

ОТРАСЛЕВЫЕ И МЕЖОТРАСЛЕВЫЕ КОМПЛЕКСЫ

Для цитирования: Матяш И. В. Инвестиционная привлекательность и устойчивый рост телекоммуникационных компаний. Ценностно ориентированный подход и интересы стейкхолдеров // Экономика региона. — 2018. — Т. 14, вып. 4. — С. 1411-1423

doi 10.17059/2018-4-27

УДК 338.242; 658.012.12

G32

И. В. Матяш

Алтайский государственный университет (Барнаул, Российская Федерация; e-mail: ivmatyash@mail.ru)

ИНВЕСТИЦИОННАЯ ПРИВЛЕКАТЕЛЬНОСТЬ И УСТОЙЧИВЫЙ РОСТ ТЕЛЕКОММУНИКАЦИОННЫХ КОМПАНИЙ: ЦЕННОСТНО ОРИЕНТИРОВАННЫЙ ПОДХОД И ИНТЕРЕСЫ СТЕЙКХОЛДЕРОВ¹

В условиях динамичного развития и роста сложности экономических процессов становится актуальной проблема оценки факторов эффективности компаний, что объясняет интерес к методам ценностно ориентированного управления. Гипотеза исследования заключается в предположении, что становление цифровой экономики сопровождается повышением требований к обновлению продуктов и технологий и возникновением необходимости диагностики потенциала рентабельности компаний как внутреннего источника накопления капитала и основы развития проектов. В статье рассмотрен подход к уточнению метода экономической добавленной стоимости с учетом рыночной нормы реинвестирования прибыли. Для комплексной оценки влияния факторов текущей стоимости капитала и факторов воспроизводства капитала предложен показатель системной добавленной стоимости (добавленной рентабельности) компании. Ускоренный вывод прибыли через дивиденды отражает оценку собственниками риска продолжения бизнеса, характеризует возможности модернизации проектов при ограничении внешнего финансирования, что представляет интерес для оценки инвестиционной привлекательности компаний. Предлагаемый подход позволяет уточнить перспективы устойчивого роста компании с учетом сбалансированности интересов стратегических стейкхолдеров в формировании политики распределения прибыли. На примере анализа финансовой отчетности ведущих компаний телекоммуникационной отрасли России за 2015–2016 гг. показано, что анализ факторов экономической добавленной стоимости позволяет уточнить оценку экономического потенциала бизнеса. Предложено выделять четыре уровня устойчивого роста в зависимости от принятой стратегии распределения чистой прибыли организации. На основании полученных результатов сформирована таблица стратегий управления капиталом, определены показатели, позволяющие отслеживать в динамике риск инвестирования в активы исследуемых компаний. Предлагаемый подход уточняет критерии фундаментального анализа компаний-эмитентов, расширяет возможности оценки и прогноза инвестиционной привлекательности акций и долговых инструментов компаний.

Ключевые слова: корпоративные финансы, стоимость фирмы, ценностно ориентированный подход, добавленная стоимость, стейкхолдеры, реинвестирование, дивидендная политика, дивидендная доходность, устойчивый рост компании, инвестиционная привлекательность

Введение

В современном мире мощным фактором конкурентных преимуществ становится развитие компаний «новой экономики». Низкий уровень инноваций и неразвитость бизнеса

цифровой экономики являются узкими местами конкурентоспособности России на глобальном цифровом рынке². На фоне быстрого

¹ © Матяш И. В. Текст. 2018.

² Программа «Цифровая экономика Российской Федерации». Утв. Распоряжением Правительства Российской Федерации от 28 июля 2017 г. № 1632-р

развития новых секторов, генерирующих кардинально новые потребности, актуальным становится изучение условий становления и развития компаний в сфере телекоммуникаций.

Вопросы привлечения капитала в эту область российской экономики напрямую зависят от возможности эффективной организации бизнеса и его устойчивого роста. Уровень устойчивого роста компаний отражает согласованную оценку возможностей ее роста при разных условиях финансирования [1, 2].

Теоретические основы становления сбалансированного ценностно ориентированного подхода

Концепция и инструментарий оценки устойчивого роста компаний требуют развития и уточнения в связи с распространением новых подходов к оценке эффективности бизнеса в условиях современной среды. Согласно широко распространенному в последние десятилетия в финансовом менеджменте ценностно ориентированному подходу, целью управления бизнесом является наращивание рыночной стоимости компании [3, с. 781; 4].

В то же время, теория ценностно ориентированного менеджмента носит односторонний характер и нацелена только на потребности собственников компании, что в последнее время подвергается критике. В настоящее время наблюдается тенденция отказа от узкого рассмотрения стоимости фирмы в целях максимизации доходов ее собственников. Стало очевидно, что потенциал повышения стоимости компании может быть найден в стратегии удовлетворения потребностей всех сторон, заинтересованных в развитии компании [5].

Данный подход тесно связан со стейкхолдерской теорией, предложенной Э. Фриманом в 1984 г. В определении Э. Фримена стейкхолдер характеризуется как любая группа или индивид, которые могут повлиять или на которые влияет достижение целей организации. По мнению Э. Фримана, ключевой идеей капитализма является создание предпринимателем или менеджером стоимости с учетом общности интересов стейкхолдеров [6]. Традиционный ценностно ориентированный менеджмент стал рассматриваться не только как набор инструментов повышения стоимости для акционеров компании, но и как действенный инструмент создания комплексной (интегриро-

ванной) стоимости компании для всей группы заинтересованных сторон [7–9].

Стейкхолдерский менеджмент требует в качестве своей ключевой характеристики одновременного внимания к интересам всех релевантных стейкхолдеров как в установлении организационных структур и общей политики, так и в конкретных принимаемых решениях [10, 11].

В рамках стейкхолдерской теории фирмы формируются воззрения, подготавливающие вывод о том, что система взаимоотношений и переплетений интересов стейкхолдеров выступает важнейшим активом, элементом капитала, который требует платы в виде обременения на добавленную стоимость за использование данного актива и вклад в эффективную деятельность фирмы.

В настоящее время стейкхолдерский подход рассматривается как инструмент стратегического управления долгосрочной устойчивостью компании. В его основе лежит понимание того, что внешние и внутренние стейкхолдеры, взаимодействуя как с самой компанией, так и друг с другом, напрямую влияют на динамику рыночной стоимости компании и оказывают непосредственное влияние на ее долгосрочную устойчивость [12].

Корпоративная устойчивость и эффективность финансовой стратегии зависят от реализации комплекса интересов стратегических участвующих сторон, включая собственников-акционеров, менеджмент компании и менеджмент региональной администрации [13–15]. Устойчивое и эффективное ведение бизнеса в свете современной стейкхолдерской теории фирмы строится на основе нахождения равновесия интересов заинтересованных влиятельных групп [16, 17]. Стратегические решения должны соответствовать новым принципам стоимостного решения — созданию приращенной стоимости для стейкхолдеров компании (STVA) [18, 19].

Разработка модели и системы инструментов «сбалансированного ценностно ориентированного подхода» позволяет выполнять оценку эффективности и устойчивого роста компании по критериям максимизации добавленной стоимости компании и капитала стратегических стейкхолдеров с учетом целевых ориентиров и достижения компромисса интересов влиятельных групп.

В рамках решения задач развития «новой экономики» и, в частности, телекоммуникационной отрасли для изучения условий содействия росту и устранения барьеров в раз-

[Электронный ресурс]. URL: <http://government.ru/rugovclassifier/614/main/> (дата обращения: 10.11.2017).

витии бизнеса важно понимать, что ключевые элементы добавленной стоимости компаний формируются в рамках взаимодействия интересов стратегических стейкхолдерских групп, включающих собственников, менеджеров компаний и менеджеров администрации регионов.

В таком понимании к числу факторов, воздействующих на формирование добавленной стоимости компании от взаимодействия собственников и менеджеров, относятся:

- менеджмент региона, нацеленный на комплекс интересов, включающих содействие расширению и укреплению бизнеса, удовлетворение потребностей населения в оказании услуг телефонизации и информатизации, повышение занятости населения, рост налоговых платежей и отчислений в социальные фонды;

- менеджмент компании, в целях сохранения должностей, роста окладов и премий заинтересованный в укреплении и расширении бизнеса;

- собственники компании, для сокращения учредительских рисков заинтересованные в скорейшем возмещении вложенного капитала за счет первоочередного вывода прибыли через выплату дивидендов, повышение дивидендной доходности. При благоприятной конъюнктуре и снижении предпринимательских рисков целевым приоритетом собственников становится расширение и развитие бизнеса, в частности, за счет направления прибыли на реинвестирование.

Методология оценки добавленной стоимости компании и капитала стратегических стейкхолдеров

Согласно ценностно ориентированному подходу целью управления бизнесом является наращивание рыночной стоимости компании, что в рамках стейкхолдерского подхода включает требование нахождения компромисса между наращиванием стоимости капитала владельцев и капитала влиятельных групп компании. В соответствии с концепцией управления стоимостью предприятия (*VBM, Value-Based Management*), наращенная добавленная стоимость компании определяется как превышение рентабельности капитала над альтернативной рыночной ставкой доходности (экономическая добавленная стоимость — *EVATM*) [3, 20–23]. В терминах ценностного подхода системная добавленная стоимость может быть выражена с разной степенью точности в зависимости от принимаемого в расчет контура формирования финансового результата.

Рассмотрим двухконтурный подход в пределах факторов формирования и распределения чистой прибыли компании. На этом уровне базовыми факторами, определяющими размер добавленной стоимости компании, выступают элементы чистой рентабельности собственного капитала:

$$ROE = \frac{NI}{E} = \frac{RE}{E} + \frac{Div}{E}, \quad (1)$$

где *RE* — нераспределенная (реинвестированная) прибыль, *E* — собственный капитал на начало периода, *NI* — чистая прибыль, *Div* — часть прибыли, распределенная на дивиденды.

Оценка добавленной стоимости от реинвестирования прибыли. Предприниматель, «покупающий» капитал по некоторой цене, должен возместить затраты на капитал. В традиционных концепциях добавленной стоимости предполагается возмещение затрат на капитал за счет прибыли. При такой трактовке достаточно простого превышения заработанной прибыли над издержками финансирования. В динамичной экономике с высоким уровнем конкуренции для сохранения рыночного уровня воспроизводства капитала в компании необходимо возмещение затрат на капитал за счет создания «нового капитала». Темп создания «нового капитала», должен быть не ниже темпа «износа» капитала, измеряемого ставкой альтернативной стоимости, то есть ($ROE_{RE} > rs$).

За критерий нормального среднего уровня реинвестирования прибыли примем рыночную процентную ставку (*rs*). Реинвестирование прибыли по ставке не ниже альтернативной стоимости гарантирует рыночный темп накопления капитала компании и создание добавленной стоимости. Сторонники развития, расширения бизнеса и наращивания капитализации компании заинтересованы в максимизации добавленной стоимости от реинвестирования прибыли.

Исходя из принципов концепции *VBM*, прирост стоимости компании от реинвестирования прибыли определяется как превышение рентабельности собственного капитала по нераспределенной прибыли над ставкой альтернативной стоимости.

Выразим рост стоимости компании от реинвестирования прибыли через ставку добавленной рентабельности (sP_R) [24]:

$$sP_R = \frac{RE}{E_0} - rs_g = ROE_{RE} - rs_g, \quad (2)$$

где ROE_{RE} — рентабельность собственного капитала по реинвестированной прибыли; E_0 —

собственный капитал в оценке на начало периода, rs_g — рыночная барьерная ставка.

Ситуация, при которой $sP_R > 0$, — означает, что сложившийся уровень роста стоимости капитала от реинвестирования обгоняет рыночную норму роста и компания генерирует создание новой (добавленной) стоимости.

Способность предприятия обеспечить опережающий темп создания рыночной стоимости относительно рыночной скорости роста капитала определяется с помощью показателя «коэффициент устойчивого роста (прироста рыночной стоимости)» компании.

Коэффициент устойчивого роста рыночной стоимости компании определяется по формуле (K_R) [25]:

$$K_R = \frac{RE}{E_0} / rs_g, \quad (3)$$

где R_E — нераспределенная (реинвестированная) прибыль, rs_g — рыночная барьерная ставка, E_0 — собственный капитал на начало периода.

При значении коэффициента рыночного роста $K_R > 1$, темп роста собственного капитала предприятия больше рыночной барьерной ставки, значит, предприятие увеличивает рыночную стоимость. Коэффициент роста показывает «в какой кратности» достигнутый компанией рост опережает «рыночную норму» (отстает от нее).

Для управления устойчивым инвестиционным ростом компании можно рекомендовать систему показателей [25], образующих комплекс взаимосвязанных индикаторов, вклю-

чающий блок оценки финансово обеспеченного роста стоимости, блок оценки качества ее устойчивого роста и блок оценки чувствительности устойчивого роста к динамике рынка (рис. 1).

Оценка добавленной стоимости от распределяемой прибыли. Сокращение дивидендной доходности приводит к потере привлекательности акций для инвесторов, что ведет к снижению их рыночного курса и возможности расширения бизнеса за счет дополнительных эмиссий. Появляется угроза смены сфер влияния контрольного участия и изменения политики менеджмента.

Интересы распределения прибыли на реинвестирование и дивиденды в известной степени противостоят друг другу. Средства, направляемые на выплату дивидендов, могут служить косвенным ресурсом (резервом) роста реинвестирования и повышения стоимостной маржинальности акционерного капитала, тогда как прибыль, направляемая на реинвестирование, рассматривается как резерв увеличения дивидендов, а значит, — резерв роста добавленной стоимости капитала (богатства) собственников. Прибыль, направляемая на дивиденды, с точки зрения администрации региона, сокращает потенциал реинвестирования, развития и расширения бизнеса в регионе. В то же время, достаточный уровень дивидендной доходности повышают инвестиционную привлекательность бизнеса региона.

Определим добавленную стоимость от прибыли, направляемой на дивиденды. За крите-

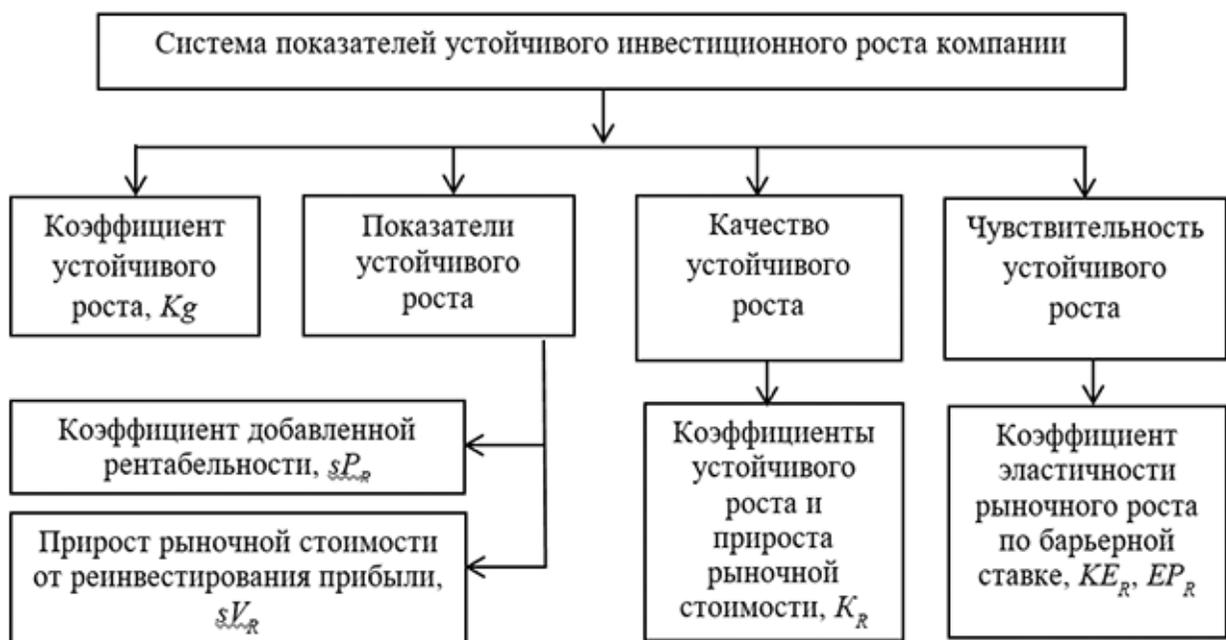


Рис. 1. Система показателей устойчивого инвестиционного роста предприятия

рий нормального уровня дивидендных выплат примем рыночную процентную ставку. Ставка дивиденда не ниже альтернативной стоимости гарантирует рыночный уровень дивидендного дохода.

Насколько фактические выплаты дивидендов соответствуют уровню рыночной ставки (rs_D), можно оценить с помощью показателей добавленной рентабельности дивидендного роста (sP_D) и коэффициента дивидендного роста (K_D) (по распределенной прибыли).

Добавленная рыночная стоимость собственного капитала от распределяемой прибыли определяется как разность между рентабельностью собственного капитала по распределяемой прибыли (ROE_{Div}) и рыночной барьерной ставки (rs_D).

Ставка добавленной рыночной стоимости собственного капитала от распределяемой прибыли (добавленная рентабельность дивидендного роста (sP_D)) определяется по формуле:

$$sP_D = \frac{Div}{E_0} - rs_D = ROE_{Div} - rs_D. \quad (4)$$

В ситуации, когда предприятие выплачивает дивиденды по ставке не ниже рыночного уровня, происходит рост рыночной стоимости капитала акционеров от дивидендных выплат (при $sP_D \geq 0$), что мотивирует инвесторов оставаться в проекте. Добавленная рентабельность дивидендного роста показывает резерв роста рыночной стоимости компании за счет распределенной прибыли без изменения политики финансирования, то есть отражает устойчивый рост рыночной стоимости капитала акционеров от дивидендных выплат (sP_D).

В стоимостном выражении сумма прироста/снижения рыночной стоимости капитала от распределяемой прибыли (sV_D) равна:

$$sV_D = E \times (ROE_{Div} - rs_D), \quad (5)$$

где ROE_{Div} — рентабельность собственного капитала по прибыли, распределяемой на дивиденды.

Интегральная оценка добавленной стоимости по двум контурам. В пределах факторов формирования и распределения чистой прибыли компании добавленная стоимость определяется составляющими элементами чистой рентабельности собственного капитала, представленные в формуле (1).

Формирование системной добавленной стоимости по контуру факторов чистой прибыли при барьерной ставке, отвечающей условиям ($rs_g = rs_D = rs$), можно представить в виде модели:

$$\begin{aligned} sP_{RD} &= \left(\frac{RE}{E} - rs_g \right) + \left(\frac{Div}{E} - rs_D \right) = \\ &= \left(\frac{RE}{E} + \frac{Div}{E} \right) - (rs_g + rs_D) = \\ &= ROE_{NI} - 2rs, \end{aligned} \quad (6)$$

где sP_{RD} — добавленная рентабельность капитала, комплексно характеризующая превышение фактической рентабельности собственного капитала сверх рыночной нормы реинвестирования и дивидендных выплат; здесь sP_{RD} отражает добавленную стоимость собственников и потенциально достижимую по двум контурам добавленную стоимость компании.

Добавленная рыночная стоимость собственного капитала от реинвестирования и распределения прибыли определяется как остаточная прибыль сверх рыночной нормы затрат на капитал и рыночной нормы капитализации прибыли.

Добавленная стоимость влияет на повышение или снижение устойчивого роста компании.

Устойчивый рост стоимости компании от реинвестирования и распределения прибыли равен превышению чистой рентабельности собственного капитала над удвоенной ставкой альтернативных затрат и отражает прирост рентабельности капитала, достигнутый компанией при сложившихся условиях финансирования, объеме и структуре источников средств.

В отличие от традиционных моделей добавленной стоимости, предлагаемый подход, принятый в качестве ориентира корпоративного управления, формирует в компании условия расширенного воспроизводства капитала, что дает дополнительный ресурс на высококонкурентном рынке.

Средневзвешенное значение потенциала добавленной стоимости от реинвестирования и распределения чистой прибыли по группе компаний определяется по формуле:

$$\overline{sP_{RD}} = \frac{\sum (sP_{RD}^i \times E_0^i)}{\sum E_0^i}. \quad (7)$$

Коэффициенты роста (прироста) добавленной стоимости позволяют анализировать декомпозицию добавленной стоимости и оценить комплексный устойчивый рост стоимости по ряду факторов. Комплексная оценка устойчивости рыночного роста с учетом факторов реинвестирования и распределения прибыли характеризуется показателем (K_{RD}):

Результаты анализа динамики и вариации показателей рентабельности собственного капитала за 2015–2016 гг.

Компания	Среднее значение ROE_{NI}	Темп роста, %	Стандартное отклонение	Среднее значение ROE по прибыли от продаж	Темп роста, %	Стандартное отклонение
ПАО «МТС»	0,755	17,31	0,951	1,447	2,214	0,773
ПАО «Ростелеком»	0,061	0,47	0,031	0,113	0,798	0,018
ПАО «Мегафон»	0,246	0,84	0,031	0,446	0,831	0,058
ПАО «ВымпелКом»	0,271	0,44	0,148	0,494	0,759	0,095

$$K_{RD} = \frac{ROE_{NI}}{rs_g + rs_D}. \quad (8)$$

Коэффициент при значении $K_{RD} > 1$ показывает рост рыночной стоимости компании (относительно нормы по рыночной ставке) с учетом комплексного влияния политики реинвестирования и распределения прибыли на выплату дивидендов.

Для оценки эффективности управления добавленной стоимостью компании в динамике целесообразно определять комплексный показатель эластичности роста добавленной стоимости от реинвестирования и распределения прибыли (EP_{RD}), характеризующий чувствительность изменения добавленной рентабельности к изменению рыночной барьерной ставки:

$$EP_{RD} = \frac{(sP_{RD}^1 - sP_{RD}^0)}{|(rs^1 - rs^0)|}. \quad (9)$$

Показатель эластичности роста отражает прирост или снижение добавленной стоимости от реинвестирования и распределения прибыли в расчете на один процентный пункт роста (снижения) рыночной ставки.

Значение $EP_{RD} > 1$ свидетельствует об опережении роста (снижения) добавленной стоимости организации по сравнению с ростом (снижением) рыночной ставки, что позволяет сделать вывод об эффективном управлении капиталом.

Оценка эффективности рыночного роста группы компаний телекоммуникационной отрасли

Эффективность развития и устойчивость роста предприятий новой экономики в регионах России, в соответствии с ценностным подходом, характеризуется результатами наращивания рыночной стоимости компаний, повышением инвестиционной привлекательности бизнеса. Рассмотрим состояние сектора телекоммуникационной отрасли в российской экономике на примере четырех ком-

паний: ПАО «МТС» (далее сокращенно (М)), ПАО «Ростелеком» (далее сокращенно (Р)), ПАО «Мегафон» (далее сокращенно (МФ)), ПАО «ВымпелКом» (далее сокращенно (В)). Информационной базой исследования послужила годовая финансовая отчетность компаний (РСБУ) за 2015–2016 гг.

Оценка прироста рыночной стоимости базируется на обосновании уровня рыночной барьерной ставки за исследуемый период. По данным Центрального Банка России¹ о средневзвешенных процентных ставках по предоставленным кредитам 30 крупнейших банков России уровень рыночной барьерной ставки (rs) в 2015 г. принят $rs = 16\%$, в 2016 г. $rs = 13,4\%$. Примем условие: ($rs_g = rs_D = rs$).

За исследуемый период все рассматриваемые компании получили положительный финансовый результат и достигли положительной рентабельности (по собственному капиталу на начало периода). По данным таблицы 1, в трех исследуемых компаниях ((Р), (МФ), (В)), за период 2015–2016 гг. произошло снижение рентабельности капитала, роста рентабельности капитала достигла только компания (М), данная компания отличается и повышенным риском достижения финансового результата.

По данным анализа (рис. 2), в 2015 г. при положительном финансовом результате только две компании выборки ((Р) и (В)) реинвестировали прибыль в развитие бизнеса. Размер нераспределенной прибыли в 2015 г. в подавляющем большинстве не превышал уровня рыночной ставки от собственного капитала и добавленная стоимость от реинвестирования (2) сформировалась только в компании (В) (рис. 3).

Необходимо отметить, что при снижении рыночной барьерной ставки в 2016 г. произошло сокращение числа компаний, реинвестировавших прибыль. В 2016 г. по всем компаниям выборки отмечалось сокращение добавленной стоимости по данному направлению

¹ Центральный банк Российской Федерации [Электронный ресурс]. URL: http://www.cbr.ru/statistics/?PtId=int_rat (дата обращения: 12.11.2017).

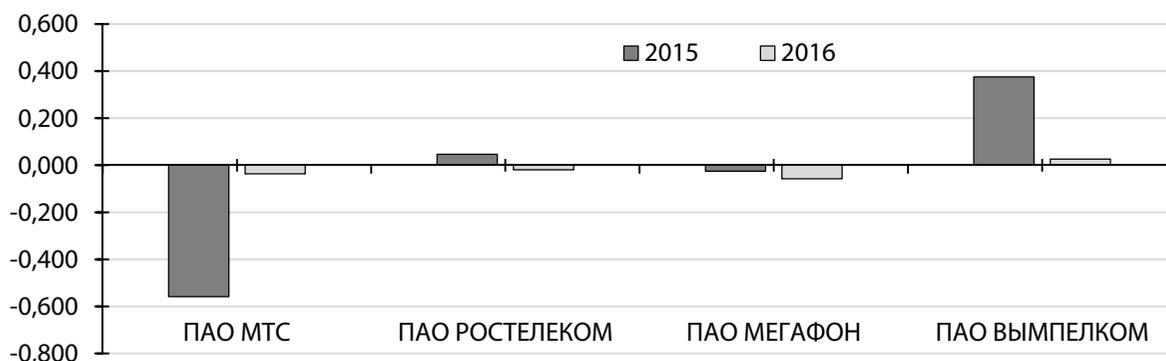


Рис. 2. Рентабельность собственного капитала по реинвестированной прибыли, коэфф.



Рис. 3. Добавленная рентабельность собственного капитала от реинвестирования прибыли, коэфф.

(рис. 3). По ряду компаний выплата дивидендов производилась из накопленной прибыли прошлых лет и превышала размер чистой прибыли текущего года (отрицательное реинвестирование (деинвестирование)).

В исследуемом периоде компании выборки отдавали предпочтение распределению чистой прибыли на дивиденды (рис. 4, 5). Распределенная прибыль является источником роста рыночной стоимости богатства вла-

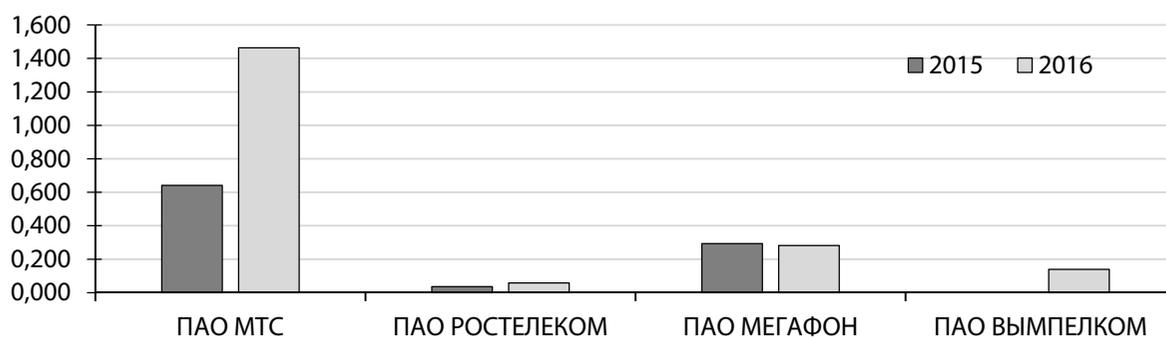


Рис. 4. Рентабельность собственного капитала по распределенной прибыли, коэфф.

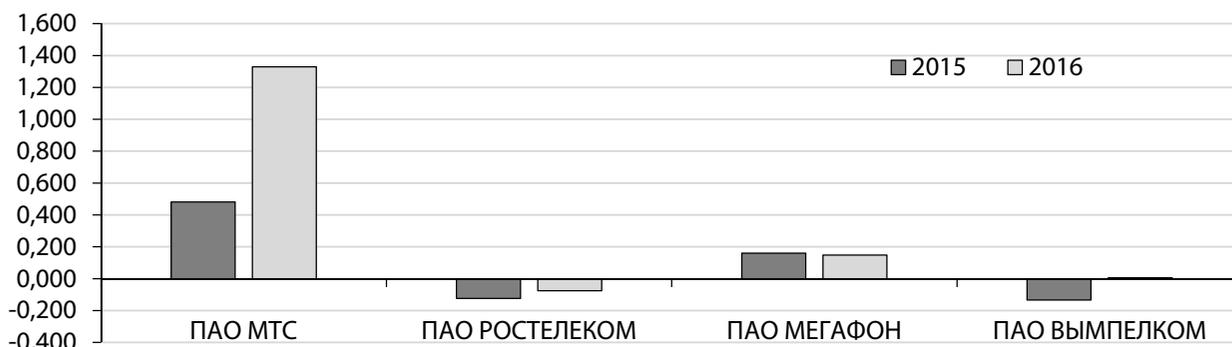


Рис. 5. Добавленная рентабельность собственного капитала компаний от распределенной прибыли, коэфф.

Таблица 2

Динамика средней добавленной стоимости группы компаний

Показатель	Динамика средней добавленной стоимости компании				
	Средневзвешенное значение sP_{RD}	ПАО «МТС»	ПАО «Ростелеком»	ПАО «Мегафон»	ПАО «ВымпелКом»
Добавленная рентабельность от реинвестирования и выплаты дивидендов, 2015 г.	-0,178	-0,238	-0,237	-0,052	0,056
Добавленная рентабельность от реинвестирования и выплаты дивидендов, 2016 г.	-0,081	1,159	-0,229	-0,044	-0,102

Таблица 3

Чувствительность изменения добавленной стоимости к изменению рыночной ставки за 2015–2016 гг.

Показатель	ПАО «МТС»	ПАО «Ростелеком»	ПАО «Мегафон»	ПАО «ВымпелКом»
Показатель эластичности роста добавленной стоимости, (EP_{RD})	53,76	0,32	0,32	-6,07

дельцев и потенциальным ресурсом роста рыночной стоимости компании в случае перераспределения прибыли на реинвестирование. В 2015–2016 гг. от распределенной прибыли получен прирост добавленной стоимости (4) в компаниях (М) и (МФ) (рис. 5). По компаниям (Р) и (В) в 2015–2016 гг. доля прибыли, направленной на дивиденды относительно собственного капитала, не превысила уровень рыночной барьерной ставки и произошло сокращение добавленной стоимости богатства собственников (рис. 5).

В целом, по данным таблицы 2, рост добавленной стоимости от реинвестирования и распределения (6) в 2015 г. отмечался только по компании (В), по остальным трем компаниям выборки диагностируется сокращение рыночной стоимости капитала. В 2016 г. на фоне существенного снижения рыночной барьерной ставки значительный рост добавленной стоимости (6) произошел в компании (М), по остальным компаниям выборки отмечается снижение этого показателя. За исследуемый период практически все компании выборки предпочли стратегию вывода капитала через распределение прибыли, но в половине случаев размер выплаченных дивидендов не превышал размер рыночной ставки от собственного капитала компаний (рис. 5).

По группе компаний эффективность деятельности характеризует показатель средневзвешенного роста добавленной стоимости (7). По данным таблицы 2 по группе компаний выборки в 2015 г. произошло сокращение рыночной стоимости в среднем на 17,8 % от собственного капитала на начало периода. В 2016 г. снижение добавленной стоимости замедлилось и составило в среднем 8,1 % от суммы капитала.

Эффективность управления капиталом, характеризующаяся показателем чувствительности добавленной рентабельности к изменению рыночной барьерной ставки ($EPRD$) (9), за период 2015–2016 гг., по данным таблицы 3, наибольшего уровня достигнута в компании (М). В период снижения банковской ставки компании (МФ) и (Р) также добились роста добавленной стоимости на каждый процентный пункт снижения рыночной ставки. В компании (В), по данным таблицы 3, в условиях снижения рыночной ставки продолжалось сокращение добавленной стоимости. Таким образом, снижение рыночной барьерной ставки в 2016 г. не оказало существенного влияния на создание добавленной рыночной стоимости. В условиях относительной стабилизации экономики компании не показали роста эффективности управления и значимого увеличения рыночной стоимости бизнеса. В подавляющем большинстве факторы ограничения спроса и роста затрат повлияли на торможение роста либо сокращение добавленной стоимости компаний.

В целом по факторам чистой прибыли, по данным таблиц 2, 4, за период только у одной компании (М) отмечается рост добавленной стоимости, по двум компаниям ((Р), (МФ)) произошло снижение степени разрушения добавленной стоимости и по результатам компании (В) наблюдается отрицательная динамика — сокращение добавленной стоимости. В трех компаниях ((Р), (МФ), (В)) сокращение добавленной стоимости происходило в основном за счет уменьшения реинвестирования прибыли. Рост добавленной стоимости владельцев в компании (М) происходил на 59 % за счет увеличения дивидендных выплат (табл. 4).

Таблица 4

Причины изменения рыночной стоимости компаний 2015–2016 гг.

Показатель	ПАО «МТС»		ПАО «Ростелеком»		ПАО «Мегафон»		ПАО «ВымпелКом»	
	Коэфф.	Влияние фактора, %	Коэфф.	Влияние фактора, %	Коэфф.	Влияние фактора, %	Коэфф.	Влияние фактора, %
Общее отклонение добавленной стоимости (6), в т. ч. от изменения	1,40	100	0,01	100	0,01	100	-0,16	100
рентабельности капитала по реинвестированной прибыли	0,52	38	-0,07	-805	-0,03	-383	-0,35	221
рентабельности капитала по распределенной прибыли	0,82	59	0,02	273	-0,01	-147	0,14	-88
рыночной барьерной ставки	0,05	4	0,05	631	0,05	630	0,05	-33

По данным исследования за 2015–2016 гг. в трех компаниях ((P), (MФ), (B)) отмечается снижение рентабельности активов (ROA). Во всех случаях основным фактором снижения ROA послужило уменьшение рентабельности продаж. Качество управления, характеризуемое показателем роста оборачиваемости собственного капитала, заметно противодействовало снижению ROA в компаниях (MФ) и (B). Рост рентабельности активов за период отмечался только в компании (M), основным фактором роста (89,34 %) стало повышение рентабельности продаж. При этом финансовое управление в компании отличается высоким риском зависимости от заемных источников. Высокий риск зависимости от заемных источников отмечается так же по данным отчетности компаний (MФ) и (B).

В таблице 5 представлены результаты обобщения полученных данных. Следует отметить, что для комплексной оценки степени устойчивости роста добавленной стоимости необходимо определить превышение чистой рентабельности собственного капитала выше требуемого уровня альтернативной ставки, учитывая сбалансированность распределения полученной добавленной стоимости по направлениям, отражающим интересы стратегических стейкхолдеров.

В зависимости от фактических результатов роста капитала и принятой стратегии распределения добавленной стоимости было выделено четыре уровня устойчивого роста компаний (табл. 5):

— первый уровень — высокие показатели рентабельности капитала; возможны стратегии сбалансированного роста добавленной стоимости по каждому из приоритетных направлений;

— второй уровень — снижение рыночной стоимости по одному из рассматриваемых приоритетных направлений;

— третий уровень — пониженный уровень рентабельности капитала; разрушение рыночной добавленной стоимости; снижение сбалансированности распределения добавленной стоимости по направлениям;

— четвертый уровень — убыточный бизнес, сокращение собственного капитала компании.

Второй и третий уровни отличаются несбалансированным распределением добавленной стоимости, возможны следующие основные стратегии (табл. 5):

1. Приоритет отдается интересам развития и расширения бизнеса от реинвестирования прибыли в ущерб интересам дивидендной доходности. Факторами снижения устойчивого роста являются сокращение дивидендной доходности, снижение инвестиционной привлекательности акций. Как результат, возможна недооценка акций на рынке, использование инсайдерской информации для массовой скупки акций, смена контрольного участия, изменение политики управления.

2. Реализация компанией стратегии вывода капитала через дивиденды, замедление или отказ от реинвестирования, развития и расширения бизнеса. Факторами снижения устойчивого роста являются сокращение потенциала внутреннего роста, замедление развития бизнеса. Высокая дивидендная доходность способствует росту инвестиционной привлекательности акций. Возможен необоснованный рост курса акций, трудности размещения дополнительных выпусков акций.

Достигнутый компанией уровень рентабельности капитала и тип реализуемой стратегии распределения добавленной стоимости

Изменение стратегий распределения добавленной стоимости компаниями выборки за период 2015–2016 гг.

Показатель	Критерии ROE_{NI}	Критерии добавленной стоимости	2015	2016
<i>Первый уровень</i> — Высокий уровень рентабельности капитала	$ROE_{NI} > 2rs$			
1.5. Приоритет отдается реинвестированию прибыли, дивиденды не выплачиваются		$sP_R \geq 0, Div = 0$	(В)	
1.6. Стратегии вывода капитала через дивиденды, отказ от реинвестирования		$sP_D \geq 0, RE \leq 0$		(М)
<i>Второй уровень</i> — снижение добавленной рыночной стоимости по одному из направлений	$2rs > ROE_{NI} \geq rs$			
2.3. Стратегия вывода капитала через дивиденды, сокращение реинвестирования		$sP_R < 0, sP_D \geq 0$		(В)
2.6. Стратегия вывода капитала через дивиденды, отказ от реинвестирования		$sP_D \geq 0, RE \leq 0$	(МФ)	(МФ)
<i>Третий уровень</i> — Низкая эффективность реализуемых проектов, снижение рыночной стоимости	$rs > ROE_{NI} > 0$			
3.4. Разрушение стоимости, сокращение реинвестирования и дивидендных выплат		$sP_R < 0, sP_D < 0$	(Р)	
3.6. Вывод капитала через дивиденды, отказ от реинвестирования		$sP_D \geq 0, RE \leq 0$	(М)	
3.8. Занижение выплат дивидендов, отказ от реинвестирования		$sP_D < 0, RE \leq 0$		(Р)
<i>Четвертый уровень</i> — убыточный бизнес, разрушение собственного капитала компании	$ROE_{NI} \leq 0$	$RE \leq 0, Div = 0$		

определяют риск инвестиционной привлекательности акций компании (табл. 5).

В таблице 5 представлен фрагмент матрицы, характеризующей изменение стратегий распределения добавленной стоимости исследуемых компаний за рассматриваемый период. В 2015 г. компания (В) занимала лидирующие позиции среди компаний выборки по устойчивости роста (уровень 1.5), прибыль направлялась на реинвестирование. Высокая эффективность капитала позволяла восстановить равновесие и повысить устойчивость. В 2016 г. в компании (В) произошли снижение финансового результата, изменение стратегии, перенос приоритета на распределение прибыли на дивиденды (уровень 2.3). В 2015 г. компания (МФ) по степени устойчивого роста капитала относилась к уровню 2.6, реализуемая стратегия отличалась сокращением реинвестирования и снижением возможностей развития и расширения бизнеса. Основная часть прибыли направляется на выплату дивидендов, что снижает устойчивость положения компании. В 2016 г. позиция компании не изменилась. В 2015 г. в компании (Р) достигнут невысокий уровень рентабельности капитала, что соответствует уровню 3.4 устойчивого роста (сокращение добавленной стоимости по направлениям реинвестирования и распределения прибыли). В 2016 г. отмечалось снижение рентабельности капитала,

отказ от реинвестирования прибыли, понижение устойчивого роста до уровня 3.8. Компания (М) в 2015 г. по уровню рентабельности и односторонним приоритетам распределения прибыли отличалась повышенным риском (уровень 3.6). В 2016 г. при увеличении рентабельности капитала компания (М) перешла на уровень 1.5, сохранялся риск несбалансированной стратегии распределения добавленной стоимости (табл. 5).

Выводы и рекомендации

Предложенная методика позволяет отслеживать инвестиционный потенциал компаний и изменение приоритетов управления добавленной стоимостью, дает возможность оценить соответствие принятой стратегии управления капиталом интересам влиятельных групп.

По данным исследования определены уровни устойчивого роста и их влияние на изменение инвестиционной привлекательности рассматриваемых компаний. На примере исследования финансового результата группы телекоммуникационных компаний можно отметить:

— Снижение рыночной процентной ставки в 2016 г. не оказало заметного влияния на эффективность компаний, основными факторами снижения показателей стали ограничения со стороны рыночного спроса.

— Недостаточная эффективность бизнеса для уровня риска российской экономики. Только одна из четырех компаний выборки по уровню рентабельности соответствует критериям формирования добавленной стоимости по двум стратегическим направлениям.

— В подавляющем большинстве случаев рассматриваемые компании выбирают стратегию вывода капитала через распределение прибыли, существенно снижая или полностью отказываясь от реинвестирования прибыли.

По данным исследования, в ряде случаев компании зарабатывали достаточно прибыли, чтобы сбалансировать отчисления на реинвестирование. Но вследствие повышенного риска компании предпочитают выводить капитал через выплату дивидендов. Для усиления мотивации развития бизнеса целесообразно рекомендовать разработку системы льгот, поощрений и мер господдержки для компаний, достигших опережающего целевого роста рыночной стоимости. Методическим инструментом может служить внедрение метода поощрения пропорционально уровню достигну-

того компанией в каждом периоде коэффициента устойчивого роста рыночной стоимости от реинвестирования (3) (при значении $K_R > 1$ и выше) и коэффициента комплексной оценки устойчивого рыночного роста (11) (при значении $K_{RD} > 1$ и выше). При формировании требуемых в каждом случае весовых коэффициентов сумма льгот и поощрений определяется по формуле:

$$\Pi = H(0,7 K_R + 0,3 K_{RD}),$$

где Π — размер поощрений и господдержки компании в зависимости от уровня прироста рыночной стоимости компании; H — база для расчета суммы льгот, поощрений и господдержки.

Предложенный подход и его апробация на материалах группы компаний телекоммуникационной отрасли направлен на обновление необходимой методологической базы, направленной на повышение качества управления, устранение имеющихся препятствий и ограничений для создания и развития высокотехнологических бизнесов.

Список источников

1. Росс С., Вестерфилд Р., Джордан Б. Основы корпоративных финансов. — М.: Лаборатория базовых знаний, 2001. — 704 с.
2. Хиггинс Р. Финансовый анализ. Инструменты для принятия бизнес-решений. — М.: Издательский дом «Вильямс», 2007. — 463 с.
3. Stuar G. B. The Quest for value: A guide to EVATM management. — New York: HarperCollins Publishers Inc., 1991. — 800 p.
4. Weissenrieder F. Value Based Management: Economic Value Added or Cash Value Added? (December 1, 1997). FWC AB Study No. 1997:3 [Электронный ресурс]. <https://ssrn.com/abstract=156288> or <http://dx.doi.org/10.2139/ssrn.156288> (дата обращения: 6.12.2017)
5. Санин В. В. Баланс и конфликт интересов стейкхолдеров в стратегических и бизнес-планах компании // Корпоративные финансы. — 2009. — № 2(10). — С. 112–132.
6. Freeman R. E. Strategic Management: A Stakeholder Approach. — Boston, Pitman Publishing, 1984. — 276 с.
7. Парушин А. А. Определение акционерной стоимости компании с позиций стейкхолдерского подхода в теории экономического анализа // Вестник ОрелГИЭТ. — 2015. — № 4 (34). — С. 36–42.
8. Долматова И. Н. Реализация стейкхолдерского подхода в корпоративном управлении. Эмпирическое исследование в компании закрытого типа // Известия УрГЭУ. — 2013. — № (45). — С. 89–97.
9. Васильев М. А. Использование концепции стейкхолдеров в управлении промышленным предприятием // Экономические науки. — 2014. — № 8(117). — С. 110–113.
10. Тамбовцев В. Л. Стейкхолдерская теория фирмы в свете концепции режимов собственности // Российский журнал менеджмента. — 2008. — № 3(6). — С. 3–26.
11. Якишин Ю. В. Реструктуризация предприятий в условиях модернизации экономики регионов России / Под науч. ред. С. В. Кузнецова. — СПб.: Любавич, 2015. — 280 с.
12. Ефимова О. В. Анализ устойчивого развития компании. Стейкхолдерский подход // Экономический анализ. Теория и практика. — 2013. — № 45(348). — С. 41–51.
13. Elkington J. Towards the Sustainable Corporation: Win-Win-Win Business Strategies for Sustainable Development // California Management Review. — 1994. — № 36 (2). — P. 90–100.
14. Dyllick T., Hockerts K. Beyond the Business Case for Corporate Sustainability // Business Strategy and the Environment. — 2002. — № 11. — P. 130–141.
15. Якишин Ю. В. Стратегическое управление реструктуризацией экономики: регион, город, предприятие / Под науч. ред. д. э. н., проф. С. В. Кузнецова; Рос. акад. наук, Ин-т пробл. регион. экономики. — СПб.: Любавич, 2016. — 416 с.
16. Dodd E. M., Jr. For whom are corporate managers trustees? // Harvard Law Review. — 1932. — № 45. — P. 1145–1163.

17. Simon H. A. Comments on the theory of organizations // American Political Science Review. — 1952. — 46(4). — P. 1130–1139.
18. Иваишкова И. В. Стейкхолдерский подход к управлению, ориентированному на приращение стоимости компании // Корпоративные финансы. — 2012. — № 1. — С. 14–23.
19. Иваишкова И. В. Оценка устойчивости роста компании. Стейкхолдерский подход // Финансы и кредит. — 2010. — № 43(427). — С. 14–18.
20. Fernandez P. Valuing Companies by Cash Flow Discounting: Ten Methods and Nine Theories (Nov. 17, 2015). EFMA 2002 London Meetings [Электронный ресурс] URL: <https://ssrn.com/abstract=256987> (дата обращения: 19.11.2017).
21. Fernandez P. Valuation Methods and Shareholder Value Creation. Academic Press, 2002. [Электронный ресурс]. URL: <https://ssrn.com/abstract=621985> (дата обращения: 19.11.2017).
22. Коупленд Т., Коллер Т., Муррин Дж. Стоимость компаний. Оценка и управление. 3-е изд., перераб. и доп. ; пер с англ. — М. : ЗАО «Олимп-Бизнес», 2005. — 576 с.
23. Magni C. A. Splitting Up Value: A Critical Review of Residual Income Theories (Oct. 1, 2009). European Journal of Operational Research, Vol. 198, No. 1, pp. 1–22, Oct. 2009 [Электронный ресурс]. URL: <http://ssrn.com/abstract=1268047> (дата обращения: 6.12.2017).
24. Матяш И. В. Устойчивый рост и добавленная стоимость предприятия // Аудит и финансовый анализ. — 2016. — № 6. — С. 108–116.
25. Матяш И. В. Управление устойчивым инвестиционным ростом компании // Финансовая аналитика. Проблемы и решения. — 2016. — № 44(326). — С. 41–51.

Информация об авторе

Матяш Ирина Васильевна — доктор экономических наук, доцент, профессор, Алтайский государственный университет (Россия, 506049, Алтайский край, Барнаул, Чкалова, 57, 25, Алтайский государственный университет, e-mail: ivmatyash@mail.ru).

For citation: Matyash, I. V. (2018). Investment Attractiveness and Sustainable Growth of Telecommunication Companies: Value-Oriented. *Ekonomika regiona [Economy of Region]*, 14(4), 1411–1423

I. V. Matyash

Altai State University (Barnaul, Russian Federation; e-mail: ivmatyash@mail.ru)

Investment Attractiveness and Sustainable Growth of Telecommunication Companies: Value-Oriented Approach

The growing complexity and uncertainty of economic processes in the digital economy require an increase in the accuracy of the company's performance. This explains the interest in the development of the methods of value-based management (VBM). The development of the digital economy is accompanied by an increase of the update requirements of products and technologies. This makes it necessary to assess the profit potential of companies as an internal source of capital accumulation funds and as the base for investment attractiveness of projects. I consider how to refine the method of economic value added taking into account the market rate of profit reinvestment. For an integrated assessment of the factors of the capital present value and the factors capital reinvestment, I propose an indicator of the systemic value added (profitability added) of a company. Accelerated profit shifting through dividends reflects how business owners assess their business risks as well as characterizes the possibilities for modernization in the conditions of restricted external financing. Therefore, that is of interest to estimate the investment attractiveness of companies. The proposed approach allows assessing sustainable growth prospects taking into account the balance of the interests of strategic stakeholders in the development of the policy for the profit distribution. The proposed approach was applied for the study of four Russian companies in the telecommunications industry in 2015–2016. Analysing the companies' financial statements, I show that the analysis of the factors of economic value added specifies the assessment of the economic potential of a business. I propose to classify four levels of sustainable growth depending on the accepted strategy of net profit distribution in a company. The table of equity management strategies has resulted from the analysis. I have determined the indicators that allow monitoring the dynamics of the risk of investing in a company. The proposed approach specifies criteria for the fundamental analysis of issuing companies, expands the possibilities for the assessment and forecast of investment attractiveness of shares and debt instruments of companies.

Keywords: corporate finance, firm value, value-oriented approach, value-added, stakeholders, reinvestment, dividend policy, dividend yield, sustainable growth of the company, investment attractiveness

References

1. Ross, S., Westerfield, R. & Jordan, B. (2001). *Osnovy korporativnykh finansov [Fundamentals of Corporate Finance]*. Moscow: Laboratoriya bazovyykh znaniy Publ., 704. (In Russ.)
2. Higgins, R. (2007). *Finansovyy analiz. Instrumenty dlya prinyatiya biznes-resheniy [Financial analysis: tools for making business decisions]*. Moscow: Williams Publ., 463. (In Russ.)
3. Stuar, G. B. (1991). *The Quest for value: A guide to EVATM management*. New York: HarperCollins Publishers Inc., 800.

4. Weissenrieder, F. (1997, December 1). *Value Based Management: Economic Value Added or Cash Value Added?* FWC AB Study No. 1997(3). Retrieved from: <https://ssrn.com/abstract=156288> or <http://dx.doi.org/10.2139/ssrn.156288> (date of access: 6.12.2017).
5. Sanin, V. V. (2009). Balans i konflikt interesov steykholderov v strategicheskikh i biznes-planakh kompanii [Stakeholders' interests balance and conflict in strategic and business plans of a company]. *Korporativnyye finansy [Journal of Corporate Finance]*, 2(10), 112–132. (In Russ.)
6. Freeman, R. E. (1984). *Strategic Management: A Stakeholder Approach*. Boston, Pitman Publishing, 276.
7. Parushin, A. A. (2015). Opredelenie aktsionernoy stoimosti kompanii s pozitsiy steykholderskogo podkhoda v teorii ekonomicheskogo analiza [Defining of shareholder value of the company from the point of view of stakeholder approach in the theory of economic analysis]. *Bukhgalterskiy uchet, analiz i statistika [OrelSIET Bulletin]*, 4(34), 36–42. (In Russ.)
8. Dolmatova, I. N. (2013). Realizatsiya steykholderskogo podkhoda v korporativnom upravlenii. Empiricheskoe issledovanie v kompanii zakrytogo tipa [Implementing Stakeholder Approach to Corporate Governance (Empirical Study in the Company of Closed Type)]. *Izvestiya UrGEU [Journal of the Ural State University of Economics]*, (45), 89–97. (In Russ.)
9. Vasilyev, M. A. (2014). Ispolzovanie kontseptsii steykholderov v upravlenii promyshlennym predpriyatiem [Using the concept of the stakeholders in the management of industrial enterprises]. *Ekonomicheskie nauki [Economic Sciences]*, 8(117), 110–113. (In Russ.)
10. Tambovtsev, V. L. (2008). Steykholderskaya teoriya firmy v svete kontseptsii rezhimov sobstvennosti [Stakeholder Theory of the Firm from the Point of View of Property Regimes Conception]. *Rossiyskiy zhurnal menedzhmenta [Russian Management Journal]*, 3(6), 3–26. (In Russ.)
11. Yakishin, Yu. V. (2015). *Restrukturizatsiya predpriyatiy v usloviyakh modernizatsii ekonomiki regionov Rossii [Restructuring of enterprises in the context of modernization of the economy of Russian regions]*. In: S.V. Kuznetsov (Ed.). St. Petersburg: Lyubavich Publ., 280. (In Russ.)
12. Efimova, O. V. (2013). Analiz ustoychivogo razvitiya kompanii. Steykholderskiy podkhod [Analysis of sustainable development of the company: stakeholder approach]. *Ekonomicheskiy analiz. Teoriya i praktika [Economic Analysis: Theory and Practice]*, 45(348), 41–51. (In Russ.)
13. Elkington, J. (1994). Towards the Sustainable Corporation: Win-Win-Win Business Strategies for Sustainable Development. *California Management Review*, 36(2), 90–100.
14. Dyllick, T. & Hockerts, K. (2002). Beyond the Business Case for Corporate Sustainability. *Business Strategy and the Environment*, 11, 130–141.
15. Yakishin, Yu. V. (2016). *Strategicheskoye upravlenie restrukturizatsiy ekonomiki: region, gorod, predpriyatie [Strategic management of economic restructuring: region, city, enterprise]*. In: S.V. Kuznetsov (Ed.); IRES RAS. St. Petersburg: Lyubavich Publ., 416. (In Russ.)
16. Dodd, E. M. Jr. (1932). For whom are corporate managers trustees? *Harvard Law Review*, 45, 1145–1163.
17. Simon, H. A. (1952). Comments on the theory of organizations. *American Political Science Review*, 46(4), 1130–1139.
18. Ivashkovskaya, I. V. (2012). Steykholderskiy podkhod k upravleniyu, orientirovannomu na prirashchenie stoimosti kompanii [Stakeholder approach to value based management]. *Korporativnyye finansy [Journal of Corporate Finance]*, 1, 14–23.
19. Ivashkovskaya, I. V. (2010). Otsenka ustoychivosti rosta kompanii. Steykholderskiy podkhod [Sustainable growth of the firm: stakeholder's framework]. *Finansy i kredit [Finance and Credit]*, 43(427), 14–18.
20. Fernandez, P. (2015, Nov. 17). *Valuing Companies by Cash Flow Discounting: Ten Methods and Nine Theories*. EFMA 2002 London Meetings. Retrieved from: <https://ssrn.com/abstract=256987> (date of access: 19.11.2017).
21. Fernandez, P. (2002). *Valuation Methods and Shareholder Value Creation*. Academic Press. Retrieved from: <https://ssrn.com/abstract=621985> (date of access: 19.11.2017).
22. Copeland, T., Koller, T. & Murrin, J. (2005). *Stoimost kompaniy: otsenka i upravlenie [Cost of companies: evaluation and management]*. 3rd updated and revised ed. Moscow: Olimp-Biznes Publ., 576. (In Russ.)
23. Magni, C. A. (2009, Oct. 1). *Splitting Up Value: A Critical Review of Residual Income Theories*. *European Journal of Operational Research*, 198(1), 1–22. Retrieved from: <http://ssrn.com/abstract=1268047> (date of access: 6.12.2017).
24. Matyash, I. V. (2016). Ustoychivyy rost i dobavlenaya stoimost predpriyatiya [Sustainable growth and enterprise value added]. *Audit i finansovyy analiz [Audit and financial analysis]*, 6, 108–116. (In Russ.)
25. Matyash, I. V. (2016). Upravlenie ustoychivym investitsionnym rostom kompanii [Management of sustainable investment growth of the company]. *Finansovaya analitika. Problemy i resheniya [Financial Analytics: Science and Experience]*, 44(326), 41–51. (In Russ.)

Author

Matyash Irina Vasilyevna — Doctor of Economics, Associate Professor, Professor, Altai State University (57, Chkalova St., Barnaul, Altai Territory, 506049, Russian Federation; e-mail: ivmatyash@mail.ru).