

УДК 339.94

## Анализ ключевых факторов, определяющих инвестиционную привлекательность интернет-компаний

**Притуманнов Александр Алексеевич**

Аспирант,

Московский государственный университет им. М.В. Ломоносова,

119991, Российская Федерация, Москва, Ленинские горы, 1;

e-mail: alexanderpritumannov@gmail.com

### Аннотация

За последние двадцать пять лет в стремительно развивающемся мировом интернет-пространстве было опубликовано множество исследований, посвященных функционированию бизнеса компаний в сети Интернет, определению основных детерминантов их стоимости и описанию актуальных бизнес моделей. Вместе с непрерывным появлением новых сегментов интернет бизнеса меняются стратегии развития компаний, способы генерирования их выручки, структура их расходов. Все это делает Интернет сферой, привлекательной для осуществления инвестиций. Вместе с этим столь динамичная отрасль, как Интернет, требует от игроков на финансовом рынке очень внимательного отношения к потенциалу новых трендов с точки зрения их инвестиционной привлекательности. В данной статье приводится анализ ключевых факторов, определяющих инвестиционную привлекательность интернет-компаний.

### Для цитирования в научных исследованиях

Притуманнов А.А. Анализ ключевых факторов, определяющих инвестиционную привлекательность интернет-компаний // Экономика: вчера, сегодня, завтра. 2016. № 9. С. 272-288.

### Ключевые слова

Интернет-компании, структурные характеристики, инвестиционная привлекательность, оценка стоимости, факторы влияния.

## Введение

Интернет-компания, как и любая другая компания, функционирующая в условиях рыночной экономики и рассматриваемая через призму ее финансовых и операционных составляющих, является объектом для осуществления инвестиций. Ряд ключевых внутренних и внешних факторов, вытекающих из условий функционирования интернет-компаний, формируют в дальнейшем степень ее инвестиционной привлекательности.

В финансовой среде среди основных факторов инвестиционной привлекательности «дотком» компаний чаще других упоминаются более высокие, чем в среднем по рынку, показатели темпов роста прибыли, маржинальности, рентабельность капитала (*return on equity, ROE*) и т. д. [Vermeulen, Barkema, 2001]. Эти и ряд других факторов, по мнению аналитиков, позволяют инвесторам, специализирующимся на интернет-компаниях, извлекать более высокие доходы от инвестиций, чем в среднем по рынку. Однако стоит отметить, что перечисленные аналитиками факторы являются лишь финансовыми индикаторами, производными, описывающими структурные характеристики компаний данной отрасли. Для более детального ответа на вопрос о мотивах, побуждающих инвестировать игроков на финансовом рынке в интернет-компаниях, необходимо комплексно проанализировать историческую динамику развития бизнеса интернет-компаний, выделить их основные виды, факторы роста, а также дифференцировать основные типы инвесторов, заинтересованных во вложениях в интернет-компаниях.

Основной бизнес идеей первых интернет-компаний на момент их появления заключался в предложении товаров и услуг на более доступном для потребителей рынке. Если до появления Интернета для продвижения продуктов или услуг могли потребоваться годы проведения маркетинговых компаний, в том числе посредством телевизионной рекламы, обзоров в печатных СМИ, рекламы на радио и т. п., то с появлением Интернета стал возможным более быстрый и точечный доступ потребителя к продукту компании, заметно ускорилось продвижение нового продукта или услуги на рынок.

Однако многие первые интернет-компания обанкротились в 2000 году в результате «пузыря доткомов» (*dot-com bubble*), описанного во многих эмпирических исследованиях. По мнению большинства аналитиков, основным заблуждением, послужившим ключевым фактором возникшего на бирже кризиса, стало предположение, что интернет-компания не должны оцениваться традиционными подходами, а требуют иных способов оценки их стоимости. Отказ от базовых принципов оценки на основе прогнозных доходов и денежных потоков и использование альтернативных моделей, в том числе реальных опционов и моделей на основе измерения посещаемости и других нефинансовых показателей, позволили рыночным котировкам разойтись с фундаментальными значениями стоимости. Это привело к опережающему росту стоимости интернет-компаний. Проблема в первую очередь заключается в исключительном многообразии интернет-компаний, а не в неприменимости традиционных подходов к оценке. Поэтому корректная классификация объектов оценки, основанная на различиях в механизмах получения прибыли, должна служить отправной точкой в процессе нахождения фундаментальной стоимости интернет-компаний [Артемов, Березинец, 2008].

Другое заблуждение, которым руководствовались эксперты в сфере информационных технологий и фондовые аналитики в период 1998-2000 гг., заключалось в том, что интернет-сайт может обслуживать бесконечное количество пользователей без существенного возрастания затрат.

тания издержек или обладает существенным операционным левереджем. То есть наблюдается значительный эффект операционного левережда из-за того, что в структуре затрат компании преобладают постоянные издержки [Артемов, Березинец, 2008].

Тем не менее наиболее успешные интернет-компании не просто смогли удержаться на плаву в период «пузыря доткомов», а даже нашли способы расширения линейки своих услуг. Интернет-компании пытались использовать основной вид своего бизнеса для создания других источников дохода. Например, компания «Google» стала расширять основной (поисковый) вид своей деятельности, начав на основе ключевых слов в запросах пользователей демонстрацию рекламы и осуществление аналитики запросов пользователей.

Для сравнения скорости развития интернет-компаний в терминах их операционных и финансовых составляющих, рассмотрим два примера. Компания «Netflix» была основана в 1997 году и занимается поставкой фильмов и сериалов на основе потокового мультимедиа, а также видео по запросу (*video on demand*). Изначально компания специализировалась на рассылке DVD по почте. По результатам ее работы за 20 лет (по состоянию на начало 2016 год) компания функционирует более чем в 190 странах мира и насчитывает 69 млн пользователей по всему миру, а также входит в рейтинг крупнейших интернет-компаний мира по уровню капитализации наряду с социальной сетью *Facebook*. В то же время социальная сеть *Facebook*, основанная в 2004 году, чуть более чем за 10 лет работы насчитывает уже более 700 млн пользователей по всему миру (суточная аудитория) (рис. 1).

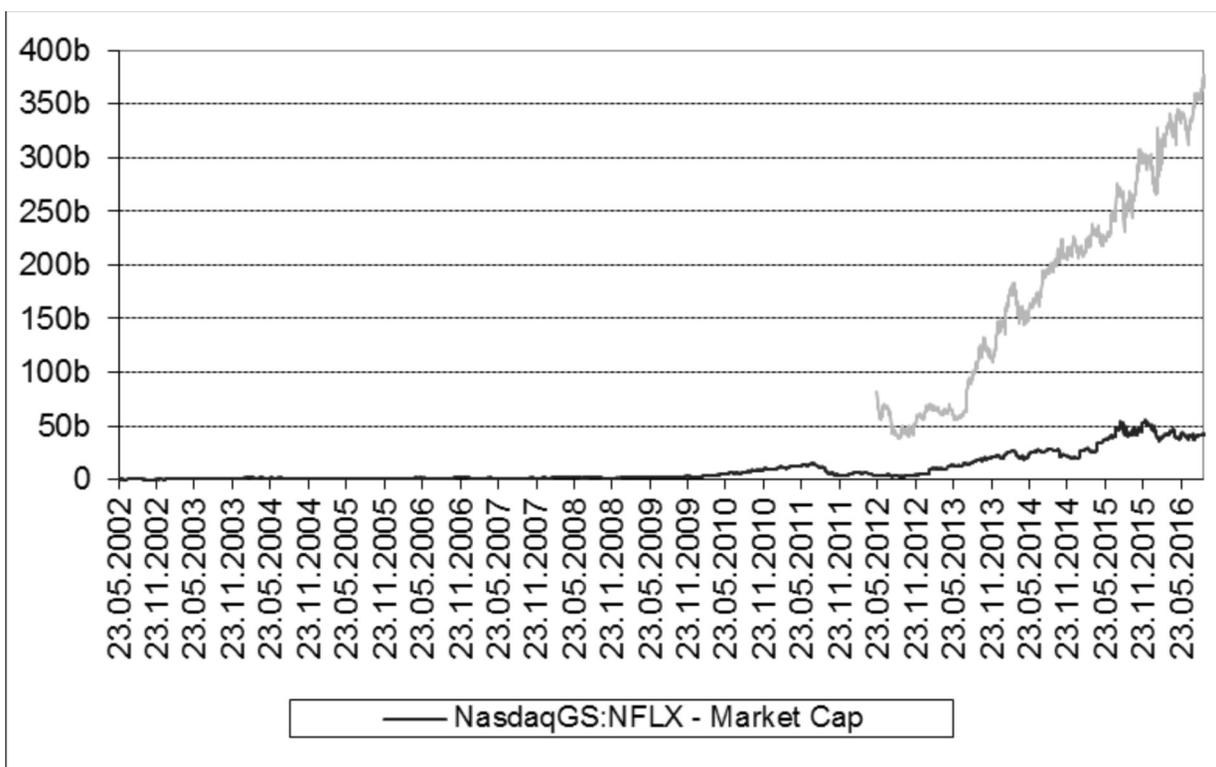


Рисунок 1. Динамика капитализации *Netflix* и *Facebook*, млрд долл. США  
Источник: *Capital IQ*

Таким образом, наряду с высокой скоростью развития сети Интернет, необходимо выделить высокую степень дифференциации скорости развития для разных отраслей внутри нее самой. Причинами для этого служат специфика предоставляемого контента (т. е. популярность среди групп пользователей), бизнес стратегия компаний, а также методы извлечения прибыли.

### **Факторы, определяющие инвестиционную привлекательность интернет-компаний**

В ряде эмпирических и теоретических исследований авторами предпринимались попытки изучить ключевые операционные и финансовые драйверы роста стоимости интернет-компаний. Данные драйверы анализировались в первую очередь в рамках определения стоимости бизнеса интернет-компаний. При этом среди авторов зарубежных исследований существуют различные мнения относительно того, насколько вообще применимы традиционные подходы для оценки стоимости бизнеса интернет-компаний [Jansen, Perotti, 2001].

Одним из самых распространенных нефинансовых показателей деятельности компаний в интернет-секторе является показатель уровня трафика на сайте. Большой объем трафика может способствовать получению большего объема рекламной выручки, что является одним из наиболее важных источников дохода для интернет-компаний, основным продуктом которых является предоставление контента своим пользователям. Кроме того, большой объем трафика может указывать на потенциальный размер рынка для продуктов и услуг компании и может предвещать увеличение будущих доходов и денежных потоков. Наконец, способность интернет-компаний привлекать трафик на свой сайт может указывать на способность менеджеров компании эффективно выстраивать стратегию компании. Интернет-компания, которые смогли привлечь трафик, несмотря на сложные экономические условия, с большей долей вероятности продолжают эту работу и в будущем. Таким образом, трафик может являться одним из ключевых драйверов роста стоимости интернет-компаний. Рост трафика будет выражаться в первую очередь в росте продаж компании [Lev, Lazer, Livnat, 2001].

Эксперты McKinsey в рамках своей модели оценки эффективности функционирования интернет-компаний *McKinsey ePerformance* включают три группы факторов [Артемов, Березинец, 2008]:

- 1) факторы привлечения посетителей (посещаемость сайта и затраты на привлечение новых пользователей);
- 2) покупательная активность (доля посетителей, совершающих покупки/делающих заказы; темпы роста доходов от продаж основных продуктов, время пребывания посетителя на сайте);
- 3) постоянство аудитории (доля покупок/заказов постоянных клиентов в доходе от продаж, отношение количества постоянных клиентов к общему числу посетителей/покупателей компании, коэффициент ухода постоянных клиентов, темпы прироста постоянных клиентов).

Из вышеприведенного списка факторов видно, что посещаемость далеко не единственный показатель, значимый для создания стоимости. Существует корреляция между основными бухгалтерскими показателями и рыночной стоимостью компаний, однако данная корреляция имеет нелинейную зависимость [Hand, 2000]. Информация, содержащаяся в ежегодно публикуемом годовом отчете компании, объясняет значительную часть изменений в рыночных оценках стоимости компаний. В результате своего исследования Китинг, Лиз, Мэги пришли к заключению, что годовой отчет интернет-компаний содержит в 20,5 раз большую объясняющую силу для оценки компании, чем информация, представленная в прогнозах аналитиков и последних релизах компаний о доходах вместе взятых [Keating, Lys, Magee, 2003].

Бухгалтерские показатели, прежде чем быть использованными в рамках рыночной оценки стоимости компании, часто нуждаются в корректировке. Одна из наиболее распространенных корректировок, применяемых к интернет-компаниям, относится к учету R&D расходов (*research & development*, научно-исследовательские и опытно-конструкторские расходы), маркетинговых расходов и расходов на рекламу в качестве инвестиций по созданию нематериальных активов, т. е. капитальных расходов. Данный подход используется в рамках теории экономической добавленной стоимости (*economic value added, EVA*). В случае ожидания формирования значительной части стоимости компании в будущих прогнозных периодах, наиболее точное понимание стоимости компании получается за счет применения метода реальных опционов [Hand, Profits, losses..., 2000; Hand The role..., 2000; Keating, Lys, Magee, 2003].

Рынок положительно оценивает расходы интернет-компаний, связанные с приобретением нематериальных активов: расходы на маркетинг, развитие продукта и расходы на R&D, в случае их рассмотрения как положительных инвестиций в NPV. За исключением себестоимости, все остальные компоненты отчета о прибылях имеют значительное влияние. Это согласуется с результатами исследований по стартап-отраслям и R&D интенсивным компаниям. Результаты исследований показывают, что в начале интернет-бума (1990-е гг.), рынок рассматривал материальные затраты B2C интернет-компаний, направленные на привлечение клиентов и разработку продукта, в качестве инвестиций, а не расходов. Однако после крупного обвала цен на NASDAQ в 2000 году, рынок изменил свой подход в оценке интернет-компаний. С этого времени рынок перестал рассматривать расходы на нематериальные активы для интернет-компаний в качестве капитальных вложений. Рынок капитализировал эти расходы до 2000 года (то есть до того, как лопнул пузырь на финансовом рынке), но затем перестал их капитализировать и/или классифицировал их как расходы [Demers, Lev, 2000].

А.К. Дэвис пришла к выводу о том, что презентация выручки до вычета налогов (*grossed up*) и включение выручки от бартерных операций влияют на результаты оценки компаний [Davis, 2002]. Результаты ее исследований показывают положительную связь между рыноч-

ной стоимостью акций и анонсированием доходов компании. По мнению автора, это свидетельствует о том, что менеджеры интернет-компаний имеют стимулы к завышению выручки компаний за счет манипулирования *Gross up* и/или бартерными доходами. Таким образом, использование подобных агрессивных методов бухгалтерского учета в основном актуально лишь в нескольких интернет-секторах. В частности, интернет-магазинах, контент/групповых сайтах и интернет порталах. Для этих фирм существует значительная положительная связь между квартальной стоимостью и доходами для до – и посткризисных периодов. При этом нет статистически значимой положительной связи между рыночной капитализацией и прибылью в докризисный период, что становится немаловажным в данной стадии [Davis, 2002].

Рыночная оценка доходов интернет-компаний снижается от прекризисного периода к посткризисному для компаний, публикующих выручку на gross базисе (т. е. неочищенную от комиссий подрядчикам) или доход от бартерных операций. В то время как для фирм, не использующих данные приемы, рыночная оценка остается практически неизменной. Кроме того, она показала, что чем больше количество индивидуальных инвесторов, покрывающих интернет-компанию, тем меньшее значение для рыночной стоимости интернет-компания имеет отражение в отчете прибыли, бартерного дохода и убытков выручки на gross уровне. Это предполагает изменение поведения инвесторов в посткризисный период [Davis, 2002].

Рынок оперативно реагирует на внезапные колебания доходов интернет-компаний. А.К. Дэвис документировала, что уровни доходов тесно связаны с рыночной стоимостью интернет-фирм. Это привело ее к выводу о том, что руководители интернет-компаний имели экономические стимулы для отображения в своей отчетности более высокого уровня доходов (приукрашивание отчетности, *window dressing*). Так как эта стратегия не могла быть устойчивой в долгосрочной перспективе, возник вопрос о причинах стремления менеджеров интернет-компаний обмануть рынки. По мнению автора, среди оснований, побуждавших менеджеров интернет-компаний влиять на цены акций:

- 1) компенсационные опционные программы,
- 2) доступ к капиталу (и его стоимость) [Jansen, Perotti, 2001].

Менеджеры интернет-компаний также, вероятно, имели стимулы для влияния на третьих лиц (например, поставщиков капитала, за исключением инвесторов с фондового рынка, и клиентов). Кроме того, автор вывел положительную связь между отражением в бухгалтерской отчетности бартерных сделок, выручки на gross уровне и степенью нужды компании в денежных средствах, предполагая, что выбор компанией способа отражения финансовых потоков влияет на выбор агрессивного способа отражения доходов интернет-компания в бухгалтерской отчетности.

Б. Лев и Э.А. Демерс построили прокси для способности B2C компаний поддерживать их текущий уровень потребности в денежных средствах [Demers, Lev, 2000]. Их прокси коэффициент необходимости в денежных средствах считается как имеющиеся денежные средства, поделенные на операционный денежный поток. Авторы полагают, что этот прокси

является значительным фактором, объясняющим изменение стоимости компаний в 1999 и 2000 годах. Для 1999 и 2000 годов это соотношение имеет высокую корреляцию с price-to-sales коэффициентом для интернет-компаний. Для компаний с отрицательными денежными потоком от операционной деятельности, данный коэффициент отрицательный, и поэтому значительно положительный показатель ведет к снижению общей стоимости фирмы. Интуитивным объяснением для этого может быть то, что свободные денежные потоки (т. е. избыточные денежные средства и ограниченная потребность в них) обеспечивают интернет-компаниям большим потенциалом роста. Таким образом, денежные средства предоставляют этим компаниям гибкость, чтобы адаптироваться к быстро меняющимся рыночным условиям и реагировать на возникающие возможности.

Ряд специалистов исследовали связь между заключениями интернет-компаний стратегических альянсов и ростом стоимости их акций на рынке. В частности, Б. Лев и Э.А. Демерс в своем исследовании изучают взаимосвязь между альянсом интернет-компаний с компанией AOL (крупнейшим американским интернет-провайдером) и последующим увеличением ее веб-трафика. В результате своего исследования на горизонте нескольких лет авторы находят корреляцию между показателями, по ряду лет – отмечают ее отсутствие.

Э. Китинг, Т. Лис, Р. Мэги в своем исследовании изучили влияние на стоимость интернет-компаний системы долгосрочного стимулирования топ-менеджеров интернет-компаний [Keating, Lys, Magee, 2003]. В качестве стимулирования рассматривалось предоставление менеджменту интернет-компаний опционов на покупку их акций. Данные опционные программы являются мерой поощрения менеджмента компании в случае достижения акций компании целевых показателей. Однако среди явных преимуществ данной системы авторами был выделен и ряд недостатков. Так, в случае ухудшения ситуации на рынке и невозможности достижения целевых показателей стоимости акций, компании приходится искать другие способы удержания менеджмента. К таким способам относится расходование денежных средств на удержание работников в ущерб будущему инвестированию в развитие компании. В таком случае существует риск, что компания не сможет удовлетворить ожидания инвесторов относительно будущей доходности. Тем не менее, авторы все-таки констатируют, что наличие опционной программы положительно влияет на стоимость интернет-компаний.

### **Тип компании-покупателя как фактор, определяющий инвестиционную привлекательность интернет-компанию**

Одним из ключевых факторов формирования компанией инвестиционной привлекательности является ответ на вопрос о том, какую именно выгоду данная инвестиция принесет компании-покупателю. Ряд зарубежных авторов [Uhlenbruck, Hitt, Semadeni, 2006] проанализировали выгоды, приобретаемые от покупки интернет-компаний для разных типов инвесторов: офлайн-компаний и интернет-компаний.

Способность самостоятельного развития экспертизы компаниями (*absorptive capacity*) формирует потенциал самостоятельного ее развития. Данный потенциал ограничивается возможностями самой компании, а именно наличием у нее свободных и компетентных человеческих ресурсов. Данное ограничение имеет более сильное проявление в отраслях с большим числом внешних экстерналий, к каковым относится Интернет [Cohen, Levinthal, 1990; Grant, 1996; Teece, Pisano, Shuen, 1997]. Среди возможных способов преодоления данных ограничений выделяется приобретение компаний, обладающих необходимыми компетенциями.

Рассмотрим более подробно мотивы и преимущества, получаемые в результате поглощения интернет-компаний фирмами из офлайн-сектора. Учитывая темпы и масштабы непрерывно происходящих в интернет-пространстве технологических и структурных изменений, офлайн-компаниям становится все сложнее воспользоваться всеми его преимуществами без наличия экспертизы. В случае если компании хотят оставаться конкурентноспособными на рынке, им недостаточно использование только собственных внутренних разработок в данной области [Amit, Zott, 2001; Anand, Khanna, Rivkin, 2000].

Говоря в целом об использовании интернета офлайн-компаниями, его применение может значительно сократить расходы, связанные с коммуникациями между персоналом внутри компании и, соответственно, координацией его действий менеджментом. Интернет-технологии уменьшают возможные бюрократические издержки, позволяют создавать и поддерживать более прозрачное взаимодействие внутри компании [Trueman, Wong, Zhang, 2000].

Посредством сети Интернет офлайн-компаниям предоставляется возможность достигнуть значительных улучшений в организации процесса сбора данных о своих клиентах и их предпочтениях, а также улучшить обратную связь с покупателями. Полученные в результате знания о клиентах могут существенно улучшить эффективность маркетинговых кампаний и увеличить чувствительность компании к поведению покупателей [Bagnoli, Kallapur, Watts, 2001; Levitt, March, 1988; Rindova, Kotha, 2001].

Рассмотрим мотивы, побуждающие интернет-компаниями, приобретать интернет-сектора либо инвестировать их в другие компании. Быстрые технологические изменения, происходящие на электронных рынках в последние годы, вместе с растущей сегментированностью рынка (появлением новых бизнес-моделей внутри сети Интернет) снизили способность интернет-компаний оперативно адаптироваться к его наиболее последним тенденциям. Например, компании, занимающиеся развитием электронной коммерции, запаздывали с внедрением таких последних новшеств в интернет-сфере, как использование контекстной рекламы, реклама в социальных сетях, либо совсем их не использовали и т. д. [Trueman, Wong, Zhang, 2000].

В условиях быстро меняющегося интернет рынка, бизнес-модели некоторых интернет-компаний все же были переориентированы в короткий срок. Например, интернет-компания «Yahoo!» и «Excite» превратились из поисковых систем в интернет-портал и контент-

провайдера в течение относительно короткого (5 лет) периода (с 1994 по 1998 гг.). Однако необходимые для такого фундаментального преобразования ресурсы было трудно получить на рынке. «Yahoo!» и «Excite» осуществили ряд поглощений, которые позволили им получить экспертизу в области полного комплекса услуг, предоставляемых интернет-порталами [Resource-based view, www].

Покупатели более лояльны к интернет-компаниям, давно функционирующим на рынке. Лояльность важна для интернет-игроков, поскольку первоначальные затраты на привлечение клиентов в Интернете значительно выше, чем в традиционной торговле. Тем не менее, в долгосрочной перспективе эти инвестиции лучше окупаются именно в интернет-секторе. Доверие и лояльность – нематериальные ресурсы, которые трудно самим создать, заменить или имитировать. Для того чтобы в полной мере использовать эти активы и клиентскую базу, успешные интернет-компании диверсифицировали свой бизнес за счет приобретения других интернет-компаний [Barney, 1991].

Результаты проведенного анализа мотивов приобретения интернет-компаний для разных типов инвесторов кратко резюмированы нами в табл. 1.

**Таблица 1. Операционные мотивы приобретения онлайн-компаний различными типами компаний и выгоды, получаемые от их приобретения**

	<b>Офлайн-компании</b>	<b>Онлайн-компании</b>
Мотивы	преодоление трудностей, связанных с невозможностью самостоятельного развития технологических компетенций	– оперативное получение новейших технологических решений; – возможность быстрого переориентирования и/или расширения бизнес модели
Выгоды	– предоставление новых маркетинговых возможностей; – улучшение операционной эффективности	– рост клиентской базы; – приобретение прав на контент; – увеличение доли рынка

## Заключение

Суммируя приведенный выше анализ операционных и финансовых факторов, оказывающих влияние на оценку стоимости интернет-компаний, можно сделать следующие выводы:

- 1) бухгалтерская информация остается важным ресурсом для оценки стоимости интернет-компаний;
- 2) маркетинговые расходы, расходы на R&D и коммерческие расходы должны рассматриваться как капитальные расходы, направленные на создание стоимости нематериальных активов;
- 3) интернет-компании, являвшиеся прибыльными в 1999 году более точно оцениваются после лопнувшего в апреле 2000 года финансового «пузыря»;
- 4) менеджеры имеют экономические стимулы для завышения выручки интернет-компаний в своей отчетности;

5) применение агрессивных методов бухгалтерского учета в части отражения выручки имело место до финансового кризиса 2000 года. Их цель –завышение темпов роста выручки для формирования более оптимистичных ожиданий у инвесторов. Однако после кризиса инвесторы стали учитывать и элиминировать данный эффект;

6) рост веб-трафика не является самым главным индикатором и драйвером роста компании;

7) метрика веб-трафика релевантна по отношению к интернет-магазинам (электронная коммерция);

8) финансовые аналитики склонны переоценивать стоимость интернет-компаний;

9) новые факторы, выделяемые аналитиками (например, смена имени, стратегические альянсы и опционные планы), не добавляют стоимости интернет-компаниям в долгосрочном периоде;

10) новые подходы к оценке стоимости интернет-компаний не являются новыми.

## Библиография

1. Артемов С.В., Березинец И.В. Выявление ключевых факторов создания стоимости компании при оценке интернет-фирм доходным подходом // Корпоративные финансы. 2008. № 3 (7). С. 18-33.
2. Дотком // Wikipedia. URL: <https://ru.wikipedia.org/wiki/Дотком>
3. Интернет-провайдер // Wikipedia. URL: <https://ru.wikipedia.org/wiki/Интернет-провайдер>
4. Пузырь доткомов // Wikipedia. URL: [https://ru.wikipedia.org/wiki/Пузырь\\_доткомов](https://ru.wikipedia.org/wiki/Пузырь_доткомов)
5. Сетевой эффект // Wikipedia. URL: [https://ru.wikipedia.org/wiki/Сетевой\\_эффект](https://ru.wikipedia.org/wiki/Сетевой_эффект)
6. Ahuja G., Katila R. Technological acquisitions and the innovation performance of acquiring firms: A longitudinal study // Strategic management journal. 2001. Vol. 22. № 3. P. 197-220.
7. Akerlof G. The Market for Lemons: Quality Uncertainty and the Market Mechanism // Quarterly Journal of Economics. 1970. Vol. 89. P. 488-500.
8. Amit R., Zott C. Value creation in e-business // Strategic management journal. 2001. Vol. 22. № 6-7. P. 493-520.
9. Anand B.N., Khanna T., Rivkin J.W. Market failures. Harvard Business School Background Note 700-127, April 2000.
10. Aufreiter N., Ouillet P.Y., Scott M.K. Marketing rules // Harvard business review. 2001. Vol. 79. № 2. P. 30-31.
11. Baker W., Marn M., Zawada C. Price smarter on the Net // Harvard business review. 2001. Vol. 79. № 2. P. 122-157.
12. Bakos Y. The emerging landscape for retail e-commerce // The Journal of Economic Perspectives. 2001. Vol. 15. № 1. P. 69-80.

13. Barney J. Firm resources and sustained competitive advantage // *Journal of management*. 1991. Vol. 17. № 1. P. 99-120.
14. Carr N.G. Hypermediation: commerce as clickstream // *Harvard Business Review*. 2000. Vol. 78. № 1. P. 46-47.
15. Cohen W.M., Levinthal D.A. Absorptive capacity: A new perspective on learning and innovation // *Administrative science quarterly*. 1990. P. 128-152.
16. Cooper M.J., Dimitrov O., Rau P.R. A rose. com by any other name // *The journal of Finance*. 2001. Vol. 56. № 6. P. 2371-2388.
17. Davis A.K. The Value Relevance of Revenue for Internet Firms: Does Reporting Grossed-up or Barter Revenue Make a Difference? // *Journal of Accounting Research*. 2002. Vol. 40. № 2. P. 445-477.
18. Demers E. A., Lev B. A rude awakening: Internet shakeout in 2000 // *Review of Accounting Studies*. 2001. № 1(6) P. 331-359.
19. Dierickx I., Cool K. Asset stock accumulation and sustainability of competitive advantage // *Management science*. 1989. Vol. 35. № 12. P. 1504-1511.
20. Dynamic capabilities // *Wikipedia*. URL: [https://en.wikipedia.org/wiki/Dynamic\\_capabilities](https://en.wikipedia.org/wiki/Dynamic_capabilities)
21. Eisenhardt K. M., Martin J. A. Dynamic capabilities: what are they? // *Strategic management journal*. 2000. Vol. 21. № 10-11. P. 1105-1121.
22. Garicano L., Kaplan S. N. The effects of business-to-business e-commerce on transaction costs // *The Journal of Industrial Economics*. 2001. Vol. 49. № 4. P. 463-485.
23. Grant R. M. Toward a knowledge-based theory of the firm // *Strategic management journal*. 1996. Vol. 17. № 2. P. 109-122.
24. Hamel G., Prahalad C.K. Research Notes and Communications: Competing in the New Economy: Managing Out of Bounds // *Strategic management journal*. 1996. Vol. 17. P. 237-242.
25. Hand J.R.M. Profits, losses and the non-linear pricing of Internet stocks // Hand J., Lev B. (Eds.) *Intangible Assets: Values, Measures, and Risks*. NY: Oxford University Press, 2000. P. 248-268.
26. Hand J.R.M. The role of economic fundamentals, web traffic, and supply and demand in the pricing of US Internet stocks. 2000.
27. Hitt M.A., Harrison J.S., Ireland R.D. *Mergers & acquisitions: A guide to creating value for stakeholders*. NY:Oxford University Press, 2001.
28. Jones G.R., Hill C.W.L. Transaction cost analysis of strategy structure choice // *Strategic management journal*. 1988. Vol. 9. № 2. P. 159-172.
29. Kanter R.M. *Evolve! Succeeding in the digital culture of tomorrow*. Boston: Harvard Business Press, 2001. 352 p.
30. Karim S., Mitchell W. Path-dependent and path-breaking change: Reconfiguring business resources following acquisitions in the US medical sector, 1978-1995 // *Strategic management journal*. 2000. Vol. 21. № 10-11. P. 1061-1081.

31. Katz M.L., Shapiro C. Network externalities, competition, and compatibility // *The American economic review*. 1985. Vol. 75. № 3. P. 424-440.
32. Keating E.K., Lys T.Z., Magee R.P. Internet downturn: finding valuation factors in Spring 2000 // *Journal of Accounting and Economics*. 2003. Vol. 34. № 1. P. 189-236.
33. Lawler III E.E. *Rewarding excellence: Pay strategies for the new economy*. San Francisco: Jossey-Bass, 2000. 327 p.
34. Leonard Barton D. Core capabilities and core rigidities: A paradox in managing new product development // *Strategic management journal*. 1992. Vol. 13. № 1. P. 111-125.
35. Lev B., Lazer R., Livnat J. Internet Traffic and Portfolio Returns // *Financial Analysts Journal*. 2001. Vol. 57. № 3.
36. Levinthal D.A., March J.G. The myopia of learning // *Strategic management journal*. 1993. Vol. 14. № S2. P. 95-112.
37. Levitt B., March J.G. Organizational learning // *Annual review of sociology*. 1988. № 14. P. 319-340.
38. Litan R. E., Rivlin A.M. *Beyond the dot. coms: The economic promise of the Internet*. Washington: Brookings Institution Press, 2004.
39. Makadok R. Toward a synthesis of the resource-based and dynamic capability views of rent creation // *Strategic management journal*. 2001. Vol. 22. № 5. P. 387-401.
40. Oxley J.E., Yeung B. E-commerce readiness: Institutional environment and international competitiveness // *Journal of International Business Studies*. 2001. Vol. 32. № 4. P. 705-723.
41. Park N.K., Mezias J.M., Song J. A resource-based view of strategic alliances and firm value in the electronic marketplace // *Journal of Management*. 2004. Vol. 30. № 1. P. 7-27.
42. Porter M. E. Internet strategy // *Harvard business review*. 2001. Vol. 79. № 3. P. 62-78.
43. Rajgopal S., Kotha S., Venkatachalam M. *The relevance of web traffic for internet stock prices*. Stanford: Graduate School of Business, Stanford University, 2000.
44. Reichheld F.F., Scheffer P. E-loyalty: your secret weapon on the web // *Harvard business review*. 2000. Vol. 78. № 4. P. 105-113.
45. Resource-based view // Wikipedia. URL: [https://en.wikipedia.org/wiki/Resource-based\\_view](https://en.wikipedia.org/wiki/Resource-based_view)
46. Rindova V.P., Kotha S. Continuous “morphing”: Competing through dynamic capabilities, form, and function // *Academy of Management Journal*. 2001. Vol. 44. № 6. P. 1263-1280.
47. Schilling M.A. Technological lockout: An integrative model of the economic and strategic factors driving technology success and failure // *Academy of Management Review*. 1998. Vol. 23. № 2. P. 267-284.
48. Schilling M.A. Technology success and failure in winner-take-all markets: The impact of learning orientation, timing, and network externalities // *Academy of Management Journal*. 2002. Vol. 45. № 2. P. 387-398.
49. Teece D.J., Pisano G., Shuen A. Dynamic capabilities and strategic management // *Strategic management journal*. 1997. P. 509-533.

50. Trueman B., Wong M.H.F., Zhang X.J. The eyeballs have it: Searching for the value in Internet stocks // *Journal of Accounting Research*. 2000. P. 137-162.
51. Uhlenbruck K., Hitt M.A., Semadeni M. Market value effects of acquisitions involving Internet firms: A resource-based analysis // *Strategic Management Journal*. 2006. Vol. 27. № 10. P. 899-913.
52. Varian H.R., Shapiro C. *Information rules: a strategic guide to the network economy*. Boston: Harvard Business School Press, Cambridge, 1999. 352 p.
53. Vermeulen F., Barkema H. Learning through acquisitions // *Academy of Management journal*. 2001. Vol. 44. № 3. P. 457-476.
54. What are main reasons investing internet sector // Investopedia. 2015. URL: <http://www.investopedia.com/ask/answers/030915/what-are-main-reasons-investing-internet-sector.asp>
55. Wiseman A.E. *Economic perspectives on the Internet*. NY: Nova Science Publishers, 2003.

## **Analysis of the key factors determining the investment appeal of Internet companies**

**Aleksandr A. Pritumannov**

Postgraduate,  
Lomonosov Moscow State University,  
119991, 1 Leninskie gory, Moscow, Russian Federation;  
e-mail: alexanderprutumannov@gmail.com

### **Abstract**

Many studies on the functioning of the companies' business in the Internet, identifying the main determinants of their value and description of the current business models have been published over the past twenty-five years in the rapidly expanding world of Internet space. Along with the continuous emergence of new segments of the Internet business, we can observe how companies' development strategies, ways to generate their revenue and the structure of their costs change. All this makes the Internet an attractive sphere for investment. At the same time such a dynamic sector as the Internet requires very careful attention to the potential of new trends in terms of their investment appeal from players of the financial market. This article provides an analysis of key factors that determine the investment appeal of Internet companies. Internet company like any other company operating in a market economy is seen

through the prism of its financial and operational components, and it is an object for investment. A number of key internal and external factors form a further degree of its investment attractiveness. For a more detailed analysis the author studies the historical dynamics of the development of business Internet companies, their basic types, growth factors and basic types of investors interested in investing in Internet companies.

### For citation

Pritumannov A.A. (2016) Analiz klyuchevykh faktorov, opredelyayushchikh investitsionnyu privlekatel'nost' internet-kompanii [Analysis of the key factors determining the investment appeal of Internet companies]. *Ekonomika: vchera, segodnya, zavtra* [Economics: yesterday, today and tomorrow], 9, pp. 272-288.

### Keywords

Internet companies, structural characteristics, investment attractiveness, estimation, factors of influence.

### References

1. Ahuja G., Katila R. (2001) Technological acquisitions and the innovation performance of acquiring firms: A longitudinal study. *Strategic management journal*, 22 (3), pp. 197-220.
2. Akerlof G. (1970) The Market for lemons: quality uncertainty and the market mechanism. *Quarterly journal of economics*, 89, pp. 488-500.
3. Amit R., Zott C. (2001) Value creation in e-business. *Strategic management journal*, 22 (6-7), pp. 493-520.
4. Anand B.N., Khanna T., Rivkin J.W. (2000) *Market failures. Harvard Business School Background Note 700-127, April 2000.*
5. Artemov S.V., Berezinets I.V. (2008) Vyyavlenie klyuchevykh faktorov sozdaniya stoimosti kompanii pri otsenke internet-firm dokhodnym podkhodom [Identification of the key factors of evaluating internet firm with the income approach]. *Korporativnyye finansy* [Corporate finance], 3 (7), pp. 18-33.
6. Aufreiter N., Ouillet P.Y., Scott M.K. (2001) Marketing rules. *Harvard business review*, 79 (2), pp. 30-31.
7. Baker W., Marn M., Zawada C. (2001) Price smarter on the Net. *Harvard business review*, 79 (2), pp. 122-157.
8. Bakos Y. (2001) The emerging landscape for retail e-commerce. *The Journal of economic perspectives*, 15 (1), pp. 69-80.
9. Barney J. (1991) Firm resources and sustained competitive advantage. *Journal of management*, 17 (1), pp. 99-120.

10. Carr N.G. (2000) Hypermediation: commerce as clickstream. *Harvard business review*, 78 (1), pp. 46-47.
11. Cohen W.M., Levinthal D.A. (1990) Absorptive capacity: A new perspective on learning and innovation. *Administrative science quarterly*, pp. 128-152.
12. Cooper M.J., Dimitrov O., Rau P.R. (2001) A rose. com by any other name. *The journal of finance*, 56 (6), pp. 2371-2388.
13. Davis A.K. (2002) The value relevance of revenue for Internet firms: does reporting grossed-up or barter revenue make a difference? *Journal of accounting research*, 40 (2), pp. 445-477.
14. Dierickx I., Cool K. (1989) Asset stock accumulation and sustainability of competitive advantage. *Management science*, 35 (12), pp. 1504-1511.
15. Demers E. A., Lev B. (2001) A rude awakening: Internet shakeout in 2000. *Review of accounting studies*, 1(6), pp. 331-359.
16. Dotkom [Dotkom]. *Wikipedia*. Available at: <https://ru.wikipedia.org/wiki/Dotkom> [Accessed 18/08/16].
17. Dynamic capabilities. *Wikipedia*. Available at: [https://en.wikipedia.org/wiki/Dynamic\\_capabilities](https://en.wikipedia.org/wiki/Dynamic_capabilities) [Accessed 18/08/16].
18. Eisenhardt K.M., Martin J.A. (2000) Dynamic capabilities: what are they? *Strategic management journal*, 21 (10-11), pp. 1105-1121.
19. Garicano L., Kaplan S. N. (2001) The effects of business-to-business e-commerce on transaction costs. *The Journal of industrial economics*, 49 (4), pp. 463-485.
20. Grant R.M. (1996) Toward a knowledge-based theory of the firm. *Strategic management journal*, 17 (2), pp. 109-122.
21. Hamel G., Prahalad C.K. (1996) Research notes and communications: competing in the new economy: managing out of bounds. *Strategic management journal*, 17, pp. 237-242.
22. Hand J.R.M. (2000) Profits, losses and the non-linear pricing of Internet stocks. In: Hand J., Lev B. (eds.) *Intangible Assets: Values, Measures, and Risks*. New York: Oxford University Press, pp. 248-268.
23. Hand J.R.M. (2000) *The role of economic fundamentals, web traffic, and supply and demand in the pricing of US Internet stocks*.
24. Hitt M.A., Harrison J.S., Ireland R.D. (2001) *Mergers & acquisitions: A guide to creating value for stakeholders*. New York: Oxford University Press.
25. Internet-provaider [ISP]. *Wikipedia*. Available at: <https://ru.wikipedia.org/wiki/Internet-provaider> [Accessed 18/08/16].
26. Jones G.R., Hill C.W.L. (1988) Transaction cost analysis of strategy structure choice. *Strategic management journal*, 9 (2), pp. 159-172.
27. Kanter R.M. (2001) *Evolve! Succeeding in the digital culture of tomorrow*. Boston: Harvard Business Press.

28. Karim S., Mitchell W. (2000) Path-dependent and path-breaking change: Reconfiguring business resources following acquisitions in the US medical sector, 1978-1995. *Strategic management journal*, 21 (10-11), pp. 1061-1081.
29. Katz M.L., Shapiro C. (1985) Network externalities, competition, and compatibility. *The American economic review*, 75 (3), pp. 424-440.
30. Keating E.K., Lys T.Z., Magee R.P. (2003) Internet downturn: finding valuation factors in Spring 2000. *Journal of accounting and economics*, 34 (1), pp. 189-236.
31. Lawler III E.E. (2000) *Rewarding excellence: Pay strategies for the new economy*. San Francisco: Jossey-Bass.
32. Leonard Barton D. (1992) Core capabilities and core rigidities: A paradox in managing new product development. *Strategic management journal*, 13 (1), pp. 111-125.
33. Lev B., Lazer R., Livnat J. (2001) Internet traffic and portfolio returns. *Financial analysts journal*, 57 (3).
34. Levinthal D.A., March J.G. (1993) The myopia of learning. *Strategic management journal*, 14 (S2), pp. 95-112.
35. Levitt B., March J.G. (1988) Organizational learning. *Annual review of sociology*, 14, pp. 319-340.
36. Litan R E., Rivlin A.M. (2004) *Beyond the dot. coms: The economic promise of the Internet*. Washington: Brookings Institution Press.
37. Makadok R. (2001) Toward a synthesis of the resource-based and dynamic capability views of rent creation. *Strategic management journal*, 22 (5), pp. 387-401.
38. Oxley J.E., Yeung B. (2001) E-commerce readiness: Institutional environment and international competitiveness. *Journal of international business studies*, 32 (4), pp. 705-723.
39. Park N.K., Mezas J.M., Song J. (2004) A resource-based view of strategic alliances and firm value in the electronic marketplace. *Journal of management*, 30 (1), pp. 7-27.
40. Porter M. E. (2001) Internet strategy. *Harvard business review*, 79 (3), pp. 62-78.
41. Puzyr' dotkomov [Dotcom bubble]. *Wikipedia*. Available at: [https://ru.wikipedia.org/wiki/Puzyr'\\_dotkomov](https://ru.wikipedia.org/wiki/Puzyr'_dotkomov) [Accessed 18/08/16].
42. Reichheld F.F., Schefer P. (2000) E-loyalty: your secret weapon on the web. *Harvard business review*, 78 (4), pp. 105-113.
43. Rajgopal S., Kotha S., Venkatachalam M. (2000) *The relevance of web traffic for internet stock prices*. Stanford: Graduate School of Business, Stanford University.
44. Resource-based view. *Wikipedia*. Available at: [https://en.wikipedia.org/wiki/Resource-based\\_view](https://en.wikipedia.org/wiki/Resource-based_view) [Accessed 18/08/16].
45. Rindova V.P., Kotha S. (2001) Continuous "morphing": Competing through dynamic capabilities, form, and function. *Academy of management journal*, 44 (6), pp. 1263-1280.
46. Setevoi effekt [The network effect]. *Wikipedia*. Available at: [https://ru.wikipedia.org/wiki/Setevoi\\_effekt](https://ru.wikipedia.org/wiki/Setevoi_effekt) [Accessed 18/08/16].

47. Schilling M.A. (1998) Technological lockout: An integrative model of the economic and strategic factors driving technology success and failure. *Academy of management review*, 23 (2), pp. 267-284.
48. Schilling M.A. (2002) Technology success and failure in winner-take-all markets: The impact of learning orientation, timing, and network externalities. *Academy of management journal*, 45 (2), pp. 387-398.
49. Teece D.J., Pisano G., Shuen A. (1997) Dynamic capabilities and strategic management. *Strategic management journal*, pp. 509-533.
50. Trueman B., Wong M.H.F., Zhang X.J. (2000) The eyeballs have it: Searching for the value in Internet stocks. *Journal of accounting research*, pp. 137-162.
51. Uhlenbruck K., Hitt M.A., Semadeni M. (2006) Market value effects of acquisitions involving Internet firms: A resource-based analysis. *Strategic management journal*, 27 (10), pp. 899-913.
52. Varian H.R., Shapiro C. (1999) *Information rules: a strategic guide to the network economy*. Boston: Harvard Business School Press, Cambridge.
53. Vermeulen F., Barkema H. (2001) Learning through acquisitions. *Academy of management journal*, 44 (3), pp. 457-476.
54. What are main reasons investing internet sector. *Investopedia*. 2015. Available at: <http://www.investopedia.com/ask/answers/030915/what-are-main-reasons-investing-internet-sector.asp> [Accessed 18/08/16].
55. Wiseman A.E. (2003) *Economic perspectives on the Internet*. New York: Nova Science Publ.