресурса определяются ключевые показатели масштаба его деятельности в соответствии с табл. 3.

2. Осуществляется подбор информации в сети «Интернет» по аналогичным ресурсам, для которых известны рыночные котировки компаний-владельцев или рыночные цены завершённых сделок купли-продажи.

3. Для ресурсов-аналогов осуществляется расчет мультипликаторов по формулам, приведенным в табл. 3. Поскольку одинаковых интернет-ресурсов не существует, диапазон величины мультипликатора по разным интернет-ресурсам может быть достаточно большим. Для оценки рассчитывается средневзвешенное значение мультипликатора. При расчете наибольший удельный вес придается мультипликаторам тех интернет-ресурсов, характеристики которых наиболее близки к объекту оценки:

$$M = \frac{1}{n} \sum_i M_i w_i; \quad (1)$$

$$\sum_i w_i = 1,$$

где n — количество ресурсов-аналогов; M_i — значение мультипликатора i -го ресурса-аналога; w_i — вес мультипликатора i -го ресурса-аналога.

4. Цена P анализируемого интернет-ресурса рассчитывается по формуле:

$$P = M/X$$

где M — средневзвешенное значение мультипликаторов ресурсов-аналогов, рассчитанное по формуле (1); X — значение соответствующего показателя масштаба деятельности (I, N, Q, S, V, T, D) оцениваемого интернет-ресурса в соответствии с табл. 3.

Мультипликатор «цена/средний доход» (M_1) рассчитывается как отношение цены P к среднему доходу, рассчитываемому как произведение средней стоимости заказа B на среднее число покупателей. В свою очередь, среднее количество покупателей определяется как произведение общего количества посетителей N на конверсию C . Показатель актуален для интернет-магазинов.

Мультипликатор «цена/число уникальных посетителей» (M_2) определяется как отношение цены P к числу уникальных посетителей. Информационный или развлекательный портал (а также социальные сети) обычно используют баннерную рекламу, а значит, на первый план выходит количество людей, просматривающих страницы интернет-ресурса. Не менее важный показатель — время пользователя на сайте, однако он хуже характеризует потенциальную рекламную привлекательность площадки, так как человек может пробыть на странице около минуты, «свернуть» ее и еще долго держать открытой в браузере, но больше не просматривая.

Мультипликатор «цена/число запросов» (M_3) представляет собой отношение цены P к числу запросов (в строке поисковой системы), которое берется за ограниченный промежуток времени (обычно день, месяц или год). Число запросов важнее прочих показателей потому, что поисковая система зарабатывает в основном на контекстной рекламе, а число ее показов будет зависеть именно от количества поисковых запросов.

Мультипликатор «цена/число подписчиков» (M_4) определяет отношение цены P к количеству зарегистрированных пользователей на интернет-ресурсе. При регистрации в социальных сетях, на консалтинговых и обучающих ресурсах пользователи предоставляют свои персональные данные, что дает широкие возможности для показов рекламы в соответствии с профилем их интересов (targeting)

Мультипликатор «цена/число просмотров» (M_5) — это отношение цены P к числу просмотров (прослушиваний) медиаконтента. Для расчета рыночной стоимости можно отталкиваться и от мультипликатора M_2 , однако в данном случае лучше использовать M_5 , поскольку этот мультипликатор отражает интенсивность пользования контентом сайта, что является главным активом такого интернет-ресурса.

Мультипликатор «цена/число транзакций» (M_6) рассчитывается как отношение цены P к объему транзакций — финансовых операций, обработанных интернет-ресурсом. Естественно, что чем большее количество платежей концентрирует на себе система, тем она ценнее в глазах собственников и инвесторов.

Мультипликатор «цена/число скачиваний» (M_7) представляет собой отношение цены P к количеству скачиваний контента сайта. Популярность и востребованность программного обеспечения (особенно бесплатного) определяются числом его загрузок реальными пользователями. Он актуален и для магазина приложений (*iTunes*, *Google Play* и др.).

Таким образом, рассмотренные особенности оценки стоимости интернет-ресурсов позволяют более обоснованно подойти к расчету рыночной стоимости электронного бизнеса, в котором механизм получения прибыли не всегда прозрачен, а традиционные методы оценки стоимости могут быть неприменимы. К сожалению, универсальных способов решения этой проблемы не существует, однако для любой интернет-компании можно выделить такие ключевые показатели масштаба ее деятельности, которые возможно формализовать для проведения дальнейших расчетов.

ЛИТЕРАТУРА

- [1] Гейтс Б. *Бизнес со скоростью мысли*. Москва, ЭКСМО-Пресс, 2001, 480 с.
- [2] *Аналитический отчет International Telecommunications Union от 27 февраля 2013 г.* URL: http://www.itu.int/en/ITU-D/Statistics/Documents/statistics/2012/ITU_Key_2006-2013_ICT_data.xls

- [3] The New Digital Economy. How it will transform business. *Oxford Economics*. URL: <http://www.myclouddoor.com/web/documents/The%20New%20Digital%20Economy.pdf>
- [4]. Google To Acquire YouTube for \$1.65 Billion in Stock. *Google Press*. URL: http://googlepress.blogspot.ru/2006/10/google-to-acquire-youtube-for-165_09.html
- [5] Microsoft Near Deal to Acquire Skype. *The Wall Street Journal*. URL: <http://online.wsj.com/article/SB10001424052748703730804576313932659388852.html?mod=djemalertNEWS>
- [6] Breaking: Facebook buying Instagram for \$1 billion. *CNN Money*. URL: <http://finance.fortune.cnn.com/2012/04/09/breaking-facebook-buying-instagram-for-1-billion/>
- [7] Коупленд Т., Коллер Т., Муррин Дж. *Стоимость компаний: оценка и управление. Сер. Мастерство*. Москва, Олимп-Бизнес, 2002, 576 с.
- [8] Дроговоз П.А. *Управление стоимостью инновационного промышленного предприятия*. Москва, Изд-во МГТУ им. Н.Э. Баумана, 2007, 240 с.
- [9] Котлярова А. Оценка бизнеса в условиях интернет-экономики. *Мир электронной коммерции*. URL: <http://www.invest-shop.ru/lib/2286/63.htm>
- [10] Достов В., Зябрева А. Как оценить стоимость интернет-магазина? *eMagnat — Журнал денежного дракона*. URL: <http://emagnat.ru/kak-otkryt-internet-magazin/denezhnyj-vopros/kak-ocenit-stoimost-internet-magazina.html>

Статья поступила в редакцию 26.07.2013

Ссылку на эту статью просим оформлять следующим образом:

Дроговоз П.А., Когновицкий В.Т. Анализ особенностей применения метода мультипликаторов для оценки рыночной стоимости интернет-ресурсов. *Инженерный журнал: наука и инновации*, 2013, вып. 3. URL: <http://engjournal.ru/catalog/indust/hidden/655.html>

Дроговоз Павел Анатольевич — заведующий кафедрой предпринимательства и внешнеэкономической деятельности МГТУ им. Н.Э. Баумана, доктор экономических наук, профессор. Автор свыше 70 научных работ, в том числе 8 монографий в области теории и методологии управления стоимостью бизнеса, организационно-экономического анализа и проектирования бизнеса, военно-гражданской интеграции, бизнес-информатики. e-mail: drogovoz@gmail.com

Когновицкий Владимир Тарасович — студент 6-го курса кафедры предпринимательства и внешнеэкономической деятельности МГТУ им. Н.Э. Баумана. e-mail: BroxyRus@gmail.com