

Денис Александрович БУЙВОЛОВ<sup>1</sup>

УДК 338.012

## УВЕЛИЧЕНИЕ СТОИМОСТИ КОМПАНИЙ ТЕЛЕКОММУНИКАЦИОННОЙ ОТРАСЛИ

<sup>1</sup> аспирант кафедры мировой экономики  
и международного бизнеса,  
Тюменский государственный университет  
d.a.bujvolov@utmn.ru

### Аннотация

Целью данного исследования является выявление основных факторов, оказывающих значительное влияние на рыночную капитализацию компаний телекоммуникационной отрасли. Актуальность темы подтверждается тем, что на практике интересы разных стейкхолдеров не совпадают, что приводит к конфликту интересов, для смягчения которого топ-менеджменту компании необходимо точно знать, какие факторы оказывают наибольшее влияние на рыночную капитализацию компаний, и ориентироваться на них для создания долгосрочного роста рыночной капитализации компании и стабильного прироста благосостояния акционеров.

В исследовании из множества факторов, взятых из модели Вагга и модели EVA, на основе многофакторного анализа был отобран ряд оказывающих наибольшее влияние на рыночную капитализацию компаний телекоммуникационной отрасли. С помощью результатов анализа была построена модель зависимости рыночной капитализации компании телекоммуникационной отрасли от ряда факторов, таких как объем выручки, размер общего долга компании, курс национальной валюты и величина процентных ставок. При их повышенном влиянии рыночная капитализация компании сможет не только выйти на докризисные уровни, но и показывать устойчивый рост, что приведет к увеличению благосостояния акционеров компании и смягчению конфликта интересов между стейкхолдерами.

---

**Цитирование:** Буйволов Д. А. Увеличение стоимости компаний телекоммуникационной отрасли / Д. А. Буйволов // Вестник Тюменского государственного университета. Социально-экономические и правовые исследования. 2016. Том 2, № 4. С. 175-183.

DOI: 10.21684/2411-7897-2016-2-4-175-183

---

**Ключевые слова**

Рыночная капитализация, мультифакторная регрессионная модель, однофакторная регрессионная модель, стоимость акций компании, телекоммуникационная отрасль.

**DOI: 10.21684/2411-7897-2016-2-4-175-183**

Для любой компании, организованной в виде акционерного общества, основной целью деятельности является получение прибыли, которая должна привести к росту благосостояния ее акционеров. Данный процесс происходит за счет двух основных составляющих: роста курсовой стоимости и дивидендной доходности [1]

По этой причине между акционерами и топ-менеджерами компании возникает конфликт интересов, т. к. первые заинтересованы в постоянном приросте их благосостояния в виде прироста курсовой стоимости акций, а вторые — в краткосрочной прибыли из-за того, что их мотивации напрямую зависят от успеха в этом периоде. В сложившейся ситуации из-за конфликта интересов больше всего страдают миноритарные акционеры, которые не могут оказать значительное влияние на политику компании. Для устранения конфликта интересов топ-менеджеру необходимо вести правильную политику в области управления стоимостью компании, что приведет к снижению напряженности между основными стейкхолдерами.

Объектом исследования является телекоммуникационная отрасль, а именно та ее часть, которая занимается предоставлением средств связи населению и существует в Российской Федерации уже более 20 лет. За это время значительно изменились главные технологии: от предоставления стационарной связи населению до мобильного интернета и беспроводного доступа в интернет с разных видов устройств. Типы услуг, которые предоставляют компании данной отрасли, делятся на два основных сегмента: услуги проводных и беспроводных средств связи.

По первому сегменту уже значительный отрезок времени не было каких-либо значимых технологических изменений. В основном его развитие заключается в том, что компании стараются провести доступ в регионах, в которых его не было до этого, и тем самым открыть для себя новые рынки сбыта своих услуг. Основные нововведения происходят во втором сегменте, где компании внедряют новые поколения доступа к мобильному интернету, который становится более быстрым и доступным.

Отрасль телекоммуникаций в РФ является зрелой, по типу конкуренции это олигополия. Весь рынок принадлежит четырем основным игрокам — «Билайн» (Вымпелком), «МТС», «Мегафон» и «Ростелеком», которые борются между собой за долю рынка, выражающуюся в максимальном числе абонентов.

Т. к. основные тарифы у всех компаний практически не отличаются, потребитель делает свой выбор на основе качества связи и дополнительных возможностей. Так, например, в последнее время стали популярны комбо-пакеты, ко-

торые представляют собой сниженный тарифный план при одновременном подключении сотовой связи домашнего интернета и кабельного телевидения.

Если еще несколько лет назад невозможность перейти от одного оператора к другому, сохранив при этом свой номер мобильного телефона, вынуждала абонентов мириться с некачественной связью, то сейчас, после отмены «мобильного рабства», старая привязанность начала пропадать. Это вызвало значительную миграцию абонентов от одного оператора к другому и привело к перераспределению доли рынка.

Все вышеперечисленные факторы послужили причиной того, что на протяжении нескольких лет компании телекоммуникационной отрасли довольно значительно теряли свою рыночную стоимость. Под стоимостью в данном случае понимается рыночная капитализация компании, которая равна произведению цены одной акции, зафиксированной на организованных торгах, и количества акций в обращении [1]. При этом важно отметить, что капитализация снижается как в долларовом выражении, так и в рублевом.

Что касается долларовой стоимости, то на нее оказали влияние падение курса национальной валюты (более чем в два раза) и введение санкций в отношении Российской Федерации со стороны стран Евросоюза и США. Т. к. телекоммуникационная отрасль ориентирована в основном на внутренний рынок, то основную часть дохода компании получают в российских рублях и, следовательно, с его ослаблением долларové доходы также значительно снизились. Что касается затратной части то, наоборот, произошло повышение издержек, т. к. часть оборудования, например, для строительства телекоммуникационных вышек, закупается за границей, и в рублевом эквиваленте их стоимость существенно возросла.

Также издержки возросли за счет того, что стоимость заимствования выросла как в долларах (основным фактором стал рост ставки заимствования за счет повышения страновых рисков, что наглядно демонстрирует динамика кредитно-дефолтных свопов на пятилетние гособлигации Российской Федерации), так и в рублях, т. к. для сглаживания стремительного роста инфляции Центральный Банк Российской Федерации вынужден был существенно повысить ключевую ставку, которая является ориентиром для ставок по кредитам. Важно отметить, что телекоммуникационная отрасль отличается высокой степенью долговой нагрузки из-за того, что большинство оборудования является дорогостоящим и покупается с использованием лизинга.

Дополнительные трудности у компаний телекоммуникационной отрасли появились с принятием закона Яровой в 2016 г., который обязал компании, предоставляющие услуги связи хранить информацию о звонках абонентов не менее двух лет. Для хранения такого объема информации необходимы значительные дополнительные затраты на хранения данных. Несмотря на то, что с развитием облачных хранилищ затраты на хранения данных снизились, данный законопроект однозначно значительно ухудшит финансовое положение компаний из рассматриваемой отрасли.

Цель данной работы — выявить основные факторы, оказывающие значительное влияние на капитализацию компаний телекоммуникационной отрасли. В качестве объекта исследования были выбраны следующие компании: «Вымпелком», «МТС», «Мегафон» и «Ростелеком».

В научной литературе нет единого подхода к определению факторов, влияющих на рыночную капитализацию компании, поэтому были отобраны те, которые оказывают наибольшее влияние на капитализацию компаний. Из методики EVA были взяты такие внутренние факторы, как объем чистой прибыли, объем выручки, дивидендная доходность, размер операционной прибыли, размер денежных средств, размер свободного денежного потока, размер текущей задолженности, размер капитальных вложений, величина рабочего капитала, общего долга и др. Из модели BARRA были отобраны следующие внешние факторы: курс национальной валюты, динамика цены гособлигаций, динамика ключевой процентной ставки.

На основе однофакторной регрессионной модели из всех рассматриваемых факторов были отобраны представленные в таблице 1. Затем зависимость внутренних и внешних факторов рыночной капитализации рассматривалась с помощью многофакторной регрессионной модели “within”, результаты которой представлены в таблице 2. В скобках указаны стандартные ошибки. Результаты анализа отражают высокую степень влияния данных факторов на рыночную капитализацию компаний (R-квадрат для отрасли выше 0,5%).

Таблица 1

**Схема факторов рыночной капитализации международных телекоммуникационных компаний**

Table 1

**The driving factors of the market capitalization of the international telecommunications companies**

<b>Факторы рыночной капитализации международных компаний</b>	
<b>Внутренние</b>	<b>Внешние</b>
Объем выручки	Курс национальной валюты
Размер операционной прибыли	Динамика ключевой ставки
Объем чистой прибыли	Динамика гособлигаций
Дивидендная доходность	
Размер денежных средств	
Размер свободного денежного потока	
Величина текущей задолженности	
Общий долг	
CAPEX	
Величина рабочего капитала	

Источник: составлено автором на основе [4]

Source: compiled by the author based [4]

Таблица 2

Результаты многофакторной  
регрессионной модели “within”

Table 2

The results of multivariate  
regression model “within”

Модель “within” с фиксированными переменными в телекоммуникационной отрасли	
Объясняющие переменные	Зависимая переменная — цена акций компаний
Объем выручки	0,0048**(0,00005)
Размер операционной прибыли	
Объем прибыли	
Дивидендная доходность	
Размер денежных средств	
Свободный денежный поток	
Размер рабочего капитала	
Текущая задолженность	
Общий долг	(-712,75)**(129,929)
CAPEX	
Курс нац. вал.	(-224,404)***(78,935)
Процентная ставка	(-113,117)***(32,836)
Гос. облигации	
Константа	4653,27*(790,26)
Число наблюдений	80
Число компаний	4
R-квадрат	0,6793
F-статистика	6,8333

Источник: составлено автором  
на основе [3]

Примечание к таблице:

\* — значимость на уровне 10%;

\*\* — значимость на уровне 5%;

\*\*\* — значимость на уровне 1%

Source: compiled by the author based  
on [3]

Notes to the table:

\* — significance at 10%;

\*\* — significance at 5%;

\*\*\* — significance at 1%

Теперь перейдем к построению уравнения регрессии для телекоммуникационной отрасли.

Уравнение регрессии для данной отрасли:

$$Y=0,0048X_1-712,75X_2-224,404 X_3-113,117X_4+4653,27,$$

где  $Y$  — рыночная капитализация компаний телекоммуникационной отрасли,  $X_1$  — размер выручки,  $X_2$  — размер общего долга,  $X_3$  — курс национальной валюты,  $X_4$  — динамика ключевой процентной ставки. Таким образом, в телекоммуникационной отрасли на цену акций компании оказывают сильное влияние четыре основных фактора. Разберем их по порядку.

1. Объем выручки. Необходимо отметить, что такие показатели, как операционная прибыль и чистая прибыль также оказывают сильное влияние, но они были убраны из модели по причине того, что их совместное присутствие могло вызывать ее некорректность из-за мультиколлинеарности. Из этих трех показателей в заключительном варианте модели решено было оставить выручку, т. к. она меньше всего подвержена манипуляции при составлении бухгалтерской отчетности.
2. Размер долга. Компании из данной отрасли имеют достаточно высокую долговую нагрузку, и в случае ее повышения повышается и требуемая норма доходности по акционерному капиталу. Также они отличаются достаточно высокой дивидендной доходностью, для поддержания которой в случае снижения прибыли необходимо прибегать к дополнительным займам на рынке долгового капитала, что ведет к повышению рисков для акционеров.
3. Курс национальной валюты. При росте курса доллара относительно российского рубля повышаются затраты по покупке оборудования и сокращается прибыльность.
4. Динамика процентных ставок. При увеличении уровня процентных ставок повышается стоимость финансирования по новым долговым обязательствам и доходность по рефинансированию прошлых обязательств.

Подводя итог, необходимо сказать, что наибольшее влияние на рыночную капитализацию телекоммуникационных компаний оказывают такие факторы, как объем выручки, размер общего долга, динамика курса национальной валюты и динамика ключевой процентной ставки. При повышенном влиянии этих факторов рыночная капитализация компании сможет не только выйти на докризисные уровни, но и покажет устойчивый рост, что приведет к увеличению благосостояния акционеров компании и смягчению конфликта интересов между стейкхолдерами.

#### **СПИСОК ЛИТЕРАТУРЫ**

1. Брейли Р. Принципы корпоративных финансов / Р. Брейли, С. Майерс. М.: Олимп-бизнес, 2014. 1008 с.
2. Графики акций российских и американских компаний. URL: <http://www.google.com/finance?q=NASDAQ%3AVIP&ei=jcI6WIjQHIPDsQGvp7pY>
3. Отчетность компании. URL: <https://www.google.com/finance>
4. Шарп У. Инвестиции / У. Шарп, Г. Александер, Дж. Бейли; пер с англ. М.: Инфра М, 2014 г. 1028 с.

**Denis A. BUYVOLOV<sup>1</sup>**

## **TELECOMMUNICATION COMPANIES VALUE INCREASE**

<sup>1</sup> Post-Graduate Student,  
Tyumen State University  
d.a.bujvolov@utmn.ru

### **Abstract**

The aim of the paper is to identify the main factors that have a significant impact on the market capitalization of telecommunication companies. In real life, the interests of shareholders are not the same. For example, a company's shareholders are interested in the steady growth of their income in the form of stock growth and a constant dividend payment. At the same time, top managers are interested primarily in generating income which depends on the company's short-term results. As a result, in order to obtain excess profits in the short term, they sacrifice the stable growth of the company in the long run. This situation leads to the conflict of interest. To mitigate it, the top management of the company needs to know exactly which factors have the greatest impact on the market capitalization of the companies. The top managers also should focus on these factors to create long-term growth in the market capitalization of the company and sustainable growth of the shareholders' wealth.

The author selected a number of factors from the Barra model and the EVA model, using the multifactor analysis. These factors have the greatest impact on the market capitalization of telecommunication companies. As a result, the author built the regression model of the market capitalization of telecommunication companies. The results of the research showed that such factors as total revenue, amount of company total debt, national currency rate, and value of interest rates have the greatest impact on the market capitalization. When increased influence of these factors, the market capitalization of a company is not only able to return to the pre-crisis levels, but also is able to show steady growth, which will increase the wealth of the shareholders and mitigate conflicts of interest among them.

---

**Citation:** Buyvolov D. A. 2016. "Telecommunication Companies Value Increase". Tyumen State University Herald. Social, Economic, and Law Research, vol. 2, no 4, pp. 175-183.  
DOI: 10.21684/2411-7897-2016-2-4-175-183

---



**Keywords**

Market capitalization, multifactor regression model, single-factor regression model, telecommunication industry.

**DOI: 10.21684/2411-7897-2016-2-4-175-183**

**REFERENCES**

1. Brealey R., Myers S., Allen F. 2014. Principy korporativnyh finansov [Principles of Corporate Finance]. Moscow: Olimp-biznes, 1088 p.
2. Grafiki akcii rossiyskih i amerikanskih kompaniy Grafiki akcii rossiyskih i amerikanskih kompaniy [Graphs of the Shares of Russian and American Companies]. [www.google.com/finance?q=NASDAQ%3AVIP&ei=jcI6WIjQHIPDsQGvp7pY](http://www.google.com/finance?q=NASDAQ%3AVIP&ei=jcI6WIjQHIPDsQGvp7pY)
3. Otchetnost kompanii [Company Reports]. <https://www.google.com/finance>
4. Sharpe W.F., Alexander G.J., Bailey J.V. 2014. Investicii [Investments]. Moscow: Infra M.