

Министерство образования и науки Российской Федерации
Федеральное государственное бюджетное образовательное учреждение высшего
образования

«Российский экономический университет имени Г.В. Плеханова»

На правах рукописи

САРАТОВСКИЙ АРТЕМ ДМИТРИЕВИЧ

**ОСОБЕННОСТИ ДВИЖЕНИЯ ПРЯМЫХ ИНОСТРАННЫХ
ИНВЕСТИЦИЙ В СТРАНАХ ГРУППЫ БРИКС**

08.00.14 – Мировая экономика

Диссертация на соискание ученой степени
кандидата экономических наук

Научный руководитель
доктор экономических наук, профессор
Иванова Светлана Васильевна

Москва – 2017 г.

ОГЛАВЛЕНИЕ

ВВЕДЕНИЕ.....	3
ГЛАВА 1. СТРАНЫ ГРУППЫ БРИКС В СОВРЕМЕННОЙ ГЛОБАЛЬНОЙ ЭКОНОМИКЕ.....	13
1.1. Феномен стран группы БРИКС	13
1.2. Теоретические аспекты движения прямых иностранных инвестиций в развивающихся странах.....	21
1.3. Корпоративные сделки слияний и поглощений как форма движения прямых иностранных инвестиций.....	33
ГЛАВА 2. ТЕНДЕНЦИИ ДВИЖЕНИЯ ПРЯМЫХ ИНОСТРАННЫХ ИНВЕСТИЦИЙ В СТРАНАХ ГРУППЫ БРИКС.....	52
2.1. Характеристики прямых иностранных инвестиций в странах группы БРИКС	52
2.2. Инвестиционная привлекательность и регулирование движения прямых иностранных инвестиций в странах группы БРИКС	72
2.3. Особенности сделок слияний и поглощений в странах группы БРИКС	87
ГЛАВА 3. ОЦЕНКА ЭФФЕКТИВНОСТИ СДЕЛОК СЛИЯНИЙ И ПОГЛОЩЕНИЙ В СТРАНАХ ГРУППЫ БРИКС.....	112
3.1. Методология оценки эффективности сделок слияний и поглощений и влияние на нее акционерной структуры собственности.....	112
3.2. Расчет эффективности сделок слияний и поглощений в странах группы БРИКС	126
3.3. Перспективы движения прямых иностранных инвестиций в странах группы БРИКС	136
ЗАКЛЮЧЕНИЕ	143
БИБЛИОГРАФИЧЕСКИЙ СПИСОК	148

ВВЕДЕНИЕ

Актуальность темы исследования. Группа БРИКС включает в себя масштабные по территории и объему внутреннего рынка страны, ресурсный потенциал которых вместе с их географическим расположением предопределяет их существенную роль в мировой экономике. Бразилия, Россия, Индия, Китай доминируют на своих континентах и, по сути, задают тон экономическим и социально-политическим преобразованиям в соседних странах. ЮАР является торговыми и финансовыми «воротами» Африки. За влияние на эти развивающиеся страны (страны с формирующимся рынком) борются лидеры мировой экономики.

Прямые иностранные инвестиции (ПИИ) или (от англ. FDI – foreign direct investments) являются важнейшим фактором реальной интеграции экономик разных стран, предоставляя такие необходимые ресурсы для качественного развития как капитал, технологии, управленческий опыт. В этой связи особый интерес представляет исследование динамики движения ПИИ в рамках группы БРИКС. Данная работа позволит определить, насколько реальна тенденция дальнейшего сближения экономик этих стран, каковы основные характеристики и последствия такого сближения с точки зрения интересов группы в целом, отдельных стран, а также бизнес единиц.

Одной из наиболее распространенных форм движения ПИИ являются международные сделки слияний и поглощений (СиП) или (от англ. mergers and acquisitions). Согласно данным Конференции ООН по торговле и развитию (ЮНКТАД) или (англ. UNCTAD) в 2015г. на их долю в общей структуре ПИИ пришлось более 41% или 721 млрд. долл. США.¹ Однако динамика объемов и числа сделок СиП, их отраслевая структура в формате БРИКС в научной литературе практически не представлены. Между тем, это важнейший канал

¹ Международный инвестиционный отчет ЮНКТАД 2016 г. [Электронный ресурс]. URL: http://unctad.org/en/PublicationsLibrary/wir2016_en.pdf

перераспределения капитала и финансовых потоков, изменения геометрии мировых центров силы.

Таким образом, актуальность исследования определяется значением стран группы БРИКС в мировой экономике и слабой изученностью направленности, масштабности, условий, форм, отраслевых предпочтений движения ПИИ и, в частности, эффективности сделок СиП на уровне отдельных бизнес единиц.

Степень научной разработанности проблемы. Многогранная проблематика, касающаяся экономического развития как отдельных стран БРИКС, так и экономики БРИКС как неформальной группы, нашла отражение в работах Т. Вороновой, С. Глинкиной, В. Давыдова, Л. Клочковского, А. Лавут, Б. Мартынова, А. Мурановой, Б. Хейфеца, Е. Шаровой, П. Яковлева и целого ряда других авторов.

Отдельно необходимо отметить труды В. Никонова, который является председателем Национального комитета по исследованию БРИКС, а также работу Е. Авдокушина и М. Жарикова «Страны БРИКС в мировой экономике», в которой на основе обширного материала делается вывод о возрастающей роли стран БРИКС в мировой экономике.²

Среди зарубежных аналитиков-исследователей особую роль играет О'Нил, который впервые ввел в широкий научный оборот аббревиатуру БРИК³. Кроме того, большой вклад в разработку теоретических аспектов, связанных с движением прямых иностранных инвестиций, внесли: П. Бакли, В. Бен-Амар, О. Берtrand, А. Буатенг, С. Бхагат, Р. Вернон, А. Дамодаран, Д. Даннинг, М. Ду, М. Кампа, П. Кенеди, Ч. Кинделбергер, Р. Кохли, П. Кругман, М. Кэссон, П. Лиарговас, Ф. Ловински, Д. Ма, С. Майерс, А. Макинлай, Х. Окамура, А. Паган, К. Престовиц, В.Тонг, Л. Уэльс, Е. Фама, С. Хаймер, И. Чу, А. Шлейфер, В. Шульц и другие.

Особенно следует выделить работу Д. Даннинга «Прямые иностранные инвестиции и государство. Катализатор для экономической реструктуризации»,

²Авдокушин, Е.Ф., Жариков М.В Страны БРИКС в современной мировой экономике. М.: Инфра-М, 2013. 479с.

³ O'Neill J. Building Better Global Economic BRICs // Global Economics Paper. 2001. 30th November (N 66).

в которой автор подробно рассматривает влияние ПИИ на национальную экономику. Д. Даннинг также раскрывает мотивы транснациональных корпораций (ТНК) в их стремлении к экспансии капитала.⁴

Весьма информативны агрегатор статистических данных Группы Всемирного банка (от англ. World Bank), ежегодные публикации ЮНКТАД, база данных терминала Блумберг (от англ. Bloomberg) и Международного Валютного Фонда (МВФ или от англ. IMF – International monetary fund).

Среди отечественных авторов, занимающихся изучением процессов транснационализации, глобального движения ПИИ, эффективности сделок слияний и поглощений, как одной из форм ПИИ получили признание работы: Н. Вознесенской, С. Ивановой, И. Ивашковской, С. Григорьевой, А. Кузнецова, Н. Рудык, М. Масленниковой, И. Родионова, А. Степановой, В. Удальцова, Р. Хасбулатова, З. Хусаинова, Е. Чирковой и др.

Так, в своей статье «Слияния и поглощения: ловушка роста» И. Ивашковская рассматривает проблему ограничения экономического роста компаний за счет стратегии корпоративных слияний и поглощений.⁵ С. Григорьева анализирует эффективность сделок по передаче корпоративного контроля в финансовом секторе и определяет ключевые факторы, которые влияют на нее.⁶

Значима работа С. Баумика и Е. Селарка «Does ownership concentration improve M&A outcomes in emerging markets? Evidence from India» (рус. «Улучшает ли концентрированная структура собственности эффективность сделок слияний и поглощений на развивающихся рынках. Данные из Индии»). Авторы приходят к выводу, что высокая степень концентрации структуры собственности положительно влияет на эффективность сделок слияний и поглощений.⁷

⁴ Dunning, J.H. Foreign direct investment and governments. Catalyst for economic restructuring. London and New York: Routledge, 1996. 472 p.

⁵ Ивашковская И.В. Слияния и поглощения: ловушка роста // Управление компанией. 2004. № 7. С. 26-29

⁶ Григорьева С.А., Гринченко А.Ю. Влияние сделок слияний и поглощений в финансовом секторе на стоимость компаний-покупателей на развивающихся рынках капитала // Корпоративные финансы. 2013. № 4(28). С. 53–71.

⁷ Bhaumik S. K., Selarka E. Does ownership concentration improve M&A outcomes in emerging markets? Evidence from India // Journal of Corporate Finance. 2012. Vol. 18. P. 717–726.

Несмотря на широкий круг научных публикаций, посвященных экономике стран группы БРИКС и прямым иностранным инвестициям, практически нет исследований, концентрирующихся на особенностях движения ПИИ в форме сделок слияний и поглощений в странах этой группы, что и определило направление темы исследования.

Хронологические рамки диссертационного исследования покрывают период с 2000г. по 2015г.

Объект диссертационного исследования. В качестве объекта исследования выступают экономические отношения, возникающие в процессе движения прямых иностранных инвестиций в странах группы БРИКС и, осуществляемые с их участием международные сделки слияний и поглощений.

Предмет диссертационного исследования. Предметом исследования являются тенденции и последствия перемещения прямых иностранных инвестиций в/из стран группы БРИКС, а также характеристики и эффективность заключаемых с участием компаний «группы пяти» сделок слияний и поглощений, как одной из значимых форм международного инвестиционного капитала.

Степень соответствия паспорту специальности ВАК. Диссертационное исследование соответствует паспорту научных специальностей Высшей аттестационной комиссии (ВАК): 08.00.14 – Мировая экономика по следующим пунктам:

п. 5 «Интеграционные процессы в развитых и развивающихся регионах мирового хозяйства, закономерности развития этих процессов, оценка интеграционных перспектив различных торгово-экономических блоков, включая Евразийскую экономическую интеграцию»;

п. 15 «Международные потоки ссудного капитала, прямых и портфельных инвестиций, проблемы их регулирования на национальном и наднациональном уровнях».

Цель диссертационного исследования. Выявить тенденции и эффекты движения ПИИ в странах группы БРИКС с акцентом на оценку результатов

сделок слияний и поглощений как одной из преобладающих форм трансграничного инвестирования.

Задачи диссертационного исследования. В соответствии с поставленной целью данного диссертационного исследования были сформулированы следующие основные задачи:

- Раскрыть феномен группы БРИКС как неформального международного объединения;
- Рассмотреть теоретические аспекты движения ПИИ с учетом актуальных трансформаций;
- Провести статистический анализ влияния притока ПИИ на экономики стран группы БРИКС;
- Определить на основе количественных данных особенности движения ПИИ в странах группы БРИКС;
- Провести сравнительный анализ современной ПИИ-политики стран группы БРИКС;
- Представить ретроспективу, мотивы и формы международных сделок СиП как одной из основных форм движения ПИИ;
- Проанализировать количественные характеристики движения ПИИ в форме сделок слияний и поглощений в странах группы БРИКС;
- Оценить параметры взаимных кросс-сделок СиП между странами группы БРИКС;
- Дать количественную оценку эффективности сделок СиП для компаний-покупателей бизнеса стран БРИКС.

Теоретическая и методологическая основы диссертационного исследования. Теоретической базой диссертационного исследования стали научные работы российских и зарубежных авторов в области мировой экономики, международных финансов, глобальных инвестиционных потоков, интеграционных процессов в рамках стран группы БРИКС.

Методологической основой диссертационного исследования послужили принципы диалектической логики, методы сравнительного, финансового и

статистического анализа, а также методы группировки и обобщения, качественные и количественные экспертные оценки.

Эмпирическая база диссертационного исследования: статистическая аналитическая база Кэпитал Ай Кью (от англ. Capital IQ), база данных терминала Блумберг (от англ. Bloomberg), данные информационного агентства Томсон Эйкон (от англ. Thomson Eikon), статистические агрегаторы Всемирного банка, Конференции ООН по торговле и развитию, отчеты международных аналитических компаний в области прямых иностранных инвестиций и международных сделок слияний и поглощений, аудируемые годовые финансовые отчеты компаний, участвующих в международных сделках слияний и поглощений, данные официальных сайтов в Интернет.

Научная новизна. Научная новизна данного диссертационного исследования заключается в том, что на основе анализа широкого круга статистических данных впервые выявлены особенности движения ПИИ в рамках стран БРИКС в частности в форме, осуществляемых СиП определены последствия и эффективность реализации таких сделок СиП с участием компаний «группы пяти».

Наиболее значимые результаты диссертационной работы, полученные лично автором и выносимые на защиту, раскрываются в следующих выводах и заключениях:

- Дуализм феномена группы БРИКС как неформального международного объединения стран с формирующимся рынком определяется с одной стороны, его финансово-экономической зависимостью от транснациональных корпораций и банков экономически развитых стран, с другой – продвижением в направлении создания собственных институтов и многоплановых партнерских взаимоотношений в формате группы. Возможные траектории развития группы БРИКС во многом определяются политической составляющей и эффективными в мировой экономике инвестиционными стратегиями согласованных действий по использованию

огромного геополитического, экономического, демографического и военного потенциала стран-участниц;

- На основе интерпретации схемы агрегированной теории движения ПИИ и транснационализации определено, что для стран группы БРИКС, где субъекты рынка все еще находятся в стадии становления, важно создание в разных отраслях экономики национальных ТНК, ориентированных на полный цикл создания стоимости и на использование конкурентных преимуществ каждой из стран, что повысит комплементарность бизнесов группы и снизит зависимость от глобальных структур вне БРИКС;
- Доказано, что к рискам укрепления инвестиционного взаимодействия в формате стран группы БРИКС относится их разная реакция на мировой финансовый кризис. Высокая устойчивость к внешним шокам Китая и Индии при стагнации экономики в ЮАР и отрицательных темпах роста ВВП в Бразилии и России усиливают неоднородность и асимметрию распределения финансово-экономических сил внутри группы. Статистический анализ подтвердил наличие положительной взаимосвязи между притоком ПИИ и объемом ВВП в странах группы БРИКС, при этом наибольшее влияние характерно для Китая, наименьшее – для ЮАР.
- Выявлены особенности движения ПИИ в странах группы БРИКС, в том числе обосновано положение об усилении позиций Китая, который является лидером по совокупному объему накопленных ПИИ. За весь рассматриваемый период 2000-2015гг. только в Китае и Индии наблюдалось устойчивое положительное сальдо движения ПИИ (чистый приток превышал чистый отток ПИИ). Для Бразилии, России, ЮАР динамика показателя носит более флуктуационный характер.
- Сравнительный анализ показал, что наиболее либеральный (открытый) режим регулирования ПИИ сложился в ЮАР, однако инвестиционная привлекательность этой страны относительно других стран БРИКС снижается в связи с ростом макроэкономических и политических рисков,

что доказывает приоритетность этих факторов относительно политики «открытости».

- Обоснован тезис о новой посткризисной волне сделок слияния и поглощения компаний, которая, как ожидается, повысит удельный вес и значение этой формы ПИИ в общем объеме движения корпоративного капитала с участием стран группы БРИКС.
- Впервые введены в широкий научный оборот и проанализированы данные, касающиеся разнообразных характеристик сделок слияний и поглощений компаний в странах группы БРИКС за 2000-2015гг., что позволило сгруппировать сделки СиП по разным критериям, в том числе определить стоимостное преобладание в целом для группы БРИКС внутренних сделок СиП над международными сделками СиП с участием третьих стран.
- Автором разработан и апробирован индекс предпочтений (ИП), отражающий соотношение взаимных кросс-сделок СиП между компаниями стран группы БРИКС, что позволило определить страну с наиболее активной инвестиционной деятельностью внутри объединения. Индия имеет наивысший в группе ИП, т.е. компании из этой страны чаще всего выступают покупателями бизнеса внутри БРИКС. Наименьшее значение ИП характерно для Бразилии, т.е. в рамках кросс-сделок СиП в БРИКС бразильские компании выступают в большинстве случаев в качестве объекта поглощения.
- При помощи метода накопленной избыточной доходности было доказано, что взаимные сделки слияний и поглощений между компаниями из стран группы БРИКС являются эффективными для покупателя, т.е. создают стоимость для своих акционеров. Значение совокупной усредненной накопленной избыточной доходности компании-покупателя в странах группы БРИКС составляет от 2,7% до 2,9% в зависимости от выбранного окна события, при этом было обнаружено, что кросс-сделки СиП являются более эффективными, чем национальные сделки СиП в рамках отдельных стран группы.

Теоретическая и практическая значимость. Результаты и выводы, изложенные в данной диссертационной работе, могут быть использованы как государственными органами в части формирования политики и долгосрочной стратегии относительно регулирования процесса притока прямых иностранных инвестиций, так и частными компаниями стран БРИКС с целью принятия оптимального решения в области корпоративного управления.

Кроме этого теоретические и практические данные, представленные в исследовании, могут служить дополнительным вспомогательным материалом при чтении курсов: «Мировая экономика», «Экономика зарубежных стран», «Международные финансы», «Корпоративное управление компанией».

Апробация результатов исследования. Результаты диссертационного исследования прошли апробацию на кафедре «Международной школы бизнеса и мировой экономики» РЭУ им. Г.В. Плеханова. Отдельные заключения, полученные в ходе данного диссертационного исследования, используются в рабочем процессе инвестиционного дивизиона – венчурный капитал ООО «УК» РОСНАНО» для целей принятия управленческих и корпоративных решений.

Материалы исследования могут быть использованы в учебном процессе факультета международных экономических отношений РЭУ им. Г.В. Плеханова при проведении семинарских занятий по курсу «Экономика зарубежных стран».

Ключевые положения и тезисы диссертационной работы были представлены в научных докладах на Международных научно-практических конференциях РЭУ им. Г.В. Плеханова: «Геополитические риски современной мировой экономики» (декабрь, 2014г.); «Региональная интеграция на пространстве СНГ» (декабрь, 2015г.).

Публикации. По теме диссертационного исследования автором опубликовано 10 научных статей общим объемом 3,2 п. л., в том числе 5 работ в журналах из перечня рецензируемых научных изданий, в которых должны быть опубликованы основные научные результаты диссертаций на соискание ученых степеней доктора и кандидата наук.

Структура и объем работы. Общий объем диссертационной работы составляет 161 страницу, которые включают введение, три главы, заключение, библиографический список.

ГЛАВА 1. СТРАНЫ ГРУППЫ БРИКС В СОВРЕМЕННОЙ ГЛОБАЛЬНОЙ ЭКОНОМИКЕ

1.1. Феномен стран группы БРИКС

За последнее время развивающиеся страны и в частности страны группы БРИКС (Бразилия, Россия, Индия, Китай, Ю. Африка) приобрели значимую роль на международной арене. Несмотря на то, что им пришлось столкнуться с последствиями мирового финансового кризиса 2008-2009гг., а также наметившимся замедлением темпов роста экономики Китая, как ведущей страны в группе и одной из ведущих в мире, в силу циклических процессов развития экономики и своих фундаментальных особенностей, они по-прежнему представляют собой одну из движущих сил роста мировой экономики.

Реорганизация мировой экономики и происходящие в ней глобальные изменения основаны на подъеме роли так называемых великих держав. В 1989г. П. Кенеди подтвердил, что относительный статус развивающихся стран в мировой экономике меняется в силу различных темпов экономического роста и осуществляемых в них организационных реформ.⁸ В 2005г. К. Престовиц доказал, что в эпоху всеобщей глобализации развивающиеся страны с почти 3 млрд. человек населения, в первую очередь Бразилия, Россия, Индия и Китай смогли интегрироваться в мировую экономику.⁹ В 2010г. Л. Юйкин пришел к выводу, что благодаря экономическому буму в развивающихся странах, они способны обойти по темпам экономического роста развитые страны. Однако при этом исследователь делает уточнение, что для поддержания восходящей динамики требуется постоянный поиск и дальнейшее развитие катализаторов

⁸Kennedy P. The rise and fall of the Great Powers. London.: Unwin Hyman Limited, 1988. p. 678

⁹Prestowitz C. Three Billion New Capitalists: The Great Shift of Wealth and Power to the East.: Basic Books Inc., U.S., 2005. p. 336

роста, одним из которых является всестороннее совершенствование рынков капитала.¹⁰

В последнее десятилетие развивающиеся страны демонстрируют более быстрые темпы роста по сравнению с развитыми странами, которые привели к значительному росту их доли (развивающихся стран) в мировом валовом продукте, международной торговле, прямых иностранных инвестициях, международных финансовых рынках. Мировой экономический кризис 2008-2009гг. привел к структурным изменениям в глобальном экономическом управлении. Наиболее четко это видно в возросшей роли объединения стран G20. Эти изменения могут быть интерпретированы как переход к многополярному международному экономическому порядку, в котором развивающиеся страны играют гораздо более значимую роль, чем это было раньше. В первую очередь это относится к странам группы БРИКС.¹¹

Феномен группы БРИКС особенно интересен своей двойственностью, слабой предсказуемостью возможной траектории дальнейшего развития. Изначально, сам термин БРИК был сформулирован аналитиком глобального инвестиционного банка «Голдман Сакс» (The Goldman Sachs Group, Inc.) Джимом О'Ниллом (Jim O'Neill) в аналитической записке от 2001г.¹² Впоследствии к объединению официально присоединилась Ю. Африка, в связи, с чем термин был изменен на БРИКС.

На тот момент объединение этих стран, в группу быстро развивающихся было обусловлено как перспективная и масштабная площадка для действий международного капитала по средствам транснациональных корпораций и банков. Прежде всего, как площадка для реализации ими крупных и выгодных инвестиционных проектов, что неизбежно сопровождается финансовым и политическим влиянием на эти страны со стороны международных инвесторов.

¹⁰Yueqin L. The rise of emerging powers and the BRICs' chase to catch up // China Economist. 2010. Vol. 5. No. 2. p. 1-14

¹¹Radulescu I.G., Panait M., Voica C. BRICS countries challenge to the world economy new trends // Economics and Finance. 2014. Vol. 8. P. 605–613.

¹²O'Neill J. Building Better Global Economic BRICS // Global Economics Paper. 2001. 30th November (N 66).

Позднее страны БРИКС заявили о себе как о цивилизационных центрах способных к партнерским взаимоотношениям в более чем 25 форматах взаимодействия, в том числе и в парламентском измерении. Группа отстаивает ценности многополярности и множественности моделей развития, то есть позиционирует себя как относительно самостоятельную политическую и финансово-экономическую силу, которая обладает огромным геополитическим, демографическим и военным потенциалом.¹³

Более четверти территории планеты (26%), немногим менее половины населения Земли (42%) и практически одна третья мировой экономики (27%) приходится на долю БРИКС. (Таблица 1.1.1).

Таблица 1.1.1 – Географические и экономические индикаторы стран БРИКС в 2015г.

Страна	Площадь (млн. кв. км.)	Население (млн. чел.)	ВВП (номинал.), трлн. долл. США	ВВП на душу населения, долл. США
<i>Бразилия</i>	8,5	208	1,77	8 538
<i>Китай</i>	9,6	1 371	10,87	7 925
<i>Индия</i>	3,3	1 311	2,07	1 582
<i>Россия</i>	17,1	144	1,33	9 057
<i>ЮАР</i>	1,2	55	0,31	5 692

Источник: Составлено по данным Мирового банка. [Электронный ресурс] URL: <http://data.worldbank.org/indicator/> (дата обращения 30.08.2016)

Страны группы БРИКС демонстрируют значительные темпы роста и представляют собой один из драйверов развития глобальной экономики и международной конкуренции.¹⁴ Хотя при этом нужно признать, что скорость роста экономик стран объединения различается и несомненным лидером по данному показателю выступает Китай, темпы роста экономики которого, тем не менее, также в последнее время замедляются и в 2015г. впервые по этому показателю его обогнала Индия (Рисунок 1.1.1).

¹³ Виноградов А.В. Диалоговый формат БРИКС и его роль в становлении многополярного мира // Сборник статей под редакцией Никонова В.А., Толорая Г.Д. М.: РУДН, 2013. С. 47–52.

¹⁴ Шарова Е.А. Взаимная торговля стран БРИКС на современном этапе // Проблемы национальной стратегии. 2016. № 2(35). С. 150–174

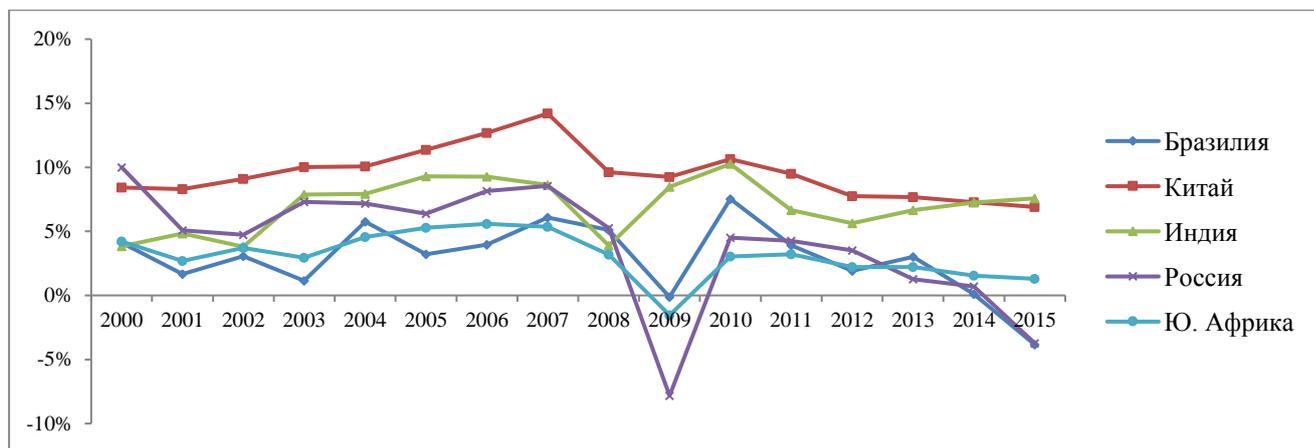


Рисунок 1.1.1 – Динамика темпов прироста номинального ВВП стран группы БРИКС за период с 2000г. по 2015г., %

Источник: Составлено по данным Мирового банка. [Электронный ресурс] URL: <http://data.worldbank.org/indicator/> (дата обращения 30.08.2016)

На протяжении 2000-х годов страны группы БРИКС демонстрировали высокие темпы роста вплоть до мирового финансового кризиса. Однако с дальнейшим замедлением их темпов роста, многие эксперты, а также инвесторы уже не так оптимистично смотрят на перспективы данного объединения.

Так, например, А. Аслунд из Института международной экономики Петерсона пишет: «Вечеринка стран БРИКС окончена. Единственное спасение для стран БРИКС – реформы по улучшению бизнес-климата и сокращению роли государства в экономике. Пока же в Бразилии и России наблюдается обратная тенденция, к усилению госкапитализма».¹⁵ По мнению другого экономиста, нобелевского лауреата П. Кругмана группа БРИКС – это очередной «пузырь», которая не оправдала возложенных на нее надежд.¹⁶ Американский исследователь Д. Най подчеркивает, что из-за внутренних противоречий, входящих в него стран БРИКС вряд ли станет серьезной политической организацией государств-единомышленников.¹⁷

Представители стран пятерки, напротив, говорят о «мягком восхождении БРИКС» и широких возможностях для совместного укрепления позиций в современном мире. Так, выступая на «Примаковских чтениях» министр

¹⁵Aslund A. Now the BRICs Party Is Over, They Must Wind Down the State's Role // Financial Times. 2013. Источник URL: <https://www.ft.com/content/0147b43c-040b-11e3-8aab-00144feab7de> (дата обращения 30.08.2016)

¹⁶Krugman P. Generation B (For Bubble) // The New York Times. 2013. Источник URL: <http://krugman.blogs.nytimes.com/2013/08/22/generation-b-for-bubble/> (дата обращения 30.08.2016)

¹⁷Nye J.S. On BRICS Without Mortar // Project Syndicate. 2013. Источник URL: <http://www.project-syndicate.org/commentary/why-brics-will-not-work-by-joseph-s--nye> (дата обращения 30.08.2016)

иностранных дел России С. Лавров заявил: «Мы не согласны с взглядами такого рода. БРИКС динамично развивается, несмотря на попытки засыпать его ворохом скептических оценок».¹⁸ Немецкий экономический обозреватель Ф. Штокер в своей статье «Возвращение к жизни обреченных на смерть», опубликованной в немецком журнале Die Welt пишет: «История роста группы БРИКС, казалось, прекратила свое существование. Но теперь они неожиданно вернулись. Фондовые биржи в России с начала 2016 года выросли приблизительно на 15%, в Индонезии — на 20%, а в Бразилии рост даже превысил 25%. В среднем прибавка на рынках стран с развивающейся экономикой составила около 8%, что и нашло свое отражение в показателях индекса MSCI Emerging Markets Index. Тогда как индекс MSCI World, охватывающий фондовые рынки индустриально развитых стран, находится в минусе, который составляет 2%».¹⁹

Как видно, оценки современного состояния БРИКС весьма разнообразны. Так, группа БРИКС как площадка для реализации крупных инвестиционных проектов во многом не оправдала себя. Темпы роста ВВП стран снизились, а диалог цивилизаций весьма затруднен. По мнению С. Хантингтона, мир после «холодной войны» переходит не столько к противоборству отдельных стран или держав, сколько к противостоянию цивилизаций. Столкновение последних, скорее всего, неизбежно. Значит, в этом может состоять базисное противоречие группы БРИКС, которая объединяет крупнейших стран-представителей пяти разных цивилизаций, залог её недолговечности.²⁰

Как отмечают специалисты, страны БРИКС не смогут превратиться в аналог G7 и создать однополярную или воссоздать биполярную структуру мира по следующим основным причинам:^{21,22}

¹⁸Лавров С.В. БРИКС динамично развивается, несмотря на критику // ТАСС. 2015. Источник URL: <http://tass.ru/politika/2389537> (дата обращения 30.08.2016)

¹⁹Stocker F. Rückkehr der Todgeweihten // Die Welt. 2016. Источник URL: https://www.welt.de/print/die_welt/finanzen/article158157928/Rueckkehr-der-Todgeweihten.html (дата обращения 30.09.2016)

²⁰Huntington S.P. The Clash of Civilizations and the Remaking of World Order. New York.: Simon&Schuster, 1996. 367p.

²¹Михайлов Н.Н. Страны БРИКС и межцивилизационный диалог // Стратегия России в БРИКС: цели и инструменты: сб. статей / под ред. Никонова В.А., Толорая Г.Д. М.: РУДН, 2013. С. 409–428.

Во-первых, страны группы БРИКС достаточно сильно отличаются друг от друга, а их взаимные экономические связи слабее по сравнению с теми же странами «Большой семерки». Кроме этого между странами БРИКС сохраняется соперничество за ресурсы и глобальные рынки сбыта.

Во-вторых, социально-экономическая природа БРИКС не едина. Разнообразие стран объединения, как фундамент многополярного мира, сделало критерием участия в объединении не физический размер, а качество и меру идентичности, что подтверждается присоединением к группе ЮАР.

В-третьих, сформированная структура внутри БРИКС не предполагает наличие единственного лидера. Каждая из стран группы, по сути, является лидером своего геополитического региона.

В-четвертых, страны группы БРИКС сильно связаны со странами Запада в экономическом, научно-техническом, социальном плане и поэтому не смогут стать его новым оппонентом.

В-пятых, природа БРИКС отражает новое качество мира и не предполагает повторение пути, уже проложенного Западом.

Тем не менее, страны группы БРИКС активно взаимодействуют друг с другом с целью изменить сложившуюся систему доминирования финансово-экономических институтов (Международный валютный фонд, Всемирный банк, Европейский банк реконструкции и развития и др.) так называемого коллективного Запада, во главе с Соединенными Штатами Америки (США).

Результатом этого стремления стало создание в 2014г. Банка Развития и Фонда резервных валют стран группы БРИКС. Штаб-квартира нового банка развития БРИКС расположена в г. Шанхай (Китай), капитал банка составляет 100 млрд. долл. США. В январе 2016г. участники банка осуществили первый транш общим объемом 750 млн. долл. США, всего планируется осуществить семь таких траншей, оставшаяся сумма зарезервирована для новых участников

²²Бобровников А.В., Воротникова Т.А., Давыдов В.М., Лавут А.А., Лосев А.А., Мартынов Б.Ф., Николаева Л.Б., Паниев Ю.Н., Симонова Л.Н., Холодков Н.Н., Щербакова А.Д. БРИКС – Латинская Америка: позиционирование и взаимодействие (Отв. ред. Давыдов В.М.). – М.: ИЛА РАН, 2014. 186 с.

организации. Потенциальными членами нового банка развития могут стать другие развивающиеся страны, которые не входят в состав группы.

В 2016г. началось финансирование первых инвестиционных проектов из средств банка. Первые 5 инвестиционных проектов общей суммой около 1 млрд. долл. США, все из которых в области возобновляемой зеленой энергетики, в том числе 100 млн. долл. США на строительство в Карелии двух небольших гидроэлектростанций (Белопорожскую ГЭС 1 и 2), были одобрены правлением банка развития БРИКС.²³ Также ведется обсуждение о финансовой поддержке банка крупного инфраструктурного проекта по строительству высокоскоростной железнодорожной магистрали Москва-Казань.

Создание и запуск нового финансового института БРИКС открыто декларирует желание стран-членов группы добиться независимости и избавиться от превосходства США в финансовой сфере, формируя реальную экономическую силу и обеспечивая демократизацию международных отношений. Кроме этого это формирует предпосылки к созданию альтернативы доллару и всей экономической модели, базирующейся на нем.

Страны группы БРИКС располагают большим политическим, научным и экономическим потенциалом в связи, с чем они стараются не приспосабливаться к существующей глобальной системе координат и сложившейся мировой финансовой архитектуре, где безоговорочным лидером являются развитые западные страны. Наоборот они желают создать направление альтернативного геостратегического развития, организовать такую экономическую формацию, которая способствовала бы росту мировой экономики и роли развивающихся экономик в ней.

В связи с этим не кажется удивительным, что данная инициатива привлекает внимание многие развивающиеся страны, которые активно следят за ее постоянным развитием, поэтому можно ожидать, что в будущем к группе

²³Банк развития БРИКС начинает инвестировать в крупные проекты [Электронный ресурс] URL:<http://www.vesti.ru/doc.html?id=2778640> (дата обращения 30.09.2016)

стран БРИКС могут присоединиться и другие члены, среди которых называют Аргентину, Индонезию, Малайзию и Сингапур.

Таким образом, БРИКС имеет большое значение для каждой из стран-участниц. Группа БРИКС представляет собой незаменимую платформу, которая может позволить расширить взаимное многостороннее сотрудничество, изменить глобальную финансовую систему и создать предпосылки для устойчивого роста экономики.²⁴ Кроме этого группа БРИКС способна существенным образом развить и модернизировать сложившуюся систему мирового управления, снизив потенциальные риски и уменьшив напряжение, которое несомненно возникает в подобного рода процессах по трансформации глобальной системы. В этом плане группа БРИКС наряду с экономическими и финансовыми преимуществами, также играет важную роль в стратегическом и политическом ракурсе.

Вместе с тем следует признать, что существуют и определенные проблемы взаимного сотрудничества стран группы БРИКС. Страны пятерки придерживаются различных точек зрения на перспективы дальнейшего развития объединения. Так, одни (в большей степени Индия, ЮАР, Бразилия) полагают, что стоит участвовать в мировом управлении в рамках сложившегося глобального порядка, то есть интегрироваться в современный устоявшийся мировой порядок. Другие (Россия, Китай) придерживаются мнения, что помимо модернизации действующей системы международных взаимоотношений, требуется создание нового устойчивого миропорядка.

В этом контексте представляет особый интерес концепция о формировании регион-государств, которая была представлена японским специалистом в области стратегического менеджмента К. Омаэ в книге «Конец национального государства: становление региональных экономик».²⁵ По мнению автора, национальное государство находится в упадке и в условиях всеобщей

²⁴Иванова С.В. Современные тенденции внешней торговли в формате БРИКС // Международная торговля и торговая политика, № 3, 2016, С. 16 – 27

²⁵Омаэ К. Конец национального государства: становление региональных экономик // Глобализации: контуры XXI века. Ч.1. М. 2007. 712с.

глобализации не представляет собой больше отдельную политико-экономическую единицу. Новая базовая единица – регион-экономика или регион-государство называется естественной в рамках глобальной информационной экономики, причем независимо от того находятся ли они в рамках той или иной страны или расположены по разные стороны границ. Главное в функционировании регион-государства — это решение локальных проблем путем использования глобальных ресурсов.

Современные тенденции создания гиперрегиональной интеграции налицо: Транстихоокеанское стратегическое экономическое сотрудничество, Трансатлантическое торговое и инвестиционное партнерство, Региональное всестороннее экономическое партнерство. В этом свете укрепление группы БРИКС приобретает иное звучание.

Сможет ли БРИКС в этой связи состояться как относительно самостоятельная группа или станет элементом глобальных евроатлантических проектов, зависит от реализации многих предпосылок и условий. Важнейшими из них является близость геополитических интересов, финансовая независимость и взаимодополняемость экономик, в частности бизнесов стран-участниц. Уровень взаимной торговли, а также движение прямых иностранных инвестиций между странами пятерки является одним из важнейших параметров сплоченности группы БРИКС.

1.2. Теоретические аспекты движения прямых иностранных инвестиций в развивающихся странах

Характерной особенностью современной мировой экономики являются процессы глобализации и транснационализации, которые охватили практически все страны мира, в том числе и развивающиеся. Развитие данных процессов привело к тому, что международное разделение труда, которое основано на сравнительных преимуществах отдельных стран, играет все меньшую роль, поскольку многие страны имеют свободный доступ к капиталу и природным

ресурсам, при этом возросла роль человеческого капитала, а также информационных и технологических ресурсов.²⁶

Ключевым медиатором для взаимного обмена этими ресурсами являются транснациональные корпорации (ТНК), которые, по сути, вместе с национальными хозяйствами выступают основополагающими субъектами мировой экономики и движения прямых иностранных инвестиций. По определению данному ООН, ТНК — это международно-оперирующие фирмы в двух или более странах и управляющие этими подразделениями из одного или нескольких центров. Кроме этого специалисты ООН относят к международно-оперирующим такие компании, которые ведут любую производственную или сбытовую деятельность за пределами своего национального государства.

На сегодняшний день масштаб и влияние ТНК может быть аналогичен или даже превосходить отдельные страны. Для примера капитализация американской технологической транснациональной компании Apple Inc. в 2015г. на максимуме составила около 745 млрд. долл. США²⁷, что сопоставимо с номинальным объемом ВВП Турции, значение которого по данным Всемирного банка в 2015г. составило немногим более 718 млрд. долл. США.²⁸

С ростом процесса глобализации мировой экономики все большее значение предается и понятию транснационализации. Термин транснационализация впервые был отражен в «Harvard business review» Т. Левитом в 1983г., который объяснил феномен слияния рынков отдельных продуктов, производимых крупнейшими ТНК.²⁹ Более подробное определение данного термина было сформулировано Гарвардской школой бизнеса. В частности, К. Омэ опубликовал в 1990 г. монографию «Мир без границ», в которой заявлял, что экономический национализм различных государств стал

²⁶Neto D.G., Veiga F.J. Financial globalization, convergence and growth: The role of foreign direct investment // Journal of International Money and Finance. 2013. Vol. 37. P. 161–186.

²⁷Данные финансовой платформы Ycharts.URL: http://ycharts.com/companies/AAPL/market_cap (дата обращения 30.08.2016)

²⁸Данные мирового банка. URL: <http://data.worldbank.org/indicator/>(дата обращения 30.08.2016)

²⁹Levitt T. The Globalization of Markets // Harvard Business Review. 1983. Vol. 61. No. 3. P. 92–102.

нецелесообразным из-за того, что в роли сильных игроков на экономическом поле выступают глобальные корпорации.³⁰

Процесс транснационализации тесно связан с движением прямых иностранных инвестиций. Наиболее существенный вклад, лежащий в теоретической основе данного процесса, внесли такие экономисты как: Д. Даннинг (J. Dunning), С. Хаймер (S. Hymer), Ч. Кинделбергер (C. Kindleberger), П. Бакли (P. Buckley), М. Кэссон (M. Casson), Р. Вернон (R. Vernon), Л. Уэльс (L. Wales) и другие. Каждый из этих авторов исследовал отдельные вопросы, связанные с международным движением капитала и в первую очередь прямых иностранных инвестиций. Например, что побуждает компании становиться транснациональными? Каковы их конкурентные преимущества на международном рынке? Какие страны и/или регионы в большей мере отвечают стратегическим целям компании для инвестирования? В чем заключаются преимущества той или иной страны и/или региона для осуществления инвестиций? Какие возможны барьеры для входа на рынок зарубежных стран? Как принятое решение об интернационализации может повлиять на стоимость компании? Отвечая на эти и другие вопросы, авторами были сформулированы различные теории движения прямых иностранных инвестиций (Таблица 1.2.1).

Таблица 1.2.1 – Теории движения прямых иностранных инвестиций

Теория	Исследователь
Теория несовершенной конкуренции	С. Хаймер (1960); Ч. Кинделбергер (1969)
Теория жизненного цикла продукта	Р. Верноном (1966)
Сетевая теория	Х. Хаканссон (1987)
Теория интернационализации	П. Бакли и М. Кэссон (1976)
Эклектическая теория	Д. Даннинг (1977)
Теория транзакционных издержек	Е. Андерсон и Х. Гатигнон (1986)
Ресурсная теория	Б. Вернелфэлт (1984)

Источник: составлено автором

Теория несовершенной конкуренции (или монополистических преимуществ). Данная теория была предложена С. Хаймером³¹ и впоследствии

³⁰Ohmae K. The borderless world: Power in the interlinked economy. Fortana. 1990.

развита Ч. Кинделбергером.³² Суть ее заключается в том, что при выходе на зарубежные рынки иностранный инвестор заранее оказывается в менее благоприятных условиях по сравнению с местными компаниями: иностранный инвестор не знает особенностей национального рынка и «правил игры», не имеет наработанной устоявшейся практики ведения бизнеса на данном рынке и не располагает обширными связями. Кроме этого он несет дополнительные издержки, связанные с логистикой, консультационными услугами и т.д. Таким образом, иностранный инвестор несет дополнительный инвестиционный риск.

Для того чтобы нивелировать или, по крайней мере, снизить этот риск иностранный инвестор должен обладать исключительными или по-другому монополистическими преимуществами на данном рынке. К числу таких преимуществ можно отнести: наличие оригинального продукта, использование уникальной технологии, экономия на масштабе, обладание большим накопленным опытом, наличие благоприятной государственной политики в отношении зарубежных инвесторов и др.

Таким образом, С. Хаймер предполагал, что более склонной к осуществлению прямых иностранных инвестиций будет та фирма, которая обладает специфическим преимуществом, то есть таким, которое сложно будет скопировать.

Ч. Кинделбергер в дальнейшем развил теорию С. Хаймера. Он утверждал, что исключительное преимущество фирмы также может возникнуть в результате самой несовершенности рынка, что в свою очередь снижает уровень конкуренции в принимающей ПИИ стране.

Хотя монополистическая теория С. Хаймера лежит в основе международного бизнеса и внесла существенный вклад в развитие теории ТНК, она критикуется многими исследователями, которые утверждают, что данная теория не адаптирована к современному концепту мировых инвестиционных

³¹Hymer S.H. The international operation of national firms: A study of direct foreign investment. Boston, Massachusetts: MIT Press, 1976. 253 p.

³²Kindleberger C.P. American business abroad: Six lectures on direct investment. New Heaven: Yale University Press, 1969. 225 p.

потоков и международной торговли. В частности, В. Шарма и М. Эррамилли утверждают, что эта теория не может объяснить условия, при которых отдается предпочтение ПИИ вместо экспорта.³³ Также, как отмечает К. Пителис С. Хаймер обошел стороной теорию создания стоимости, согласно которой фирмы расширяются на зарубежные рынки с целью приобретения новых ресурсов и производственных мощностей.³⁴ Кроме этого стоит отметить, что С. Хаймер настаивал на центральной роли государственного планирования, которое, как известно, потерпело неудачу во многих социалистических странах.

Теория жизненного цикла продукта была сформулирована Р. Верноном.³⁵ Используя данную теорию, автор смог объяснить мотивы прямых иностранных инвестиций американских компаний в Западную Европу в период после Второй мировой войны. Согласно данной теории есть четыре основных стадии жизненного цикла товара: создание, рост, зрелость и спад.

Первая стадия характеризуется наличием инновационной технологии, которая обуславливает конкурентные преимущества нового продукта, при этом по Вернону такой продукт может быть разработан только в достаточно развитых странах, где население обладает более высокими доходами и как следствие может сформировать запрос на новый продукт. После того как новый продукт разработан он выводится на внутренний рынок.

Вторая стадия – рост, связана с повышением спроса на новый продукт. В этот период продукт улучшается и стандартизуется, за счет чего достигается эффект масштаба. С ростом производственных мощностей открывается возможность для экспорта разработанного нового продукта, что в случае успеха может побудить фирму создать местное производство в стране-импортере с целью сохранения своего превосходства. Иными словами, повышенный спрос на

³³Sharma V., Erramilli, M. Resource-based explanation of entry mode choice // Journal of Marketing Theory and Practice. 2004. Vol. 12. P. 1–18.

³⁴Pitelis C. The theory of the MNE and international business // International Business Review. 2006. Vol. 15. P. 103–110.

³⁵Vernon R. International investment and international trade in the product cycle // Quarterly Journal of Economics. 1966. Vol. 80. P. 190–207.

зарубежных рынках является стимулом для компании осуществлять прямые иностранные инвестиции.

Третья стадия – зрелость. Данная стадия связана с острой конкурентной борьбой, поскольку со временем местные компании начинают копировать новый продукт, что влияет на экономическую прибыль компании-создателя. В этой связи ключевым фактором сохранения доли на рынке становится поиск различных способов для снижения издержек, что подталкивает компании к переносу своих производственных мощностей в менее развитые страны, где они могут сэкономить на более дешевых трудовых и природных ресурсах, курсовой разнице, льготном налогообложении и т.д. Таким образом, на этой стадии ПИИ принимают оборонительную форму и зависят от желания компании сохранить свою долю на рынке, а также продлить цикл жизни товара.

Четвертая стадия, исходя из своего названия, связана с падением спроса на «новый» продукт, значительным уменьшением объемов продаж, падением прибыли компании. В результате компания уходит с данного рынка.

Теория, предложенная Р. Верноном, дает представление о модели, лежащей в основе международной торговли между странами. Фокусируясь на ключевых преимуществах той или иной страны, данная теория объясняет принятие решений фирмой об осуществлении прямых иностранных инвестиций на каждой из представленных стадий жизненного цикла товара.

Однако данная теория также критикуется как слишком общая.³⁶ В ней не рассматриваются ситуации, при которых товар развивается, не проходя через все стадии цикла, например, вследствие структурных технологических изменений или процесса дерегулирования рынка.³⁷ Также, очевидно, что данная теория в большей степени подходит только для классических производственных товаров и в меньшей для сферы услуг.

³⁶Kwon, Y. C., Konopa, L. J. Impact of host country market characteristics on the choice of foreign market entry mode // *International Marketing Review*. 1993. Vol. 10 (2). P. 60–76.

³⁷Rutashobya, L., Jaensson, J. Small firms' internationalization for development in Tanzania exploring the network phenomenon // *International Journal of Social Economics*. 2004. Vol. 31 (1/2). P. 159–172.

Сетевая теория. Данная теория была предложена Х. Хаканссоном и предполагает, что интернационализация и присущее ей движение прямых иностранных инвестиций – это комплексный и менее структурированный процесс.³⁸ Базируясь на этой предпосылке, автор предполагает, что разветвленная сеть контактов и сформированные бизнес отношения способствуют увеличению скорости процесса интернационализации.

Построение такой сети взаимоотношений носит комплементарный характер, создавая в том числе и синергетический эффект от взаимодействия с различными субъектами бизнеса. Данная сеть также служит источником наиболее полной и своевременной информации.

Однако данная теория не дает предсказуемой модели, поскольку построение такой сети не является запланированным процессом и во многом зависит от неформальных факторов.³⁹ Также данная теория не объясняет процесс интернационализации компаний, у которых отсутствует сформированная и устоявшаяся сеть бизнес взаимоотношений.⁴⁰

Основные принципы **теории транснационализации** были разработаны П. Бакли и М. Кэссоном.⁴¹ Данная теория связана с определением наиболее подходящего способа для выхода на зарубежные рынки: создание предприятия с «нуля», путем слияния и поглощения или организация совместного производства. Выбор того или иного способа зависит от риска и доходности конкретного проекта. Общая тенденция такова, что в странах с меньшим риском предпочитают создавать новую компанию с «нуля», а для стран, где риск достаточно высокий более предпочтительным способом являются сделки слияний и поглощений.

В 1998г. П. Бакли и М. Кэссоном модифицировали теорию транснационализации, объяснив, почему в одном случае фирмы предпочитают

³⁸Johanson, J., Mattsson, L. Internationalisation in industrial systems – A network approach // Strategies in global competition. London. Croom Helm. 1988. P. 287–314.

³⁹Salmi A. Entry into turbulent business networks: The case of a western company on the Estonian market // European Journal of Marketing. 2000. Vol. 34 (11/12). P. 1374–1390.

⁴⁰Hadley R. D., Wilson H. I. The network model of internationalisation and experiential knowledge // International Business Review. 2003. Vol. 12 (6). P. 697–717.

⁴¹Buckley P.J., Casson M.C. The Future of the Multinational Enterprise. L.: Homes & Meier, 1976.

экспортировать свой продукт или услугу на зарубежные рынки, а в другом осуществлять прямые иностранные инвестиции. В случае если производство связано с высокими постоянными издержками и низкими переменными целесообразнее осуществлять прямые инвестиции, в варианте, когда наоборот высокие переменные издержки и низкие постоянные – лучше экспортировать.

Эклектическая теория или парадигма OLI (OLI – от англ. O – ownership (собственность), L – location (местонахождение), I – internationalization (интернационализация)) Д. Даннинга по своей сути охватывает все предыдущие теории и определяет конкурентные преимущества компании, позволяющие ей стать транснациональной.⁴² Данная теория предполагает, что для компании будет выгодно осуществлять прямые иностранные инвестиции в том случае, если она обладает всеми тремя преимуществами: наличие собственных монополистических преимуществ; преимущества местонахождения, формирующего потоки ПИИ; возможность выхода на зарубежный рынок, используя наиболее подходящую форму.

В конце 1990-х гг. Д. Даннинг попытался модифицировать эклектическую теорию, приняв во внимание происходящие в то время технологические и политические изменения. Он расширил преимущества, которыми должна обладать компания, дополнив их такими факторами как: возможность накопления знаний и инноваций, успешность в формировании торговых блоков и стратегических альянсов, а также следование технологическим стандартам.

Теория транзакционных издержек. В 1986г. Е. Андерсон и Х. Гатигнон представили данную теорию, которая пыталась объяснить выбор компании осуществлять прямые иностранные инвестиции, путем создания производственных мощностей в зарубежных странах вместо того, чтобы работать на этих рынках путем заключения с местными компаниями лицензионных соглашений.⁴³ В основе теории лежат транзакционные издержки,

⁴²Dunning, J.H. The Eclectic Paradigm of International Production: A restatement and some possible extensions //Journal of International Business Studies issue. 1988.Vol. 19. N 1. P. 1–31.

⁴³ Anderson E., Gatignon H. Modes of entry: A transaction cost analysis and propositions // Journal of International Business Studies. 1986. Vol.17 (3). P. 1–26.

сравнивая которые с затратами на интеграционную деятельность в процессе интернационализации компания способна принять наиболее подходящее решение.

Данная теория также подвержена критике, поскольку фокусируется только на транзакционных издержках и забывает при этом о других объективных аспектах таких как: риск, доходность, взаимодействие с другими институциональными и культурными средами, без которых невозможно принять оптимальную модель для выхода на зарубежные рынки.⁴⁴⁴⁵

Ресурсная теория. Теория разработана Б. Вернелфэлт в 1984г., согласно которой если компания обладает богатыми ресурсами и способна успешно их использовать, то она может конкурировать на международных рынках, достигая своих долгосрочных целей.⁴⁶ Хотя М. Портер возражает, что конкурентные силы компании, приводящие ее к успеху, связаны со структурой определенной индустрии, ресурсная теория утверждает, что важными являются исключительные ресурсные преимущества конкретной фирмы.⁴⁷ К таким ресурсам могут относиться как материальные активы: основные средства, финансовые ресурсы, рабочая сила, так и нематериальные активы: фирменная технология, знания, бизнес опыт, торговая марка, организационная культура и другие.

В рамках данной теории компании, обладающие ресурсными преимуществами в большей степени склонны к осуществлению ПИИ путем создания полностью подконтрольных дочерних компаний за рубежом. В целом уровень контроля занимает ключевую позицию в данной теории, поскольку любая компания заинтересована в том, чтобы контролировать свои международные операции с целью повышения своего конкурентного положения и максимизации доходов от своих ресурсных активов. В зависимости от того на

⁴⁴Ekeledo I., Sivakumar K. International market entry mode strategies of manufacturing firms and service firms: A resource-based perspective // International Marketing Review. 2004. Vol. 21 (1). P. 68–101

⁴⁵Taylor C. R., Shaoming Z., Osland G. E. Foreign market entry strategies of Japanese MNCs // International Marketing Review. 2000. Vol. 17 (2). P. 146–163.

⁴⁶Wernerfelt B. A resource-based view of the firm // Strategic Management Journal. 1984. Vol. 5(2). P. 171–180.

⁴⁷Porter M. E. Competitive strategy-techniques for analyzing industries and competitors // New York: The Free Press. 1980.

сколько сильными и богатыми ресурсными позициями обладает компания зависит и степень ее контроля.

Таким образом, несмотря на значительный вклад этих теорий в объяснении движения прямых иностранных инвестиций, они имеют ряд недостатков. Теории международного бизнеса должны формулировать более точно условия, определяющие теорию с точки зрения содержания, времени и стоимости. Предыдущие теории транснационализации в большей степени ориентированы на крупные транснациональные корпорации и лишь некоторые из них пытались объяснить международные экспансию малого и среднего бизнеса. Другим недостатком сформулированных теорий является то, что они привязаны к компаниям с развитых рынков капитала, в то время как развивающимся рынкам посвящено не так много исследований.

Для того чтобы преодолеть присущие недостатки теорий транснационализации, которым в большей степени присуща концентрация на отдельных аспектах, делаются попытки обобщения, приняв во внимание все факторы, которые влияют на стратегию компании по выходу на международный рынок. Одной из таких теорий может стать агрегированная теория интернационализации, обобщенная схема которой представлена на Рисунке 1.2.1.



Рисунок 1.2.1 – Схема агрегированной теории транснационализации

Источник: Andersen P., Ahmad S.Z., Chan W.M. Revising the theories of internationalization and foreign market entry mode: a critical review // International journal of business and commerce. 2014. Vol. 4. P. 37–86

Как видно из приведенной схемы выделяются внутренние и внешние факторы, влияющие на принятие решения о транснационализации компании. Каждый из этих двух факторов имеет свои группы, к которым в свою очередь относятся несколько переменных.

Материальные и нематериальные активы могут включать в себя: размер компании, ее финансовое положение, уровень рентабельность, организационная культура, бренд, репутация и т.д. Уникальные способности компании состоят из: приобретенного опыта ведения бизнеса, знаний рынка, навыков менеджмента, уровень технологического развития. Бизнес связи могут быть представлены в виде установленных коммерческих, государственных и социальных контактов. Стратегические цели компании могут быть разделены на внутреннюю и глобальной стратегию, в ходе которой принимается решение о векторе развития бизнеса. Стадия жизненного цикла включает в себя ее определение, а также возможность для ее продления. Под степенью неосязаемости подразумевается форма продукта: является ли он физическим или выступает в качестве услуги, также возможны и промежуточные стадии.

Внешние факторы состоят из: специфических факторов определенной отрасли и определенной страны. К их числу относятся: размер и емкость рынка, уровень спроса на нем и потенциал его роста, структура отрасли, уровень конкуренции, барьеры для входа, уровень и скорость глобализации в ней. К специфическим рискам страны относятся уровень политической стабильности, уровень коррупции и развития условий для ведения бизнеса, развитость правовой системы, наличие тарифных и нетарифных ограничений, государственная политика в области привлечения прямых иностранных инвестиций.

Таким образом, рассматривая приведенные модели процесса транснационализации компаний, можно сделать вывод, что при всех своих различиях, у них есть общая черта: процесс транснационализации происходит поэтапно, учитывая различные факторы, которые относятся к конкретной отрасли и стране. На практике же компании могут руководствоваться

различными характеристиками каждой из модели, формируя тем самым свой скорректированный, индивидуальный подход для собственной транснационализации.

Говоря непосредственно о процессе транснационализации компаниями из стран группы БРИКС в условиях мировой глобализации, можно отметить одну характерную именно им черту: зачастую они перепрыгивают этапы в процессе своей внешнеэкономической деятельности, тем самым ускоряя процесс транснационализации и догоняя компании из развитых стран. Кроме этого стоит отметить тот факт, что и сами стратегии выхода на мировой рынок компаний из стран группы БРИКС меняются. Так, компании из ЮАР и Индии все чаще смещают свой центр принятия решений в Европу, что в принципе логично, поскольку основным источником финансирования их деятельности на данный момент выступает именно этот регион.^{48 49}

«Выращивание» с помощью государства национальных лидеров в Китае с последующей экспансией их деятельности во вне, создание «мультилатинос»⁵⁰, в том числе в Бразилии, является примером создания национальных ТНК стран БРИКС. Однако в целом международные позиции компаний группы пяти, за исключением китайских, относительно невысоки и мало диверсифицированы по сферам деятельности.

Российские компании в этом плане несколько отстают. Однако и они также придерживаются этого же вектора развития в процессе транснационализации. Например, во время формирования ежегодного рейтинга российских транснациональных корпораций Emerging Market Global Players в 2015г. менеджмент компании ОАО «Вымпелком» заявил, что их компанию нельзя считать российской поскольку после сделки слияния с телекоммуникационной компанией Wind Telecom Ltd, Вымпелком стал шестым по числу абонентов оператором в мире (около 222 млн. абонентов по состоянию

⁴⁸ Пахомов А.А. Инвестиционная деятельность российских компаний за рубежом. Тенденции развития: учеб. пособие. М.: Издательский дом «Дело» РАНХиГС, 2011. 448 с.

⁴⁹ Никонова В.А., Толорая Г.Д. Стратегия России в БРИКС: цели и инструменты: сб. статей. М.: РУДН, 2013. 429с.

⁵⁰ Яковлев П.П. «Мультилатинос»: трансграничный рынок латиноамериканского бизнеса // Латинская Америка. 2013. № 6. С. 51-66.

на конец 2015г.), получив доступ к рынкам мобильной связи 20 стран мира. Как отмечалось ранее, компания следует характерным путем транснационализации – ее центр принятия решений (штаб-квартира) расположена в Нидерландах, а ее акции, в том числе торгуются на Нью-Йоркской фондовой бирже (NYSE). Данная тенденция в целом характерна для компаний из стран группы БРИКС, когда они выходят на иностранные фондовые биржи, размещая там свои акции, тем самым получая доступ к более широкой базе инвесторов и ликвидности.⁵¹

Российские транснациональные корпорации в настоящий момент во многом еще ведут свой процесс становления, при этом внося свою специфику. Транснационализация российских компаний переходит от спонтанных необдуманных решений к более зрелым и последовательным стратегиям освоения зарубежных рынков, принимая во внимание как конъюнктуру мирового рынка, например, в случае с мировым финансовым кризисом 2008-2009гг., так и национальные бизнес особенности отдельных стран.

Тем не менее, фактом остается то, что конкурентоспособность страны или группы стран, немыслима без создания собственных транснациональных корпораций. Принимая данный факт во внимание, странам БРИКС следует создавать собственные внутренние ТНК. Одним из основных инструментов создания таких транснациональных корпораций являются сделки слияний и поглощений.

1.3. Корпоративные сделки слияний и поглощений как форма движения прямых иностранных инвестиций

Сделки слияний и поглощений (СиП) представляют собой важную форму мирового движения прямых иностранных инвестиций (Рисунок 1.3.1). При этом стоит отметить, что в структуре ПИИ учитывается лишь тот поток капитала от совершения сделок СиП, который фактически пересекает национальные границы

⁵¹Жариков М.В. Корпорации стран БРИКС в международной финансовой архитектуре // Инфраструктурные отрасли экономики: проблемы и перспективы развития. 2016. № 12. С. 7-11.

государства, т.е. национальные сделки СиП в рамках одного государства не учитываются в общем объеме ПИИ.

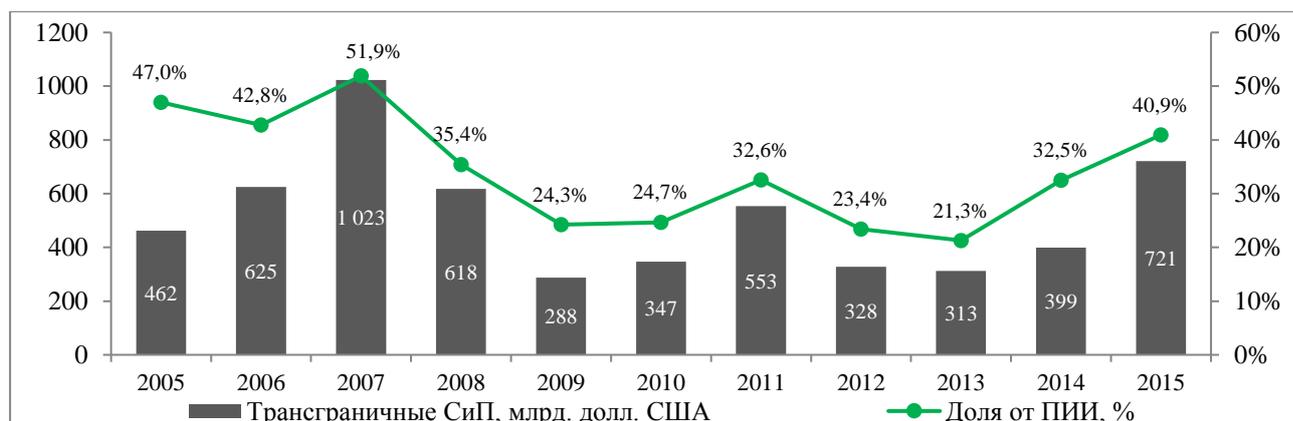


Рисунок 1.3.1 – Динамика мирового объема трансграничных сделок слияний и поглощений с 2005г. по 2015г., млрд. долл. США

Источник: составлено по данным: UNCTAD World investment report 2013, [Электронный ресурс] URL:http://unctad.org/en/PublicationsLibrary/wir2013_en.pdf (дата обращения 30.08.2016); UNCTAD World investment report 2014, [Электронный ресурс] URL:http://unctad.org/en/PublicationsLibrary/wir2014_en.pdf (дата обращения 30.08.2016); UNCTAD World investment report 2015, [Электронный ресурс] URL:http://unctad.org/en/PublicationsLibrary/wir2015_en.pdf(дата обращения 30.08.2016); UNCTAD World investment report 2016, [Электронный ресурс] URL:http://unctad.org/en/PublicationsLibrary/wir2015_en.pdf (дата обращения 30.08.2016)

Как видно из приведенного графика в последние годы наблюдается тенденция к увеличению доли трансграничных сделок слияний и поглощений. Так, в 2015г. по сравнению с 2014г. рост чистой стоимости международных сделок слияний и поглощений составил около 81% (суммарное значение в 2015г. 721 млрд. долл. США), при этом резко возросла доля самих сделок в общей структуре ПИИ на 8,4п.п. с 32,5% до 40,9%.

В экономической литературе исследователями определяется несколько основных способов для объединения двух или более компаний.^{52 53}

Поглощение, исходя из самого термина, подразумевает такую корпоративную транзакцию, при которой одна из компаний полностью поглощает другую. В результате компания-цель прекращает свое существование и становится частью компании-покупателя. При этом для осуществления данной сделки, как правило, требуется одобрение, по меньшей мере, 50% голосов, как от

⁵²Костюнина Г.М. Иностраннные инвестиции (вопросы теории и практики зарубежных стран): учеб. пособие. М.: ИНФРА-М, 2014. 304 с.

⁵³Хасбулатов Р.И. Мировая экономика: учебник. М.: Юрайт, 2013. 884 с.

компании-цели, так и от компании-покупателя. Примером может служить поглощение компанией Компак (Compaq) компании Диджитал Компьютерс (Digital Computers).

Слияние или как еще называют данный тип сделок, консолидация предполагает объединение нескольких компаний, путем создания новой объединенной компании. При этом также, как и при поглощении в большинстве случаев требуется одобрение не менее 50% голосов с каждой стороны корпоративной транзакции. Примером слияния является консолидации компании Сити Корпорэйшн (Citi Corporation) и Трэвэлэрс Иншуранс Групп (Travelers' Insurance Group).

Тендерное предложение о покупке. Данный тип сделки подразумевает открытое предложение о покупке свободнообращающихся акций целевой компании на фондовом рынке по цене обычно несколько выше ее текущей рыночной. Подобный механизм используется при так называемых недружественных поглощениях, основной целью которого является возможность обойти требуемое одобрение со стороны совета директоров компании-цели. Целевая компания будет существовать до тех пор, пока миноритарные акционеры отказываются от данного предложения. В качестве примера можно привести недружественное поглощение в телекоммуникационном секторе компанией Водафон (Vodafone) компании Мансман (Mannesmann).

Еще одной категорией сделок слияний и поглощений, не относящейся к предыдущим типам, является сделка, при которой корпоративная транзакция осуществляется самим менеджментом компании или группой инвесторов с привлечением долгового финансирования. В результате осуществления данного вида сделки ранее публичная компания зачастую перестает свое существование и становится частной компанией. Примером такой сделки является финансируемый выкуп компании ЭрДжиЭр Набиско (RJR Nabisco).

Наиболее точное определение, которое отражает экономическую сущность сделок СиП, дал Т. Страуб. Согласно ему, процесс слияний и поглощений относится к корпоративной стратегии, корпоративным финансам и управлению,

который непременно связан с осуществлением покупки, продажи и объединением различных компаний и, который при этом может способствовать их росту в конкретной отрасли без создания отдельного хозяйствующего субъекта.⁵⁴

Существуют и другие классификации, однако на практике все виды сделок слияний и поглощений связаны в первую очередь с трансформацией структуры собственности и переходом контроля в управлении. В связи с этим далее в работе для удобства не будет делаться различие между возможными типами сделок, а будет применяться собирательный термин – сделки слияний и поглощений.

Исследование исторической волнообразной активности сделок слияний и поглощений проводилось многими авторами.^{55 56 57 58 59} Существует две конкурирующие теории, которые пытаются объяснить данный феномен.

Первая теория полагает, что всплеск сделок СиП возможен тогда, когда фирмы из разных отраслей экономики реагируют на потрясение в рамках своей операционной деятельности. К таким шокам относятся: изменение правового поля в области сделок слияний и поглощений, создание высоких технологических разработок, появление альтернативных каналов продаж, и поставок, вывод на рынок товаров-заменителей, устойчивая динамика цен на сырье и другие. Реакцией на возникающие изменения является процесс консолидации компаний. Глубина и длина периода особой активности компаний на рынке сделок СиП зависит от количества и степени подверженности различных отраслей таким структурным изменениям и потрясениям.

⁵⁴ Straub T. Reasons for Frequent Failure in Mergers and Acquisitions: A Comprehensive Analysis. Springer Science and Business Media, 2007. 227 p.

⁵⁵ Gugler K., Mueller D., Weichselbaumer M. The determinants of merger waves: An international perspective //International Journal of Industrial Organization. 2012. Vol. 30. N 1. P. 1–15.

⁵⁶ Harford J. What drives merger waves? //Journal of financial economics. 2005. Vol. 77. P. 529-560.

⁵⁷ Rhodes-Kropf M., Viswanathan S. Market valuation and merger waves //Journal of Finance. 2004. Vol. 59. P. 2685–2718.

⁵⁸ Steger U., Kummer C. Why Merger and Acquisition (M&A) Waves Reoccur – The Vicious Circle from Pressure to Failure //Strategic Management Review. 2008. Vol. 2. N 1. P. 44–63.

⁵⁹ Саратовский А.Д. Международные волны сделок слияний и поглощений // Вектор науки ТГУ. 2015. №1(31). С. 184–189

Вторая теория базируется на предпосылке об ошибочной оценке стоимости компаний. Сложившаяся «перегретая» ситуация на рынке стимулирует инвесторов применять акции переоцененных компаний для покупки недооцененных.

Существует достаточное количество подходов для оценки справедливой стоимости акций компании. Одним из таких распространённых и достаточно несложных способов выступает применение рыночных мультипликаторов, которые дают возможность сделать заключение о том является ли рассматриваемая компания недооцененной или наоборот переоцененной. На практике существует вполне широкий набор рыночных мультипликаторов. В зависимости от целей оценки, а также от того в какой отрасли осуществляет свою операционную деятельность компания применяются те или иные из них. К наиболее распространённым мультипликаторам относятся такие как: цена/прибыль компании (P/E, от англ. Price to Earnings); отношение стоимости компании к ее годовому объёму продаж (EV/Sales, от англ. Enterprise value to sales); отношение рыночной стоимости к балансовой стоимости капитала (MV/BV, от англ. Market value to Book value) и другие.

1-аяволна (1890-е – 1907гг.)

В этот временной отрезок подавляющее большинство сделок СиП относилось к так называемым горизонтальным сделкам, под которыми подразумевается слияние и поглощение компаний внутри одной отрасли, при этом, как правило, корпоративные транзакции осуществлялись между прямыми конкурентами. Основными катализаторами активности в этот период горизонтальных сделок СиП выступали: борьба за эффективность, появление новых промышленных технологий, отсутствие понятного правового регулирования в сфере антимонопольного законодательства и ряд других. Подобная ситуация привела к тому, что капитал стал концентрироваться в следующих отраслях: угольная промышленность, металлообработка, нефтедобыча и переработка, транспортный сектор и другие.

Так, в 1901г. Дж. Морган (J.Morgan) и Э. Гари (E.Gary) создали первую миллиардную компанию ЮС Стил (U.S. Steel). По информации из отчета Международной Ассоциации Стали по итогам 2015г. компания заняла 15 место в мировом рейтинге крупнейших производителей стали.⁶⁰ ЮС Стил (U.S. Steel) была основана благодаря объединению Карнэги Стил Кампани (Carnegie Steel Company), Федерал Стил Капмани (Federal Steel Company) и Нэшнл Стил Капмани (National Steel Company). В дальнейшем компания поглотила еще порядка 785 различных фирм из своей отрасли. Другие корпорации, которые были созданы в это время – Стандарт Ойл (Standard Oil), Истман Кодак (Eastman Kodak), Американ Табако (American Tobacco), Дженерал Электрик (General Electric) и др.

Однако финансовый кризис и паника на фондовых биржах 1904г. и 1907г. вместе с принятием антимонопольных законов, ограничившие сделки СиП и послужили завершением активного периода корпоративных транзакций.

2-ая волна (1918 – 1929гг.)

Ключевым стимулом для активизации сделок СиП в этот период, в первую очередь, стали: завершение Первой Мировой войны, а также начавшийся экономический рост. Основным отличием данной волны от предыдущей стал тот факт, что наряду с горизонтальными сделками СиП все больший вес приобретали вертикальные сделки слияний и поглощений. При этом под вертикальными понимаются такие сделки, которые проводились компаниями из смежных отраслей одной, но одной общей производственно-технологической цепочки.

Ярким примером такой компании, которая включает в себя все уровни и направления бизнеса является Форд (Ford). Компания объединяет широкий спектр уровней бизнеса: от производства автомобилей и строительства сталелитейных заводов, до возведения железных дорог и угольных шахт. Согласно глобальному рейтингу крупнейших компаний Форчун Глобал 500

⁶⁰ World Steel Association: 2015 Top Steelmakers in the World (Top 50) [Электронный ресурс]. URL: www.worldsteel.org

(Fortune Global 500) Форд в 2015г. занял 27 место с совокупной выручкой, превышающей 144 млрд. долл. США.

Завершилась данная волна сделок слияний и поглощений крахом мирового финансового рынка и началом Великой Депрессии 1929-1933гг. в США.

3-я волна (1955 – 1969гг.)

Этот этап можно охарактеризовать как период конгломератов. В отличие от горизонтальных и вертикальных сделок СиП конгломерат подразумевает под собой консолидацию двух и более компаний абсолютно из разных отраслей. Ключевая идея для такого рода сделок – это диверсификация операционной деятельности объединенной компании и как следствие попытка уменьшения риска.

Отличительной чертой этого периода является приобретение недооцененных компаний, которые торговались по более низким мультипликаторам по отношению к их справедливой стоимости, но при этом демонстрировавшие высокие темпы роста прибыли. За счет поглощения конгломератами дешевых компаний, которые при этом показывали существенные темпы роста, им удавалось повышать собственную рыночную капитализацию.

Однако данный рост стоимости конгломератов во многом носил экстенсивный характер и такой пирамидальный эффект поддерживался до тех пор, пока на рынке существовали такие недооцененные компании с высокими темпами роста выручки, которые оставались привлекательными для приобретения.

С течением времени компаний, которые удовлетворяли бы этим критериям становилось все меньше и конгломераты стали приобретать не такие качественные компании по завышенным ценам, в том числе используя в качестве источника финансирования долговые кредиты и займы, что в конечном итоге привело к кризису и банкротству большого количества из них. Помимо финансового кризиса 1968-1969гг. драйверами, которые способствовали завершению третьей волны сделок СиП стали: крушение Бреттон-Вудской

валютной системы, кризис 1971г. на нефтяном рынке и другие обстоятельства. Например, в 1973г. Германия впервые на законодательном уровне внедрила надзор за сделками СиП, а США приняли ограничительный закон Харта-Скотта-Родио, который объяснял предварительную процедуру согласования и контроля над осуществлением сделок.

Тем не менее к созданным за рассматриваемый этап конгломератам можно отнести такие, как АйТи энд Ти (IT&T), Мицубиши (Mitsubishi), ЛТВ (LTV), Теледин (Teledyne) и другие.

4-я волна (1974 – 1989гг.)

Четвертая волна сделок слияний и поглощений характеризуется банкротством значительного количества конгломератов, распространением недружественных поглощений и роста числа финансируемых выкупов (от англ. Leverage buyout – LBO) как основного метода для рейдерского поглощения. В основе сделки LBO лежит такой вид деятельности, при котором компания-цель выкупается за счет использования долгового финансирования.

Впервые в 1974г. глобальным инвестиционным банком было осуществлено крупное враждебное поглощение по механизму LBO. Американский банк Morgan Stanley от имени компании Интернэшнл Никель Кампани (International Nickel Company) для которой он выступал в качестве консультанта, закрыл сделку по поглощению компании Электрик Сторадж Бэтэри Кампани (Electric Storage Battery Company). Завершив данную сделку, он открыл другим крупным международным инвестиционным банкам двери для заключения подобного рода недружественных сделок СиП от лица рейдерских компаний, поскольку в предыдущее время крупные банки отказывались от осуществления таких корпоративных транзакций, этим занимались более мелкие инвестиционные бутики и консультанты.

На волне проводимых сделок LBO, ключевой характеристикой которых, как ранее было сказано, является использование долгового финансирования, все большую популярность получали высокорискованные, но при этом и высокодоходные финансовые инструменты, в частности широкое

распространение получил такой источник капитала, как, так называемые, «мусорные» облигации (от англ. junk bonds). Выпуск данных облигаций требовал прохождения минимального количества скоринговых процедур, что в итоге привело к росту «плохих» долгов. Замедление роста мировой экономики в этот период привело к кризису на рынке данных облигаций и к завершению очередной волны сделок СиП.

5-я волна (1992 – 2000гг.)

Данный этап сделок СиП относится к периоду, так называемых, мега сделок, во время которого многими компаниями были достигнуты беспрецедентные размеры.

На достижение компания таких глобальных размеров повлияли: начавшийся глобальный экономический рост, распространение доллара в качестве основной валюты расчетов, рост фондового рынка в США и странах Европейского союза, который на протяжении практически десятилетия не прерывался на спады, информационно-технологическая революция, распространяющиеся процессы глобализации и либерализации международной торговли и инвестиционного сотрудничества, глобальная тенденция к приватизации. Также нельзя не заметить, что данная волна сделок СиП совпала с развалом Советского союза и последующим за ним масштабным экономическим и политическим кризисом как в России, так и во всех остальных странах социалистического блока.

Сложившаяся в этот период на мировых финансовых рынках конъюнктура, а также желание выиграть обострившуюся конкурентную борьбу побуждали компании активно действовать на рынке сделок слияний и поглощений, устанавливая новые рекорды в их рыночной капитализации.

К мега-сделкам этого времени относятся такие сделки СиП как: Стибанк (Citibank) и Травэлерс (Travelers), Крайслер (Chrysler) и ДаймлерБенз (DaimlerBenz), Эксон (Exxon) и Мобил (Mobil), Боинг (Boeing) и МакДоннэлл Дуглас (McDonnell Douglas), АОЛ (AOL) и Тайм Ворнер (Time Warner), Водафон (Vodafone) и Мансман (Mannesmann) и ряд других. За 8 лет с 1992г. по

2000г. суммарный мировой объем сделок слияний и поглощений вырос практически в 10 раз с 342 млрд. долл. США до 3,3 трлн. долл. США.⁶¹

Однако после непрерывного продолжительного роста наметилось замедление высокотехнологического сектора. Компани из этого сектора переоценили возможности бизнес моделей, основанных на интернете. Финалом этого спада, приведшего к окончанию волны сделок слияний и поглощений, стал кризис интернет компаний, который получил название dot-com пузырь. За короткий промежуток времени акции технологических, интернет и других сопряженных компаний обрушились до минимальных значений. Индекс NASDAQ⁶² упал на 50%, многие компании потеряли также порядка 50% рыночной капитализации, а некоторые из них – 98%. Кроме этого практически полностью прекратил свое существование рынок «мусорных» облигаций, как один из значимых источников финансирования компаний в этот период.

6-я волна (2003 – 2007гг.)

Несмотря на серьезный кризис, вызванный банкротством интернет компаний во время схлопывания пузыря dot-com, шестая волна сделок СиП началась спустя несколько лет с этого события. Основными драйверами начала нового периода активности компаний на рынке корпоративных слияний и поглощений стали следующие: ускоряющийся процесс глобализации, стимулирование рядом государств (Франция, Италия, Россия и другие) создания крупных компаний-чемпионов, увеличение биржевых цен на сырьевые товары, доступность низкопроцентного финансирования, активизирующаяся деятельность хедж фондов, рост объема инвестиций через создаваемые новые венчурные фонды и другие. Данные факторы привели к тому, что мировой объем сделок СиП к 2006г. достиг максимальных значений и составил около 3,4 трлн. долл. США, что практически в 3 раза больше аналогичного показателя в 2002г. (около 1,2 трлн. долл. США.)⁶³

⁶¹База данных терминала Блумберг (Bloomberg) [Электронный ресурс]. URL:<http://www.bloomberg.com/>

⁶²NADAQ – американская биржа, которая специализируется на торговле акциями высокотехнологических компаний

⁶³База данных терминала Блумберг (Bloomberg) [Электронный ресурс]. URL:<http://www.bloomberg.com/>

Однако политика поощрения кредитования по низким процентным ставкам и снижение требований для их получения привела к тому, что многие кредитные организации нарастили большой портфель высоко рискованных, слабо обеспеченных кредитов (в основном ипотечных), в результате увеличилось количество невыплат по ипотечным кредитам и участились случаи отчуждения банкам заложенного имущества. Кроме этого начавшееся резкое падение цен на недвижимость, несмотря на тщетные попытки финансовых институтов реструктуризировать свои долги, привело в 2008г. к ипотечному кризису в США, банкротству ряду финансово-инвестиционных институтов и падению цен на ценные бумаги, обеспеченные субстандартными закладными.

Результатом данного ипотечного кризиса стало его перерастание в мировой финансовый кризис и завершение активности на рынке слияний и поглощений.

Настоящее время

В условиях наблюдаемого, начиная с 2014г. на мировом рынке драматичного падения цен на сырьевые товары и в первую очередь на энергоносители, можно предположить, что мы в настоящий момент находимся в начале новой зарождающейся волны сделок слияний и поглощений. В настоящий момент еще преждевременно говорить о характерных особенностях новой волны сделок СиП, а также о ее длине и амплитуде, тем не менее можно оценить сложившееся положение и провести анализ формирующегося тренда.

Согласно опубликованным данным аналитического агентства Клиффорд Ченс (Clifford Chance) по итогам 2015г. глобальный объем анонсированных сделок слияний и поглощений достиг своего исторического максимума и составил 4,8 трлн. долл. США, что на 43% больше в сравнении с 2014г.⁶⁴ Отчасти достижению таких объемов поспособствовало анонсирование таких мега сделок как АБ ИнБев (AB InBev) и САБ Миллер (SAB Miller); Пфайцер (Pfizer) и Алерган (Allergan); Крафт (Kraft) и Хайнс (Heinz).

⁶⁴ Данные аналитического агентства Клиффорд Ченс (Clifford Chance). URL:<https://www.cliffordchance.com/>

В секторальной разбивке объем сделок слияний и поглощений в 2015г. выглядел следующим образом (Рисунок 1.3.2.)

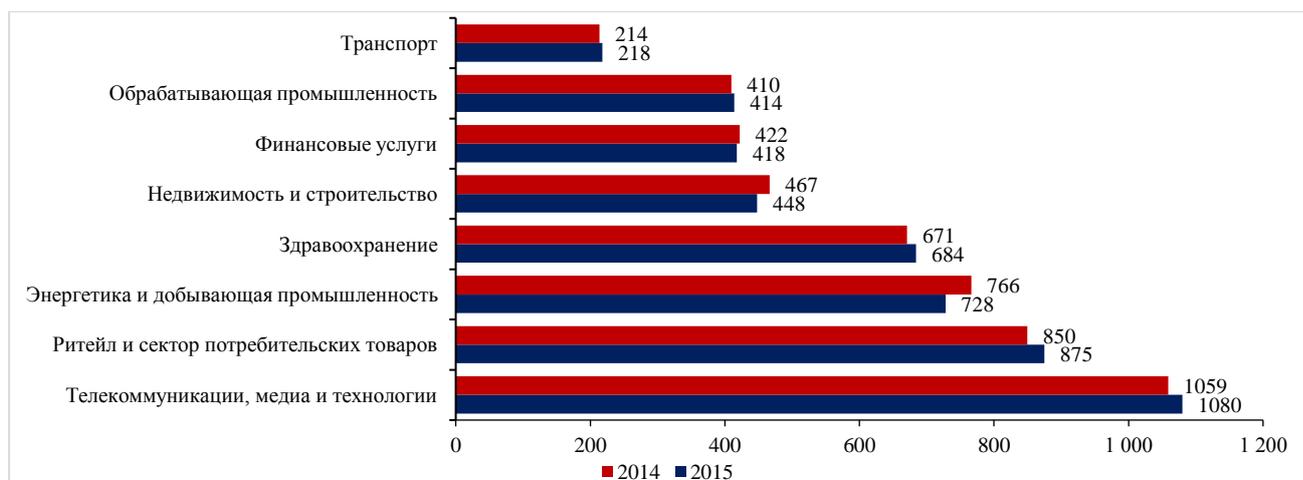


Рисунок 1.3.2 – Секторальная структура глобального объема сделок СиП в 2014-2015гг., млрд. долл. США

Источник: Данные аналитического агентства Клиффорд Ченс (Clifford Chance). URL: <https://www.cliffordchance.com/> (дата обращения 30.08.2016)

Как видно из приведенного графика наибольшая доля в мировой структуре сделок слияний и поглощений в 2015г. пришлась на телекоммуникационный, медиа и технологический сектор, при этом подавляющая часть сделок из данного сегмента была анонсирована в Европейском регионе. К их числу относятся такие сделки как: Three и O2; BT и EE.

Говоря о региональных трендах, то в 2015г. была продемонстрирована следующая структура анонсированных сделок слияний и поглощений (Рисунок 3.1.3.)

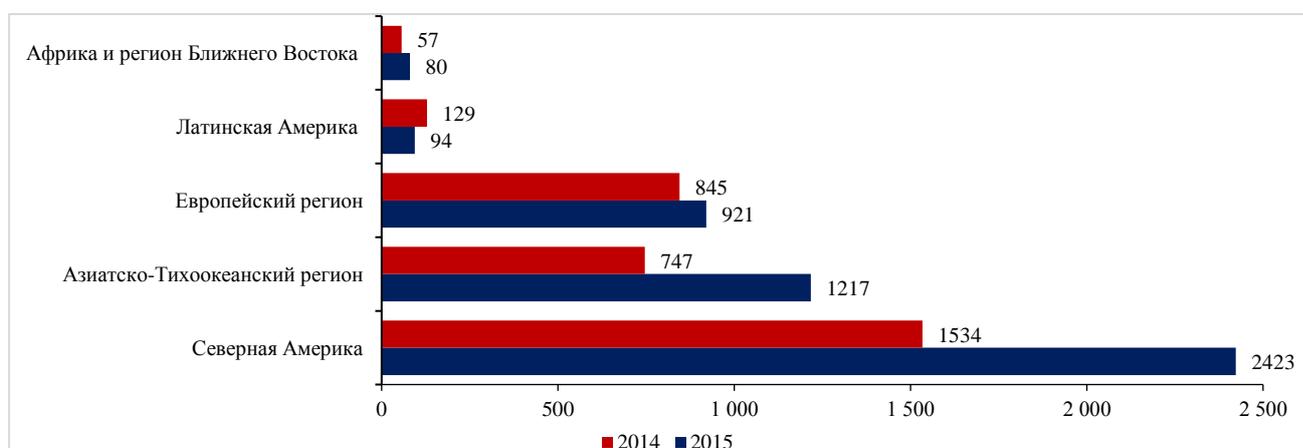


Рисунок 1.3.3 – Региональная структура глобального объема сделок СиП в 2014-2015гг., млрд. долл. США

Источник: Данные аналитического агентства Клиффорд Ченс (Clifford Chance). URL: <https://www.cliffordchance.com/> (дата обращения 30.08.2016)

За исключением Латинской Америки наблюдается сонаправленная региональная динамика в мировой активности заключения сделок СиП. Несмотря на тот факт, что глобальным лидером по объему анонсированных сделок слияний и поглощений стала Северная Америка, Азиатско-Тихоокеанский регион продемонстрировал стремительные темпы роста. Кроме этого если скорректировать показатели объемов на экстраординарные значения, приходящиеся на мега сделки за рассматриваемый период, большая часть из которых осуществлена в Северной Америке, то разрыв между регионами еще более сократится.

В связи со значительными темпами роста объемов сделок СиП, можно предположить, что одной из характерных черт, наступающей волны станет их всплеск в странах группы БРИКС. В защиту данной гипотезы можно также добавить, что вследствие сложившейся экономической ситуации: девальвация национальных валют, падение цен на основные виды сырьевой продукции, от высоких уровней которых во многом зависят благосостояние таких стран как Бразилия, Россия и ЮАР, многие активы в них стоят сейчас достаточно дешево. Данный факт способен послужить дополнительным стимулом для роста сделок слияний и поглощений.

Сделки СиП занимают важное место в сфере корпоративных стратегий компаний, при этом существуют различные мотивы для их заключения, которые могут отличаться в зависимости от рассматриваемой компании, ее стратегических, корпоративных, а иногда и личных целей.

В экономической литературе посвященной корпоративным транзакциям авторами приводятся разные мотивы, стимулирующие компании к сделкам слияний и поглощений.^{65 66 67} Суммируя полученную информацию, можно выделить три ключевые группы таких стимулов для осуществления компаниями

⁶⁵Damodaran A. Investment valuation: tools and techniques for determining the value of any asset. 3rd ed. N.Y.: John Wiley & Sons Inc., 2012. 992 p.

⁶⁶DePamphilis D.M. Mergers, acquisitions and other restructuring activities: an integrated approach to process, tools, cases, and solutions. 7th ed. Amsterdam: Elsevier Inc., 2014. 917 p.

⁶⁷Nguyen H.T., Yung K., Sun Q. Motives for Mergers and Acquisitions: Ex-Post Market Evidence from the US // Journal of Business Finance & Accounting. 2012. Vol. 39. Issue 9-10. P. 1357–1375.

сделок СиП: приобретение недооцененных компаний; получение операционной и финансовой синергии; личные мотивы менеджмента.⁶⁸

Покупка недооцененных компаний

Данная предпосылка основана на достаточно сложной задаче определения справедливой стоимости компании. В условиях ограниченного объема информации, инвесторами могут быть сделаны ошибки в определении справедливой рыночной стоимости компании. Для тех инвесторов, которые понимают эту ошибку в недооценке стоимости компании, данная ситуация представляет возможность для удачного приобретения такой компании. В этом случае экономическая прибыль покупателя будет заключаться в дельте между ценой приобретения недооцененной компании и ее справедливой рыночной ценой. Тем не менее, для успешной работы такой стратегия необходимо одновременное выполнение ряда условий.

- Способность найти недооцененные компании. Решение данной задачи подразумевает наличие у инвестора доступа к более полной информации, чем та, которая доступна другим участникам рынка, либо других улучшенных аналитических и оценочных методов, чем те, которые применяются другими инвесторами.
- Наличие свободных денежных средств, которые могут быть направлены на приобретение недооцененной компании. Понимание, что целевая компания является недооцененной само по себе ничего не значит если нет возможности для ее приобретения. В этой связи необходимым условием является наличие этих средств, либо достаточно легкий доступ к заемному капиталу для заключения сделки СиП.

• Наличие

опыта в осуществлении такого рода корпоративных транзакций.

Ключевым моментов в заключении сделки с недооцененными компаниями

⁶⁸Саратовский А.Д. Мотивы сделок слияний и поглощений // Проблемы экономики и менеджмента. 2014. № 9(37). С. 16–19

является способность сохранения конфиденциальности для того, чтобы исключить или, по крайней мере, уменьшить вероятность, что в процессе сделки СиП стоимость акций компании-цели не вырастут до уровня или даже сверх их справедливой рыночной цены в данный момент времени. В этом случае целесообразность приобретения существенно снижается, поскольку изначальная стратегия на приобретение недооцененной компании не обеспечит прироста стоимости для компании-покупателя.

Хотя во многом стратегия покупки недооцененных фирм базируется на интуиции, она особенно разочаровывает, когда публичные компании приобретаются на умеренно эффективных рынках, где премии, уплачиваемые сверх рыночных цен, могут быстро уничтожить оценочный излишек.

Операционная синергия

Остановившись на синергии, необходимо отметить, что под ней в сделках СиП понимается такая ситуация, при которой возникает дополнительная потенциальная стоимость в результате объединения двух компаний. Данный мотив представляет собой один из наиболее часто встречающихся в корпоративных слияниях и поглощениях компаний. Операционная синергия содержит следующие возможные категории.

- **Эффект от масштаба.** Возникает чаще всего при горизонтальном типе сделок слияний и поглощений, т.е. в том случае, когда компания-цель и компания-покупатель ведут бизнес в одной или же в смежных отраслях. В результате объединения таких компаний достигается либо повышение производительности, либо сокращение издержек, либо все вместе. Рассматривая эффект масштаба более строго с точки зрения экономической теории, то он возникает в случае, когда вместе с увеличением объемов производства снижаются предельные издержки на каждую дополнительно произведенную единицу продукции. Одним из способов достижения данного эффекта в сделках СиП является избавление от задвоенных постоянных издержек таких как: административные издержки, издержки, связанные с обеспечением функционирования

службы по работе с покупателями и абонентские услуги, а также затраты на рекламу и продвижение товара. Однако необходимо отметить, что существуют пределы для такой экономии на масштабе и поиск оптимального размера бизнеса является нетривиальной задачей.

- Повышенная ценовая власть. Данный мотив, в первую очередь, связан с монополистическими преимуществами компании в результате сделки СиП и, как следствие, ослаблением конкуренции и повышением рыночной доли.
- Эффект сочетания различных функциональных сил. Возможен в случае, когда компания с большими маркетинговыми навыками покупает компанию с хорошей предметно-производственной специализацией.
- Эффект ускоренного роста на новых или уже существующих рынках. Этот эффект можно наблюдать в случае, когда компания с развитого рынка, занимающаяся, например, производством потребительских товаров приобретает компанию на развивающемся рынке с развитой дистрибьютерской сетью и узнаваемым брендом, и использует эти преимущества для увеличения объемов продаж.

Таким образом, операционная синергия может повлиять на уровень рентабельности и динамику роста компании, а через них на ее стоимость.

Финансовая синергия

Эффект от финансовой синергии может проявляться либо в форме увеличения денежных потоков, либо в уменьшении стоимости капитала (ставки дисконтирования), либо одновременно в этих формах. К финансовой синергии относятся следующие категории.

- Объединение компаний с избытком наличных денежных средств и компании с высокодоходными проектами, что потенциально может создать выгоду в виде более высокой стоимости объединенной компании. Рост стоимости возможен за счет приложения свободных денежных средств, которые способны обеспечить дополнительную доходность на

вложенный капитал, по сравнению с вариантом если эти средства не были бы реализованы.

- Эффект возможности увеличения долга. Объединение нескольких компаний в результате сделки СиП способно благотворно повлиять на предсказуемость и устойчивость генерируемых компанией денежных потоков, что дает возможность для увеличения объемов заемных средств по более низкой процентной ставке, а также экономии на налоге на прибыль за счет т.н. налогового щита.
- Экономия на налогах. Данный эффект может возникнуть, когда прибыльная компания, приобретает компанию, которая теряет денежные средства, но которая при этом формирует значительный объем отложенных налоговых активов. Целью компании-покупателя является именно доступ к такого рода активам, чтобы иметь возможность для экономии на налоге на прибыль.

Личные мотивы менеджмента

В большинстве сделок СиП именно менеджеры покупающей фирмы, а не ее акционеры, играют ключевую роль в процессе принятия решения об осуществлении корпоративной транзакции. В подобных обстоятельствах заключение части сделок СиП может быть продиктованы не исключительно целями максимизации стоимости компании, а также и личными мотивами менеджеров. К числу основных из таких мотивов относятся.

- Построение империи. Интересы некоторых представителей высшего менеджмента, по-видимому, заключаются именно в превращении их компаний в крупнейших и доминирующих в отрасли или даже на всем рынке.
- Компенсация и побочные выгоды. В некоторых случаях сделки СиП могут привести к пересмотру положений контрактов о вознаграждении менеджеров. Если потенциальные личные выгоды менеджеров от сделки велики, это может закрыть им глаза на издержки, создаваемые для акционеров их компании.

- Теория гордыни, предложенная Ричардом Роллом⁶⁹, согласно которой поглощения компаний часто объясняются действиями покупателей, убеждённых в том, что все их действия правильны, а предусмотрительность безупречна. В результате они платят слишком высокую цену за достижение своих целей.

Таким образом, существуют различные мотивы для осуществления сделок слияний и поглощений, которые могут отличаться в зависимости от текущей экономической конъюнктуры, однако все компании преследуют одну цель, которая выражается в стремлении к концентрации активов для получения конкурентных преимуществ.

Выводы по первой главе

1. Рассмотрен феномен стран группы БРИКС. С одной стороны, группа БРИКС представляет собой незаменимую платформу, которая может позволить расширить взаимное многостороннее сотрудничество, изменить глобальную финансовую систему и создать предпосылки для устойчивого роста экономики. С другой стороны, внутренняя природа стран БРИКС по объективным причинам является противоречивой и носит высокий асимметричный характер, что не позволит им сформировать классическое интеграционное объединение. Многими экспертами признается тот факт, что группа БРИКС вряд ли сможет превратиться в аналог G7 и создать однополярную или воссоздать биполярную структуру мира. Однако определенные элементы, характерные для интеграционных союзов, могут быть реализованы в рамках БРИКС, в том числе в инвестиционной сфере.
2. Рассмотрены основные теории транснационализации стран через поток прямых иностранных инвестиций, их преимущества и недостатки. Характерной чертой всех этих моделей транснационализации является последовательность этапов этого процесса, каждый из которых учитывает различные факторы, которые относятся к конкретной отрасли и стране.

⁶⁹ Roll R. The Hubris Hypothesis of Corporate Takeovers // Journal of Business, 1986. Vol. 2(59). P. 197–216.

Однако странам группы БРИКС характерна только им присущая отличительная черта: зачастую они перепрыгивают определенные этапы в рамках своей внешнеэкономической деятельности, тем самым ускоряя процесс транснационализации и догоняя компании из развитых стран.

3. Сделан вывод, что дальнейшее развитие стран группы БРИКС связано с увеличением взаимных ПИИ путем создания национальных ТНК БРИКС, которые смогут повысить комплементарность бизнесов группы и снизить зависимость от глобальных структур вне БРИКС за счет использования конкурентных преимуществ каждой из стран.
4. Проанализирована историческая волнообразность сделок слияний и поглощений как одной из ключевых форм движения ПИИ. Определены характерные черты и особенности шести завершенных глобальных волн сделок СиП. Анализ актуальных статических данных позволил сделать заключение о начале нового посткризисного этапа сделок СиП, который, как ожидается, повысит удельный вес и значение этой формы ПИИ в общем объеме движения корпоративного капитала с участием стран группы БРИКС.

ГЛАВА 2. ТЕНДЕНЦИИ ДВИЖЕНИЯ ПРЯМЫХ ИНОСТРАННЫХ ИНВЕСТИЦИЙ В СТРАНАХ ГРУППЫ БРИКС

2.1. Характеристики прямых иностранных инвестиций в странах группы БРИКС

Согласно определению, данным Конференцией ООН по торговле и развитию (ЮНКТАД), под прямыми иностранными инвестициями понимаются инвестиции, совершенные с целью получения права голоса в управлении, а также долгосрочного дохода от активов, расположенных за пределами экономики инвестора. При этом только тот инвестор, который обладает, по меньшей мере, 10% собственного капитала компании может квалифицироваться как прямой иностранный инвестор. Таким образом, капитал, который предоставляется непосредственно прямым иностранным инвестором или через его дочерние предприятия может считаться ПИИ.

Осуществление прямых иностранных инвестиций может быть выражено в одной из трех основных форм: возведение иностранным инвестором предприятия «с нуля» (от англ. green field); совместное предприятие (от англ. joint ventures); международные сделки СиП (от англ. cross-border mergers and acquisitions deals).^{70 71}

С точки зрения инвестора прямые иностранные инвестиции могут быть классифицированы как: горизонтальные ПИИ; вертикальные ПИИ; конгломерат.

Горизонтальные ПИИ относятся к операционным инвестициям, нацеленным на горизонтальную экспансию производства. Данный тип подразумевает, что иностранный инвестор производит аналогичную внутреннему рынку недифференцируемую продукцию за рубежом с целью расширения своих рынков сбыта. Зачастую данный вид ПИИ характерен

⁷⁰Ивасенко А.Г., Никонова Я.И. Иностранные инвестиции: учеб. пособие. М.: КНОРУС, 2010. 272 с.

⁷¹Вознесенская Н. Н. Иностранные инвестиции: Россия и мировой опыт (сравнительно-правовой комментарий). М.: Контакт; Инфра-М, 2002. 220 с.

компаниям с устоявшейся сильной рыночной позицией, например, монополии или олигополии, которые могут воспользоваться преимуществами принимающей экономики в виде недостаточно развитого антимонопольного законодательства.

К вертикальным ПИИ в свою очередь относятся такие инвестиции, при которых активы инвестируются в одно из звеньев производственной цепочки. При этом, как правило, таким звеном выступают добывающие компании, служащие источником сырья для изготовления конечной продукции.

Конгломерат ПИИ представляет собой микс горизонтальных и вертикальных прямых иностранных инвестиций.

С точки зрения, принимающей ПИИ экономики, инвестиции могут быть: импортозамещающими; ориентированными на экспорт; иницируемые государством.

Импортозамещающие ПИИ характеризуется такими стимулами, принимающей экономики, как: объем рынка, наличие или отсутствие транспортных издержек и торговых барьеров и др. Данный вид инвестиций активизирует на территории принимающей экономики создание новых производств товаров, ранее импортируемых из-за рубежа.

Ориентированные на экспорт ПИИ возникают тогда, когда принимающая экономика становится объектом интересов иностранного инвестора, находящегося в поиске новых источников факторов производства. В результате, принимающая иностранные инвестиции экономика, увеличивает экспорт, как правило, сырья или первичных переделов.

ПИИ, иницируемые государством, исходя из самого названия, относятся к государственной политике, принимающей экономики, направленной на увеличение зарубежных инвестиций различными способами, начиная от льготного налогообложения и заканчивая юридической поддержкой. Основная цель государства в этом случае зачастую направлена на улучшение платежного баланса страны.

Существуют эмпирические исследования, которые доказывают наличие положительной взаимосвязи между объемами притока ПИИ и размером ВВП через увеличение конкуренции, создание новых производственных мощностей и дополнительных рабочих мест, внедрение новых технологий и управленческих навыков и т.д.

Так, в исследовании, проведенном С. Ямсирароджем (S. Iamsiraroj), была рассмотрена взаимосвязь между динамикой потока прямых иностранных инвестиций и ростом ВВП на душу населения в принимающей экономике.⁷² Исследуемая выборка включала в себя панельные данные 124 стран мира за период с 1971 по 2010. Кроме этого автор дифференцировал совокупную выборку, разбив ее на следующие регионы: Африка и Ближний восток (32 страны), Азия и Австралия (18 стран), Латинская Америка и страны Карибского бассейна (24 страны), Северная Америка и Западная Европа (18 стран), Развивающиеся страны (32 страны).

Результаты проведенного анализа свидетельствуют о наличии значимой на 10% уровне положительной взаимосвязи между показателями ВВП на душу населения (зависимая переменная) и притоком прямых иностранных инвестиций (независимая переменная), при этом стоит отметить, что наибольший значимый положительный эффект приходится для развивающихся стран.

В связи с наличием положительного влияния притока прямых иностранных инвестиций на экономику страны, многие из них стараются проводить политику, которая направлена на создание наиболее благоприятных условий для привлечения прямых иностранных инвестиций.

Однако на динамику ПИИ влияют различные экономические, социально-политические, институциональные факторы. К экономическим факторам можно отнести такие как: размер национального рынка, стоимость рабочей силы, открытость экономики, экономическая устойчивость; к социально-политическим

⁷² Iamsiraroj S. The foreign direct investment–economic growth nexus // *International Review of Economics and Finance*. 2016. Vol. 42. P. 116–133.

– уровень безработицы, и политической стабильности, налоговый режим; к институциональным – уровень коррупции и бюрократизации.⁷³

В своей работе П. Джадхав (P. Jadhav), опираясь на данные международных институтов и рейтинговых агентств, исследовал влияние на динамику ПИИ таких факторов как размер национального рынка, уровень инфляции, открытость экономики, уровень коррупции и бюрократизации, политическая стабильность, государственная эффективность, отношение чистого притока ПИИ к ВВП, доля природных ископаемых в экспорте.⁷⁴ В качестве выборки использовались данные за 2000-2009гг. для стран группы БРИКС. Результат регрессионного анализа продемонстрировал значимое на 5% уровне положительное влияние на потоки прямых иностранных инвестиций размера национального рынка и уровня открытости экономики, при этом негативное воздействие оказывают уровень коррупции и бюрократизации, а также доля природных ископаемых в экспорте. Отрицательное влияние на приток прямых иностранных инвестиций последнего из перечисленных факторов приводит к заключению, что представленные в БРИКС ПИИ не являются ориентированными на поиск природных ресурсов.

В другой работе С. Ямсирадж (S. Iamsiraroj) также исследует детерминанты потока прямых иностранных инвестиций.⁷⁵ В частности автор тестирует следующие гипотезы, которые сформулированы следующим образом: более высокий уровень развития человеческого капитала положительно влияет на производительность труда, что в свою очередь увеличивает приток прямых иностранных инвестиций; уровень открытости экономики (через показатель отношения международного товарооборота к ВВП) увеличивает привлекательность страны для иностранных инвесторов; более высокие процентные ставки также увеличивают приток ПИИ; уровень политических прав и гражданских свобод имеет положительную взаимосвязь с увеличением прямых

⁷³ Pravin J. Determinants of foreign direct investment in BRICS economies: Analysis of economic, institutional and political factor // Social and Behavioral Sciences. 2012. Vol. 37. P. 5–14.

⁷⁴ Jadhav P. Determinants of foreign direct investment in BRICS economies: Analysis of economic, institutional and political factor // Social and behavioral sciences. 2012. Vol. 37. P. 5-14

⁷⁵ Iamsiraroj S. The foreign direct investment – economic growth nexus // International Review of Economics and Finance. 2016. Vol. 42. P. 116–133.

иностранных инвестиций в страну; предполагается, что уровень экономической свободы оказывает положительное влияние на динамику ПИИ и другие. Исследуемая выборка та же, что и упомянутая ранее в исследовании автора.

В результате на 10% уровне было подтверждено, что высокие процентные ставки, уровень развития человеческого капитала, уровень открытости экономики, развитие политических институтов и гражданских свобод положительно влияют на приток прямых иностранных инвестиций в страну. Однако было обнаружено, что рост объемов внутренних инвестиций негативно влияет на динамику ПИИ. Такая взаимосвязь может быть объяснена тем фактом, что в условиях ограниченных возможностей для инвестиций в ту или иную экономику, внутренние и внешние капиталовложения выступают субститутами, данное утверждение также подтверждается в работах и других авторов, таких как Д. Коэн, К. Райнхарт, Е. Талви и др.^{76 77}

Говоря о динамике прямых иностранных инвестиций, то в 2015г. мировой объем притока ПИИ увеличился на 43,5% в сравнении с предыдущим годом, составив 1,76 трлн. долл. США (Таблица 2.1.1). Тем не менее, данное значение на около 3,9% ниже пикового уровня, достигнутого в 2007г., которое на том момент составило 1,83 трлн. долл. США. Однако по прогнозам специалистов ЮНКТАД в 2016г. ожидается на 10%-15% коррекция мирового уровня ПИИ, значение которого по итогам года составит около 1,5 трлн. долл. США.⁷⁸

Приток ПИИ в развитые страны в 2015г. увеличился на 92,7%, составив 962 млрд. долл. США. Инвестиции в развивающиеся страны также увеличились, прирост составил 12,3%, достигнув уровня 765 млрд. долл. США. Однако приток ПИИ в страны с переходной экономикой, напротив, в 2015г. снизился на 27,1%, составив около 35 млрд. долл. США.⁷⁹⁸⁰ Основной причиной падения

⁷⁶ Cohen D. Low investment and large LDC debt in the 1980's //American Economic Review. 1993. Vol. 83. P. 437–449.

⁷⁷ Reinhart C.M., Talvi E. Capital flows and saving in Latin America and Asia: A reinterpretation //Journal of Development Economics. 1998. Vol. 57. P. 45–66.

⁷⁸ Международный инвестиционный отчет ЮНКТАД 2016 г. [Электронный ресурс]. URL: http://unctad.org/en/PublicationsLibrary/wir2016_en.pdf

⁷⁹ Международный инвестиционный отчет ЮНКТАД 2015 г. [Электронный ресурс]. URL: http://unctad.org/en/PublicationsLibrary/wir2015_en.pdf

⁸⁰ Международный инвестиционный отчет ЮНКТАД 2014 г. [Электронный ресурс]. URL: http://unctad.org/en/PublicationsLibrary/wir2014_en.pdf

инвестиции в данной категории стран является продолжающееся падение стоимости на основные виды сырьевой продукции и в первую очередь на сырую нефть.

Таблица 2.1.1 – Динамика региональной структуры притока ПИИ за период 2010-2015гг., млрд. долл. США

Регион ⁸¹	2010	2011	2012	2013	2014	2015
Развитые страны	696	880	679	697	499	962
Развивающиеся страны	637	725	639	671	681	765
Страны с переходной экономикой	75	95	85	100	48	35
G-20	753	892	694	894	635	652
TPP	382	457	402	517	345	353
TTIP	582	714	377	564	350	399
BRICS	237	286	266	294	252	271
NAFTA	250	287	221	346	169	459
ASEAN	99	100	118	126	133	123
MERCOSUR	65	85	85	83	73	80
Мировой объем притока ПИИ	1 408	1 700	1 403	1 468	1 228	1 762

Источник: составлено по данным: UNCTAD World investment report 2013, [Электронный ресурс] URL:http://unctad.org/en/PublicationsLibrary/wir2013_en.pdf (дата обращения 30.08.2016); UNCTAD World investment report 2014, [Электронный ресурс] URL:http://unctad.org/en/PublicationsLibrary/wir2014_en.pdf (дата обращения 30.08.2016); UNCTAD World investment report 2015, [Электронный ресурс] URL:http://unctad.org/en/PublicationsLibrary/wir2015_en.pdf (дата обращения 30.08.2016); UNCTAD World investment report 2016, [Электронный ресурс] URL:http://unctad.org/en/PublicationsLibrary/wir2016_en.pdf (дата обращения 30.08.2016)

Рост глобального уровня притока ПИИ также положительно сказался и на его динамике в региональных объединениях. Так, среди приведенных в таблице международных объединений в 2015г. везде наблюдалось увеличение притока ПИИ, за исключением Ассоциации государств Юго-восточной Азии, где снижение составило 7,5% по сравнению с 2014г. и в странах с переходной экономикой, где снижение составило 27,1% по сравнению с 2014г. При этом максимальное относительное увеличение притока ПИИ более чем 2,7 раза наблюдалось в Североамериканской зоне свободной торговли, в первую очередь за счет инвестиций в США.

⁸¹ Расшифровка аббревиатур:

TPP (от англ. Trans-Pacific Partnership) – транстихоокеанское партнерство

TTIP (от англ. Transatlantic Trade and Investment Partnership) – трансатлантическое торговое и инвестиционное партнерство

BRICS – Бразилия, Россия, Индия, Китай, Ю. Африка

NAFTA (от англ. North American Free Trade Agreement) – Североамериканская зона свободной торговли

ASEAN (от англ. Association of Southeast Asian Nations) – Ассоциация государств Юго-Восточной Азии

MERCOSUR (от исп. Mercado Comúndel Sur) – Общий рынок стран Ю. Америки

Ведущими странами в 2015г. по привлечению ПИИ стали: США – 380 млрд. долл. США (2014г. – 107 млрд. долл. США); Гон-Конг – 175 млрд. долл. США (2014г. – 114 млрд. долл. США); Китай – 136 млрд. долл. США (2014г. – 129 млрд. долл. США); Ирландия – 101 млрд. долл. США (2014г. – 31 млрд. долл. США); Нидерланды – 73 млрд. долл. США (2014г. – 52 млрд. долл. США).⁸² Крупнейшими странами донорами ПИИ в 2015г. стали: США – 300 млрд. долл. США (2014г. – 317 млрд. долл. США); Япония – 129 млрд. долл. США (2014г. – 114 млрд. долл. США); Китай – 128 млрд. долл. США (2014г. – 116 млрд. долл. США); Нидерланды – 113 млрд. долл. США (2014г. – 56 млрд. долл. США); Ирландия – 102 млрд. долл. США (2014г. – 43 млрд. долл. США).⁸³

За период с 2010г. по 2014г. наблюдался устойчивый тренд снижения доли развитых стран в структуре глобального распределения потоков ПИИ в пользу развивающихся. Так, в 2014г. на развитые страны пришлось около 41%, в то время как на развивающиеся, включая страны с переходной экономикой около 59% от глобального объема ПИИ. Однако в 2015г. данный тренд был сломлен, на долю развитых стран пришлось 54,6%, в то время как на развивающиеся и страны с переходной экономикой – 45,4%.

Тем не менее, доля стран группы БРИКС в структуре развивающихся стран и стран с переходной экономикой в последние пару лет держится примерно на постоянном уровне около 34%, несмотря на те негативные факторы (падение цен на основные сырьевые товары и геополитическая нестабильность), с которыми в 2014-2016г. сталкиваются некоторые ее члены (Россия, Бразилия).

В таблице 2.1.2 представлены статистические данные об объеме накопленных прямых иностранных инвестиций в странах группы БРИКС.

Таблица 2.1.2 – Объем накопленных прямых иностранных инвестиций в БРИКС, млрд. долл. США

Страна	Накопленные ПИИ в страну			Накопленные ПИИ из страны		
	2000г.	2010г.	2015г.	2000г.	2010г.	2015г.
Китай	193,3	587,8	1 220,9	27,8	317,2	1 010,2
Индия	16,3	205,6	282,3	1,7	96,9	139,0

⁸² Международный инвестиционный отчет ЮНКТАД 2015 г. [Электронный ресурс]. URL: http://unctad.org/en/PublicationsLibrary/wir2015_en.pdf

⁸³ Международный инвестиционный отчет ЮНКТАД 2015 г. [Электронный ресурс]. URL: http://unctad.org/en/PublicationsLibrary/wir2015_en.pdf

Бразилия	122,3	640,3	486,0	52,0	149,3	181,4
Россия	29,7	464,2	258,4	19,2	336,4	252,0
ЮАР	43,5	179,6	124,9	27,3	83,2	162,8
БРИКС	405,1	2077,5	1151,6	128,0	983,0	735,2
Мир	7 488,5	20 189,7	24 983,4	7 436,8	20 803,7	25 044,9
Доля БРИКС в мире, %	5,4%	10,3%	4,6%	1,7%	4,7%	2,9%

Источник: составлено по данным: UNCTAD World investment report 2016, [Электронный ресурс] URL: http://unctad.org/en/PublicationsLibrary/wir2016_en.pdf (дата обращения 30.08.2016)

Как видно из приведенного анализа на страны БРИКС по-прежнему приходится существенная часть объема накопленных ПИИ, хотя и наблюдается определенное снижение в мировой структуре.

Китай

Среди стран группы БРИКС Китай является лидером по привлечению ПИИ, на его долю в 2015г. пришлось около 53,0% от всего объема прямых инвестиций в группу.⁸⁴ В 2015г. Китай занял 3 место в мире, импортировав 136 млрд. долл. США (+5,4% к 2014г.) прямых иностранных инвестиций, что более чем в 3 раза больше по сравнению с 2000г., когда объем ПИИ в страну составил 41 млрд. долл. США. Объем ПИИ, осуществленных Китаем в 2015г., достиг уровня 128 млрд. долл. США, что на 10,3% больше предыдущего года (Рисунок 2.1.1).

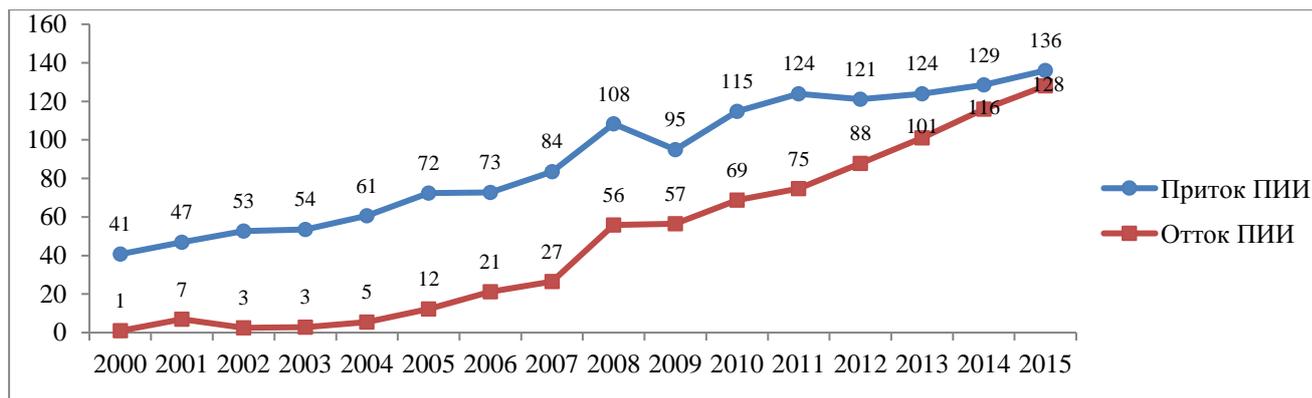


Рисунок 2.1.1 – Динамика чистого притока и оттока ПИИ в Китае за период с 2000г. по 2015г., млрд. долл. США

Источник: Составлено по данным: UNCTAD. [Электронный ресурс] URL: <http://unctadstat.unctad.org/> (дата обращения 30.08.2016)

⁸⁴База данных ЮНКТАД [Электронный ресурс]. URL:<http://unctadstat.unctad.org/EN/>

На столь динамичное развитие повлияли многие факторы, но одним из главных является целенаправленная политика государства в этой области. С начала 90-х годов Китай проводит инициативы по стимулированию притока ПИИ. Так, Китай предоставил особый статус отдельным регионам страны с преференциальным набором финансово-экономических и политических мер. Кроме этого были запущены такие программы как «Развитие западного Китая на полную мощность» и «Стратегия возрождения роста промышленных баз», которые поспособствовали трансформации западных и северо-западных регионов страны.

Для того чтобы оценить влияние притока ПИИ на экономику страны был проведен регрессионный анализ, где в качестве переменных выступили ежегодные значения притока ПИИ и объем ВВП за период с 2000г. по 2015г. (Рисунок 2.1.2.).

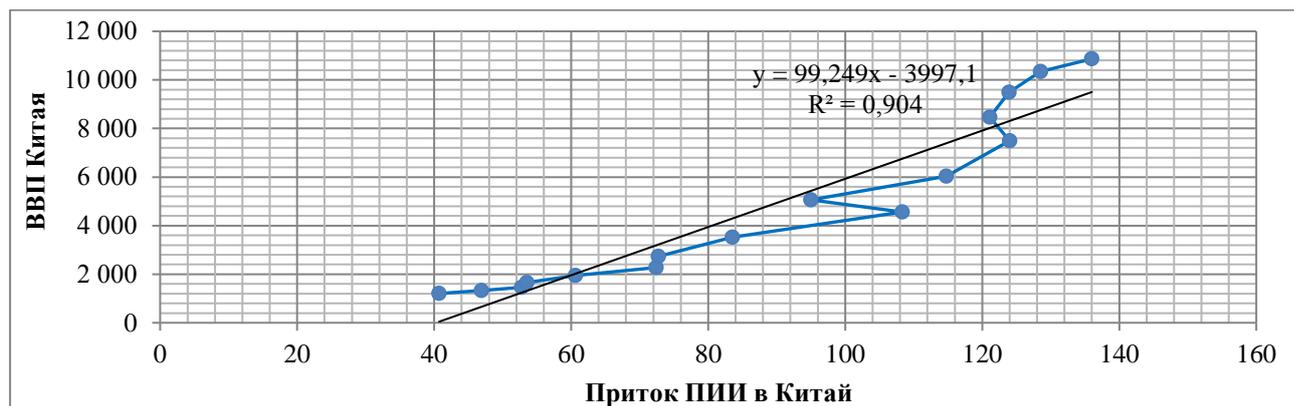


Рисунок 2.1.2 – Взаимосвязь между притоком ПИИ и уровнем ВВП в Китае за период с 2000г. по 2015г., млрд. долл. США (по расчетам автора)

Источник: Составлено по данным: Мирового банка. [Электронный ресурс] URL: <http://data.worldbank.org/indicator/> (дата обращения 30.08.2016); UNCTAD. [Электронный ресурс] URL: <http://unctadstat.unctad.org/> (дата обращения 30.08.2016)

Как видно из приведенного графика наблюдается устойчивая положительная взаимосвязь между притоком ПИИ и значением ВВП в Китае, при этом каждая точка на графике характеризует объем ВВП и притока ПИИ в страну в отдельно взятый год за период с 2000г. по 2015г. С увеличением притока ПИИ на 100 долл. США обеспечивается прирост ВВП Китая на около 6000 долл. США, при этом наблюдается высокий коэффициент детерминации,

которые свидетельствует о том, что около 90% изменения ВВП Китая может быть объяснено изменением притока ПИИ.

В 2015г. основной отраслью, в которую привлекались прямые иностранные инвестиции в Китае, стала сфера услуг. В частности, ритейл, транспортный и финансовый секторы, в то время как производственный сектор продемонстрировал наоборот отрицательную динамику и особенно те отрасли промышленности, которые в наибольшей степени чувствительны к росту издержек на рабочую силу. Впервые с 2011г. сфера услуг превысила производственный сектор в структуре привлекаемых ПИИ, доля которой в 2015г. составила – 57%, промышленность – 34%. Среди основных стран-экспортеров ПИИ в экономику Китая стали Гонконг, Тайвань, Сингапур, Япония и Южная Корея. При этом доля стран группы БРИКС находится на более низком уровне.^{85 86 87}

В условиях проводимой китайским правительством инициативы «Один пояс один путь» по объединению проектов создания «Экономического пояса Шелкового пути» и «Морского Шелкового пути 21 века» можно ожидать дальнейшего роста трансграничных сделок слияний и поглощений особенно в инфраструктурной сфере.

Индия

На долю Индии в 2015г. пришлось около 17,2% от общего объема прямых иностранных инвестиций в страны группы БРИКС. Приток ПИИ в Индию составил порядка 44 млрд. долл. США (12 место в мире), что на 29,4% больше по сравнению с 2014г. Однако, это значение меньше пикового уровня ПИИ достигнутого в 2008г., который тогда составил более 47 млрд. долл. США. Объем осуществленных Индией ПИИ в 2015г. составил 7,5 млрд. долл. США, что практически в 4 раза больше по сравнению с 2013г. (Рисунок 2.1.3)

⁸⁵ Международный инвестиционный отчет ЮНКТАД 2016 г. [Электронный ресурс]. URL: http://unctad.org/en/PublicationsLibrary/wir2016_en.pdf

⁸⁶ Международный инвестиционный отчет ЮНКТАД 2015 г. [Электронный ресурс]. URL: http://unctad.org/en/PublicationsLibrary/wir2015_en.pdf

⁸⁷ Международный инвестиционный отчет ЮНКТАД 2014 г. [Электронный ресурс]. URL: http://unctad.org/en/PublicationsLibrary/wir2014_en.pdf

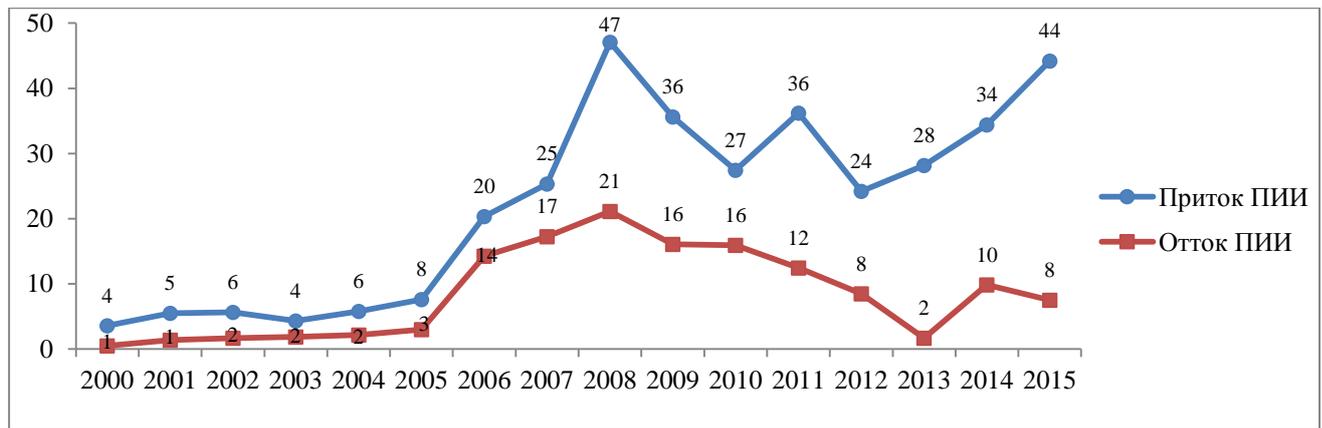


Рисунок 2.1.3 – Динамика чистого притока и оттока ПИИ в Индии за период с 2000г. по 2014г., млрд. долл. США

Источник: Составлено по данным: UNCTAD. [Электронный ресурс]URL: <http://unctadstat.unctad.org/> (дата обращения 30.08.2016)

Традиционно для Индии характерно, что большая часть экономических преобразований осуществляется в ответ на тот или иной кризис в стране. После десятилетий фокусирования на промышленной революции правительство сконцентрировалось на аграрной реформе в конце 1960-х, в ответ на широкомасштабный продовольственный голод, который в конечном итоге привел к «Зеленой революции» в стране, направленной на увеличение продуктивности основных сельскохозяйственных групп.

Низкие темпы роста экономики Индии в 1990-х (период известный под термином «Hindu rate of growth») побудили правительство к осуществлению структурных изменений, ускорению либеральных экономических реформ таких как: снятие торговых барьеров, уменьшение прямых налоговых ставок для граждан и компаний, а также устранение системы «licensing raj», которая препятствовала развитию бизнеса в стране. Кроме того, правительство Индии либерализовало политику в области привлечения ПИИ, которая в настоящий момент регулируется Министерством торговли и промышленности, и заключается в том, что все проекты прямых иностранных инвестиций делятся на две категории: те, которые должны быть одобрены правительством Индии и те, для которых такое разрешение не требуется.

Как и в случае с Китаем для Индии также характерна прямая положительная взаимосвязь между притоком ПИИ и экономическим ростом страны, выраженном в уровне ВВП (Рисунок 2.1.4.).

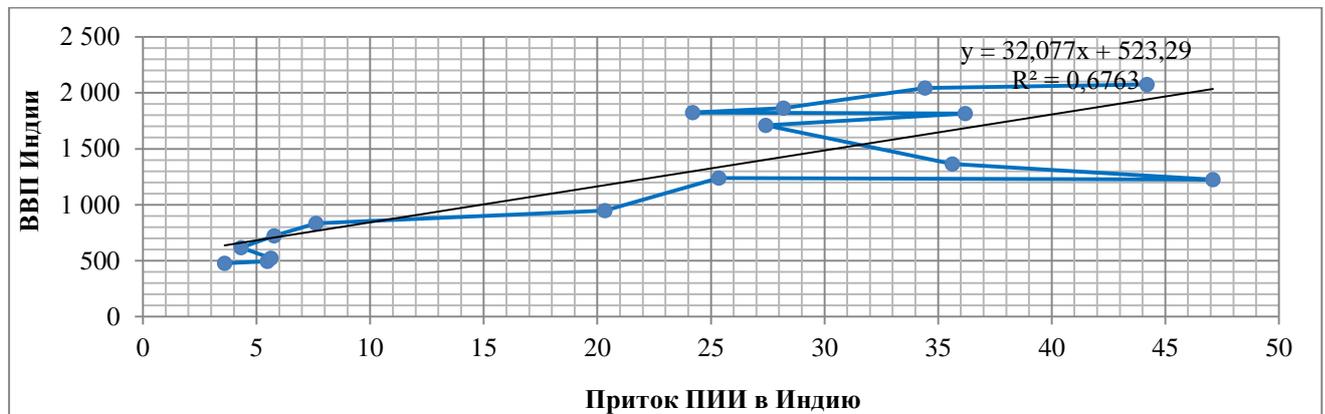


Рисунок 2.1.4 – Взаимосвязь между притоком ПИИ и уровнем ВВП в Индии за период с 2000г. по 2015г., млрд. долл. США (по расчетам автора)

Источник: Составлено по данным: Мирового банка. [Электронный ресурс] URL: <http://data.worldbank.org/indicator/> (дата обращения 30.08.2016); UNCTAD. [Электронный ресурс] URL: <http://unctadstat.unctad.org/> (дата обращения 30.08.2016)

С увеличением притока ПИИ на 100 долл. США обеспечивается прирост ВВП Индии на около 3200 долл. США. В случае с Индией коэффициент детерминации несколько ниже, чем с Китаем, тем не менее он также достаточно высокий, что говорит о достаточной объясняющей способности притока ПИИ в изменении ВВП.

Кроме проводимых экономических реформ на рост притока прямых иностранных инвестиций повлияла нормализация отношений с Пакистаном, что уменьшило риск возникновения вооруженного конфликта, который напрямую влияет на стоимость привлекаемого капитала.

Основным сектором для иностранных инвестиций в Индии является производственный сегмент. В рамках запущенной в середине 2014г. правительством инициативы «Сделано в Индии» выделены 25 отраслей, в которых индийские компании потенциально могут стать мировыми лидерами, к их числу относятся: автомобильная промышленность; химическая и фармацевтическая отрасли; текстильная индустрия и др.

Автомобильная отрасль выступает наиболее успешным примером того, как иностранные инвестиции изменили траекторию промышленного развития в

отдельно взятом сегменте экономики Индии. Согласно данным Министерства промышленной политики объем накопленных ПИИ в автомобильную отрасль с 2000г. по 2015г. составил 11,9 млрд. долл. США. Основными странами-донорами капитала являются Япония, США и Южная Корея. Международные компании из этих стран проникали на индийский рынок в кооперации с национальными компаниями, например, Тата Моторс, Махиндра (Tata Motors, Mahindra), создавая совместные предприятия, либо путем открытия дочерних компаний на территории Индии. Благодаря притоку иностранных инвестиций были созданы отдельные автомобильные кластеры в стране: Север – Хонда (Honda), ДжейСиБи (JCB), Сузуки (Suzuki), Ямаха (Yamaha) и другие производители; Юг – БМВ (BMW), Катэрипилар (Caterpillar), Даймлер (Daimler), Форд (Ford), Хёндэ (Hyundai), Ниссан (Nissan), Рено (Renault), Вольво (Volvo) и другие компании; Запад – Фиат (Fiat), ДжиЭм (GM), МАН (MAN), Фольксваген (Volkswagen) и др.; Восток – Хиндустан Моторс (Hindustan motors) и Тата Моторс (Tata Motors).⁸⁸⁸⁹

Бразилия

В 2015г. на долю Бразилии пришлось 25,2% от всего объема притока прямых иностранных инвестиций среди стран группы БРИКС, которые составили 64,6 млрд. долл. США (9 место в мире и 1 место среди стран Латинской Америки и Карибского бассейна).⁹⁰ При этом наблюдается незначительное увеличение на 3,4% притока ПИИ по сравнению с 2014г., значение вплотную приблизилось к пиковому значению 66,7 млрд. долл. США притока ПИИ, которое было достигнуто в 2011г. (Рисунок 2.1.5).

⁸⁸ Международный инвестиционный отчет ЮНКТАД 2016 г. [Электронный ресурс]. URL: http://unctad.org/en/PublicationsLibrary/wir2016_en.pdf

⁸⁹ Международный инвестиционный отчет ЮНКТАД 2015 г. [Электронный ресурс]. URL: http://unctad.org/en/PublicationsLibrary/wir2015_en.pdf

⁹⁰База данных ЮНКТАД [Электронный ресурс]. URL:<http://unctadstat.unctad.org/EN/>

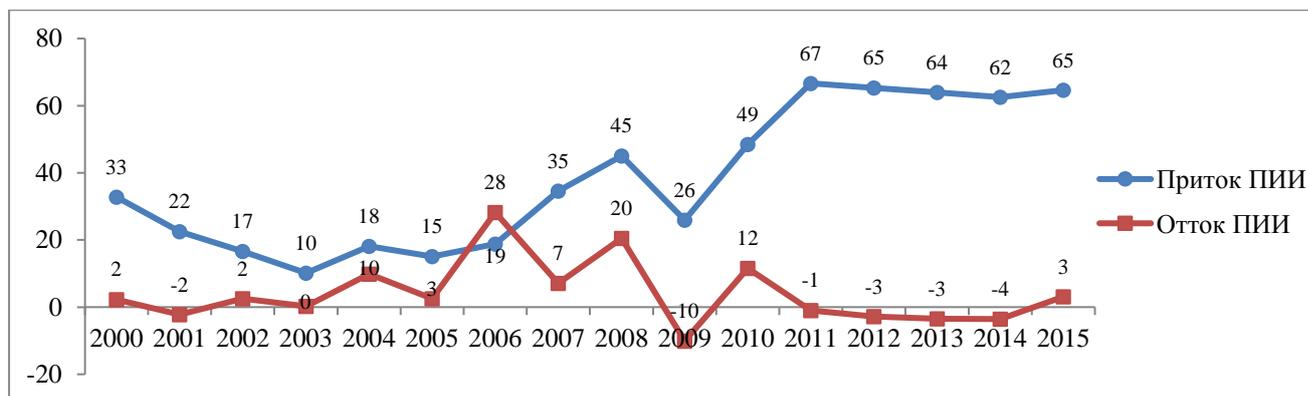


Рисунок 2.1.5 – Динамика чистого притока и оттока ПИИ в Бразилии за период с 2000г. по 2015г., млрд. долл. США⁹¹

Источник: Составлено по данным: UNCTAD. [Электронный ресурс] URL: <http://unctadstat.unctad.org/> (дата обращения 30.08.2016)

Бразилия преодолела достаточно длинный путь реформирования своей политики в области ПИИ. В рамках проводимой в 1980-х в стране политики направленной на импортозамещение изменениям также подверглось и законодательство в области прямых иностранных инвестиций. Суть данных изменений сводилась к тому, что все бразильские компании делились на два типа: компании национального и иностранного капитала. Внедренный принцип предоставил законодательную возможность правительству страны проводить дискриминационную политику по отношению к зарубежным инвесторам. Так, им был закрыт доступ к компаниям из нефтегазового, телекоммуникационного сектора, химической отрасли, фармацевтики и ряду других. Такая политика привела к существенному снижению притока прямых иностранных инвестиций в страну.

В связи с этим в начале 1990-х данная инициатива была отменена в пользу более либерального доступа иностранного капитала на рынок Бразилии. Было создано отдельное инвестиционное агентство, основной целью которого являлось формирование политики, направленной на стимулирование притока ПИИ. В результате поступление прямых иностранных инвестиций за период с

⁹¹ Отрицательное значение оттока ПИИ связано с методологией, используемой ЮНКТАД – один из 3-х компонентов ПИИ (собственный капитал, реинвестируемый доход, внутригрупповые займы) является отрицательным и превышает другие.

1990г. по 2000г. увеличилось более чем в 33 раза (с 989 млн. долл. США до 32,8 млрд. долл. США соответственно).⁹²

Бразилия не является исключением, для нее также, как и для других стран БРИКС наблюдается прямая положительная связь между ростом притока прямых иностранных инвестиций и объемом ВВП (Рисунок 2.1.6.). Также, как и в предыдущих случаях, каждая точка на графике отражает объем ВВП и приток ПИИ в страну в отдельно взятый год.

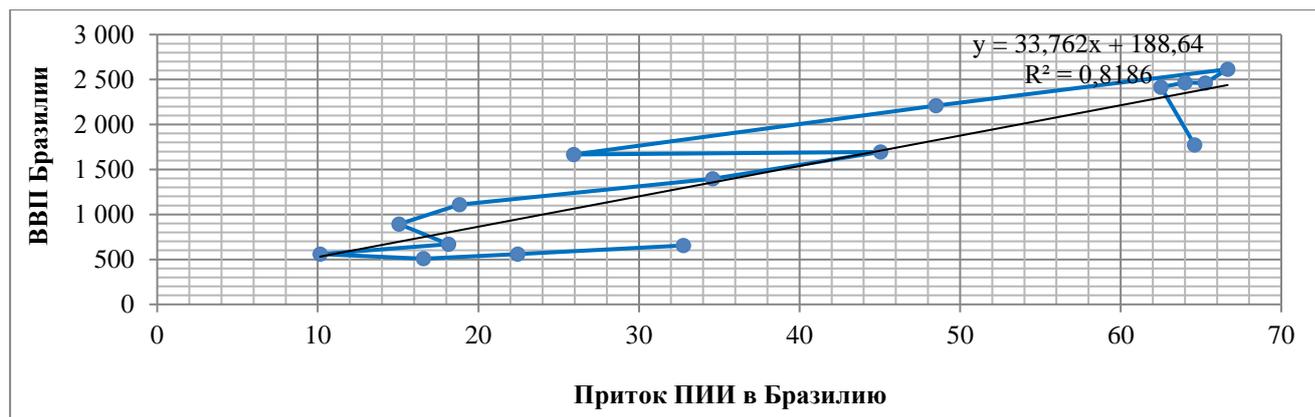


Рисунок 2.1.6 – Взаимосвязь между притоком ПИИ и уровнем ВВП в Бразилии за период с 2000г. по 2015г., млрд. долл. США (по расчетам автора)

Источник: Составлено по данным: Мирового банка. [Электронный ресурс] URL: <http://data.worldbank.org/indicator/> (дата обращения 30.08.2016); UNCTAD. [Электронный ресурс] URL: <http://unctadstat.unctad.org/> (дата обращения 30.08.2016)

С увеличением притока ПИИ на 100 долл. США обеспечивается прирост ВВП Бразилии на около 3400 долл. США, при этом наблюдается высокий коэффициент детерминации, который свидетельствует о том, что около 82% изменения ВВП Бразилии может быть объяснено изменением притока ПИИ.

В 2015г. на 8% снизился приток ПИИ в добывающую промышленность общий объем иностранных инвестиций, в которую составил 6 млрд. долл. США. В то же время производственный сектор и сфера услуг продемонстрировали рост 8% и 16% соответственно, объем инвестиций в них составил 24 млрд. долл. США и 35 млрд. долл. США.⁹³

⁹² База данных ЮНКТАД [Электронный ресурс]. URL: <http://unctadstat.unctad.org/EN/> (Дата обращения 30.08.2016)

⁹³ Международный инвестиционный отчет ЮНКТАД 2015 г. [Электронный ресурс]. URL: http://unctad.org/en/PublicationsLibrary/wir2015_en.pdf

С наибольшим приростом притока ПИИ в абсолютном выражении стала автомобильная индустрия, прирост составил 1,4 млрд. долл. США, достигнув значения 4 млрд. долл. США. При этом автоиндустрия занимает 4 место среди отраслей, в которые наблюдался наибольший приток ПИИ: торговля – 6,8 млрд. долл. США; телекоммуникации – 4,2 млрд. долл. США; нефтегазовый сектор – 4,1 млрд. долл. США.⁹⁴⁹⁵ Основными странами экспортёрами ПИИ в Бразилию являются: США, Великобритания, Япония, Франция, Германия и другие. Страны группы БРИКС также инвестируют в бразильскую экономику, однако их уровень существенно ниже по сравнению с лидерами по данному показателю. Так, например, китайские, российские и индийские компании активно инвестируют в проекты в сфере инфраструктуры, логистики и технологий, а также нефтегазовой отрасли.

Россия

В 2015г. среди стран группы БРИКС Россия заняла 4 место по объёму привлеченных прямых иностранных инвестиций, на ее долю пришлось всего 3,8%, притом, что еще в 2013г. это значение составляло около 24% всех инвестиций в БРИКС.⁹⁶ Размер ПИИ в 2015г. составил около 10 млрд. долл. США, сократившись более чем в 2 раза по сравнению с аналогичным периодом годом ранее (Рисунок 2.1.7).

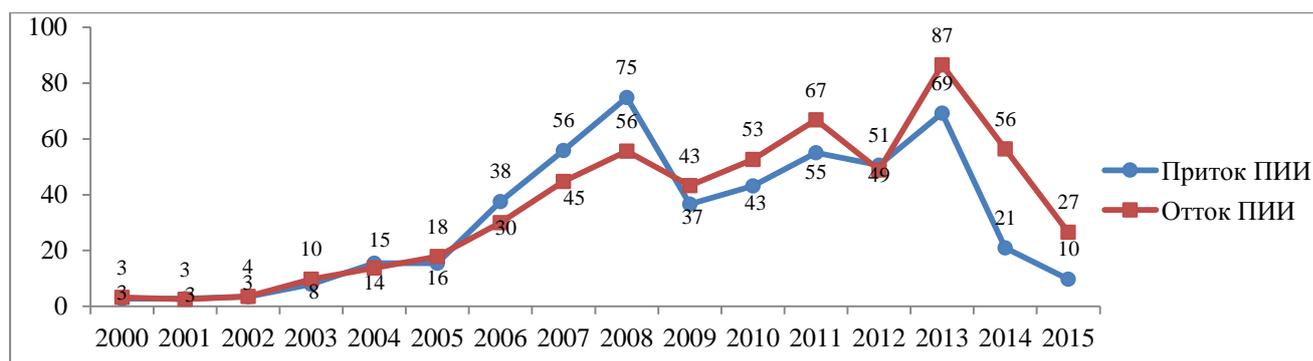


Рисунок 2.1.7 – Динамика чистого притока и оттока ПИИ в России за период с 2000г. по 2015г., млрд. долл. США

Источник: Составлено по данным: UNCTAD. [Электронный ресурс] URL: <http://unctadstat.unctad.org/> (дата обращения 30.08.2016)

⁹⁴ Международный инвестиционный отчет ЮНКТАД 2016 г. [Электронный ресурс]. URL: http://unctad.org/en/PublicationsLibrary/wir2016_en.pdf

⁹⁵ Международный инвестиционный отчет ЮНКТАД 2015 г. [Электронный ресурс]. URL: http://unctad.org/en/PublicationsLibrary/wir2015_en.pdf

⁹⁶База данных ЮНКТАД [Электронный ресурс]. URL: <http://unctadstat.unctad.org/EN/>

Безусловно, столь драматичное снижение во многом связано с результатами геополитической и геоэкономической обстановки: введение со стороны ЕС, США и Японии секторальных санкций, ограничение доступа на западные рынки капитала, начавшееся снижение цен на нефть, которые в январе 2016г. достигли своего минимума за последние 13 лет, опустившись до около 27 долл. США за баррель нефти сорта Brent.⁹⁷

Начиная с 2000-х годов, Россия существенно либерализовала политику в области привлечения прямых иностранных инвестиций, что положительно отразилось как на темпах притока капитала, так и на динамике ВВП (Рисунок 2.1.8.). За период с 2000г. по 2008г. приток инвестиций увеличился в 27,5 раза, достигнув своего пикового значения в 74,8 млрд. долл. США.⁹⁸ Таким образом, средний годовой темп прироста составил 51,4% – наибольший среди стран группы БРИКС за аналогичный период. Для сравнения средний годовой темп прироста притока инвестиций за период с 2000г. по 2008г. в Китае составил 13%; в Индии – 38%; в Бразилии – 4%; в ЮАР – 34%.

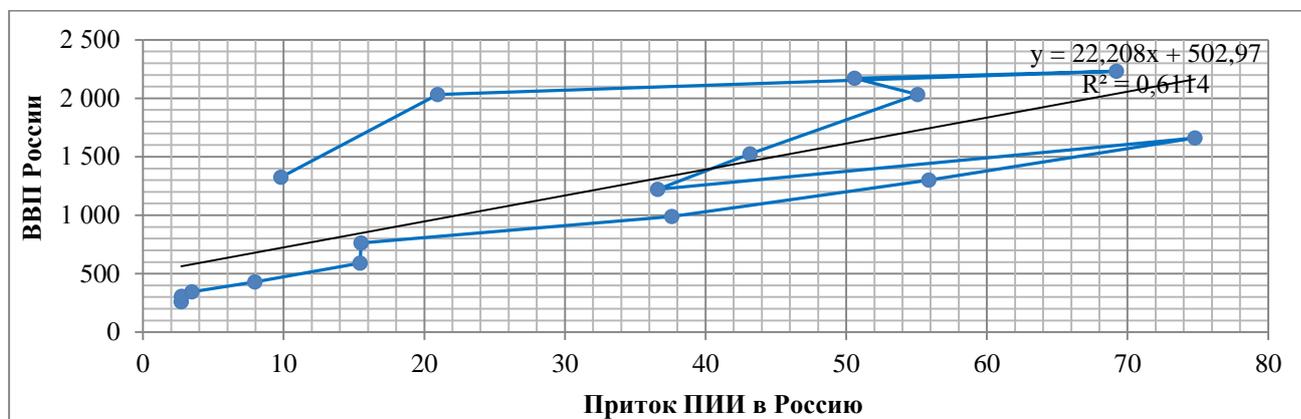


Рисунок 2.1.8 – Взаимосвязь между притоком ПИИ и уровнем ВВП в России за период с 2000г. по 2015г., млрд. долл. США (по расчетам автора)

Источник: Составлено по данным: Мирового банка. [Электронный ресурс] URL: <http://data.worldbank.org/indicator/> (дата обращения 30.08.2016); UNCTAD. [Электронный ресурс] URL: <http://unctadstat.unctad.org/> (дата обращения 30.08.2016)

С увеличением притока ПИИ на 100 долл. США обеспечивается прирост ВВП России на около 2200 долл. США. Как и в случае с Индией в России несколько ниже уровень детерминации, чем для Китая и Бразилии, однако, он

⁹⁷База данных терминала Блумберг (Bloomberg) [Электронный ресурс]. URL:<http://www.bloomberg.com/>

⁹⁸База данных ЮНКТАД [Электронный ресурс]. URL:<http://unctadstat.unctad.org/EN/> (Дата обращения 30.08.2016)

также остается на достаточно высоком уровне, что свидетельствует о значительной объясняющей способности.

Однако природа ПИИ в Россию носит свои отличительные черты. Во-первых, большая часть из поступающего в страну иностранного капитала, вкладывается в добывающую промышленность в первую очередь сырьевых ресурсов. Во-вторых, подавляющая часть иностранного капитала, привлекаемого в страну, является так называемыми круговыми инвестициями. Это значит, что под видом иностранного капитала обратно инвестируются средства, ранее выведенные законно или нет из-под национальной юрисдикции. Цель данной операции во многом сводится к тому, чтобы уклониться от уплаты налогов, переводя активы в оффшорные зоны, а также получить иностранный «окрас» для капитала, тем самым претендуя на дополнительные привилегии, которые предоставляются зарубежным инвесторам.

Так, по итогам 2015г. лидерами среди стран, инвестирующих в экономику России стали: Кипр – 39,1% от общего притока ПИИ; Нидерланды – 15,3%; Багамы – 8,9%; Германия – 6,0%; Бермудские острова – 6,0%; Британские Виргинские острова – 4,3%; Люксембург – 5,5% и др.⁹⁹

По итогам 2015г. прямые инвестиции из России упали более чем в 2 раза по сравнению с 2014г. до 27 млрд. долл. США. Данная динамика в первую очередь связана с такими факторами как: введенные санкционные ограничения; падение цен на основные промышленные товары; девальвация национальной валюты. Основными странами, в которые инвестирует Россия, являются: Кипр, Британские Виргинские острова, Швейцария, Нидерланды, Австрия на их долю приходится практически 75% всех российских прямых инвестиций.¹⁰⁰¹⁰¹

Также были анонсированы перспективные проекты, которые планируется осуществить совместно с иностранными инвесторами. К крупнейшим из них относятся: производство промышленного оборудования и инструментов,

⁹⁹ База данных ЮНКТАД [Электронный ресурс]. URL:<http://unctadstat.unctad.org/EN/> (Дата обращения 30.08.2016)

¹⁰⁰Международный инвестиционный отчет ЮНКТАД 2016 г. [Электронный ресурс]. URL: http://unctad.org/en/PublicationsLibrary/wir2016_en.pdf

¹⁰¹ Международный инвестиционный отчет ЮНКТАД 2015 г. [Электронный ресурс]. URL: http://unctad.org/en/PublicationsLibrary/wir2015_en.pdf

инвестор Триумф Интернэшнл инжиниринг (Triumph International Engineering), Китай, ожидаемый объем капитальных затрат – 3 млрд. долл. США; ряд проектов в автомобильной промышленности, инвестор Хавтай Мотор Групп (Hawtai Motor Group), Китай, ожидаемый объем инвестиций – 1,1 млрд. долл. США; инвестор Грейт Волл Моторс (Great Wall Motors), Китай, ожидаемый объем инвестиций – 540 млн. долл. США; проект в химической промышленности, инвестор ИВН (EVN), Австрия, объем капитальных затрат – 343 млрд. долл. США и другие. Однако в сложившейся конъюнктуре на российском рынке остается открытым вопрос практической реализации намеченных планов.

ЮАР

В 2015г. ЮАР уступил лидерство Анголе (8,4 млрд. долл. США в 2015г.) среди стран африканского континента по привлечению прямых иностранных инвестиций.¹⁰² Приток ПИИ в ЮАР составил 1,8 млрд. долл. США, что более чем в 3 раза ниже по сравнению со значением 2014г. (Рисунок 2.1.9). Данный уровень притока ПИИ является наихудшим для ЮАР за последние 10 лет. Такой динамике поспособствовали ряд факторов: низкие темпы экономического роста, падение цен на сырьевые товары, которые являются основными статьями экспорта ЮАР, увеличение затрат на электроэнергию и ряд других.

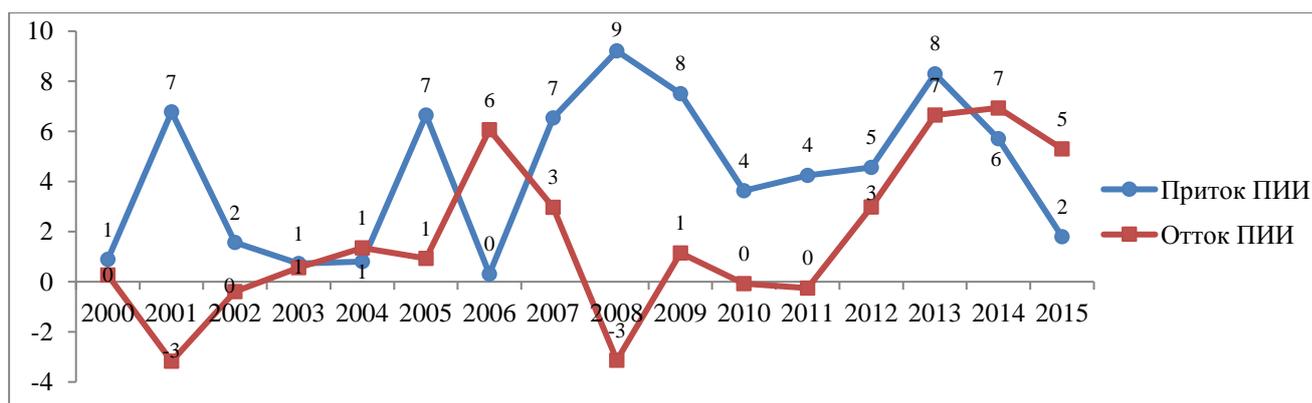


Рисунок 2.1.9 – Динамика чистого притока и оттока ПИИ в ЮАР за период с 2000г. по 2015г., млрд. долл. США

Источник: Составлено по данным: UNCTAD. [Электронный ресурс] URL: <http://unctadstat.unctad.org/> (дата обращения 30.08.2016)

¹⁰²База данных ЮНКТАД [Электронный ресурс]. URL:<http://unctadstat.unctad.org/EN/> (Дата обращения 30.08.2016)

Среди стран группы БРИКС ЮАР занимает последнее место по объему привлекаемых ПИИ, ее доля в 2015г. составила всего 0,7%. Максимальное достигнутое значение по притоку зарубежных инвестиций составило 9,2 млрд. долл. США в 2008г.¹⁰³

Как и для остальных стран группы БРИКС в ЮАР наблюдается положительная взаимосвязь между притоком ПИИ и динамикой ВВП, хотя данная корреляция и не является настолько значимой (Рисунок 2.1.10.).

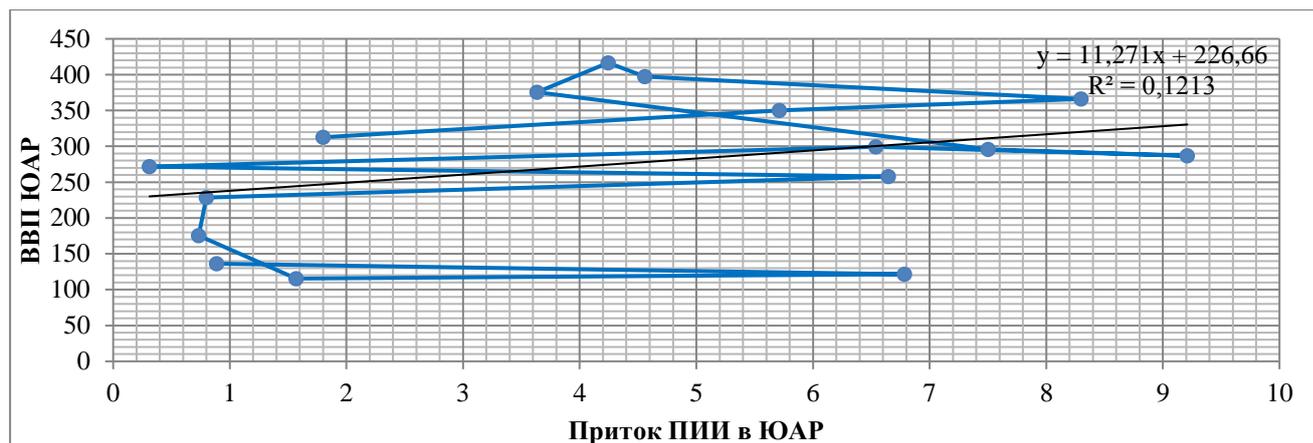


Рисунок 2.1.10 – Взаимосвязь между притоком ПИИ и уровнем ВВП в ЮАР за период с 2000г. по 2015г., млрд. долл. США (по расчетам автора)

Источник: Составлено по данным: Мирового банка. [Электронный ресурс] URL: <http://data.worldbank.org/indicator/> (дата обращения 30.08.2016); UNCTAD. [Электронный ресурс] URL: <http://unctadstat.unctad.org/> (дата обращения 30.08.2016)

С увеличением притока ПИИ на 100 долл. США обеспечивается прирост ВВП ЮАР на около 1100 долл. США. Это самый низкий показатель среди стран группы БРИКС. При этом необходимо отметить, что для ЮАР коэффициент детерминации также самый низкий среди стран членов объединения и составляет около 12%, т.е. только 12% изменения ВВП ЮАР обеспечивается изменением притока ПИИ. Это говорит о том, что на изменение ВВП значимое влияние оказывают и другие факторы.

ЮАР благодаря размерам своей экономики, которая является одной из самых крупных среди стран Африки, а также благоприятному инвестиционному климату привлекает зарубежных инвесторов, которые видят выгоду в получении

¹⁰³ База данных ЮНКТАД [Электронный ресурс]. URL: <http://unctadstat.unctad.org/EN/> (Дата обращения 30.08.2016)

дешевых природных ресурсов, выходе на широкий потребительский рынок, а также возможности повышения производительности труда.

Основными странами, которые вкладывают капитал в экономику ЮАР, являются: США, Великобритания, Индия, Франция и другие, которые инвестируют в добывающую промышленность, металлургию, автомобилестроение, информационные технологии, финансовые услуги и другие секторы, при этом отраслевая структура притока ПИИ в ЮАР представлена следующим образом: 51% приходится на сферу услуг, 31% – добывающая промышленность; 18% – производственный сектор. Столь значимому развитию сферы услуг в стране поспособствовало приобретение в 2005г. банком Barclays (Великобритания) 50% южноафриканского банка Absa за 2,7 млрд. долл. США, а также покупка банком ICBC (Китай) 20% капитала банка Standard в 2007г. за 3 млрд. долл. США.

В 2015г. экспорт ПИИ из ЮАР составил 5,3 млрд. долл. США, сократившись на 23,6% по сравнению с 2014г. Южноафриканские компании инвестировали в зарубежные активы в горнодобывающей промышленности, медицине и фармацевтике, оптовой торговле.^{104 105}

2.2. Инвестиционная привлекательность и регулирование движения прямых иностранных инвестиций в странах группы БРИКС

Понятие инвестиционная привлекательность страны или региона в общем смысле подразумевает под собой совокупность количественных и качественных характеристик объекта инвестирования, которые обуславливают определенный уровень спроса на инвестиции в данную страну или регион в заданный промежуток времени.

¹⁰⁴Международный инвестиционный отчет ЮНКТАД 2016 г. [Электронный ресурс]. URL: http://unctad.org/en/PublicationsLibrary/wir2016_en.pdf

¹⁰⁵Международный инвестиционный отчет ЮНКТАД 2015 г. [Электронный ресурс]. URL: http://unctad.org/en/PublicationsLibrary/wir2015_en.pdf

Наиболее популярной формой оценки и представления уровня инвестиционной привлекательности отдельных хозяйствующих субъектов, стран и регионов на сегодняшний день являются интегральные рейтинги, которые рассчитываются различными инвестиционными агентствами и консалтинговыми компаниями на основе отдельно взятых количественных и качественных характеристик объекта инвестирования. Одними из самых авторитетных рейтингов на глобальном уровне являются те, которые рассчитываются международными рейтинговыми агентствами: «Moody's», «Fitch», «Standard's and Poor's».

Тем не менее, в последнее время формируется новая тенденция, когда в качестве альтернативы международным начинают все шире использоваться национальные рейтинги. Предпосылкой к созданию и внедрению национальных оценок привлекательности является стремление уйти от давления международных агентств и при этом учесть национальные и региональные особенности инвестиционной деятельности.

Помимо методики, используемой международными и национальными рейтинговыми агентствами, существуют и другие, к которым относятся: методика Гарвардской школы бизнеса; методика журнала «Euromoney»; рейтинг «Doing Business», рейтинг консалтинговой международной компании А.Т.Кearney и др.

Несмотря на то, что методологии составления и формы представления рейтингов инвестиционной привлекательности страны или региона могут отличаться друг от друга все они в той или иной степени учитывают такие потенциалы как:

- Ресурсно-сырьевой (степень обеспеченности природными ресурсами)
- Трудовой (трудовые ресурсы и их уровень образования и квалификации)
- Производственный (валовой внутренний продукт)
- Инновационный (уровень развития науки и уровень ее прикладного использования и внедрения)
- Инфраструктурный (степень инфраструктурной обеспеченности)

- Финансовый (уровень долга, объем налоговой базы, прибыльность компаний страны или региона)
- Потребительский (размер рынка, потребительская способность) и др.

Однако необходимо отметить, что кроме оценки различных потенциалов страны или региона для расчета инвестиционной привлекательности учитываются и возможные риски инвестирования: экономические, политические, культурные и другие.

Говоря о странах группы БРИКС можно сделать вывод, что, несмотря на негативные последствия, с которыми сталкиваются в последнее время их экономики, они по-прежнему остаются привлекательными для зарубежных инвестиций.¹⁰⁶ В таблице 2.2.1. приведена актуальная информация инвестиционно-кредитных рейтингов стран БРИКС.

Таблица 2.2.1 – Агрегированная таблица инвестиционно-кредитных рейтингов стран группы БРИКС в 2016г.

Рейтинг	Китай	Индия	Россия	Бразилия	ЮАР
Moody's	Aa3 (инвестиционный)	Ba1(спекулятивный)	Ba1 (спекулятивный)	Ba2 (спекулятивный)	Baa2- (инвестиционный)
Fitch	A+(инвестиционный)	BBB- (инвестиционный)	BBB- (инвестиционный)	BB (спекулятивный)	BBB- (инвестиционный)
Standard's and Poor's	AA- (инвестиционный)	BBB- (инвестиционный)	BB+ (спекулятивный)	BB (спекулятивный)	BBB- (инвестиционный)

Источник: Рейтинговое агентство Standard's and Poor's – [Электронный ресурс] URL: https://www.standardandpoors.com/ru_RU/web/guest/home (Дата обращения - 30.08.2016); Рейтинговое агентство Fitch – [Электронный ресурс] URL: <https://www.fitchratings.ru/> (Дата обращения - 30.08.2016); рейтинговое агентство Moody's – [Электронный ресурс] URL: <https://www.moody.com/> (Дата обращения - 30.08.2016).

Как видно из приведенного анализа в целом рейтинг стран группы БРИКС находится на уровне инвестиционно привлекательного. При этом рейтинг по методологии Standard's and Poor's, Moody's и Fitch варьируется от AAA (наивысший уровень кредитоспособности) до D (дефолт), также могут быть

¹⁰⁶ Жариков М.В. Инвестиционная привлекательность стран БРИКС как стран с формирующимися финансовыми рынками // Управление инновациями: теория, методология, практика. 2016. № 15. С. 72-76

промежуточные стадии с использованием знаков «+» и «-» для обозначения относительных различий в уровне кредитоспособности в пределах основных рейтинговых категорий.

Однако необходимо отметить, что ограничением данных рейтингов инвестиционной привлекательности является то, что основной их целью является оценка надежности инвестиций в определенный актив (в данном случае государственные облигации). Тем не менее, они выступают показательным триггером оценки общей инвестиционной среды в стране.

Среди стран группы БРИКС Китай выступает наиболее инвестиционно привлекательным направлением для инвестирования. Согласно данным торговой палаты Китая около 60% предприятий рассматривают Китай как одну из трех наиболее приоритетных стран для капиталовложений. Еще около 25% компаний считают Китай лучшим выбором для вложения инвестиций.

Индия также, как и Китай рассматривается международными инвесторами как одна из ключевых стран для инвестирования. Правительство Индии поставило задачу в течение ближайших лет обеспечить рост экономики на уровне около 8-10%, для воплощения которой проводится целенаправленная политика по стимулированию притока ПИИ.

Говоря о России и Бразилии, то, несмотря на их, относительно высокие уровни инвестиционной привлекательности, в последнее время иностранные инвесторы с осторожностью смотрят на эти страны. Основными причинами данной тенденции является замедление, и даже рецессия национальных экономик, снижение цен на ключевые экспортные статьи, геополитическая нестабильность.

ЮАР в отношении инвестиционной привлекательности среди стран группы БРИКС в настоящий момент занимает промежуточное положение. Инвестиционное положение страны на уровне или даже несколько лучше, чем в России и Бразилии. Иностранные инвесторы рассматривают различные отрасли для потенциальных инвестиций: горнодобывающая отрасль, обрабатывающая промышленность, банковская сфера и др. Однако, при этом, сохраняются

достаточно высокие риски, связанные с уровнем конкурентоспособности экономики, инфраструктурными проблемами, высокой безработицей и уровнем коррупции.

С понятием инвестиционной привлекательности тесно связан и вопрос выбора наиболее оптимального способа инвестирования. Как отмечалось ранее, существуют три основных формы ПИИ: возведение иностранным инвестором предприятия «с нуля» (green field); совместное предприятие (joint ventures); международные сделки СиП (cross-border mergers and acquisitions deals). Каждая из них имеет свои преимущества и недостатки, при этом выбор той или иной формы зависит от многих факторов, основным, из которых, однако, является инвестиционный климат страны или региона.

В общих чертах перечисленные формы ПИИ отличаются по уровню контроля, количеству затрачиваемых ресурсов, инвестиционному риску и скорости проникновения на рынок, важности наличия национального партнера.

Уровень контроля. При форме инвестирования через создание предприятия «с нуля» и при сделках слияний и поглощений материнская компания полностью или практически полностью контролирует зарубежные филиалы. В случае с совместным предприятием существенной частью контроля придется поделиться с национальным партнером.

Затрачиваемые ресурсы. При инвестировании путем создания предприятия «с нуля» и при сделках слияний и поглощений, материнская компания полностью или практически полностью несет затраты на создание зарубежного филиала. Для совместного предприятия, очевидно, что в случае распределения контроля, также распределяются и сопутствующие затраты.

Инвестиционный риск. Отталкиваясь от общего уровня требуемых затрат также очевидно, что в случае создания предприятия «с нуля» и при сделках слияний и поглощений риск для материнской компании выше, чем при форме инвестирования в виде совместного предприятия, где этот риск также распределяется еще и на национального партнера.

Скорость проникновения на рынок. Путем сделок слияний и поглощений достигается наиболее быстрый вход на рынок, за счет экономии времени на капитальных затратах. В случае инвестирования в форме создания предприятия «с нуля» и при совместном предприятии время выхода на зарубежный рынок значительно дольше.

Национальный партнер. Для сделок слияний и поглощений, и создания совместного предприятия нахождение правильного партнера является ключевой задачей для успешного инвестирования. В то время как при создании предприятия с нуля данная задача не является первостепенной.

Таим образом в зависимости от конкретных целей, а также от уровня инвестиционной привлекательности страны может быть выбрана та или иная форма инвестирования.

ПИИ играют важную роль в развитии национальной экономики принимающей страны, именно поэтому многие из них стремятся простимулировать данную деятельность на государственном уровне.

Однако в то же время привлечение иностранного капитала напрямую связано с таким понятием как национальная экономическая безопасность страны, под которой понимается такое состояние экономики страны, а в данном случае группы БРИКС, при котором стабильное социально-экономическое развитие не зависит от изменения динамики притока или оттока иностранных инвестиций основными экспортерами капитала¹⁰⁷. Принимая во внимание данный факт, страны в той или иной степени стараются проводить дифференцируемую политику в области привлечения ПИИ. Эта политика балансирует между мерами либерализации и мерами протекционизма в сфере ПИИ в зависимости от конкретных задач и конкурентоспособности страны в той или иной сфере. (Таблица 2.2.1).

¹⁰⁷ Боброва В., Протасов К. Прямые иностранные инвестиции в странах БРИКС // Мировая экономика и международные отношения. 2013. № 2. С. 26–35.

Таблица 2.2.1 – Динамика изменения государственной политике в области привлечения прямых иностранных инвестиций в мире за период с 2001г. по 2015г., шт.

	2001	2002	2003	2004	2005	2006	2007	2008
Количество стран, внесших изменения в политику ПИИ	51	43	59	79	77	70	49	40
Меры по либерализации	85	79	113	142	118	104	58	51
Меры по защите (протекционизму)	2	12	12	20	25	22	19	15
Нейтральные меры	10	3	0	2	1	0	2	2
Итого регулирующие меры	97	94	125	164	144	126	79	68
Доля мер по либерализации	88%	84%	90%	87%	82%	83%	73%	75%
Доля мер по защите	2%	13%	10%	12%	17%	17%	24%	22%

Таблица 2.2.1 – Динамика изменения государственной политике в области привлечения прямых иностранных инвестиций в мире за период с 2001г. по 2015г., шт. (Продолжение)

	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015
Количество стран, внесших изменения в политику ПИИ	46	54	51	57	60	41	46
Меры по либерализации	61	77	62	65	64	52	71
Меры по защите (протекционизму)	24	33	21	21	21	11	13
Нейтральные меры	4	6	3	6	3	9	12
Итого регулирующие меры	89	116	86	92	88	72	96
Доля мер по либерализации	69%	66%	72%	71%	73%	72%	74%
Доля мер по защите (протекционизму)	27%	28%	24%	23%	24%	15%	14%

Источник: Составлено по данным UNCTAD World investment report 2016, [Электронный ресурс] URL: http://unctad.org/en/PublicationsLibrary/wir2015_en.pdf (дата обращения 30.08.2016)

В 2015г. 46 стран внесли изменения в свою политику в отношении привлечения ПИИ. Количество законодательных мер направленных на либерализацию в сфере ПИИ составило 71, а число протекционистских мер составило 13. На протяжении всех 15 лет количество мер по либерализации политики в области ПИИ превышало аналогичное число мер по защите (протекционизму) от ПИИ. Интересной особенностью является активизация защитных механизмов в области привлечения ПИИ в период кризиса. Так, если рассмотреть мировой финансовый кризис 2008-2009гг., то видно, что средняя доля протекционистских мер до кризиса за 2001-2007гг. составляла около 14%, в то время как во время кризиса наблюдался резкий рост до 25% доли данных защитных мер.

Рассматривая региональную структуру, проводимых мер в политике привлечения ПИИ, то наибольшее количество из них в 2015г. пришлось на

развивающиеся страны Азии (40 актов); Европа (14 актов); Африка (12); страны с переходной экономикой (11 актов); Ю. Америка и Карибы (8 актов); С. Америка (4 акта).¹⁰⁸

Принимая во внимание все аспекты, связанные с привлечением прямых иностранных инвестиций страны группы БРИКС проводят сбалансированную политику в этой сфере, путем ограничения доступа иностранного капитала только в критически важные и стратегические отрасли национальной экономики, которые каждая из стран определяется самостоятельно.

Китай

Китай за последние 35 лет совершил впечатляющий прогресс в привлечении прямых иностранных инвестиций. Одним из ключевых элементов столь успешной политики по привлечению ПИИ стало открытие в 1980-х годах специальных экономически зон (СЭЗ) в восточных провинциях страны, в которых был принят льготный режим ведения бизнеса для иностранных инвесторов.

Первоначальной целью этих СЭЗ было стимулирование экспорта в связи, с чем иностранным инвесторам запрещалось реализовывать произведенную здесь продукцию на внутреннем рынке. Однако с ростом конкурентоспособности национальной промышленности Китая данное ограничение было отменено. СЭЗ сыграли важную роль в привлечении ПИИ, валютных поступлений, развитии экспортного потенциала страны, росте занятости и благосостоянии населения.

В дальнейшем СЭЗ переориентировались и стали основным центром привлечения новых технологий в страну. Возникли специализированные зоны высоких технологий, целью которых является модернизация отраслей экономики Китая. Ключевым требованием к иностранным инвесторам в этих зонах выступает требование выбирать в качестве подрядчика и субподрядчика китайскую компанию, а также предоставлять ей технологию и ноу-хау производства.

¹⁰⁸ Международный инвестиционный отчет ЮНКТАД 2016 г. [Электронный ресурс]. URL: http://unctad.org/en/PublicationsLibrary/wir2016_en.pdf

В 2000г. были внесены изменения в закон «О предприятиях с участием иностранного капитала», в котором на государственном уровне было закреплено требование о содействии развития народного хозяйства в Китае, а также требование к компаниям с иностранным участием применять передовые высокие технологии и экспортировать всю или большую часть своей продукции.

В результате в Китае открылись заводы таких глобальных ТНК как Intel, General Motors, Ford, Toyota, BMW, Volkswagen и др. Компания Airbus перенесла часть производственных мощностей в Китай. Благодаря переносу своих производств в страну компании Samsung и Apple завоевали ведущие позиции на рынке смартфонов и гаджетов как на внутреннем рынке, так и во всем мире, расширив экспортный потенциал Китая.

Стремясь к дальнейшему стимулированию притока ПИИ в 2012г. правительство Китая уменьшило налог на прибыль, репатрируемую иностранными компаниями за рубеж (до 50%). Налоги на дивиденды, выплачиваемые китайскими компаниями иностранным акционерам, были также снижены в два раза (с 10% до 5%).

Кроме привлечения иностранных инвесторов и капитала в страну Китай сам активно продвигает свои компании на международном рынке. В этой связи Китаем была принята еще в 2000-х стратегия по стимулированию выхода китайских компаний на мировой рынок под лозунгом «Идти во вне». В рамках данной стратегии Китай стремится создать около 50 своих ТНК, которые займут лидирующие позиции в мире. Для этой цели правительство Китая в 2004г. убрало требование, согласно которому все китайские инвесторы должны были согласовывать свои инвестиции за рубеж с центральными государственными органами. В 2009г. государственные органы еще больше упростили процедуру инвестирования за рубеж, приняв «Новые правила о контроле над инвестиционной деятельностью за рубежом». По данным правила инвестиционная программа должна утверждаться Министерством торговли Китая лишь в том случае если предполагается осуществление инвестиций в страну, с которой у Китая не установлены дипломатические отношения.

Тем не менее, несмотря на всестороннее стремление страны к стимулированию и либерализации политики привлечения ПИИ, Китай в то же время проводит и ограничительные меры для иностранного инвестирования.

В принятом еще в 1995г. и обновленном в 2011г. сборнике «Отраслевой каталог для иностранных инвесторов»¹⁰⁹ все ПИИ подразделяются на 4 группы: поощряемые, разрешаемые, ограничиваемые и запрещаемые. Согласно данному каталогу зарубежным компаниям запрещено вкладывать капитал в следующую деятельность: добычу, обогащение и обработку редкоземельных металлов и радиоактивных руд; производство оружия и боеприпасов; создание компаний, контролирующей авиа перевозку; создание общественных компаний, занимающихся социальными опросами населения; агентства новостей, периодических и электронных изданий, телевизионных и радиоканалов и другие виды средств массового информирования; создание производств по выращиванию уникальных животных, представленных только в Китае; производство генетически модифицированных продуктов; переработку сырья традиционной китайской медицины и ряд других сегментов.

Индия

Индия занимает важное место в распределении глобальных потоков прямых иностранных инвестиций. За последние 15 лет приток ПИИ в Индию увеличился более чем в 10 раз. Так же, как и в Китае столь стремительному росту инвестиций способствовала грамотная политика страны в области привлечения ПИИ.

С самого начала в основе данной политики лежала модель, ориентированная на рост экспорта высоко технологичных товаров и услуг и строительство наиболее фондоемких производств. Также, как и в Китае в Индии были созданы СЭЗ и технопарки, в которых действует льготный режим для иностранных инвесторов. Крупнейшей из таких экономических зон – является Бангалор с общей численностью рабочих около 150 тыс. человек, и в которой

¹⁰⁹ Catalogue for Guidance of Foreign Investment in Industry [Электронный ресурс]. URL: <http://www.fdi.gov.cn>

сосредоточено множество представительств крупнейших технологических компаний, таких как Microsoft, IBM, Toshiba и др.

Непосредственные меры по либерализации политики в отношении привлечения ПИИ в Индии приняты правительством в обновленной от 2013г. «Консолидированной политике в отношении прямых иностранных инвестиций» (Consolidated FDI Policy).¹¹⁰ В нем прописаны специфические требования к иностранному инвестированию в те или иные отрасли экономики Индии. Кроме этого определены секторы экономики, где разрешены и приветствуются иностранные инвестиции.

Согласно данному документу все больше снимается ограничительных мер с иностранных инвесторов. Так, доля иностранного капитала может быть увеличена с 74% до 100% без дополнительного одобрения в компаниях из телекоммуникационной и строительной отрасли. С 49% до 74% увеличен порог иностранного участия в компаниях финансовой сферы и телерадиовещания. Также упрощено получение разрешения на долю свыше 49% в нефтегазовой отрасли и торговле и долю свыше 26% в оборонной промышленности и пенсионных фондах.

Кроме этого в Индии никак не ограничивается создание полностью иностранных компаний в сельском хозяйстве, моно брендовой розничной торговле, телекоммуникациях и курьерской службе. Упрощены требования для ПИИ в Индию из Пакистана.

Однако Индия также, как и Китай определяет ряд стратегических отраслей, доступ иностранного капитала в которые запрещен или значительно ограничен, с целью сохранения национальной безопасности. Данный перечень отраслей также приведен в «Консолидированной политике в отношении прямых иностранных инвестиций», к основным из которых, относятся в первую очередь оборонно-промышленный комплекс, а также секторы здравоохранения и фармацевтики, в

¹¹⁰ Consolidated FDI Policy, Department of Industrial Policy and Promotion, Ministry of Commerce and Industry Government of India (effective from April 5, 2013) [Электронный ресурс]. URL: http://dipp.nic.in/English/Policies/FDI_Circular_01_2013.pdf

которых теперь для осуществления сделки слияния и поглощения необходимо получить отдельное разрешение от государственных органов.

Бразилия

Бразилия является лидером среди стран Ю. Америки по объему накопленных прямых иностранных инвестиций. В своей политике стимулирования притока ПИИ Бразилия шла аналогичным путем, что Индия и Китай, создавая в определенных районах страны СЭЗ. К числу ключевых зон относятся: СЭЗ «Манаус» и СЭЗ «Амапа». Основными стимулами налоговой, таможенной и финансовой политики, действующей в этих зонах, являются:

- Отмена налога на импорт товаров, которые используются внутри СЭЗ
- Снижение налога на импорт товаров, которые используются в производстве товаров в дальнейшем реализуемые вне дано СЭЗ
- Освобождение от уплаты налога на промышленную продукцию потребительских товаров, которые произведены в СЭЗ
- Освобождение от уплаты компаниями, зарегистрированными в СЭЗ подоходного налога в течение 10 лет
- Освобождение предприятий от уплаты налога на экспорт
- Предоставление инвестиционного капитала из фонда Амазонии на осуществление специальных проектов

В Бразилии разрешен доступ во многие отрасли экономики иностранному капиталу за исключением ряда стратегических отраслей, к которым относится ядерная энергетика, разработка месторождений полезных ископаемых, космическая отрасль, СМИ, здравоохранение и ряд других.

Однако во время мирового финансового кризиса 2008-2009гг. правительство Бразилии ввело ряд дополнительных ограничений для иностранных инвесторов с тем, чтобы ограничить приток спекулятивного капитала в страну. Так, в 2009г. был введен налог в размере 6% на инвестиции в ценные бумаги, но уже в 2013г. он был отменен.

Тем не менее, в Бразилии наряду с мерами по стимулированию притока ПИИ активно осуществляются меры, направленные на защиту внутреннего

потребительского рынка и местных производителей. Так, согласно «Главному плану Бразилии» были введены меры тарифного регулирования (35% на 100 видов продукции, экспортируемых странами, не входящими в общий рынок Юга – MERCOSUR) и увеличен налог на некоторые промышленные иностранные товары (например, увеличен налог для автомобильных производителей на 30 п.п.).

Однако подобная политика Бразилии, направленная на защиту внутреннего рынка и запрет на импортную продукцию, привела к неэффективному расходованию бюджетных средств, росту корпоративных заимствований на международном рынке капитала и как следствие росту государственного долга страны.

Россия

В 2000-е года Россия стала важным игроком на мировом рынке привлечения прямых иностранных инвестиций. По средствам иностранного капитала создано большое количество новых высокотехнологичных производств и модернизированы целые отрасли российской экономики. В первую очередь речь идет о горнодобывающей и нефтегазовой отрасли.

Как и в других странах БРИКС в России были созданы особые экономические зоны, направленные на стимулирование притока ПИИ. Выделяется 4 группы ОЭЗ в России: промышленно-производственные зоны; технико-внедренческие зоны; портовые зоны; туристско-рекреационные зоны, в которые к 2015г. привлечено в общей сложности порядка 350 инвесторов, среди которых такие компании как: 3M, Armstrong, Yokohama, AirLiquide, Bekaert, Rockwool, Novartis, Nokia и др.

На территории данных особых экономических зон распространен режим свободной таможенной зоны. Резидентам данных зон разрешается на протяжении 5-ти лет не выплачивать земельный, имущественный и транспортный налоги, а налог на прибыль рассчитывается, исходя из пониженной ставки, которая дифференцируется в интервале от 16% до 4%.

Также правительством России в большей степени был либерализован сектор услуг. Теперь иностранные компании могут участвовать в капитале российских компаний, занимающихся банковскими, деловыми, страховыми, телекоммуникационными и другими видами услуг.

Кроме этого для иностранных компаний, оперирующих на рынке инновационной высокотехнологичной продукции и образовательных услуг, установлен льготный режим по уплате налога на прибыль (10-летние каникулы по его уплате), который может даже быть полностью отменен при выполнении определенных условий, фактически отменены НДС и налог на землю, снижен платеж по обязательному медицинскому страхованию.

Однако, несмотря на явное желание России открыть в большей мере национальный рынок для иностранных инвестиций, федеральным законом № 57 «О порядке осуществления иностранных инвестиций в хозяйственные общества, имеющие стратегическое значение для обеспечения обороны и безопасности государства» был определен ряд стратегических отраслей, которые закрыты для иностранного капитала. К числу таких отраслей относится производство спецтехники, вооружений, авиастроение, космическая отрасль, атомная промышленность, разведка и разработка месторождений полезных ископаемых на участках недр федерального значения, производство металлов со специальными свойствами, добыча водных биологических ресурсов, многотиражной полиграфии и некоторые другие. Согласно федеральному закону для данных отраслей устанавливается предельная доля иностранного капитала в структуре собственности компании в размере не более 50%. В случае если в компания-инвестор с государственным участием предел владения ужесточается до 25%.

Также были введены ограничительные меры для участия иностранных компаний в российских СМИ. С января 2016г. предельная допустимая доля иностранного инвестора в капитале компании, работающей на рынке средств массовой информации, составляет 20%.

Однако в 2011г. для улучшения инвестиционного климата часть ограничений федерального закона № 57 были ослаблены. В данном законе были утверждены изменения, касающиеся возможности приобретения до 25% акций предприятий, ведущих разработку участками недр федерального значения без согласования с Правительственной комиссией. Данный процесс получения соответствующего разрешения на инвестиции иностранными инвесторами не является серьезным препятствием.

Для защиты национального рынка Россия использует меры тарифного и нетарифного регулирования международной торговли, которые в том числе коснулись и ряда стран из группы БРИКС. Так, была увеличена пошлина с 8,1% до 22,6% на импорт китайского металлопроката с полированным покрытием; с 16,04% до 32,83% увеличена пошлина на индийские графитированные электроды.

ЮАР

В отличие от других стран группы БРИКС в ЮАР практически нет ограничений на движение прямых иностранных инвестиций. Политика ЮАР в области ПИИ равнозначна как для иностранных инвесторов, так и для национальных.

Для стимулирования притока зарубежных инвестиций ЮАР осуществляет различные программы, в том числе создает зоны промышленного развития. Такая зона представляет собой специализированный технопарк, который связан либо с аэропортом, либо с морским портом, либо с железнодорожным узлом, на территории, которых находится свободная таможенная зона. На резидентов таких технопарков распространяется льготный режим ведения бизнеса, в частности предприниматели освобождаются от уплаты НДС и импортных пошлин. Также они могут претендовать на государственную программу субсидирования иностранных инвестиций, которая специально разработана для иностранных инвесторов.

Потенциальным иностранным инвесторам, которые работают в высокотехнологичных отраслях разрешено создавать компании со 100%

процентным иностранным участием. Иностранным инвесторам разрешена репатриация прибыли и дивидендов, полученных в стране, им возмещаются потери, связанные с инфляцией.

Единственным сегментом, в котором есть определенные ограничения для иностранных инвесторов, является деятельность на рынке банковских услуг. Для осуществления деятельности на нем иностранным компаниям необходимо получить разрешение от Центрального банка страны, а для предприятий, работающих в других отраслях (энергетика, телекоммуникации, автомобилестроение, легкая и тяжелая промышленность и др.) никаких специальных разрешений не требуется.

Однако в 2014г. правительство ЮАР приняло достаточно спорную меру в политике управления притоком ПИИ, согласно которой все зарубежные компании, занимающиеся добычей углеводородов, должны передать 20% акционерного капитала государству. Очевидно, что данное положение существенно ограничит приток иностранного капитала, что, несомненно, отразится на экономическом росте страны.

Подводя итог, можно сделать вывод, что страны группы БРИКС нацелены на реализацию либеральной инвестиционной политики в отношении зарубежных инвесторов. Однако при этом на законодательном уровне правительствами стран БРИКС выделяются ряд стратегических или по-другому критических отраслей, вход на которые иностранным инвесторам ограничен или вовсе запрещен. Целью данной дифференцируемой политики является защита национальной безопасности.

2.3. Особенности сделок слияний и поглощений в странах группы БРИКС

Остановившись более подробно на странах группы БРИКС, то используя базу данных терминала Блумберг (Bloomberg) можно оценить ретроспективную динамику числа и объемов корпоративных транзакций. Кроме этого можно

отдельно выделить объем, приходящийся непосредственно на сделки слияний и поглощений как внутренние, так и международные, а также проанализировать их отраслевую динамику.

На рисунке 2.3.1 представлена динамика объемов и числа корпоративных транзакций, осуществленных в странах группы БРИКС за период с 2000г. по 2015г. включительно. Под корпоративными транзакциями в данном случае понимаются следующие их виды: сделки СиП (от англ. mergers and acquisitions, сокр. M&A), создание совместных предприятий (от англ. Joint Ventures, сокр. JV), сделки по обратному выкупу (от англ. Buyback), сделки по выделению бизнеса (от англ. Spin off).

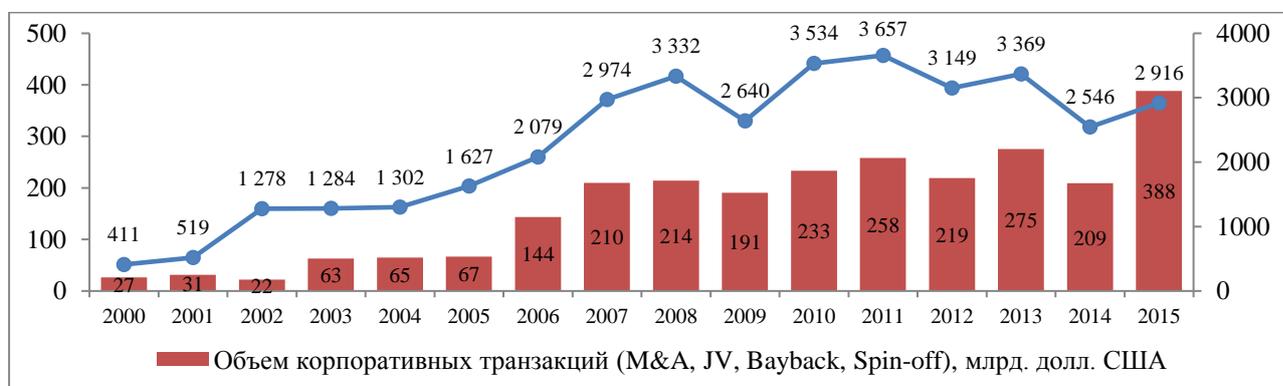


Рисунок 2.3.1 – Динамика объемов и числа внутренних корпоративных транзакций в странах группы БРИКС за период с 2000г. по 2015г. (компания-покупатель – БРИКС, компания-цель – БРИКС)

Источник: составлено автором по данным терминала Блумберг (Bloomberg), (Дата обращения 18.09.2016г.)

Необходимо отметить, что для целей данной исследовательской работы применялось ограничение, что все виды корпоративных транзакций осуществляются компаниями из стран группы БРИКС с или над компаниями из этой же группы. Ограничение было введено для того, чтобы оценить движение капитала в рамках группы БРИКС как самодостаточной системы.

Как видно из приведенной статистики за период с 2000г. по 2015г. суммарный объем корпоративных транзакций, выраженный в денежном эквиваленте в странах группы БРИКС увеличился практически в 15 раз с 26,5 млрд. долл. США до 388,0 млрд. долл. США. Также стоит отметить, что 2015г. стал рекордным для стран БРИКС по объему завершенных транзакций за

всю историю. Количество сделок за этот же период увеличилось более чем в 7 раз с 411 шт. до 2 916 шт., при этом максимальное число пришлось на 2011г. – 3 657 шт. Таким образом можно сделать вывод, что за 15 лет средний объем корпоративной транзакций вырос более чем в 2 раза с около 65 млн. долл. США в 2000г. до 133 млн. долл. США в 2015г. Суммарный же объем сделок за 15 лет составил более 2,6 трлн. долл. США или 36 617 шт.

В секторальной разбивке доминируют такие отрасли как: финансовая, энергетическая и коммуникационная. Суммарный объем корпоративных транзакций в финансовой отрасли за 15 лет в странах группы БРИКС составил 530,9 млрд. долл. США, в энергетическом секторе – 283,0 млрд. долл. США, коммуникационная отрасль – 375,9 млрд. долл. США. Самой отстающей отраслью является технологическая. За 15 лет на нее пришлось лишь немногим меньше 54 млрд. долл. США. Однако в последние 3 года данная отрасль демонстрирует значительные темпы роста. Так, если в 2012г. на технологическую отрасль приходилось около 1,8 млрд. долл. США транзакций, то в 2015г. это значение уже составляет 16,8 млрд. долл. США. Более подробно динамика секторальной структуры корпоративных транзакций в странах группы БРИКС представлена на рисунке 2.3.2.

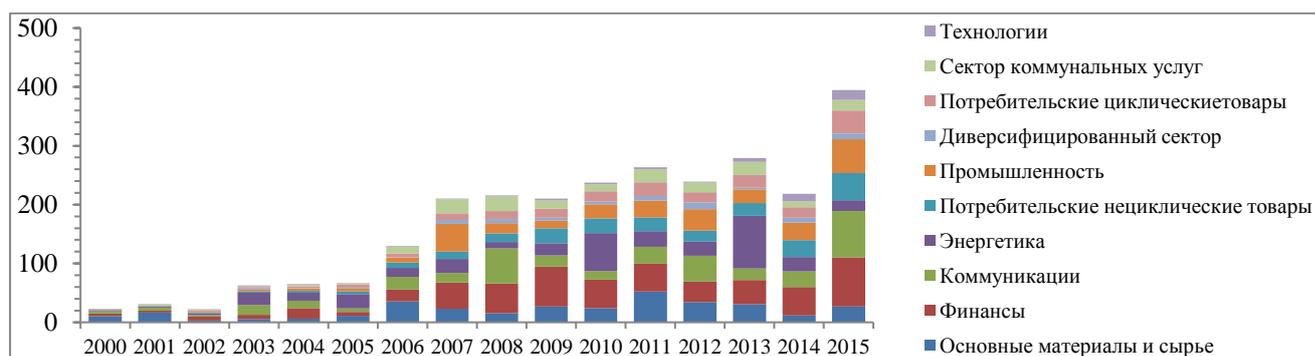


Рисунок 2.3.2 – Динамика секторальной структуры корпоративных транзакций в странах группы БРИКС за период с 2000г. по 2015г., млрд. долл. США

Источник: составлено автором по данным терминала Блумберг (Bloomberg), (Дата обращения 18.09.2016г.)

Говоря непосредственно о сделках слияний и поглощений в странах группы БРИКС, то можно сделать вывод, что данный вид корпоративных транзакций является наиболее популярным в данных странах. На долю сделок слияний и поглощений там приходится около 70% от общего объема

корпоративных транзакций, при этом наблюдается дальнейшая тенденция к росту их доли (Рисунок 2.3.3).

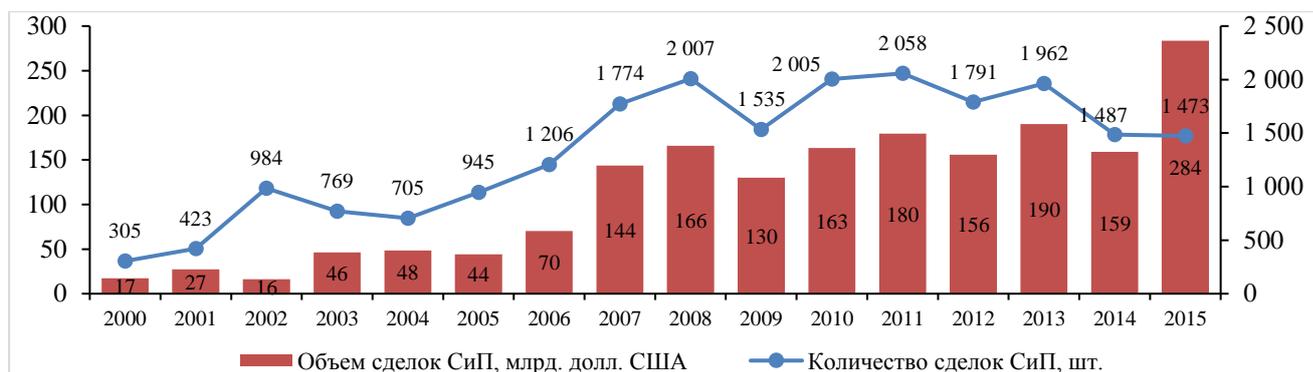


Рисунок 2.3.3 – Динамика объема и числа внутренних сделок слияний и поглощений в странах группы БРИКС за период с 2000г. по 2015г. (компания-покупатель – БРИКС, компания-цель – БРИКС)

Источник: составлено автором по данным терминала Блумберг (Bloomberg), (Дата обращения 18.09.2016г.)

В 2000г. на долю сделок слияний и поглощений в общей структуре приходилось около 66% от всего объема корпоративных транзакций, в 2015г. значение составило 73%, при этом в 2001г. этот показатель достигал 88%.

Аналогично, как и в случае со статистикой для корпоративных транзакций здесь учитывались сделки слияний и поглощений, осуществляемые компаниями из стран группы БРИКС с или над компаниями из этой же группы.

За рассматриваемый период с 2000г. по 2015г. общее количество сделок слияний и поглощений в рамках стран группы БРИКС составило 21 429 сделок общим объемом более 1,8 трлн. долл. США. Из приведенного графика видно, что объем сделок слияний и поглощений в БРИКС за 15 лет увеличился более чем в 16 раз, достигнув пикового значения в 2015г. в 283,6 млрд. долл. США. Количество сделок также возросло с 305 шт. в 2000г. до 1 473 шт. в 2015г. – рост в практически 5 раз. Данная динамика свидетельствует об увеличении среднего размера сделок слияний и поглощений в странах группы БРИКС. Если в 2000г. данное значение составляло около 57 млрд. долл. США, то в 2015г. это уже более 192 млрд. долл. США.

В секторальной разбивке преобладают сделки в финансовой, коммуникационной и энергетической отрасли. Суммарный за 15 лет объем завершенных сделок слияний и поглощений в БРИКС для финансовой отрасли

составил 395,3 млрд. долл. США, коммуникационной – 273,7 млрд. долл. США, энергетической – 261,4 млрд. долл. США. Минимальный объем сделок пришелся на технологическую отрасль, суммарный объем которых в ней составил около 36,2 млрд. долл. США, из них 25,4 млрд. долл. США пришлось на последние 3 года. Более подробная динамика секторальной структуры объемов завершенных сделок слияний и поглощений отражена на рисунке 2.3.4.

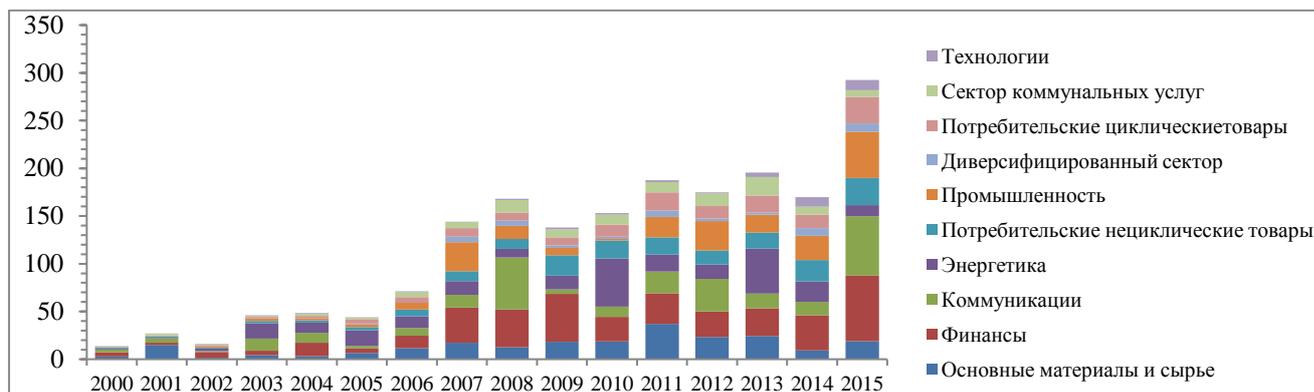


Рисунок 2.3.4 – Динамика секторальной структуры сделок слияний и поглощений в странах группы БРИКС за период с 2000г. по 2015г., млрд. долл. США

Источник: составлено автором по данным терминала Блумберг (Bloomberg), (Дата обращения 18.09.2016г.)

Интересно рассмотреть также активность компаний из стран группы БРИКС в качестве покупателей. За период с 2000г. по 2015г. общее количество таких сделок слияний и поглощений составило 26 104 сделки общим объемом более 2,5 трлн. долл. США (Рисунок 2.3.5). При этом стоит заметить, что в данную статистику попадают также и национальные сделки для конкретной страны из БРИКС.

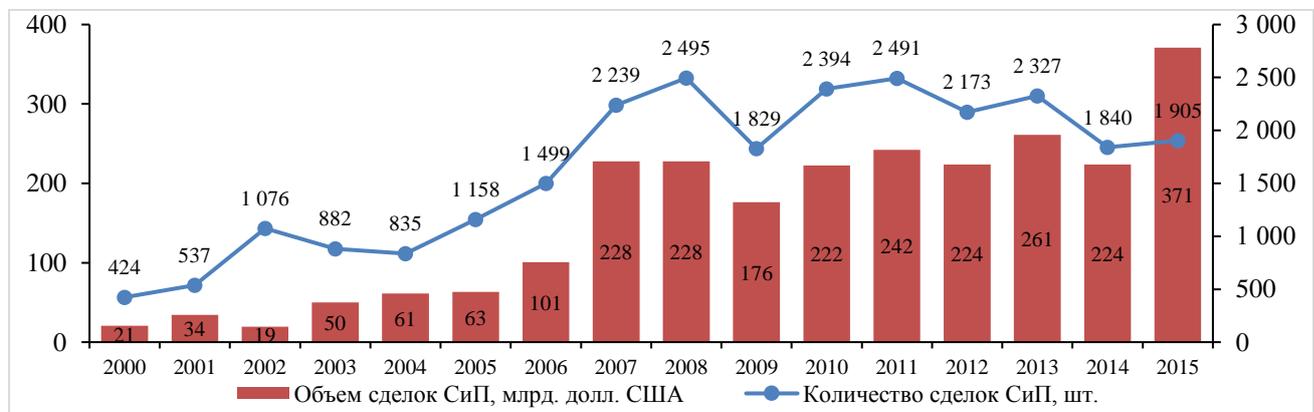


Рисунок 2.3.5 – Динамика объема и числа сделок слияний и поглощений в странах группы БРИКС за период с 2000г. по 2015г. (компания-покупатель – БРИКС, компания-цель – любая)

Источник: составлено автором по данным терминала Блумберг (Bloomberg), (Дата обращения 18.09.2016г.)

За рассматриваемый период топ индустрии, в которых было завершено наибольшее количество сделок слияний и поглощений, где компания-покупатель принадлежит БРИКС, стали: финансовый сектор, энергетика, основные материалы и сырье (Таблица 2.3.1).

Таблица 2.3.1 – Отраслевая структура объема завершенных сделок слияний и поглощений с 2000г. по 2015г. (накопленным итогом), млрд. долл. США

Отрасль	Объем	Отрасль	Объем
Финансы	476,7	Потребительский нециклический	261,7
Энергетика	416,4	Потребительский циклический	208,5
Основные материалы и сырье	367,1	Сектор коммунальных услуг	120,7
Коммуникации	321,6	Диверсифицированный сектор	64,7
Промышленность	289,4	Технологии	53,4

Источник: составлено автором по данным терминала Блумберг (Bloomberg), (Дата обращения 18.09.2016г.)

Также можно провести обратный анализ, рассмотрев компании из стран группы БРИКС в качестве целей. Общее количество таких сделок СиП за период с 2000г. по 2015г. составило 31 270 сделки общим объемом немногим менее 2,5 трлн. долл. США (Рисунок 2.3.6). Как и в предыдущем случае, здесь также учитываются и национальные сделки для конкретной страны из БРИКС.

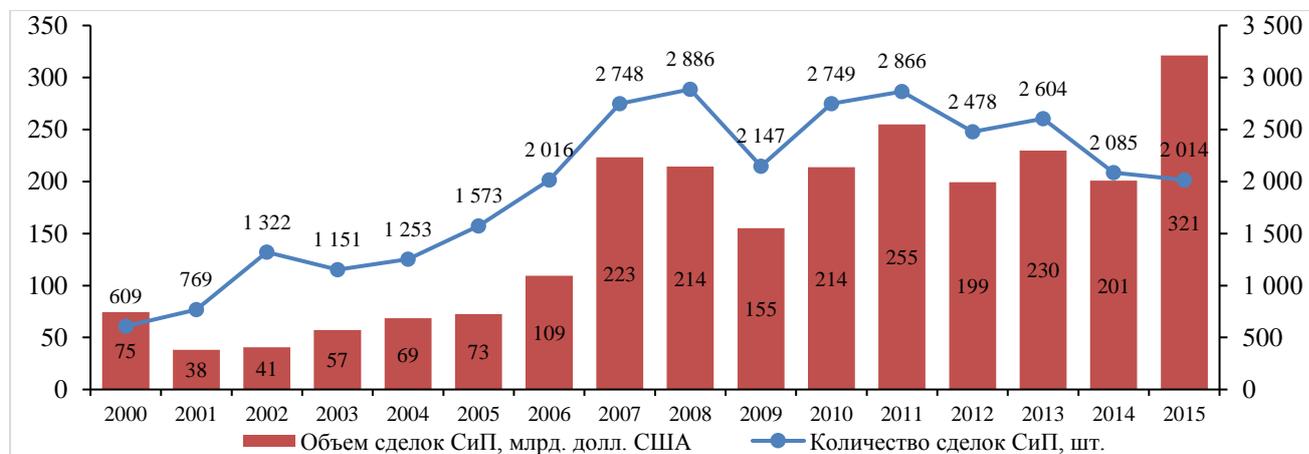


Рисунок 2.3.6 – Динамика объема и числа сделок слияний и поглощений в странах группы БРИКС за период с 2000г. по 2015г. (компания-цель – БРИКС, компания-покупатель – любая)
Источник: составлено автором по данным терминала Блумберг (Bloomberg), (Дата обращения 18.09.2016г.)

Из приведенного графика видно, что в 2015г. в стоимостном выражении объем завершенных сделок слияний и поглощений, в которых в качестве цели была компания из БРИКС, достиг своего пика – 321 млрд. долл. США, несмотря на тот факт, что количество сделок в этом году уступало максимуму 2 886 сделок, достигнутому в 2011г.

Ключевыми индустриями, в которых совершались рассматриваемые сделки за весь период с 2000г. по 2015г. стали: финансовый сектор, сектор коммуникаций и потребительский нециклический (Таблица 2.3.2).

Таблица 2.3.2 – Отраслевая структура объема завершенных сделок слияний и поглощений с 2000г. по 2015г. (накопленным итогом), млрд. долл. США

Отрасль	Объем	Отрасль	Объем
Финансы	505,7	Промышленность	279,5
Коммуникации	404,1	Потребительский циклический	193,9
Потребительский нециклический	301,6	Сектор коммунальных услуг	133,8
Энергетика	300,3	Диверсифицированный сектор	62,3
Основные материалы	299,1	Технологии	50,9

Источник: составлено автором по данным терминала Блумберг (Bloomberg), (Дата обращения 18.09.2016г.)

Имея статистические данные о количестве и объемах сделок СиП внутри БРИКС, когда БРИКС – покупатель и когда БРИКС – цель, можно оценить объем и количество международных сделок СиП с участием компаний из БРИКС (либо цель, либо покупатель), очищенные от внутренних сделок в рамках конкретной страны, а также рассчитать сальдо международного движения капитала форме сделок СиП в БРИКС (Рисунок 2.3.7).

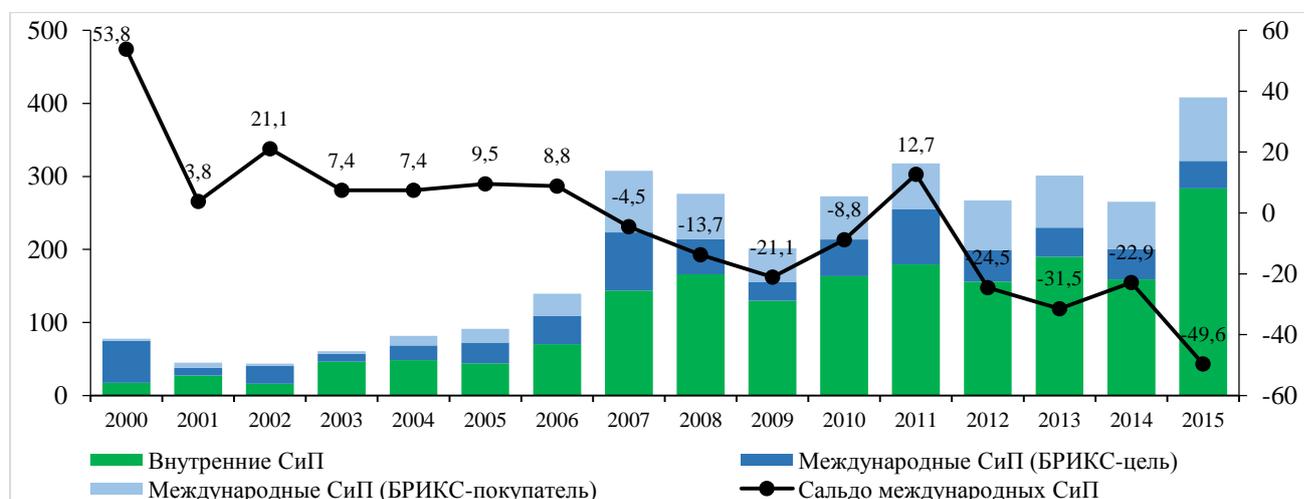


Рисунок 2.3.7 – Динамика структуры сделок слияний и поглощений в рамках группы БРИКС за период с 2000г. по 2015г., млрд. долл. США

Источник: составлено автором по данным терминала Блумберг (Bloomberg), (Дата обращения 18.09.2016г.)

Из приведенного анализа видно, что наибольшее положительное значение сальдо (объем сделок, в которых компания из БРИКС – цель минус объем сделок, в которых компания из БРИКС – покупатель) пришлось на 2000г. и

составило плюс 53,8 млрд. долл. США, а наименьшее – на 2015г. минус 49,6 млрд. долл. США.

Кроме того, очевидна тенденция, что, начиная с 2007г. (за исключением 2011г.) компании из стран группы БРИКС в денежном объеме являются нетто покупателями, в то время как до 2007г. – были нетто целями, при этом наибольшее влияние на данный результат оказывает динамика сделок СиП в Китае.

Если более детально рассмотреть сами внутренние сделки СиП в рамках БРИКС, обнаруживается, что большинство из них относится к национальным сделкам конкретной страны, т.е., например, компания-покупатель и компания-цель относятся к Китаю или России и т.д. В то время как кросс-сделки СиП между странами группы БРИКС занимают достаточно низкую долю по отношению к общему числу и объему внутренних сделок СиП (Рисунок 2.3.8).

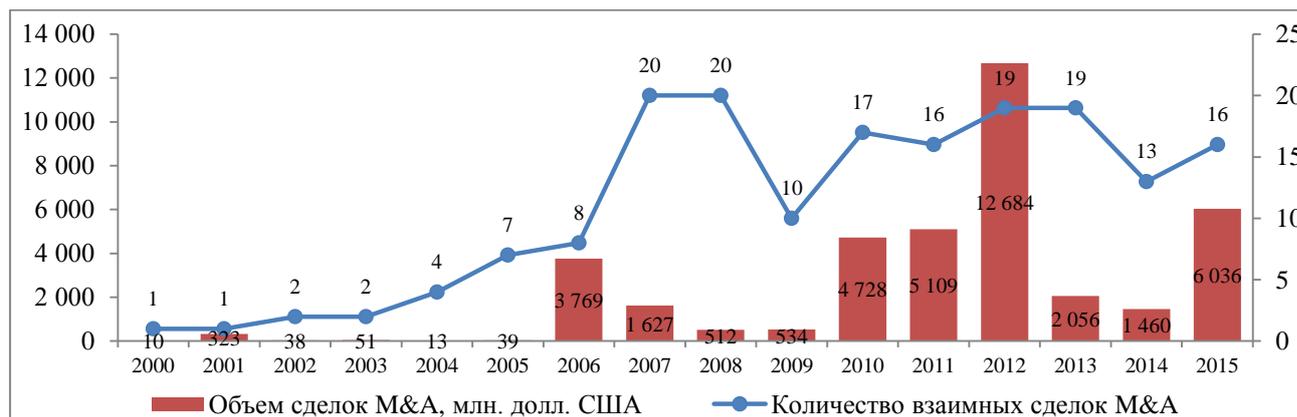


Рисунок 2.3.8 – Динамика объема и числа кросс-сделок слияний и поглощений между странами группы БРИКС за период с 2000г. по 2015г

Источник: составлено автором по данным терминала Блумберг (Bloomberg), (Дата обращения 18.09.2016г.)

Как видно из представленного графика до 2006г. взаимных кросс-сделок СиП между странами группы БРИКС практически не было, а их объем исчислялся десятками миллионов долларов США. Наиболее активная фаза пришлась на период после мирового финансового кризиса с 2010г. по 2013г., когда суммарный объем завершенных кросс-сделок СиП стал исчисляться миллиардами долларов США. Тем не менее, несмотря на значительный рост кросс-сделок СиП после 2009г. их число и объем по-прежнему остается не

значительным на фоне как международных сделок СиП, так и национальных сделок СиП в рамках отдельных стран (Рисунок 2.3.9).

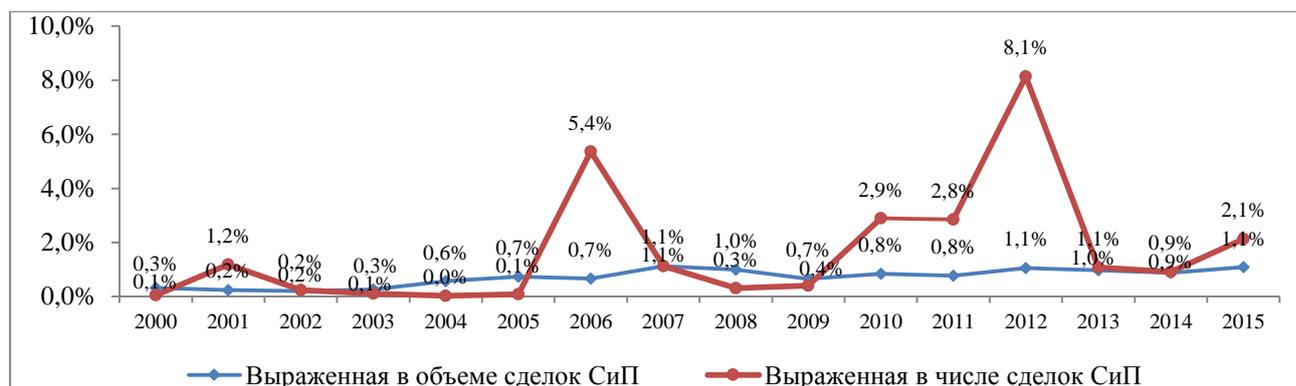


Рисунок 2.4.9 – Доля кросс-сделок СиП между компаниями из стран группы БРИКС от общего объема внутренних сделок СиП в рамках БРИКС за период с 2000г. по 2015г

Источник: составлено автором по данным терминала Блумберг (Bloomberg), (Дата обращения 18.09.2016г.)

Анализируя полученный график можно сделать вывод, что в стоимостном выражении доля кросс-сделок СиП между компаниями из стран группы БРИКС за период с 2000г. по 2015г. не превышала 1,1%, а в количественном выражении за тот же рассматриваемый период времени на данный тип сделок не приходилось более 8,1% от общего объема СиП. Полученные данные говорят о том, что компании из стран группы БРИКС предпочитают осуществлять национальные сделки СиП в рамках своих стран, чем кросс-сделки СиП между странами из группы БРИКС.

Кроме этого, как можно было предположить изначально, доминирующими отраслями, в которых осуществлялись взаимные кросс-сделки между странами БРИКС стали: энергетическая и добывающая отрасли.

В рамках данного статистического анализа также можно рассмотреть структуру кросс-сделок слияний и поглощений в странах группы БРИКС с точки зрения того, компании из каких стран в основном выступают в качестве покупателя, а из каких стран в качестве цели. Так, за 15 лет с 2000г. по 2015г. компании из Индии выступали в качестве покупателя 69 раз, а Китая – 51 раз. Компании из Бразилии, наоборот, за рассмотренный период в большинстве случаев были целям – 58 сделок, аналогично и для России – 27 сделок и ЮАР – 48 сделок (Таблица 2.3.3).

Таблица 2.3.3 – Количество кросс-сделок СиП между компаниями из стран группы БРИКС за период с 2000г.по 2015г., шт.

Сторона сделки СиП	2000	2001	2002	2003	2004	2005	2006	2007	2008
Китай-цель	-	-	2	-	2	1	2	2	4
Китай-покупатель	-	-	-	1	-	1	1	2	2
Индия-цель	1	-	-	-	-	1	1	-	4
Индия-покупатель	-	1	1	-	2	6	5	12	8
Бразилия-цель	-	-	-	1	1	3	1	4	3
Бразилия-покупатель	-	-	-	-	1	-	-	-	-
Россия-цель	-	1	-	1	1	1	1	5	2
Россия-покупатель	-	-	-	-	-	-	1	3	5
ЮАР-цель	-	-	-	-	-	1	3	9	7
ЮАР-покупатель,	1	-	1	1	1	-	1	3	5

Источник: составлено автором по данным терминала Блумберг (Bloomberg)

Таблица 2.3.3 – Количество кросс сделок СиП между компаниями из стран группы БРИКС за период с 2000г.по 2015г., шт. (продолжение)

Направление сделки СиП	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015	Итого
Китай-цель	2	1	-	-	2	1	1	20
Китай-покупатель	1	4	6	9	9	7	8	51
Индия-цель	1	2	2	4	5	1	-	22
Индия-покупатель	6	9	5	3	4	1	6	69
Бразилия-цель	1	7	9	8	7	6	7	58
Бразилия-покупатель	-	-	1	2	1	1	-	6
Россия-цель	2	2	2	-	3	3	3	27
Россия-покупатель	1	-	4	-	1	1	1	17
ЮАР-цель	4	5	3	7	2	2	5	48
ЮАР-покупатель	2	4	-	5	4	3	1	32

Источник: составлено автором по данным терминала Блумберг (Bloomberg), (Дата обращения 18.09.2016г.)

Основываясь на этих данных, можно рассчитать индекс предпочтения, который был предложен автором. Он рассчитывается как отношение количества завершенных сделок слияний и поглощений, где компании из данной страны являлись покупателем, к количеству завершенных сделок слияний и поглощений, где компании из данной страны являлись целью (аналогично можно рассчитать индекс и для случая с объемом сделок слияний и поглощений представленного в денежном выражении). В случае если данный индекс превышает единицу, можно сделать вывод о том, что компании из данной страны предпочитают в основном быть покупателем, если индекс меньше единицы, то это значит, что компании из данной страны наоборот склонны выступать в качестве цели. Данный индекс для стран группы БРИКС следующий: Индия – 3,1; Китай – 2,6; ЮАР – 0,7; Россия – 0,6; Бразилия 0,1.

Таким образом, рассмотренные исторические данные показали, что компании из Бразилии, России и ЮАР в основном выступают в качестве целей, в то время как компании из Китая и Индии в качестве покупателей во взаимных кросс-сделках СиП в рамках БРИКС.

Китай

Общее количество сделок слияний и поглощений с участием китайских компаний в качестве покупателя или цели за период с 2000г. по 2015г. составило 18 817 сделок на сумму более 1,5 трлн. долл. США (Рисунок 2.3.10).

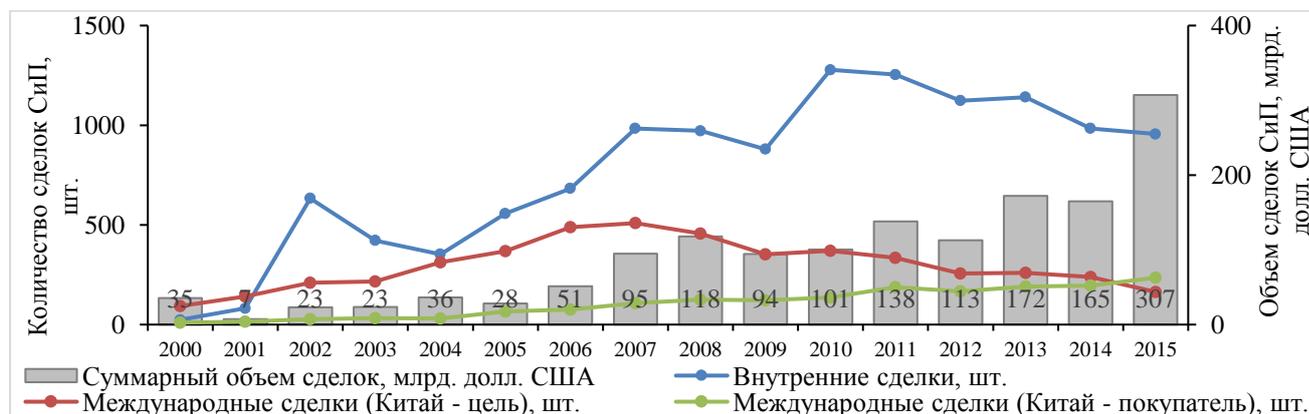


Рисунок 2.3.10 – Динамика структуры завершённых сделок СиП с участием компаний из Китая за период с 2000г. по 2015г

Источник: составлено автором по данным терминала Блумберг (Bloomberg), (Дата обращения 18.09.2016г.)

Как видно из приведенного графика на протяжении 16 лет в Китае в целом наблюдается поступательное увеличение объема осуществляемых сделок СиП.

Тем не менее, подавляющее число сделок СиП с участием китайских компаний являются внутренними, т.е. как компания-цель, так и компания-покупатель – из Китая. Суммарное число таких сделок за период с 2000г. по 2016г. составило 12 325 сделок на сумму немногим менее 1 трлн. долл. США или 65% от общего объема сделок.

Рассматривая международные сделки СиП с участием китайских компаний, следует делать разграничение между сделками, в которых компании из Китая выступали в качестве цели и сделками, в которых они были покупателями. Так, видно, что вплоть до 2014г. число сделок, в которых китайские компании были целями превышало их количество, где они являлись покупателями и лишь в 2015г. данная тенденция изменилась. При этом и в

стоимостном объеме накопленным итогом сумма сделок, где Китай-покупатель превышает сделки, где Китай-цель, 319 млрд. долл. США против 218 млрд. долл. США. Индекс предпочтения, методология расчета которого была описана ранее, составляет 0,36 по числу сделок (по объему – 1,46).

В региональной структуре международных сделок СиП с участием китайских компаний за период с 2000г. по 2015г. преобладает Азиатско-Тихоокеанский регион, на долю которого приходится около 59%. Вторым по значимости (в стоимостном объеме) является С. Америка – 18%. (Рисунок 2.3.11).

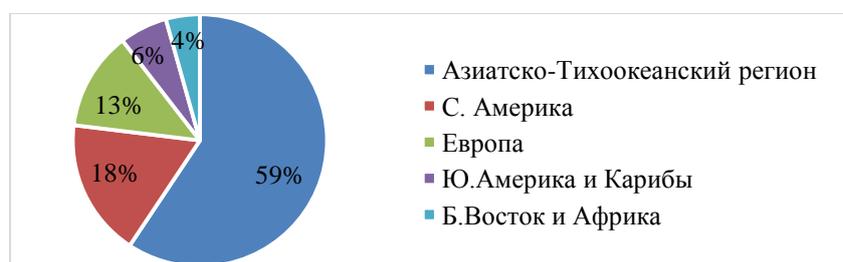


Рисунок 2.3.11 – Региональная структура завершенных международных сделок СиП с участием компаний из Китая за период с 2000г. по 2015г

Источник: составлено автором по данным терминала Блумберг (Bloomberg), (Дата обращения 18.09.2016г.)

Ключевыми отраслями для участия компаний из Китая в сделках СиП за рассмотренный период стали финансовый сектор и сектор коммуникаций 349 млрд. долл. США и 225 млрд. долл. США соответственно накопленным итогом. Более подробная информация касательно отраслевой структуры сделок СиП представлена в таблице 2.3.4.

Таблица 2.3.4 – Отраслевая структура объема завершенных сделок слияний и поглощений с 2000г. по 2015г. (накопленным итогом) в Китае, млрд. долл. США

Отрасль	Объем	Отрасль	Объем
Финансы	348,6	Потребительский циклический	152,1
Телекоммуникации	225,5	Потребительский нециклический	147,7
Промышленность	187,7	Сектор коммунальных услуг	67,6
Энергетика	181,6	Диверсифицированный сектор	49,2
Основные материалы	170,7	Технологии	45,1

Источник: составлено автором по данным терминала Блумберг (Bloomberg), (Дата обращения 18.09.2016г.)

Для Китая как, впрочем, и для остальных стран группы БРИКС характерной чертой является отставание от других отраслей объема завершенных сделок СиП в технологическом секторе, что составляет около 3%

от общего объема сделок СиП. В таблице 2.3.5 представлены топ 5 сделок СиП с участием китайских компаний.

Таблица 2.3.5 – Топ 5 международных завершенных за 2000-2015гг. сделок слияний и поглощений с участием компаний из Китая (либо компания-покупатель, либо компания-цель)

Дата	Компания-цель	Компания-покупатель	Цена СиП, млрд. долл.	Отрасль
10.2000	7 Mobile networks	China Mobile, Ltd (Гон-Конг)	32,00	Телекоммуникации
05.2002	8 Chinese Phone networks	China Mobile, Ltd (Гон-Конг)	18,20	Телекоммуникации
07.2012	Nexen Energy ULC (Канада)	CNOOC, Ltd.	17,43	Нефть и газ
06.2009	Addax Petroleum Corp. (Швейцария)	China Petrochemical Corp.	8,83	Нефть и газ
05.2013	Smithfield Foods Inc. (США)	Wh Group, Ltd	6,96	Пищевая промышленность

Источник: Составлено по данным терминала Блумберг (Bloomberg), (Дата обращения 18.09.2016г.)

Суммарное количество кросс-сделок СиП в рамках БРИКС с участием китайских компаний либо в качестве покупателя, либо в качестве цели за период с 2000г. по 2015г. составило 71 сделку, в 51 из которых китайские компании выступали в качестве покупателя.

Индия

Суммарное количество сделок слияний и поглощений с участием индийских компаний в качестве покупателя или цели за период с 2000г. по 2015г. составило 5 767 сделок на сумму более 300 млрд. долл. США (Рисунок 2.3.12).

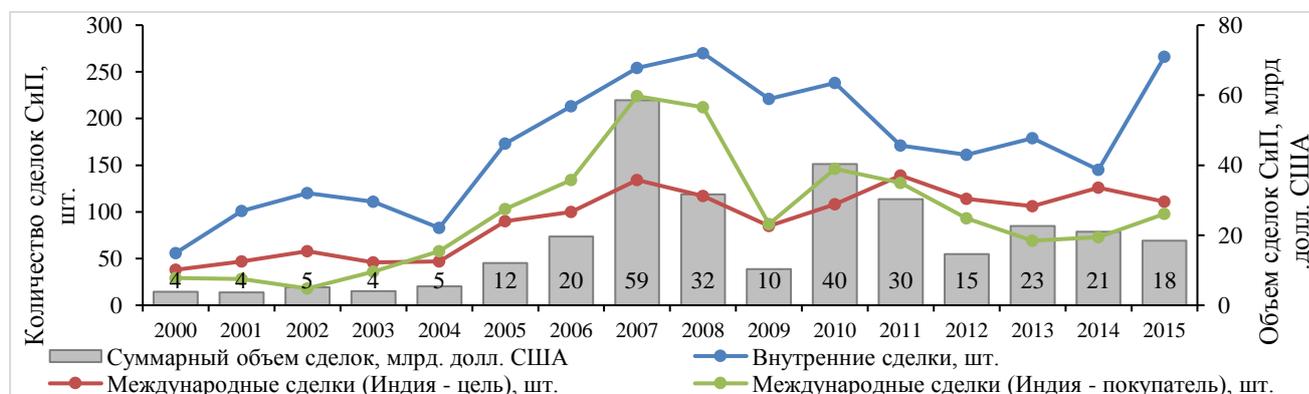


Рисунок 2.3.12 – Динамика структуры завершенных сделок СиП с участием компаний из Индии за период с 2000г. по 2015г

Источник: составлено автором по данным терминала Блумберг (Bloomberg), (Дата обращения 18.09.2016г.)

Динамика объема сделок СиП с участием индийских компаний в отличие от китайской отличается более выраженными пиками и падения. Так, максимальный объем завершенных сделок СиП пришелся на 2007г., составив около 59 млрд. долл. США. Наибольшие темпы падения пришлись на период мирового финансового кризиса 2008-2009гг., когда объем сделок СиП в Индии сократился с пикового уровня практически в 6 раз, до 10 млрд. долл. США.

Сравнивая статистические данные об объеме и количестве сделок СиП в Китае и Индии можно сделать вывод, что показатели корпоративной активности в сфере сделок слияний и поглощений в Индии существенно отстают от китайских. Так, показатель числа сделок с 2000г. по 2015г. в Индии составляет всего 31% от числа осуществленных за этот же период СиП в Китае, а по объему это значение еще меньше – около 20%.

Рассматривая структуру сделок СиП, то как и в Китае в Индии большая часть сделок приходится на внутренние, их доля от общего объема сделок за 2000г. – 2015г. составила около 48% или 2 762 сделки, в стоимостном выражении – это 34% или 102 млрд. долл. США. На долю международных сделок СиП пришлось за рассматриваемый период около 52% или около 200 млрд. долл. США.

Говоря о предпочтениях индийских компаний выступать в международных сделках в качестве покупателя или в качестве цели, можно сказать, что они носят волнообразный характер. Так, с 2000г. по 2003г. индийские компании в большей части случаев были целями, с 2004г. по 2010г. – покупателями, а начиная с 2011г. по настоящее время (2015г.) – снова стали по большей части целями. Тем не менее, рассчитанный индекс предпочтения на интервале с 2000г. по 2015г. свидетельствует о том, что компании из Индии все-таки склонны выступать в сделке в качестве покупателя – индекс предпочтения составляет 1,05 по числу сделок или 1,38 по объему сделок.

Также, как и для Китая для Индии ключевым регионом для осуществления сделок СиП является свой собственный Азиатско-Тихоокеанский регион, на

долю которого приходится около 48% от общего объема завершенных международных индийских сделок СиП. Следующим по значимости регионом для Индии выступает Европа, на чью долю приходится порядка 27% от общего объема сделок СиП за 2000 – 2015гг. (Рисунок 2.3.13).

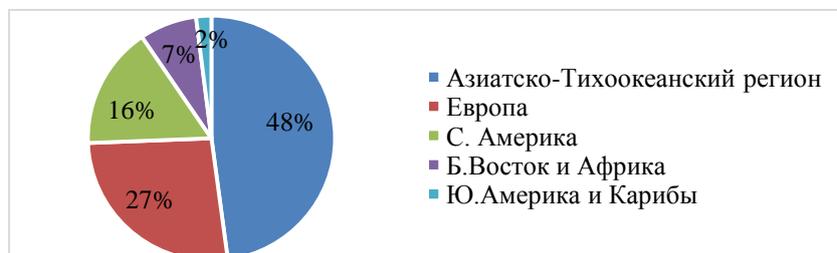


Рисунок 2.3.13 – Региональная структура завершенных международных сделок СиП с участием компаний из Индии за период с 2000г. по 2015г

Источник: составлено автором по данным терминала Блумберг (Bloomberg), (Дата обращения 18.09.2016г.)

В секторальной разбивке доминирующими у индийских компаний отраслями при сделке СиП являются сектор основных материалов – 57 млрд. долл. США и потребительский нециклический сектор – 52 млрд. долл. США (Таблица 2.3.5).

Таблица 2.3.5 – Отраслевая структура объема завершенных сделок слияний и поглощений с 2000г. по 2015г. (накопленным итогом) в Индии, млрд. долл. США

Отрасль	Объем	Отрасль	Объем
Основные материалы	56,7	Финансы	28,3
Потребительский нециклический	52,1	Потребительский циклический	21,4
Телекоммуникации	51,2	Технологии	15,2
Энергетика	38,1	Сектор коммунальных услуг	7,8
Промышленность	28,5	Диверсифицированный сектор	4,4

Источник: составлено автором по данным терминала Блумберг (Bloomberg), (Дата обращения 18.09.2016г.)

Как и в Китае в Индии технологический сектор значительно отстает в отраслевой структуре осуществляемых сделок СиП, на его долю пришлось всего 5% от общего объема завершенных за 16 лет сделок СиП. В таблице 2.3.6 представлены топ 5 сделок СиП с участием индийских компаний.

Таблица 2.3.6 – Топ 5 международных завершенных за 2000-2015гг. сделок слияний и поглощений с участием компаний из Индии (либо компания-покупатель, либо компания-цель)

Дата	Компания-цель	Компания-покупатель	Цена СиП, млрд. долл.	Отрасль
02.2007	Vodafone India, Ltd	Vodafone Group, Plc (Великобритания)	13,10	Телекоммуникации
10.2006	Corus Group, Ltd (Великобритания)	Tata Steel, Ltd	12,78	Сталь и железо

03.2010	Bharti Airtel Africa, BV (Нидерланды)	Bharti Airtel, Ltd	10,70	Телекоммуникации
02.2011	Operations Contracts in 21 Oil & Gas Blocs	BP, (Великобритания) Plc	7,20	Нефть и газ
02.2007	Novelis, Inc (Канада)	Hindal Co Industries, Ltd	5,70	Алюминий

Источник: Составлено по данным терминала Блумберг (Bloomberg), (Дата обращения 18.09.2016г.)

Суммарное количество кросс-сделок СиП в рамках БРИКС с участием индийских компаний либо в качестве покупателя, либо в качестве цели за период с 2000г. по 2015г. составило 91 сделку, что превышает аналогичный показатель Китая, свидетельствую о большей активности индийских компаний на рынке слияний и поглощений. При этом в 69 сделках СиП индийские компании выступали в качестве покупателя.

Россия

Суммарное количество сделок слияний и поглощений с участием российских компаний в качестве покупателя или цели за период с 2000г. по 2015г. составило 3 816 сделок на сумму около 465 млрд. долл. США (Рисунок 2.3.14).

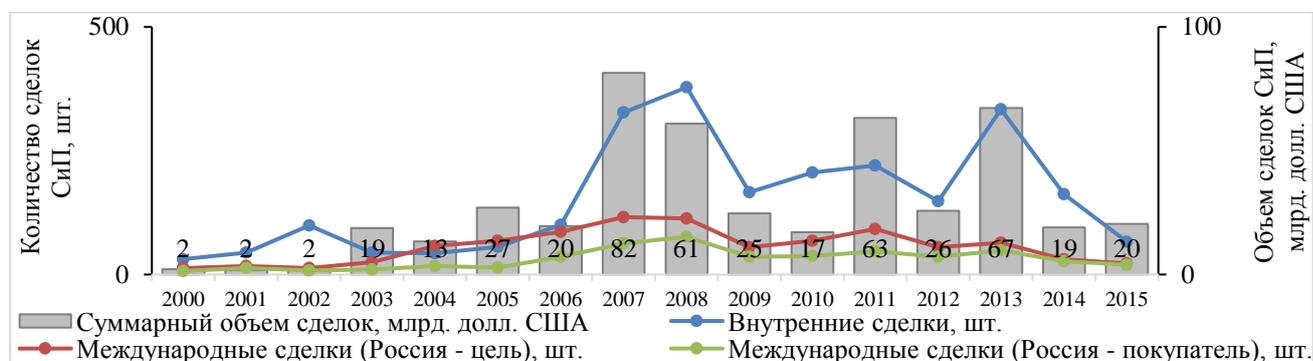


Рисунок 2.3.14 – Динамика структуры завершённых сделок СиП с участием компаний из России за период с 2000г. по 2015г.

Источник: составлено автором по данным терминала Блумберг (Bloomberg), (Дата обращения 18.09.2016г.)

В России также, как и в Индии является идентичной динамика объемов завершённых сделок СиП, однако с более выраженной амплитудностью в отличии от Индии. Максимальное значение завершённых с участием российских компаний сделок СиП пришлось на 2007г., достигнув пикового уровня в 82 млрд. долл. США. В последующие 3 года объём сделок СиП уменьшился

более чем в 6 раз до 17 млрд. долл. США. Период динамики сделок слияний и поглощений в 2013-2015гг. повторяет ее в период 2007-2010гг., однако природа этих временных интервалов разная. Если в первом случае на падение объемов сделок СиП в России повлиял общий для всех стран фактор – мировой финансовый кризис, то во втором случае – это уже исключительно специфический фактор, который связан со структурой экономики России, во много завязанной на стоимость углеводородного топлива, а также введенными санкциями, ограничивающими приток иностранного капитала в страну.

В структуре сделок СиП в России преобладают внутренние сделки, чей объем накопленным итогом за 16 лет составил 286,3 млрд. долл. США или 2 424 сделки. Тем не менее, непродолжительный период времени в течение 2004-2005гг. количество внутренних сделок уступило количеству сделок СиП, в которых компании из России были целями.

Говоря о международных сделках СиП, то на их долю за 2000г. по 2015г. пришлось около 36% в количественном измерении от общего объема сделок и 38%– в стоимостном выражении. Индекс предпочтения по числу сделок для России за рассматриваемый период составляет 0,55, по объему сделок данный показатель равен 0,98. В последнее время наблюдается приближение показателя индекса предпочтения к 1,0. Однако, в отличие от Китая это не связано с переходом на новый качественный уровень развития экономики, а связан с геоэкономическими и геополитическими эксцессами.

Абсолютное большинство сделок СиП с участием российских компаний в период с 2000г. по 2015г. было осуществлено в Европе – около 81% от общего объема. Следующим по значимости стал регион С. Америки, на долю которого пришлось около 13% за рассматриваемый период (Рисунок 2.3.15).

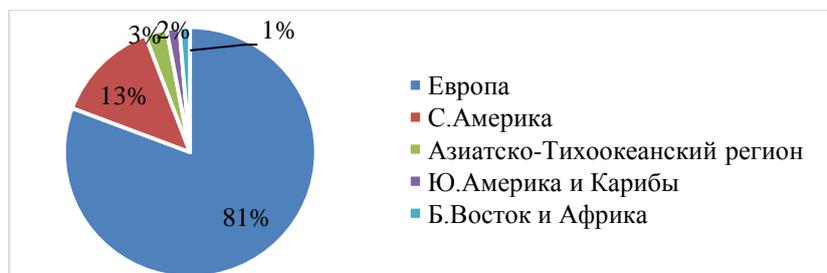


Рисунок 2.3.15 Региональная структура завершённых международных сделок СиП с участием компаний из России за период с 2000г. по 2015г

Источник: составлено автором по данным терминала Блумберг (Bloomberg), дата обращения (18.09.2016г.)

В секторальной разбивке подавляющее большинство сделок СиП с участием российских компаний происходит в энергетике и секторе основных материалов, 166 млрд. долл. США и 67 млрд. долл. США соответственно накопленным итогом за 16 лет (Таблица 2.3.6).

Таблица 2.3.6 – Отраслевая структура объема завершённых сделок слияний и поглощений с 2000г. по 2015г. (накопленным итогом) в России, млрд. долл. США

Отрасль	Объем	Отрасль	Объем
Энергетика	165,6	Сектор коммунальных услуг	40,2
Основные материалы	66,7	Потребительский нециклический	33,4
Промышленности	53,3	Потребительский циклический	18,1
Телекоммуникации	47,7	Диверсифицированный сектор	6,4
Финансы	42,2	Технологии	0,16

Источник: составлено автором по данным терминала Блумберг (Bloomberg), (Дата обращения 18.09.2016г.)

Не смотря на общую тенденцию в странах БРИКС связанную с отставанием числа и объемов сделок СиП в технологическом секторе, в России данная отрасль занимает более низкое положение в общей структуре по сравнению с остальными странами. Объем сделок в ней составил лишь около 160 млн. долл. США за 16 лет. В таблице 2.3.7 представлены топ 5 сделок СиП с участием российских компаний.

Таблица 2.3.7 – Топ 5 международных завершённых за 2000-2015гг. сделок слияний и поглощений с участием компаний из Индии (либо компания-покупатель, либо компания-цель)

Дата	Компания-цель	Компания-покупатель	Цена СиП, млрд. долл.	Отрасль
06.2011	Polyus PJSC	Polyus Gold Int (Казахстан)	7,33	Золото
03.2014	RWE Dea AG (Германия)	Alfa Group ZAO	7,09	Нефть и Газ
05.2009	Kyivstar GSM JSC	Vimpelcom PJSC	5,52	Телекоммуникации

	(Украина)			
05.2007	Lion ORE MiningInt (Канада)	MMC Norilsk Nickel PJSC	5,36	Никель, Вольфрам
10.2007	Unipro PJSC	E. ON SE (Германия)	4,56	Телекоммуникации

Источник: Составлено по данным терминала Блумберг (Bloomberg), (Дата обращения 18.09.2016г.)

Общее количество кросс-сделок СиП в рамках БРИКС с участием российских компаний либо в качестве покупателя, либо в качестве цели за период с 2000г. по 2015г. составило 44 сделки, что является наименьшим среди стран БРИКС показателем. При этом в 27 сделках СиП российские компании выступали в качестве цели.

Бразилия

Общее количество сделок слияний и поглощений с участием бразильских компаний в качестве покупателя или цели за период с 2000г. по 2015г. составило 4 249 сделок на сумму более 650 млрд. долл. США (Рисунок 2.3.16), ставя ее по этому показателю на второе место в рамках стран БРИКС после Китая.

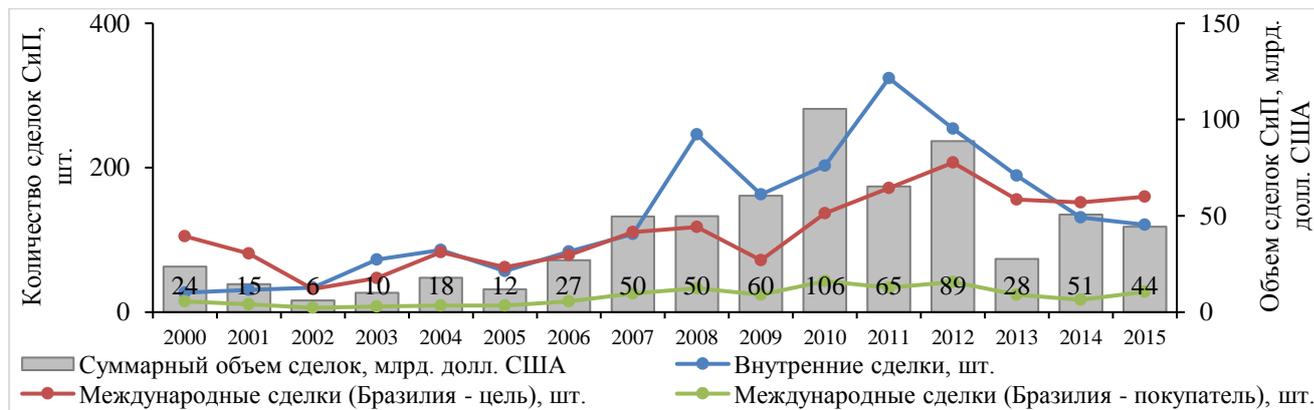


Рисунок 2.3.16 – Динамика структуры завершенных сделок СиП с участием компаний из Бразилии за период с 2000г. по 2015г

Источник: составлено автором по данным терминала Блумберг (Bloomberg), (Дата обращения 18.09.2016г.)

Динамика числа и объемов сделок СиП в Бразилии в целом похожа на ситуацию в России с преобладанием внутренних сделок и при этом с периодами, когда число внутренних сделок уступало числу международных сделок СиП, в которых бразильские компании выступали целями. Однако характерной особенностью бразильской динамики завершенных сделок СиП стало меньшее

влияние мирового финансового кризиса на объем сделок СиП по сравнению с Россией.

На долю внутренних сделок СиП в Бразилии за рассматриваемый период пришлось не многим более 50% по числу сделок или 57% по объему. На международные сделки пришлось соответственно менее 50% по числу или 43% по объему. Общее количество внутренних сделок СиП за период с 2000г. по 2015г. составило 2 131 сделка суммарным объемом 372 млрд. долл. США, число международных сделок – 3 313 сделки на сумму 282 млрд. долл. США.

Для Бразилии как в целом и для Китая с Россией характерно преобладание числа сделок, в которых компания из Бразилии является целью над числом сделок, где бразильские компании выступали в качестве покупателя. Рассчитанный индекс предпочтения за рассматриваемый период составил 0,87 по количеству сделок и 0,45 по объему сделок, что подтверждает данный тезис.

В региональной структуре международных сделок СиП с участием бразильских компаний преобладает регион Ю. Америка и Карибы, на долю которых приходится около 72% от общего стоимостного объема завершенных за 2000г. по 2015г. сделок СиП. Вторым по значению регионом является С. Америка с долей около 17% за рассматриваемый период (Рисунок 2.3.17).

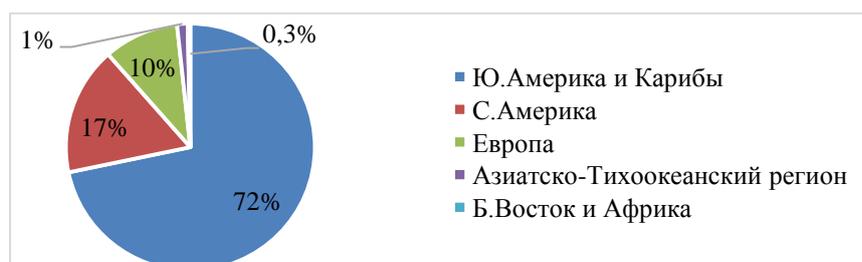


Рисунок 2.3.17 – Региональная структура завершенных международных сделок СиП с участием компаний из Бразилии за период с 2000г. по 2015г

Источник: составлено автором по данным терминала Блумберг (Bloomberg), (Дата обращения 18.09.2016г.)

Не смотря на определенную схожесть экономик России и Бразилии, которые во многом ориентируются на ресурсную составляющую, лидирующими отраслями, в которых было осуществлен наибольший объем сделок СиП с участием бразильских компаний принадлежит потребительскому нециклическому сектору, телекоммуникационному сектору и финансам,

122 млрд. долл. США, 109 млрд. долл. США и 102 млрд. долл. США соответственно (Таблица 2.3.8).

Таблица 2.3.8 – Отраслевая структура объема завершенных сделок слияний и поглощений с 2000г. по 2015г. (накопленным итогом) в Бразилии, млрд. долл. США

Отрасль	Объем	Отрасль	Объем
Потребительский нециклический	121,5	Промышленность	56,4
Телекоммуникации	108,8	Потребительский циклический	37,1
Финансы	101,9	Сектор коммунальных услуг	29,0
Основные материалы	100,6	Диверсифицированный сектор	8,1
Энергетика	84,8	Технологии	5,2

Источник: составлено автором по данным терминала Блумберг (Bloomberg), (Дата обращения 18.09.2016г.)

Как и в остальных странах БРИКС технологическая отрасль в секторальной структуре завершённых сделок СиП в Бразилии занимает последнее место, тем не менее, это значение на порядок выше, чем в России. В таблице 2.3.9 представлены топ 5 сделок СиП с участием бразильских компаний.

Таблица 2.3.9 – Топ 5 международных завершенных за 2000-2015гг. сделок слияний и поглощений с участием компаний из Индии (либо компания-покупатель, либо компания-цель)

Дата	Компания-цель	Компания-покупатель	Цена СиП, млрд. долл.	Отрасль
08.2006	Vale Canada, Ltd (Канада)	Vale SA	42,50	Медь
05.2010	Brasilcel NV	Telefonica SA (Испания)	9,56	Телекоммуникации
01.2000	Telefonica Brasil SA	Telefonica SA (Испания)	8,37	Телекоммуникации
10.2013	PT Portugal SGPS SA (Португалия)	Oi SA	8,06	Телекоммуникации
03.2004	Labatt North/South America (США)	Ciade Bebidas das Americas	7,14	Безалкогольные напитки

Источник: Составлено по данным терминала Блумберг (Bloomberg), (Дата обращения 18.09.2016г.)

Суммарное количество кросс-сделок СиП в рамках БРИКС с участием бразильских компаний либо в качестве покупателя, либо в качестве цели за период с 2000г. по 2015г. составило 64 сделки. При этом только в 6 сделках СиП бразильские компании выступали в качестве покупателя, это наименьший результат среди стран группы.

ЮАР

Суммарное количество сделок слияний и поглощений с участием компаний из ЮАР в качестве покупателя или цели за период с 2000г. по 2015г. составило 3 296 сделок на сумму более 231 млрд. долл. США (Рисунок 2.3.18).

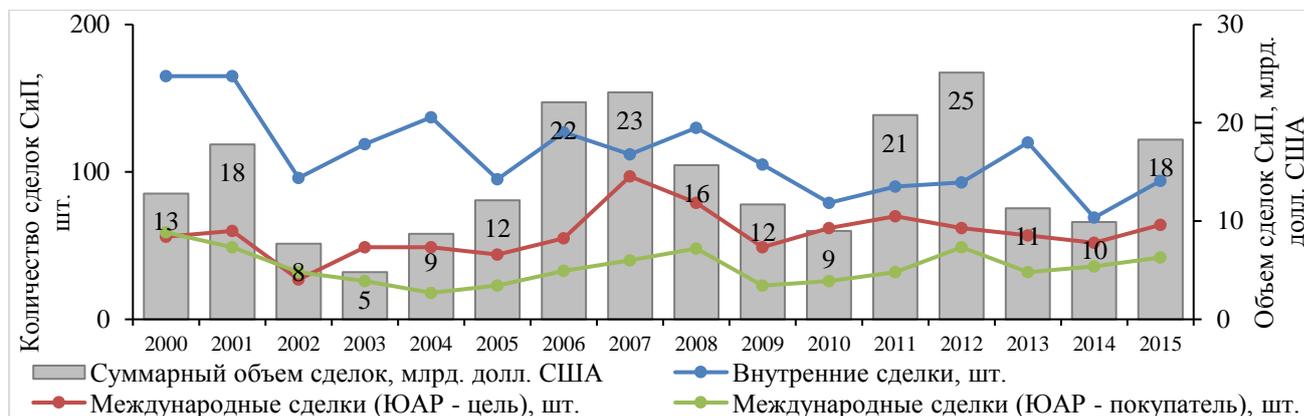


Рисунок 2.3.18 – Динамика структуры завершённых сделок СиП с участием компаний из ЮАР за период с 2000г. по 2015г.

Источник: составлено автором по данным терминала Блумберг (Bloomberg), (Дата обращения 18.09.2016г.)

Динамика объемов завершённых сделок СиП в ЮАР носит ярко выраженный волнообразный характер. Как и для большинства остальных стран группы БРИКС ЮАР в большей степени ориентируется на внутренние сделки СиП, на долю которых пришлось около 54% от общего числа сделок за рассматриваемый период или 44% от общего стоимостного объема. Тем не менее международные сделки СиП также занимают существенную часть – 46% по числу от общего количества и 56% по стоимостному объему.

Рассматривая международные сделки СиП с участием компаний из ЮАР, на которые пришлось в общей сложности 1 500 сделок на 128 млрд. долл. США, то большинство из них составляют сделки, где компании из ЮАР выступали в качестве цели. Индекс предпочтения компаний из ЮАР составляет за период с 2000г. по 2015г. 0,61 по числу сделок или 1,13 по объему. Не смотря на тот факт, что в зависимости от выбранной базы расчета меняется сущность предпочтений компаний из ЮАР в сделках СиП, целесообразнее принимать во внимание индекс исходя из расчета числа сделок, поскольку именно такой подход представляется наиболее обоснованным для описания тенденции.

В ЮАР так же, как и в остальных странах группы БРИКС наибольшая доля международных сделок СиП приходится на свой регион – Б. Восток и Африка, доля которого в общей структуре завершённых сделок СиП с участием компаний из ЮАР составляет около 52%. Вторым по значимости регионом, с компаниями из которого осуществляются международные сделки СиП с участием

южноафриканских компаний является Европа с долей порядка 28% (Рисунок 2.3.19).



Рисунок 2.3.19 – Региональная структура завершенных международных сделок СиП с участием компаний из ЮАР за период с 2000г. по 2015г

Источник: составлено автором по данным терминала Блумберг (Bloomberg), (Дата обращения 18.09.2016г.)

В отраслевом разрезе компании из ЮАР в сделках СиП ориентируются на финансовый сектор и отрасль основных материалов, 57 млрд. долл. США и 52 млрд. долл. США соответственно накопленным итогом за период с 2000г. по 2015г. (Таблица 2.3.10).

Таблица 2.3.10 – Отраслевая структура объема завершенных сделок слияний и поглощений с 2000г. по 2015г. (накопленным итогом) в Бразилии, млрд. долл. США

Отрасль	Объем	Отрасль	Объем
Финансы	56,9	Промышленность	20,5
Основные материалы	52,0	Диверсифицированный сектор	7,6
Потребительский нециклический	32,6	Энергетика	6,3
Потребительский циклический	27,8	Технологии	3,4
Телекоммуникации	20,6	Сектор коммунальных услуг	1,8

Источник: составлено автором по данным терминала Блумберг (Bloomberg), (Дата обращения 18.09.2016г.)

На долю технологического сектора в общей отраслевой структуре осуществленных сделок СиП компаниями из ЮАР пришлось около 1,5%, что также является низким уровнем, тем не менее, также на порядок выше чем в России. В таблице 2.3.11 представлены топ 5 сделок СиП с участием южноафриканских компаний.

Таблица 2.3.11 – Топ 5 международных завершенных за 2000-2015гг. сделок слияний и поглощений с участием компаний из Индии (либо компания-покупатель, либо компания-цель)

Дата	Компания-цель	Компания-покупатель	Цена СиП, млрд. долл.	Отрасль
05.2006	Investcom Llc (ОАЭ)	MTN Group, Ltd	5,26	Телекоммуникации
05.2005	Barclays Africa Group, Ltd	Barclays Plc (Великобритания)	4,81	Банки
02.2007	Edgars Consolidated Store, Ltd	Bain Capital Fund (США)	3,67	Ритейл
11.2005	Venfin Pty, Ltd	Vodafone Group, Ltd	3,14	Телекоммуникации

		(Великобритания)		
05.2015	New Look Retail Group, Ltd (Великобритания)	Brait SE	2,81	Ритейл

Источник: Составлено по данным терминала Блумберг (Bloomberg), (Дата обращения 18.09.2016г.)

Суммарное количество кросс-сделок СиП в рамках БРИКС с участием южноафриканских компаний либо в качестве покупателя, либо в качестве цели за период с 2000г. по 2015г. составило 80 сделок. При этом только в 32 сделках СиП южноафриканские компании выступали в качестве покупателя.

Выводы по второй главе

1. Как показал анализ приток прямых иностранных инвестиций в развивающиеся страны, в том числе и группы БРИКС, сопоставим по объемам с притоком прямых иностранных инвестиций в развитые страны. Однако большая часть иностранного капитала, поступающего в страны группы БРИКС, приходится на страны, не входящие в объединение.
2. Статистический анализ также показал, что приток прямых иностранных инвестиций в страны группы БИРКС оказывает положительное влияние на динамику роста их национальных, при этом наибольшая положительная зависимость характерна для Китая, а наименьшая для ЮАР.
3. Дана оценка инвестиционной привлекательности стран группы БРИКС, а также рассмотрены отличительные черты каждой из стран объединения в отношении проводимой ими политики по привлечению ПИИ. Сделан вывод, что группа в целом нацелена на реализацию либеральной инвестиционной политики в отношении зарубежных инвесторов. Однако при этом на законодательном уровне правительствами стран БРИКС выделяется ряд стратегических отраслей, вход на которые иностранным инвесторам ограничен или вовсе запрещен. Кроме этого обнаружена характерная особенность к интенсификации странами протекционистских мер в сфере ПИИ в период мирового финансового кризиса 2008-2009гг.
4. Проанализированы динамика и структура сделок слияний и поглощений в странах группы БРИКС. Сделан вывод, что в рамках стран группы БРИКС

объем внутренних сделок превышает объем международных сделок СиП. В рамках международных сделок СиП БРИКС обнаружена тенденция, что, начиная с 2007г. (за исключением 2011г.) компании из стран группы БРИКС в денежном объеме являются нетто покупателями, в то время как до 2007г. – были нетто целями.

5. Рассматривая более подробно внутренние в рамках группы БРИКС сделки СиП, было обнаружено, что абсолютно большая часть из этих сделок является национальными в рамках отдельной страны, в то время как на кросс-сделки приходится крайне низкая доля. Доля кросс-сделок, выраженная в стоимостном объеме, на пике составляла около 1% от внутренних в рамках БРИКС сделок СиП, аналогичное значение, выраженное в количестве сделок, составляло около 8%.
6. Была проанализирована динамика кросс-сделок СиП в рамках БРИКС. На основе статистических данных сделан вывод, что активная фаза взаимных сделок началась после мирового финансового кризиса, в то время как до него динамика кросс-сделок в БРИКС была низкой. Кроме этого на основе полученных данных о кросс-сделках СиП в БРИКС, был сформулирован и апробирован индекс предпочтения, согласно которому компании из Бразилии, России и ЮАР в основном выступают в качестве целей, в то время как компании из Китая и Индии в качестве покупателей во взаимных кросс-сделках СиП.
7. Ключевыми отраслями, в которых осуществляются сделки СиП компаниями из стран группы БРИКС, являются финансовый и энергетический сектора, при этом самой отстающей отраслью стала технологическая. Также была обнаружена тенденция, что компании из стран группы БРИКС в рамках осуществления международных сделок СиП предпочитают идентичные своему происхождению географический регион, что, может быть объяснено более низкими транзакционными издержками во время осуществления корпоративной сделки.

ГЛАВА 3. ОЦЕНКА ЭФФЕКТИВНОСТИ СДЕЛОК СЛИЯНИЙ И ПОГЛОЩЕНИЙ В СТРАНАХ ГРУППЫ БРИКС

3.1. Методология оценки эффективности сделок слияний и поглощений и влияние на нее акционерной структуры собственности

Существует несколько способов для оценки эффективности того или иного корпоративного события. Однако одним из наиболее популярных среди исследователей способом оценки влияния конкретного события является метод накопленной избыточной доходности. К таким событиям могут относиться: объявления о сделках слияния и поглощения, выплате дивидендов, выпуске нового долга, осуществлении обратного выкупа и другие.

Данный метод основан на предположении о средней информационной эффективности фондового рынка. Это положение предполагает, что рыночная стоимость акций конкретной компании включает в себя историческую информацию, а также всю публичную информацию в текущий момент времени.¹¹¹ Таким образом, в стоимости акции заложены все потенциальные преимущества, которые могут возникнуть в результате осуществления определенного события, в данном случае сделки СиП.

Применительно к оценке эффективности сделок слияний и поглощений суть метода заключается в следующем: рассчитывается доходность акций компании-цели или компании-покупателя (в зависимости от целей и задач конкретного исследования) на временном отрезке (окне события), который окружает момент объявления сделки. Далее этот результат сравнивается с нормальной доходностью, т.е. с той гипотетически определенной доходностью, которая была бы в случае отсутствия данного события.

¹¹¹Fama E. Efficient capital markets: a review of theory and empirical work // Journal of Finance. 1970. Vol. 25.P. 383–417.

Среди исследователей нет единого мнения о том, какую длину окна события необходимо применять для получения наиболее адекватных результатов. В работах, посвященных оценке эффективности сделок слияний и поглощений можно встретить следующие варианты длины окна события:

- -1; +1 – S. Deshpande et al., 2012.¹¹²
- -2; +2 – O. Bertrand, M. Betschinger, 2012.¹¹³
- -5; +5 – S. Bhagat et al., 2011.¹¹⁴
- -10; +10 – Lowinski et al., 2004.¹¹⁵
- -20; +20 – Ивашковская И.В., Шамраева С.А., 2010.¹¹⁶
- -30; +30 – M. Campa, I. Hernando, 2004.¹¹⁷
- -50; +50 – R. Kohli, B. Mann, 2012.¹¹⁸

Кроме этого окно события необязательно должно быть симметричным. Так в некоторых работах применяются такие окна событий как 0; +1, 0; +5, -2; +1 и другие.¹¹⁹¹²⁰ Стоит заметить, что результаты исследования могут существенным образом отличаться друг от друга в зависимости от выбранной длины окна.

Преимуществом выбора длинного окна события является тот факт, что это позволяет учесть влияние всех эффектов на стоимость актива от данного события, в том числе и инсайдерской информации, которая в большей степени присуща развивающимся рынкам капитала. Однако при этом данные на более длинном периоде подвержены большему шуму.

¹¹²Deshpande S., Svetina M., Zhu P. Analyst Coverage of Acquiring Firms and Value Creation in Cross-Border Acquisitions // *Journal of Multinational Financial Management*. 2012. Vol. 22.P. 212–229.

¹¹³Bertrand O., Betschinger M. Performance of domestic and cross-border acquisitions: Empirical evidence from Russian acquirers // *Journal of Comparative Economics*. 2012. Vol. 40.P. 413–437.

¹¹⁴Bhagat S., Malhotra S., Zhu P. Emerging country cross-border acquisitions: Characteristics, acquirer returns and cross-sectional determinants // *Emerging markets review*. 2011. Vol. 12. P. 250–271.

¹¹⁵Lowinski F., Schiereck D., Thomas T. The effects of cross-border acquisitions on shareholder wealth: Evidence from Switzerland // *Review of Quantitative Finance and Accounting*. 2004. Vol. 22.P. 315–330.

¹¹⁶Ивашковская И.В., Шамраева С.А. Эффективность международных сделок слияний и поглощений компаний с развивающихся рынков капитала: эмпирический анализ // *Корпоративные финансы*. 2010. № 4.С. 5–17.

¹¹⁷Campa M., Hernando I. Mergers and acquisitions performance in the European financial industry // *Journal of Finance*. 2005. Vol. 5.P. 119–138.

¹¹⁸Kohli R., Mann B. Analyzing determinants of value creation in domestic and cross-border acquisitions in India // *International Business Review*. 2012. Vol. 21. P. 998–1016.

¹¹⁹Cakici N., Hessel C., Tandon K. Foreign Acquisitions in the United States and the Effect on Shareholder Wealth // *Journal of International Financial Management and Accounting*. 1991. Vol. 3.P. 39–60.

¹²⁰Liargovas P. The Impact of Mergers and Acquisitions on the Performance of the Greek Banking Sector: An Event Study Approach // *International Journal of Economics and Finance*. 2011. Vol. 3.P. 89–100.

Поэтапный процесс расчета накопленной избыточной доходности был предложен в работе А. Маккинлая (А. MacKinlay) в 1997.¹²¹ После того как определены дата события, его окно, а также критерии формирующие итоговую выборку компаний необходимо рассчитать ожидаемую нормальную доходность, которая требуется для вычисления избыточной доходности.

$$AR_{jt} = R_{jt} - E(R_{jt} | X_t), \text{ где} \quad (1)$$

AR_{jt} – избыточная доходность

R_{jt} – фактическая доходность

$E(R_{jt} | X_t)$ – ожидаемая нормальная доходность

Существует три основных способа для моделирования ожидаемой нормальной доходности: простая средняя, рыночная модель и скорректированная рыночная модель.¹²²

Простая средняя

При данном способе выбирается предшествующий период или т.н. «чистый период», в котором нет информации, так или иначе относящейся к исследуемому событию, и рассчитывается средняя дневная доходность. Так, например, для окна события (-40; +40) и чистого периода 200 дней (-41; -240) ожидаемая нормальная доходность определяется по следующей формуле:

$$E(R_{jt} | X_t) = \bar{R}_j = \frac{\sum_{t=-240}^{-41} R_{jt}}{200}, \text{ где} \quad (2)$$

\bar{R}_j – простая средняя доходность

R_{jt} – дневная доходность на предшествующем периоде

Рыночная модель

Данная модель основывается на предположении о наличии линейной взаимосвязи между ожидаемой доходностью акций компании и доходностью рыночного портфеля. В соответствии с рыночной моделью доходность акции

¹²¹MacKinlay A. Event studies in economics and finance // Journal of Economic Literature. 1997. Vol. 35.P. 13–39.

¹²² McWilliams A., Siegel D., Teoh S.H. Issues in the Use of the Event Study Methodology: A Critical Analysis of Corporate Social Responsibility Studies // Organizational Research Methods. 1999. Vol. 2.P. 340–365.

зависит не только от доходности рыночного портфеля, но также и от условий, относящихся к систематическому риску, который является уникальным для каждой фирмы.

В соответствии с данным подходом, все влияние на доходность акции компании может быть разделено на две части. Первая часть – макроэкономические факторы, оказывающие влияние на все компании, к их числу относится изменение процентных ставок, колебание цен на рынке сырьевых товаров и другие. Вторая часть – специфические факторы, которые оказывают влияние на конкретную компанию, к ним относится качество управления (менеджмента), проводимая дивидендная политика, объявление корпоративной транзакции и другие.

Рыночная модель утверждает, что влияние систематического риска во взаимосвязи между доходностью рыночного портфеля и доходностью акции компании отражается в бета коэффициенте. В результате ожидаемая доходность акции может быть рассчитана по средствам простой линейной регрессионной модели.

$$E(R_{jt} | X_t) = \alpha_i + \beta_i * R_{m,t} + \varepsilon_{i,t}, \text{ где} \quad (3)$$

$R_{m,t}$ – доходность рыночного портфеля в день t

α_i – константа

β_i – систематический риск акций компании i

$\varepsilon_{i,t}$ – случайная ошибка

Скорректированная рыночная модель

Данная модель наиболее простая. В соответствии с ней ожидаемая нормальная доходность актива равна доходности рыночного портфеля в данный временной период.

$$E(R_{jt} | X_t) = R_{m,t} \quad (4)$$

Для большинства случаев перечисленные методы расчета ожидаемой нормальной доходности актива дают схожие результаты.¹²³

На следующем шаге определяется средняя избыточная доходность по всей выборки.

$$AR_t = \frac{\sum_j r_{jt}}{N}, \text{ где} \quad (5)$$

N – количество компаний в выборке

В завершении рассчитывается кумулятивная избыточная доходность.

$$CAR = \sum_{t=-m}^m AR_t, \text{ где} \quad (6)$$

m – граница окна события

В случае если полученное значение кумулятивной избыточной доходности превышает ноль, то можно сделать вывод о положительном влиянии исследуемого события (объявление сделки слияния и поглощения) на стоимость компании, при этом предварительно необходимо проверить статистическую значимость полученного результата.

Однако данный метод оценки эффективности сделок слияний и поглощений наряду с неоспоримыми преимуществами имеет и ряд своих недостатков. В частности, Хусаинов З.И. отмечает следующие трудности, с которыми можно столкнуться, используя данный метод для оценки эффективности сделок слияний и поглощений.¹²⁴

Во-первых, применение различной длины окна события, а также длины периода при оценке параметров модели могут привести к существенным смещениям в результатах исследования.

Во-вторых, метод избыточной накопленной доходности компаний не учитывает такие факторы как мотивы осуществления слияний и поглощений, а

¹²³Weston F., Mitchell M., Mulherin J. Takeovers, Restructuring and Corporate Governance. 4th ed. N.J.: Prentice Hall, Upper Saddle River, 2003. P. 720.

¹²⁴ Хусаинов З.И. Оценка эффективности сделок слияний и поглощений: Интегрированная методика // Корпоративные финансы. 2008. № 1.С. 12–33.

также степень операционной интеграции компаний, которые могут сильно повлиять на эффективность данной сделки.

В-третьих, данный метод может использоваться только для торгуемых публичных компаний.

В-четвертых, при использовании метода избыточной накопленной доходности есть риск влияния других корпоративных новостей на доходность акций компании.

В силу приведенных ограничений с целью повышения робастности итоговых результатов многие авторы в ходе исследований тестируют свои гипотезы для разных окон событий и оценочных периодов, что позволяет в определенной степени сгладить отрицательные эффекты данного метода.^{125 126} Кроме этого для подтверждения значимости полученных закономерностей используются и иные методы.

Так, другим достаточно популярным методом исследования эффективности сделок слияний и поглощений наряду с накопленной избыточной доходностью является анализ финансовых показателей или, как его еще называют, бухгалтерский подход.

В данном подходе изучается публикуемая финансовая отчетность компаний до и после сделки слияния и поглощения. В результате анализируется, как изменяются определенные финансовые показатели деятельности компании. При этом в разных работах акцентируется внимание на различных критериях, часть из которых представлена ниже:

- ROA (от англ. Return on Assets) – доходность активов;
- ROE (от англ. Return on Equity) – доходность на собственный капитал;
- Темп роста выручки;

¹²⁵Du M., Boateng A. State ownership, institutional effects and value creation in cross-border mergers & acquisitions by Chinese firms // *International Business Review*. 2014. Vol. 24. P. 430–442.

¹²⁶Eije H., Wiegerinck H. Shareholders' reactions to announcements of acquisitions of private firms: Do target and bidder markets make a difference? // *International Business Review*. 2010. Vol. 19. P. 360–377.

- Отношение показателя EBITDA (от англ. Earnings before interests, taxes, depreciation, amortization) – доход до уплаты процентов, налогов, амортизации к выручке;
- Операционный денежный поток и другие.

Как правило, при использовании бухгалтерского подхода сравниваются финансовые показатели двух идентичных компаний из одной отрасли, при этом одна из них завершила сделку слияния и поглощения, а у другой такого опыта не было. Это позволяет сравнить влияние корпоративной транзакции на результативность функционирования компании.

Преимуществом данного метода можно назвать определенную достоверность данных, поскольку отчетность компаний в большинстве случаев является аудируемой, что теоретически должно исключать риск возможных махинаций с ней. Также, поскольку отчетность компаний используются инвесторами для оценки компаний, по изменению в финансовой отчетности можно косвенно оценить создаваемую добавленную стоимость от сделки.

Однако описанный метод также имеет ряд своих недостатков.¹²⁷

Во-первых, результаты, как отмечается в работе полученные с использованием данного метода, во многом зависят от эффективности компании в прошлом и кроме этого не учитывают ожидания относительно будущих возможностей для компании вследствие проведенной сделки слияния и поглощения

Во-вторых, существуют проблема сопоставимости данных, поскольку компания с течением времени может менять свою политику учета, да и сами стандарты бухгалтерского учета не стоят на месте. Также будет тяжело сопоставить компании из разных стран, где применяются различные стандарты бухгалтерской отчетности.

¹²⁷Хусаинов З.И. Оценка эффективности сделок слияний и поглощений: Интегрированная методика // Корпоративные финансы. 2008. № 1.С. 12–33.

В-третьих, при использовании бухгалтерского метода проблематично решается вопрос корректного учета нематериальных активов в связи с этим компании из высокотехнологичных отраслей рассматриваются редко.

В-четвертых, на результаты, полученные данным методом сильно влияют макроэкономические показатели, которые зачастую не всегда адекватно учитываются при формировании бухгалтерской отчетности.

В-пятых, на полученные результаты сильно влияет выбор финансовых показателей для оценки эффективности сделок слияний и поглощений.

Кроме рассмотренных методов оценки сделок слияний и поглощений существуют еще и другие, такие как метод на основе анализа отдельных ситуаций (от англ. *Clinical studies*), метод опросов (от англ. *Surveys of executives*) и метод, основанный на экономической добавленной стоимости (от англ. *Economic value added Approach*). Однако данные методы встречаются значительно реже в исследовательских работах.

На эффективность сделок слияний и поглощений влияет множество факторов, которые могут быть объединены в три группы: факторы, связанные со структурой капитала, качеством корпоративного управления и структурой акционерного капитала. Эти группы объединены в финансовую архитектуру компании, концепция которой была предложена С. Майерсом (S. Myers) в 1998г. Она подразумевает под собой изменяющийся финансовый облик бизнеса, охватывающий собственность, организационно-правовую форму, стимулы, способы финансирования и распределения рисков между инвесторами.¹²⁸

Изучение акционерной структуры собственности представляется наиболее интересным аспектом, связанным со сделками слияний и поглощений, поскольку разные авторы, приходят зачастую к противоположным результатам ее влияния на эффективность в зависимости от того какая страна или регион выбраны для анализа или какой временной период рассматривается.

Существует ряд исследований, которые посвящены оценке влияния между финансовой архитектуры и эффективностью деятельности компании.

¹²⁸Myers S. Financial architecture // *European Financial Management*. 1999. Vol. 5. P. 133–141.

Всесторонний анализ данного вопроса осуществили И. Ивашковская и А. Степанова, путем оценки влияния всех трех компонентов финансовой архитектуры (структура собственности, структура капитала и качество корпоративного управления) на эффективность деятельности компании.¹²⁹¹³⁰

Для целей эмпирического исследования авторы в качестве показателя эффективности компании использовали переменную Q-Тоббина на выборке из развитых и развивающихся стран. Полученные результаты помимо прочих подтвердили гипотезу о положительной взаимосвязи эффективности компании с ростом доли менеджмента в структуре собственности, а также продемонстрировали отрицательное влияние на эффективность наличия государства и аффилированных с ним компаний в акционерном капитале.

Другое исследование в рамках данной тематики было посвящено оценке влияния финансовой архитектуры на эффективность компании в кризисный период на развивающихся рынках капитала. В работе также М. Масленникова и А. Степанова в качестве количественной характеристики эффективности использовали коэффициент Q-Тоббина. Авторы рассмотрели кризисный 2008 год на примере бразильских и российских компаний.¹³¹¹³²

Результаты исследования подтвердили первоначальное предположение об отрицательном влиянии концентрации собственности в кризисный период на эффективность деятельности компании. Также авторами была обнаружено значимое влияние структуры капитала на эффективность деятельности компании, которое, однако, при этом отличалось между собой для России и Бразилии. Так, для российских компаний выявлено отрицательное влияние значения уровня долга на коэффициент Q-Тоббина в кризисный период, в то время как для бразильских оно является наоборот положительным.

¹²⁹Ивашковская И.В., Степанова А.Н. Структура собственности и ее влияние на стратегическую эффективность компаний // Корпоративные финансы. 2009. № 2.С. 5–21.

¹³⁰Ivashkovskaya I., Stepanova A. Does strategic corporate performance depend on corporate financial architecture? Empirical study of European, Russian and other emerging market's firms // Journal of Management and Governance. 2011. Vol. 15. P. 603–616.

¹³¹Масленникова М.А., Степанова А.Н. Влияние структуры собственности на эффективность деятельности на примере российских и бразильских компаний // Корпоративные финансы. 2010. № 3.С. 35–46.

¹³²Степанова А. Влияние финансовой архитектуры компании на ее стратегическую эффективность // Финансы и кредит. 2009.С. 38–45.

Кроме упомянутых исследований в других работах рассматривается иной аспект, а именно влияние структуры собственности как компонента финансовой архитектуры уже не на всю деятельность компании, а на конкретный ее элемент. В частности, В. Удальцов на выборке из российских компаний оценил влияние структуры собственности, ее концентрации, типа собственников на уровень инвестиционной активности компании.¹³³

В своих результатах автор показал, что рост доли руководителя в пределах до 7% в структуре собственности положительно влияет на уровень капитальных вложений. Однако при этом данный положительный эффект полностью нивелируется и становится отрицательным при дальнейшем увеличении доли акционерного капитала руководителя в границах от 7% до 25%. Такую ситуацию автор связывает с так называемой теорией «окапывания». Руководитель становится достаточно значимым собственником и его сложно сместить с занимаемой позиции, вследствие чего он уже с меньшим рвением и энтузиазмом начинает работать, уменьшая долю инвестиций.

С дальнейшим увеличением доли руководителя от 25% до 50% в структуре собственности наблюдается положительное влияние на величину инвестиционных вложений. Теория «окапывания» на данном уровне перестает работать, поскольку столь значительная доля руководителя в акционерном капитале, скорее всего, подразумевает, что он является одним из основателей компании и напрямую заинтересован в росте стоимости компании, в том числе через рост капитальных вложений.

Согласно теории транзакционных издержек управленческой собственности и стоимости фирмы, отклонение от оптимальной структуры собственности ведет к уменьшению стоимости фирмы. В частности, существуют две научные школы, которые по-разному смотрят на эту проблему. Одна из них утверждает, что структура собственности – это экзогенная величина, другая же полагает, что это – эндогенная. Сторонники экзогенной теории Р. Морк (R. Morck), А. Шлейфер

¹³³Удальцов В.Е. Влияние структуры собственности на инвестиционную активность российских компаний // Аудит и финансовый анализ. 2008. № 5. С. 2–13.

(A. Shleifer), Д. МакКонелл (D. McConnell) и др. обнаружили значимую нелинейную взаимосвязь между структурой собственности и стоимостью фирмы. В то время как приверженцы другого подхода Д. Демзэтс (D. Demsetz), Х. Химмельбергетал (H. Himmelberg et al) и др. утверждают, что эмпирическая взаимосвязь между структурой собственности и стоимостью фирму является незначимой.^{134 135}

Кроме этого еще одним из важных аспектов, связанных со структурой собственности, является обострение агентского конфликта между крупными и небольшими инвесторами, который особенно актуален для развивающихся рынков капитала, где качество корпоративного управления все еще находится на невысоком уровне развития.

Другой проблемой является корпоративный конфликт между менеджментом и акционерами, который может стать причиной провала сделки слияния и поглощения, свидетельствуя о несбалансированной структуре собственности.¹³⁶

Основными характеристиками структуры собственности, которые исследуются в работах, посвященных оценке эффективности сделок слияний и поглощений для компании-покупателя, являются следующие:

- Концентрация собственности;¹³⁷
- Наличие институционального инвестора;¹³⁸
- Государственное участие;^{139 140}
- Семейная структура/непубличная компания;¹⁴¹

¹³⁴Morck R., Shleifer A., Vishny R. Do Managerial Objectives Drive Bad Acquisitions? // The Journal of Finance. 1990. Vol. 45. P. 31–48.

¹³⁵Shleifer A., Vishny R. A survey of corporate governance // Journal of finance. 1997. Vol. 19.P. 737–783.

¹³⁶ Andre P., Ben-Amar W. Family Ownership, Agency Problems, Corporate Governance and Acquiring Firm Shareholder Wealth: Evidence from Acquisitions of New Economy Firms // Journal of finance. 2008.Vol. 41.P. 465–478.

¹³⁷Francoeur C., Rakoto P. Ownership structure, earnings management and acquiring firm post-merger market performance Evidence from Canada // International Journal of Managerial Finance. 2012. Vol. 8.P. 100–119.

¹³⁸Ben-Amar W., Boujenoui A., Francoeur C. CEO Attributes, Board Composition and Acquirer Value Creation: A Canadian Study // Canadian Journal of Administrative Sciences. 2011. Vol. 28.P. 480–492.

¹³⁹Bena J., Li K. Ownership and International Mergers and Acquisitions // Journal of Business. 2013. Vol. 28. P. 185–200.

¹⁴⁰Du M., Boateng A. State ownership, institutional effects and value creation in cross-border mergers & acquisitions by Chinese firms // International Business Review. 2014. Vol. 24. P. 430–442.

¹⁴¹Shim J., Okamuro H. Does ownership matter in mergers? A comparative study of the causes and consequences of mergers by family and non-family firms // Journal of Banking & Finance. 2011. Vol. 35.P. 193–203.

- Наличие иностранного инвестора.¹⁴²

Рассматривая различные преимущества и недостатки, связанные с концентрацией собственности или наоборот слишком сепарированной ее структурой, можно отметить следующие из них.

С одной стороны, наличие якорного или блокирующего акционера может являться хорошим механизмом для элиминации или, по крайней мере, уменьшения агентского конфликта. Это связано с тем, что данный собственник имеет больше стимулов и, что не менее важно, ресурсов необходимых для эффективного мониторинга и гарантирования максимизации стоимости фирмы.^{143 144}

Однако в то же время наличие такого собственника может привести к конфликту с миноритарными акционерами, поскольку, в некоторой степени, такое распределение прав собственности предоставляет доминанту не нести в полной мере издержки связанные с тем или иным решением и действовать в своих собственных интересах.¹⁴⁵

Кроме этого, как отмечают в своей работе В. Шульц (W. Schulze), Х. Лубаткин (H. Lubatkin), Р. Дино (R. Dino) концентрированная структура собственности, особенно в бизнесе семейного типа, может накладывать ограничения в части привлечения более квалифицированных сторонних специалистов на позиции топ-менеджеров компании.¹⁴⁶ Также высокая концентрация собственности в таких компаниях, как показывают другие исследования, может привести к падению эффективности вследствие отказа от потенциально успешных и выгодных сделок СиП.

В другой работе С. Баумика (S. Bhaumik) и Е. Селарка (E. Selarka) проведенной на выборке из 123 сделок слияний и поглощений на корпоративном

¹⁴²Andriosopoulos D., Yang S. The impact of institutional investors on mergers and acquisitions in the United Kingdom // Journal of Banking and Finance. 2014. Vol. 50. P. 547–561.

¹⁴³Francoeur C., Rakoto P. Ownership structure, earnings management and acquiring firm post-merger market performance Evidence from Canada // International Journal of Managerial Finance. 2012. Vol. 8.P. 100–119.

¹⁴⁴Yen T., Andre P. Ownership structure and operating performance of acquiring firms: The case of English-origin countries // Journal of economics and business. 2007. Vol. 59.P. 380–405.

¹⁴⁵Davies J., Hillier D., Mccolgan P. Ownership structure, managerial behavior and corporate value // Journal of Corporate Finance. 2005. Vol. 11.P. 645–660.

¹⁴⁶Schulze W., Lubatkin H., Dino R. Agency relationships in family firms: Theory and evidence // Organization Science.2001. Vol. 12. P. 99–116.

рынке капитала Индии за период с 1995г. по 2004г. авторы доказали, что избыточная накопленная доходность положительна и статистически значима для компаний-покупателей, чья акционерная структура собственности является концентрированной.¹⁴⁷ Значение CAR для окон события (-1; +1) и (10; +10) составляет 0,8% и 2,1%. В то же время для компаний-покупателей, которыми владеет широкое число акционеров, значение CAR для окон события (-1; +1) и (10; +10) является отрицательным и статистически значимым -12,4%; -2,4% соответственно. Полученные результаты позволяют сделать вывод, что наличие узкого числа крупных акционеров в структуре собственности компании-покупателя позволяет сгладить агентский конфликт. Собственники, в чьих руках находятся крупные доли акционерного капитала компании-покупателя, могут сами принимать стратегические и управленческие решения, что, характерно для рынка капитала Индии.

Влияние институционального инвестора на эффективность сделок слияний и поглощений рассматривалось многими исследователями, которые доказали существенное положительное влияние данной характеристики структуры собственности. Полученные результаты могут быть объяснены тем фактом, что наличие институционального инвестора усиливает контроль над менеджментом компании.

Государственное участие в процессе непосредственного управления компанией в большей мере свойственно развивающимся рынкам капитала, страны группы БРИКС не являются исключением, где данный факт встречается достаточно часто. Работы, проведенные на различных развивающихся рынках, свидетельствуют о неоднозначности влияния государства в акционерном капитале.^{148 149} Так, с одной стороны, наличие государства в структуре собственности неизбежно привносит политические цели в процесс корпоративного принятия решений, в том числе и в осуществление сделок

¹⁴⁷Bhaumik S. K., Selarka E. Does ownership concentration improve M&A outcomes in emerging markets? Evidence from India // *Journal of Corporate Finance*. 2012. Vol. 18. P. 717–726.

¹⁴⁸Sun Q., Tong W., Tong J. How does government ownership affect firm value? Evidence from China's privatization experience // *Journal of Business Finance and Accounting*. 2002. Vol. 29. P. 1–27.

¹⁴⁹Wei Z., Xie F., Zhang S. Ownership structure and firm value in China's privatized firms // *Journal of Financial Quantitative Analysis*. 2005. Vol. 40. P. 87–108.

слияния и поглощения, что может негативно отразиться на них. Однако с другой стороны государственное участие на развивающихся рынках может привести к преференциальному режиму со стороны правительства, тем самым положительно влияя на стоимость компании, в том числе и через процесс осуществления сделок слияния и поглощения. Кроме этого государственное участие напрямую связано с таким аспектом как национальная безопасность.

В другой работе исследователи Дж. Бена (J. Vena) и К. Ли (K. Li) рассмотрели сделки слияний и поглощений, проводившиеся с 1998 по 2011 гг. в странах группы БРИКС и пришли к выводу, что государство играет существенную роль в процессе создания стоимости компании во время осуществления сделки.¹⁵⁰

Работ, изучающих эффект влияния семейной структуры (или другими словами частной структуры) на эффективность сделок слияний и поглощений не так много. В исследовании Дж. Шим (J. Shim) и Х. Окамура (H. Okamuro) авторы сравнивают эффект осуществления сделок слияния и поглощения между публичной компанией и семейной/непубличной компанией на Японском рынке капитала.¹⁵¹

Исследователи обнаружили, что в случае с семейными/непубличными компаниями по сравнению с публичными процесс осуществления сделок слияний и поглощений ведет к более низкой операционной эффективности. Несмотря на тот факт, что страх потерять контроль в случае с непубличной компанией заставляет ее менеджмент/руководство осуществлять такие сделки, которые практически полностью гарантировали бы получение прибыли, тем самым нивелируя эффект от риска потери контроля, в среднем, согласно исследованию, непубличные компании получают меньший эффект чем, наоборот, публичные.

В работе Д. Андриосопулос (D. Andriosopoulos) и С. Янг (S. Yang) одной из тестируемых гипотез является следующая, а именно наличие иностранного

¹⁵⁰Bena J., Li K. Ownership and International Mergers and Acquisitions // Journal of Business. 2013. Vol. 28. P. 185–200.

¹⁵¹Shim J., Okamuro H. Does ownership matter in mergers? A comparative study of the causes and consequences of mergers by family and non-family firms // Journal of Banking & Finance. 2011. Vol. 35.P. 193–203.

собственника положительно влияет на эффективность сделок слияний и поглощений.¹⁵² В защиту данного утверждения авторами приводятся следующие аргументы: иностранный инвестор выступает в качестве альтернативного источника финансирования, что может способствовать экономическому росту за счет снижения стоимости внешних источников капитала, а также посредством улучшения качества получаемой информации на внутреннем рынке, в том числе и в период проведения сделки СиП. Иностранный инвестор также может выступать в качестве надзорного органа, тем самым положительно влияя на процесс осуществления сделок слияния и поглощения. Исследование проводилось на выборке, осуществленных в период с 2000 по 2010гг. сделок слияний и поглощений в Великобритании и подтвердило первоначальную гипотезу.

Таким образом, помимо влияния финансовых и макроэкономических показателей на эффективность сделок слияний и поглощений оказывает воздействие и структура собственности компании-покупателя. Кроме того, как видно из приведенного анализа научных публикаций, метод событий является одним из популярных способов оценки эффективности сделок СиП, в этой связи для целей дальнейшего тестирования гипотезы об эффективности сделок слияний и поглощений для компаний-покупателей на рынках стран группы БРИКС будет использоваться именно данный метод.

3.2. Расчет эффективности сделок слияний и поглощений в странах группы БРИКС

В научном кругу сложилось мнение, что сделки по приобретению корпоративного контроля в большинстве случаев разрушают стоимость компании-покупателя: стоимость акций компании-покупателя после объявления сделки падает; финансовые показатели после интеграции компаний ухудшаются;

¹⁵²Andriosopoulos D., Yang S. The impact of institutional investors on mergers and acquisitions in the United Kingdom //Journal of Banking and Finance. 2014.Vol. 50. P. 547–561.

эффективность снижается. Здесь важно отметить, что большая часть из полученных результатов характерна для развитых рынков капитала, в то время как для развивающихся подобных исследований гораздо меньше. Кроме того, сформированное мнение не подтверждается ретроспективными данными о динамике количества и объемов сделок слияний и поглощений в мире, которые свидетельствуют о высоком интересе со стороны корпоративных кругов к данной форме интеграции. Как уже отмечалось ранее в работе по итогам 2015г. глобальный объем анонсированных сделок слияний и поглощений достиг своего исторического максимума и составил 4,8 трлн. долл. США, что на 43% больше по сравнению с 2014г.¹⁵³

Сложившаяся ситуация интересна еще и с той точки зрения, что за последнее время было проведено множество исследований, которые доказывают, что сделки слияний и поглощений наоборот создают стоимость для компании-покупателя. Однако стоит также заметить, что итоговый результат расчетов, базирующихся на методе событий, чувствителен к первоначальным предпосылкам модели: способ формирования выборки исследования, период наблюдения, выбор длины окна события и др. Таким образом, данное несоответствие теоретических выводов существующим реалиям ставит проблему исследования эффективности сделок слияний и поглощений актуальной задачей.

Оценка эффективности на развитых рынках капитала

Тенденция, преобладающая на развитых рынках капитала, свидетельствует о том, что в большинстве случаев сделки по приобретению корпоративного контроля разрушают акционерную стоимость компаний-покупателей. В качестве основных развитых рынков, на которых тестируются гипотезы, выступают рынки ЕС и США.^{154 155 156}

¹⁵³Данные аналитического агентства Клиффорд Ченс (Clifford Chance). URL:<https://www.cliffordchance.com/>

¹⁵⁴Beltratti, A., Paladino, G. Is M&A different during a crisis? Evidence from the European banking sector // Journal of Banking & Finance. 2013. Vol. 37. P. 5394–5405.

¹⁵⁵Papadakis V., Thanos I. Measuring the performance of acquisitions: an empirical investigation using multiple criteria // British Journal of Management. 2010. Vol. 21.P. 859–873.

¹⁵⁶Hamza T. Determinants of short-term value creation for the bidders: evidence from France // Journal of Management and Governance. 2009. Vol. 15. P. 157–186.

Так, К. Лодерер (C. Loderer) и К. Мартин (K. Martin) доказали, что сделки слияний и поглощений разрушают акционерную стоимость крупных американских компаний-покупателей (капитализация от 500 млн. долл. США). Накопленная избыточная доходность составила -1,45% для временного периода выборки с 1966г. по 1984г. Данные результат авторы объясняют тем, что крупные компании склоны к выплате более высокой премии во время сделки.¹⁵⁷

Аналогичный результат получили и другие исследователи К. Макуэйра (C. Maquieria), В. Меггинсона (W. Megginson) и Л. Неила (L. Nail).¹⁵⁸ Согласно их данным избыточная накопленная доходность для компаний-покупателей на выборке из 260 сделок в США за период с 1963г. по 1996г. составила -4,8%, в то время как для собственников компании-цели доходность напротив была положительной 3,3%.

Тем не менее, результаты исследования даже в рамках одного рынка могут диаметрально отличаться. Проведенный анализ С. Моэллером (S. Moeller) более чем 12 000 сделок на рынке США за период с 1980г. по 2001г. продемонстрировал, что в среднем слияния и поглощения увеличивают стоимость компании-покупателя на 1,1% в трехдневном окне события.¹⁵⁹ При этом также, как и в работе К. Лодерера и др. было обнаружено влияние масштаба на эффективность сделки: для небольших компаний среднее значение накопленной доходности положительно и выше по сравнению с совокупной выборкой и составляет около 3,1% на аналогичном окне события.

Тенденция европейского рынка в целом схожа с американским. Так, в работе М. Кампа (M. Campa) и И. Эрнандо (I. Hernando) на примере 262 европейских сделок по передаче корпоративного контроля за период с 1998г. по 2000г. был получен результат, что в среднем избыточная накопленная

¹⁵⁷Loderer, C., Martin, K. Corporate acquisitions by listed firms: the experience of comprehensive sample // Financial management. 1990. Vol. 19. P. 17–33.

¹⁵⁸Maquieria, C., Megginson W., Nail, L. Wealth Creation versus wealth redistributions in pure stock-for-stock mergers // Journal of Financial Economics. 1998. Vol. 48. P. 3–33.

¹⁵⁹Moeller, S. B., Schlingemann, F. P., Stulz, R. M. Wealth destruction on a massive scale? A study of acquisition firm returns in the recent merger wave // Journal of Finance. 2005. Vol. 60. P. 757–782.

доходность составляет 0%, т.е. сделка не влияет на стоимость компании-покупателя.¹⁶⁰

В другой работе для европейского рынка авторами Н. Хайхебаерт (N. Huyghebaert) и М. Лайпаерт (M. Luupaert) наоборот был получен результат, что сделки слияний и поглощений за период с 1997г. по 2008г. в среднем имеют положительную накопленную избыточную доходность в размере 2,6%.¹⁶¹

Оценка эффективности на развивающихся рынках капитала

Результаты, полученные на примере сделок слияний и поглощений компаниями с развивающихся рынков капитала, отличаются. В большинстве случаев сделки по передаче корпоративного контроля на данных рынках создают стоимость для компаний-покупателей, т.е. избыточная накопленная доходность – положительная.^{162 163 164 165 166}

Так, в работе Ц. Чи и др. (C. Chi et al.) на примере порядка 1 150 сделок слияний и поглощений в Китае за период с 1998г. по 2003г., где в подавляющем большинстве случаев в качестве компании-покупателя была публичная компания, а в качестве компании-цели частная компания, доказали наличие положительной накопленной доходности на краткосрочном окне события, которая составляет 0,52%. Авторы при этом отмечают, что наличие значительной доли государства в акционерной структуре собственности компаний-покупателей положительно влияет на их доходность.

В другой работе для рынка Индии авторы Н. Рани (N. Rani), И. Сурендара (Y.Surendra), П. Яин (P. Jain) также пришли к выводу, что сделки слияний и поглощений положительно влияют на доходность компании-покупателя.

¹⁶⁰Campa M., Hernando I. Mergers and acquisitions performance in the European financial industry // Journal of Finance.2005. Vol. 5.P. 119–138.

¹⁶¹Huyghebaert, N., Luupaert, M. Value creation and division of gains in horizontal acquisitions in Europe: the role of industry conditions // Applied Economics. 2013. Vol. 45. P. 1819–1833.

¹⁶²Григорьева С.А., Троицкий П.В. Влияние слияний и поглощений на операционную эффективность компаний на развивающихся рынках капитала // Корпоративные финансы. 2012. № 3. С. 31–43.

¹⁶³Чиркова Е.В., Чувствина Е.В. Реакция рынка на объявление о приобретении компаний открытого и закрытого типов // Корпоративные финансы. 2011. № 3(12). С. 30–43.

¹⁶⁴Chi, J., Sun, Q., Young, M. Performance and characteristics of acquiring firms in the Chinese stock markets // Emerging Markets Review. 2011. Vol. 12. P. 152–170.

¹⁶⁵Rani, N., Surendra, Y.S., Jain, P.K. Impact of Mergers and Acquisition on returns to shareholders of acquiring firms: Indian economy in perspective // Journal of Financial Management and Analysis. 2012. Vol. 25. P. 1–24.

¹⁶⁶Ma J., Pagan A., Chu Y. Abnormal Returns to Mergers and Acquisitions in Ten Asian Stock Markets // International Journal of Business. 2009.Vol. 14.P. 236–250.

Рассмотрев 398 сделки за период с 2003г. по 2008г. авторами было получено значение избыточной накопленной доходности в интервале от 1,55% до 2,35% в зависимости от рассматриваемого окна события.

Также исследования проводились и для группы стран. Например, Дж. Ма (J.Ma), Х. Паган (J.Pagan), Я. Чу (Y. Chu) провели анализ 1477 сделок, осуществленных в десяти азиатских странах (Индонезия, Тайланд, Сингапур, Филиппины, Малайзия, Индия, Тайвань, Ю. Корея, Гон Конг, Китай) в период с 2000г. по 2005г. Полученные результаты свидетельствуют о том, что на узком окне события сделки слияний и поглощений увеличивают акционерную стоимость компании-покупателя в пределах от 0,96% до 1,7%.

Проведенный анализ работ, в которых была дана количественная оценка эффективности сделок слияний и поглощений методом событий, показал, что однозначного ответа нет, создают они или разрушают акционерную стоимость компании покупателя. Результаты могут отличаться как в зависимости от выбора страны (группы стран) происхождения компании-покупателя, так и от методологических аспектов: длина окна события, расчет нормальной доходности и др.

Для целей авторской оценки эффективности сделок слияний и поглощений были сформулирована следующая гипотеза: анонсирование сделок слияний и поглощений положительно влияет на накопленную избыточную доходность компаний-покупателей в странах группы БРИКС. Также предполагается, что объявление сделок слияний и поглощений положительно влияет на накопленную избыточную доходность компаний-покупателей в каждой из стран группы в отдельности.

Формирование исследуемой выборки компаний и сделок СиП осуществлялось при помощи баз данных терминала Блумберг (Bloomberg), терминала Томсон Эйкон (Thomson Eikon), а также информационно-аналитической базы Кэпитал Ай Кью (Capital IQ).^{167 168 169} К основным

¹⁶⁷База данных терминала Кэпитал Ай Кью (CapitalIQ) [Электронный ресурс]. URL:<https://www.capitaliq.com/>

¹⁶⁸База данных терминала Блумберг (Bloomberg) [Электронный ресурс]. URL:<http://www.bloomberg.com/>

критериями, на основе которых сформирована конечная выборка для тестирования гипотез, относятся следующие:

- Географический признак. Компания-покупатель и компания-цель в сделке СиП принадлежат одной из 5 стран группы БРИКС.
- Рассматриваемый период. Дата анонсирования попадает в интервал с 01.01.2000г. по 31.12.2014г.
- Статус сделки. Рассматривались только те сделки, которые в итоге были завершены.
- Тип компаний. Принимая во внимание выбранный метод оценки эффективности сделок СиП, требуется, чтобы как компания-покупатель, так и компания-цель были публичными, т.е. их акции обращаются на фондовой бирже.
- Отрасль. Из рассмотрения традиционно были исключены компании, принадлежащие финансовой сфере в силу их существенных операционных отличий. Остальные компании принадлежат к одной или нескольким из следующих отраслей: добывающая промышленность, обрабатывающая промышленность, телекоммуникационная отрасль, циклический и нециклический потребительский сектор, энергетика, технологическая отрасль и сектор коммунальных услуг.
- Размер пакета акций. Предполагается, что изначальная доля в акционерном капитале компании-покупателя составляла менее 25%, однако приобретаемый пакет в результате сделки равняется более 25%. Такой подход позволил расширить выборку исследуемых сделок слияний и поглощений, но при этом наложить ограничение, что, в крайнем случае, компания-покупатель в результате сделки получит не менее 25% акционерного капитала, тем самым приобретая возможность, осуществлять значимое влияние на дальнейшее развитие компании-цели.¹⁷⁰

¹⁶⁹ База данных терминала Томсон Эйкон (Thomson Eikon) [Электронный ресурс].

URL:<https://customers.thomsonreuters.com/eikon/>

¹⁷⁰Родионов И. Анализ совета директоров как драйвера повышения стоимости компании // Корпоративные финансы. 2013. № 1.С. 68–80.

- Тип предложения. Рассматривались только те сделки СиП, которые носили дружелюбный характер. Данное ограничение было введено для того, чтобы исключить возможное стороннее влияние на эффективность сделки слияния и поглощения различных защитных механизмов, которые применяются при недружественных поглощениях.

Таким образом, суммарное количество сделок слияний и поглощений, которые отвечали заданным ограничениям, составило 312. Однако также из этого числа были исключены компании, информация о торгах акциями которых отсутствовала более чем в 5% (принятое автором пороговое значение) случаев за рассматриваемый временной интервал. Данное ограничение было сделано для того, чтобы исключить из рассмотрения акции низко ликвидных компаний. Конечная выборка включает в себя 177 сделки слияния и поглощения в странах из группы БРИКС.

В целях проведения данного эмпирического тестирования гипотез, используется метод накопленной избыточной доходности, пошаговая методология которого была описана ранее. Также стоит отметить, что в данном исследовании для расчета нормальной доходности, т.е. той, которая была бы в случае отсутствия события об объявлении сделки, используется средняя доходность на 120 дневном периоде до нижней границы максимально рассматриваемого окна события.

Существуют различные подходы относительно наилучшего выбора данного периода, однако, выбранный в 120 дней интервал, является оптимальным. Во-первых, данный период предоставляет достаточное количество наблюдений, чтобы рассчитать устойчивое значение средней доходности, а, во-вторых, данный период не является излишне длинным, что позволяет минимизировать возможность влияния на доходность акций компаний других значимых корпоративных событий и новостей.

Как отмечалось ранее, выбор длинны окна события имеет существенное влияние на итоговое значение накопленной избыточной доходности, в этой связи для оптимизации полученных результатов использовалось несколько их

вариантов. Принимая во внимание специфику фондовых торгов на развивающихся рынках капитала, а именно большую вероятность по сравнению с развитыми странами применения инсайдерской информации, наиболее обоснованным будет использование более широкого окна события, однако, при этом не стоит забывать, что излишняя длина также, может исказить полученные результаты. В связи с этим автором были выбраны следующие варианты окна события для тестирования выдвинутых гипотез: (-20; +20), (-15; +15), (-10; +10), (-5; +5), (-1; +1), (-5; +3).

В качестве примера, рассмотрим эффективность одной из 177 представленных в выборке завершенных сделок слияний и поглощений. В июне 2012г. (точная дата анонсирования 20 июня 2012г.) российская энергетическая компания – ПАО «Интер РАО» официально объявила о своем намерении приобрести долю (около 40%) в акционерном капитале электрогенерирующей компании ОАО «Башкирэнерго», доведя ее, таким образом, до 100% уровня (итоговая сумма сделки составила более 800 млн. долл. США, которая полностью была оплачена денежными средствами).

Для того, чтобы оценить эффект от объявления данной сделки, во-первых, необходимо определить нормальную доходность. В соответствии с выбранной методологией для оценки нормальной доходности используется простая средняя за период в 120 дней до нижней границы наиболее широкого из рассматриваемых окон события (в данном случае таким окном является от -20 дней до +20 дней). Простая средняя доходность на данном горизонте составила -0,25%, т.е. наблюдался нисходящий тренд. Так, 5-го декабря 2011г. (за 120 торгуемых дней до нижней границы окна события) стоимость одной простой акции ПАО «Интер РАО» составляла 3,5 руб., в то время как 23 мая 2012г. (за 1 торгуемый день до нижней границы окна события) стоимость акции опустилась до 2,5руб.

Во-вторых, после определения нормальной доходности необходимо рассчитать сверх доходности акций компании покупателя в каждый день в рамках окна события.

В-третьих, необходимо просуммировать рассчитанные сверх доходности

для того, что определить накопленную избыточную доходность. Результат расчетов представлен в таблице 3.2.1.

Таблица 3.2.1 – Накопленная избыточная доходность (CAR) акций компании-покупателя ПАО «Интер РАО» для разных окон события, %

Компания	(-20;+20)	(-15;+15)	(-10;+10)	(-5;+5)	(-5;+3)	(-1;+1)
CAR (ПАО «Интер РАО»)	+18,9	+7,8	+7,0	+4,2	+3,3	+1,6

Источник: по расчетам автора

Таким образом, можно сделать вывод, что с учетом применяемой методологии сделка по приобретению доли в 40% ПАО «Интер РАО» в компании ОАО «Башкирэнерго» является эффективной, т.е. создает стоимость для акционеров компании-покупателя. Избыточная накопленная доходность составляет от +18,9% до 1,6% в зависимости от выбранного окна события.

Кроме того, на данном примере четко видна зависимость значения CAR от длины окна: с сужением выбранного окна события уменьшается значение накопленной избыточной доходности. Данный факт может косвенно свидетельствовать в свою очередь, как об использовании инсайдерской информации во время данной сделки, так и об избыточной склонности инвесторов к переоценке эффекта от данной сделки, которая со временем затухает и нормализуется.

Агрегированный результат оценки эффективности сделок слияний и поглощений для группы БРИКС и для каждой страны в отдельности на выбранных окнах события представлен в таблице 3.2.2.

Таблица 3.2.2 – Накопленная средняя избыточная доходность (CAR) акций компаний-покупателей в странах группы БРИКС, %

Страна	(-20;+20)	(-15;+15)	(-10;+10)	(-5;+5)	(-1;+1)	(-5;+3)
БРИКС	+2,9**	+2,7**	+2,8***	+0,8	+0,4	+1,2
Бразилия	+1,7	+1,4	+4,9**	+1,8	+2,0	+3,1
Россия	+8,5***	+7,0**	+3,8	+2,6	+2,7	+3,2
Индия	+3,8**	+3,0	+3,4***	+0,4	-0,7	+0,2
Китай	+1,1	-0,1	-0,8	-2,0	-0,04	+0,06
Ю. Африка	+0,2	+3,4	+1,0	+1,3	+2,1	+2,8*

Примечание: *** - результат значим на 5% уровне; ** - результат значим на 10% уровне; * - результат значим на 15% уровне

Источник: составлено по расчетам автора

Для оценки значимости (или проверки нулевой гипотезы) использовалась t-статистика, которая затем сравнивалась с табличным значением для данного числа степеней свободы и вероятности ошибки (5%, 10%, 15%).

Как видно из проведенного анализа в целом сделки слияний и поглощений в странах группы БРИКС являются эффективными. Усредненная накопленная избыточная доходность акций компаний-покупателей вследствие объявления сделки слияния и поглощения в странах БРИКС составляет от 2,7% до 2,9% в зависимости от выбранного окна события. Также стоит отметить, что значимые результаты для уровней 5%, 10%, 15% в данной выборке были получены для более широких окон события. Эта зависимость может указывать о преобладающем использовании на развивающихся рынках капитала стран группы БРИКС инсайдерской информации.

Исследование также показало, что наибольший положительный эффект для компаний-покупателей от осуществления сделок слияний и поглощений достигается в России. Средняя накопленная избыточная доходность на данном рынке составляет от 7,0% до 8,5% в зависимости от применяемого окна события. Однако стоит отметить, что количество наблюдений для оценки эффективности на российском рынке было самым низким среди группы.

Принимая во внимание, полученные выше результаты для совокупной выборки, т.е. учитывающей как кросс-сделки БРИКС, так и внутренние сделки для конкретной страны, представляется интересным провести отдельный анализ эффективности как кросс-сделок, так и внутренних сделок СиП (Таблица 3.2.3).

Таблица 3.2.3 – Накопленная средняя избыточная доходность (CAR) акций компаний-покупателей в странах группы БРИКС (Внутренние и кросс-сделки СиП), %

Вид СиП	(-20;+20)	(-15;+15)	(-10;+10)	(-5;+5)	(-1;+1)	(-5;+3)
Внутренние сделки СиП	+2,7*	+2,2	+2,8**	+0,5	+0,1	+1,0
Кросс-сделки СиП	+2,9*	+4,0**	+2,3*	+1,5	+1,3	+2,0

Примечание: *** - результат значим на 5% уровне; ** - результат значим на 10% уровне; * - результат значим на 15% уровне

Источник: составлено по расчетам автора

Проведенный расчет показал, что как внутренние, так и кросс-сделки СиП по отдельности являются эффективными, т.е. их избыточная доходность в окне события положительная, при этом как и ранее значения накопленной избыточной доходности для более узких окон события – незначимы, в свою очередь для более широких – наоборот значимы.

Кроме этого проведенный анализ выявил характерную черту, что в целом сделки слияний и поглощений между компаниями из стран группы БРИКС (или кросс-сделки СиП) являются более эффективными, чем внутренние сделки на рынке конкретной одной страны.

3.3. Перспективы движения прямых иностранных инвестиций в странах группы БРИКС

Несомненно, в условиях рационального поведения инвесторов важными аспектами, которые формируют их опасения, являются условия ведения бизнеса и защита их интересов в странах группы БРИКС, что в свою очередь влияет на потенциал взаимных ПИИ, в том числе и сделок СиП.

Так, по данным ежегодно публикуемого группой Всемирного банка отчета Doing Business, который позволяет оценить условия предпринимательской деятельности, в 2016г. ни одна из стран группы БРИКС не заняла место выше первой полусотни стран. Россия – 51 место (2015г. – 54), наибольший прирост за счет показателей: подключение к системе электроснабжения (+24 позиции к 2015г.) и получение кредитов (+19 позиций к 2015г.); ЮАР – 73 место (2015г. – 69), наибольшее снижение за счет показателей: получение разрешений на строительство (-8 позиций к 2015г.), регистрация предприятий и получение кредитов (- 7 позиций по каждому показателю к 2015г.); Китай – 84 место (2015г. – 83 место), наибольшее снижение за счет показателей: регистрация предприятий (-9 позиций к 2015г.) и получение кредитов (-8 позиций к 2015г.); Бразилия – 116 место (2015г. – 111), наибольшее снижение за счет показателей: регистрация предприятий (-8 позиций к 2015г.) и получение кредитов (-7

позиций); Индия – 130 место (2015г. – 134), наибольший прирост за счет показателей: подключение к системе электроснабжения (+29 позиций) и регистрация предприятий (+9 позиций).¹⁷¹

Согласно индексу восприятия коррупции, Россия в 2015г. заняла 119 место, Китай – 83 место, Индия – 76 место, Бразилия – 76 место, ЮАР – 61 место, при этом всего в анализе собрано 168 стран.¹⁷²

При этом очевидно, что страны группы БРИКС обладают большим потенциалом для наращивания взаимных инвестиционных потоков. Увеличение взаимной инвестиционной активности между странами БРИКС, в том числе возможно за счет кросс-сделок слияний и поглощений, которые, как было показано, являются эффективными, т.е. создают стоимость для акционеров компании-покупателя, и которые при этом обладают большей доходностью по сравнению с внутренними сделками СиП в отдельных странах группы.

Для интенсификации взаимных ПИИ между странами БРИКС в форме сделок слияний и поглощений необходимо выполнение совместного плана действий, который бы способствовал экономическому стимулированию активности взаимных сделок слияний и поглощений путем снижения опасений инвесторов в части условий ведения бизнеса и защиты их интересов.

Такая дорожная карта по инвестиционному сотрудничеству на перспективу 2020–2030гг. была предложена экономистом, главным научным сотрудником Института экономики РАН Б. Хейфецом.¹⁷³ Меры, представленные в данной дорожной карте, призваны активизировать инвестиционное сотрудничество стран группы БРИКС. К числу основных мер автором относятся следующие инициативы:¹⁷⁴

- формирование списка наиболее инвестиционно привлекательных сфер для сотрудничества;

¹⁷¹Рейтинг стран в соответствии с условиями ведения в них бизнеса [Электронный ресурс]. URL: <http://russian.doingbusiness.org/>

¹⁷²Индекс восприятия коррупции [Электронный ресурс]. URL: <http://www.transparency.org/cpi2015#results-table>

¹⁷³Хейфец Б.А. Россия и БРИКС новые возможности для взаимных инвестиций: монография. Москва.: Издательско-торговая корпорация «Дашков и К°», 2014. 219 с.

¹⁷⁴Хейфец Б.А. Дорожная карта инвестиционного сотрудничества стран БРИКС // Мировая экономика и международные отношения. 2013. №6. С. 19-28

- определение системы взаимных приоритетов и стимулов для реализации взаимных инвестиций и ликвидация существующих барьеров в этой области;
- координация действий и объединение усилий во взаимном инвестиционном сотрудничестве, расширение числа совместных двусторонних проектов и начало реализации многосторонних инвестиционных проектов;
- дополнение инвестиционного сотрудничества промышленной и научно-технологической кооперацией и другими формами, и направлениями сотрудничества;
- открытие «окон возможностей» для межгосударственных инвестиций предприятиям малого и среднего бизнеса, которые необходимо активней привлекать к реализации крупных взаимных проектов;
- расширение координации усилий при реализации инвестиционных проектов в-третьих странах;
- создание институциональных предпосылок для инвестиционного сотрудничества.

К приоритетным отраслям должны относиться как традиционные области, так и новые наукоемкие сферы, которые способствуют модернизации экономик стран группы БРИКС. В качестве таких отраслей могут быть:

- добыча, переработка и транспортировка минеральных ресурсов (нефть, газ, уголь и т.д.);
- развитие электроэнергетики как традиционной, так и альтернативной;
- автомобилестроение, железнодорожное машиностроение, судостроение, авиационная промышленность, сельскохозяйственное машиностроение;
- фармацевтическая промышленность, производство медицинского оборудования;
- оборонная промышленность и отрасли, связанные с использованием космического пространства;
- сельское хозяйство и пищевая промышленность;

- инфраструктура грузовых и пассажирских перевозок;
- туристическая и рекреационная отрасль и некоторые другие.

Данный список не является исчерпывающим и может быть расширен, однако ключевым критерием при реализации инвестиционных проектов в данных отраслях должна быть его конкретика, наличие четкого бизнес плана с расчетом ключевых инвестиционных индикаторов, основными из которых являются внутренняя норма доходности и дисконтированный период окупаемости.

Активизация деятельности по притоку прямых иностранных инвестиций может вестись как в рамках всеобщей федеральной программы, так и за счет точечных мер, направленных на конкретные проекты. В качестве таких стимулирующих мер может быть предоставление льгот, уменьшение налогового бремени, снижение таможенных пошлин, создание других специальных условий для ведения бизнеса.

Одной из таких сфер, где могут быть предоставлены определенные льготы, по мнению Б. Хейфеца является миграционная политика в отношении трудовых ресурсов. Предлагается, чтобы данный ресурс в виде трудовых мигрантов служил в качестве вклада одной из сторон в совместные инвестиционные проекты, при этом данные меры должны иметь точечный характер, распространяя свое действие на конкретные проекты.

Другим направлением интенсификации взаимного инвестиционного сотрудничества должна стать научно-техническая кооперация в тех сегментах экономики, в которых обоюдно заинтересованы страны БРИКС. Для этих целей необходимо предусмотреть дополнительные льготы для иностранных инвесторов, которые готовы приносить новые технологии. Принимая во внимание достаточно большой объем и потенциал рынка стран БРИКС, можно ожидать высокий интерес зарубежных инвесторов к подобным программам.¹⁷⁵

¹⁷⁵Хейфец Б.А. Дорожная карта инвестиционного сотрудничества стран БРИКС // Мировая экономика и международные отношения. 2013. №6. С. 19-28

Отдельным направлением научно-технического сотрудничества может стать военно-промышленное взаимодействие, а также сотрудничество в космической сфере, где в настоящий момент между странами группы БРИКС наращивается кооперация.

Странам группы БРИКС также необходимо координировать свою инвестиционную политику в отношении третьих стран, принимая во внимание те конкурентные преимущества, которыми обладает каждая из них в конкретном регионе. Так, например, китайские и индийские компании занимают хорошие позиции в Азиатском регионе, бразильские и южноафриканские компании в части стран Латинской Америки и Африки соответственно. Россия, несомненно, выступает лидером в инвестиционной сфере в странах СНГ и в первую очередь в формирующемся евразийском пространстве в частности Евразийском экономическом союзе. Используя уникальные компетенции стран группы БРИКС в отдельных регионах можно добиться экономии издержек и повышения эффективности инвестиционных проектов.

Инструментом реализации такой совместной политики, направленной на координацию действий в области инвестиционного сотрудничества, могут стать двусторонние и многосторонние деловые советы, в которых должны участвовать инвесторы и представители государственных органов, с целью обеспечения выработки наиболее оптимальных способов и условий осуществления совместных инвестиционных проектов.

Кроме этого на базе данных советов могут быть созданы экспертные группы, призванные решать проблему гармонизации законодательных актов. Решение данной проблемы в настоящий момент носит особенно важный характер, поскольку отсутствие четкого понимания правовой базы и соответствующих гарантий инвестирования серьезно тормозит инвестиционный процесс. Инвесторы как из стран группы БРИКС, так и сторонние проявляют чрезмерную осторожность. Подобная ситуация негативно отражается на скорости принятия решения и связана с дополнительными затратами на правовую экспертизу.

Как видно у стран группы БРИКС есть большой потенциал к наращиванию совместной работы в инвестиционной сфере. Тем не менее, процесс интенсификации в этой области полностью зависит от реальной активизации деятельности, как на государственном, так и на корпоративном уровне. Безусловно, представляется маловероятной возможность создания на этой базе из группы БРИКС типового интеграционного объединения, как, например, Европейский союз, но определенные элементы характерные интеграционным союзам могут быть реализованы в рамках БРИКС, в том числе за счет взаимных сделок слияний и поглощений.

Выводы по третьей главе

1. Проведен анализ преимуществ и недостатков различных методов оценки эффективности сделок слияний и поглощений, на основе которого был выбран метод избыточной накопленной доходности для последующего исследования эффективности сделок в странах группы БРИКС.
2. Показано, что на эффективность сделок слияний и поглощений помимо финансовых показателей оказывает влияние и структура акционерного капитала, как одной из составной части совокупной архитектуры компании;
3. В ходе анализа проведенных различными авторами работ была выявлена характерная тенденция, что сделки слияний и поглощений преимущественно разрушают стоимость компаний-покупателей с развитых рынков капитала, в то время как на развивающихся рынках наблюдается в основном противоположная тенденция;
4. Проведенный авторский анализ 177 завершенных сделок слияний и поглощений в странах группы БРИКС за период с 2000г. по 2014г. доказал, что они создают стоимость для компании-покупателя. Полученное усредненное значение накопленной избыточной доходности для компании-покупателя на рынках БРИКС составляет от 2,7% до 2,9% в зависимости от выбранного окна события. Также в ходе исследования было выявлено, что

наибольший эффект от сделки слияния и поглощения стоит ожидать на российском рынке, где усредненное значение избыточной доходности равно от 8,5% до 7,0% в зависимости от выбранного окна события.

5. Статистический анализ завершенных кросс-сделок СиП странах группы БРИКС также доказал, что данные сделки создают стоимость для компаний-покупателей. Значение накопленной избыточной доходности для таких сделок составляет от 4,0% до 2,3%, при этом было обнаружено, что кросс-сделки приносят большую доходность по сравнению с внутренними сделками СиП в рамках отдельных стран.
6. Рассмотрены различные возможности для повышения взаимного инвестиционного сотрудничества между странами группы БРИКС и выдвинуто предложение об интенсификации взаимных ПИИ в форме трансграничных сделок слияний и поглощений.

ЗАКЛЮЧЕНИЕ

В ходе диссертационного исследования оценки особенностей движения прямых иностранных инвестиций в странах группы БРИКС были сделаны следующие выводы:

1. Рассмотрен феномен стран группы БРИКС. С одной стороны, группа БРИКС представляет собой незаменимую платформу, которая может позволить расширить взаимное многостороннее сотрудничество, изменить глобальную финансовую систему и создать предпосылки для устойчивого роста экономики. С другой стороны, внутренняя природа стран БРИКС по объективным причинам является противоречивой и носит высокий асимметричный характер, что не позволит им сформировать классическое интеграционное объединение. Многими экспертами признается тот факт, что группа БРИКС вряд ли сможет превратиться в аналог G7 и создать однополярную или воссоздать биполярную структуру мира. Тем не менее по мнению автора у стран пяти есть коридор возможностей для дополнительного наращивания взаимных связей.
2. Рассмотрены основные теории транснационализации стран через поток прямых иностранных инвестиций, их преимущества и недостатки. Характерной чертой всех этих моделей транснационализации является последовательность этапов этого процесса, каждый из которых учитывает различные факторы, которые относятся к конкретной отрасли и стране. Однако странам группы БРИКС характерна только им присущая отличительная черта: зачастую они перепрыгивают определенные этапы в рамках своей внешнеэкономической деятельности, тем самым ускоряя процесс транснационализации и догоняя компании из развитых стран.
3. Сделан вывод, что дальнейшее развитие стран группы БРИКС связано с увеличением взаимных ПИИ путем создания национальных ТНК БРИКС, которые смогут повысить комплементарность бизнесов группы и снизить зависимость от глобальных структур вне БРИКС за счет использования

конкурентных преимуществ каждой из стран. Проведенный статистический анализ показал, что приток прямых иностранных инвестиций в страны группы БИРКС оказывает положительное влияние на динамику роста их национальных, при этом наибольшая положительная взаимосвязь характерна для Китая, а наименьшая для ЮАР.

4. Прямые иностранные инвестиции положительно влияют на рост экономики путем увеличения внутренней конкуренции, создания новых производственных мощностей и дополнительных рабочих мест, внедрения новых технологий и управленческих навыков. В связи с этим страны группы БРИКС проводят политику стимулирования притока ПИИ. Однако, поскольку зарубежные инвестиции в то же время напрямую связаны с национальной безопасностью страны БРИКС осуществляют дифференцируемую политику в области привлечения ПИИ, ограничивая доступ к стратегически важным, по их мнению, отраслям экономики.
5. Международные сделки слияний и поглощений выступают одной из основных форм движения прямых иностранных инвестиций. Так, в 2015г. по сравнению с 2014г. рост чистой стоимости международных сделок слияний и поглощений составил около 81% (суммарное значение в 2015г. 721 млрд. долл. США), при этом резко возросла доля самих сделок в общей структуре ПИИ на 8,4п.п. с 32,5% до 40,9%. Характерной особенностью динамики объема сделок СиП стало значительное снижение их доли до уровня около 25% в общей структуре ПИИ в период мирового финансового кризиса 2008-2009гг., что может быть объяснено степенью восприятия хозяйствующими субъектами риска в условиях нестабильности и также финансово-экономическими факторами (отсутствие свободных денежных средств).
6. Деятельность по осуществлению сделок слияний и поглощений носит циклический исторический характер. К настоящему моменту завершены шесть волн сделок слияний и поглощений, каждая из которых обладает своими отличительными характеристиками. На основе анализа

статистических данных были выявлены характерные черты, которые могут свидетельствовать о начале новой волны сделок слияний и поглощений. Особенностью наступающей волны может стать их всплеск в странах группы БРИКС. В защиту данной гипотезы свидетельствует сложившаяся экономическая ситуация в этих странах: девальвация национальных валют, падение цен на основные виды сырьевой продукции, от высоких уровней которых во многом зависят благосостояние таких стран как Бразилия, Россия и ЮАР, многие активы в них стоят сейчас достаточно дешево. Данный факт способен послужить дополнительным стимулом для роста корпоративных сделок слияний и поглощений.

7. Рассмотрены отличительные черты каждой из стран группы БРИКС в отношении проводимой ими политики по привлечению ПИИ. Группа в целом нацелена на реализацию либеральной инвестиционной политики в отношении зарубежных инвесторов. Однако при этом на законодательном уровне правительствами стран БРИКС выделяются ряд стратегических отраслей, вход на которые иностранным инвесторам ограничен или вовсе запрещен. Кроме этого обнаружена глобальная тенденция к интенсификации протекционистских мер в области привлечения ПИИ странами в период мирового финансового кризиса 2008-2009гг.
8. Проанализированы динамика и структура сделок слияний и поглощений в странах группы БРИКС. Сделан вывод, что в рамках стран группы БРИКС объем внутренних сделок превышает объем международных сделок СиП. В рамках международных сделок СиП БРИКС обнаружена тенденция, что, начиная с 2007г. (за исключением 2011г.) компании из стран группы БРИКС в денежном объеме являются нетто покупателями, в то время как до 2007г. – были нетто целями.
9. Рассматривая более подробно внутренние в рамках группы БРИКС сделки СиП, было обнаружено, что абсолютно большая часть из этих сделок является национальными в рамках отдельной страны, в то время как на кросс-сделки приходится крайне низкая доля. Доля кросс-сделок,

выраженная в стоимостном объеме на пике, составляла около 1%, аналогичное значение, выраженное в количестве сделок, составляло около 8%.

10. Была проанализирована динамика кросс-сделок СиП в рамках БРИКС. На основе статистических данных сделан вывод, что активная фаза взаимных сделок началась после мирового финансового кризиса, в то время как до него динамика кросс-сделок в БРИКС была низкой. Кроме этого на основе сформированной матрицы кросс-сделок СиП в БРИКС, был рассчитан индекс предпочтения, согласно которому компании из Бразилии, России и ЮАР в основном выступают в качестве целей, в то время как компании из Китая и Индии в качестве покупателей во взаимных кросс-сделках СиП.
11. Ключевыми отраслями, в которых осуществляются сделки СиП компаниями из стран группы БРИКС, являются финансовый и энергетический сектора, при этом самой отстающей отраслью стала технологическая. Также была обнаружена тенденция, что компании из стран группы БРИКС в рамках осуществления международных сделок СиП предпочитают идентичные своему происхождению географический регион, что, скорее всего, может быть объяснено более низкими транзакционными издержками во время осуществления такой корпоративной транзакции.
12. В ходе анализа проведенных различными авторами исследовательских работ было выявлено, что сделки слияний и поглощений преимущественно разрушают стоимость компаний-покупателей с развитых рынков капитала, в то время как на развивающихся рынках наблюдается в основном противоположная тенденция.
13. Проведенный авторский статистический анализ 177 завершенных сделок слияний и поглощений в странах группы БРИКС за период с 2000г. по 2014г. показал, что они создают стоимость для компании-покупателя. Усредненное значение накопленной избыточной доходности для компании-покупателя на этих рынках составляет от 2,7% до 2,9% в

зависимости от выбранного окна события. Также было обнаружено в ходе исследования, что наибольший эффект от сделки слияния и поглощения стоит ожидать на российском рынке, где усредненное значение CAR равно от 8,5% до 7,0% в зависимости от выбранного окна события.

14. Статистический анализ завершенных кросс-сделок СиП в странах группы БРИКС также показал, что данные сделки создают стоимость для компаний-покупателей. Значение накопленной избыточной доходности для таких сделок составляет от 2,3% до 4,0%, при этом было обнаружено, что кросс-сделки приносят большую доходность по сравнению с внутренними сделками СиП в рамках отдельных стран.

Таким образом, по результатам проведенного исследования было подтверждено, что приток взаимных прямых иностранных инвестиций является одним из ключевых факторов дальнейшего роста экономик стран группы БРИКС. Кроме этого в ходе авторского исследования было доказано, что такая форма ПИИ в странах группы БРИКС как международные сделки слияний и поглощений является эффективным инструментом реализации политики увеличения взаимных инвестиций, поскольку создает стоимость для своих акционеров, что в свою очередь служит дополнительным стимулом интенсификации данной деятельности.

Базируясь, в том числе на результатах данной диссертационной работы представляется возможным принять стимулирующие меры в политике осуществления взаимных корпоративных сделок слияний и поглощений между компаниями из стран группы БРИКС. Кроме этого логическим продолжением данного исследования могла бы стать оценка эффективности международных сделок БРИКС в конкретных отраслях экономики, для целей адресной настройки проводимой инвестиционной политики в тех индустриях, которые обладают наибольшим потенциалом и способны принести наибольший экономический эффект для группы в целом.

БИБЛИОГРАФИЧЕСКИЙ СПИСОК

1. Авдокушин Е.Ф., Жариков М.В. Страны БРИКС в современной мировой экономике. М.: Инфра-М, 2013. - 479 с.
2. Боброва В., Протасов К. Прямые иностранные инвестиции в странах БРИКС // Мировая экономика и международные отношения. 2013. № 2. - С. 26–35.
3. Бобровников А.В., Воротникова Т.А., Давыдов В.М., Лавут А.А., Лосев А.А., Мартынов Б.Ф., Николаева Л.Б., Паниев Ю.Н., Симонова Л.Н., Холодков Н.Н., Щербакова А.Д. БРИКС – Латинская Америка: позиционирование и взаимодействие (Отв. ред. Давыдов В.М.). – М.: ИЛА РАН, 2014. - 186 с.
4. Булатов А.С. Мировая экономика: учебник. 2-е изд., перераб. и доп. М.: Экономистъ, 2008. - 860 с.
5. Вознесенская Н.Н. Иностранные инвестиции: Россия и мировой опыт (сравнительно-правовой комментарий). М.: Контакт; Инфра-М, 2002. - 220 с.
6. Воронова Т.А. Стратегическое сотрудничество России и Китая. Экономико-инновационные аспекты / Т.А. Воронова, Е.В. Пермякова. – М.: Изд-во РЭУ им. Г.В. Плеханова, 2010. - 195 с.
7. Виноградов А.В. Диалоговый формат БРИКС и его роль в становлении многополярного мира // Сборник статей под редакцией Никонова В.А., Толорая Г.Д. М.: РУДН, 2013. - С. 47–52.
8. Глинкина С.П. Новое направление российской внешней и внешнеэкономической политики – взаимодействие в БРИКС – М.: Институт экономики РАН, 2014. - 220 с.
9. Григорьева С.А., Троицкий П.В. Влияние слияний и поглощений на операционную эффективность компаний на развивающихся рынках капитала // Корпоративные финансы. 2012. № 3. - С. 31–43.
10. Григорьева С.А., Гринченко А.Ю. Влияние сделок слияний и поглощений в финансовом секторе на стоимость компаний-покупателей на

развивающихся рынках капитала // Корпоративные финансы. 2013. № 4(28). - С. 53–71.

11. Жариков М.В. Корпорации стран БРИКС в международной финансовой архитектуре // Инфраструктурные отрасли экономики: проблемы и перспективы развития. 2016. № 12. - С. 7–11.

12. Жариков М.В. Инвестиционная привлекательность стран БРИКС как стран с формирующимися финансовыми рынками // Управление инновациями: теория, методология, практика. 2016. № 15. - С. 72–76.

13. Ивасенко А.Г., Никонова Я.И. Иностраные инвестиции: учеб. пособие. М.: КНОРУС, 2010. - 272 с.

14. Иванова С.В. Международные слияния и поглощения в экономике России // Международное движение финансовых ресурсов: материалы Международной научно-практической конференции, 9 – 10 декабря 2010 г. – М.: ГОУ ВПО «РЭУ им. Г.В. Плеханова», 2011.

15. Иванова С.В. Модальности присутствия ПИИ в ракурсе теорий «догоняющего развития» // Вестник Российского экономического университета имени Г. В. Плеханова, № 8, 2012.

16. Иванова С.В. Прямые иностранные инвестиции в агропищевом секторе России: теория, современная практика, регулирование. – М.: ФГБОУ ВПО «РЭУ им. Г.В. Плеханова», 2012.

17. Иванова С.В. Современные тенденции внешней торговли в формате БРИКС // Международная торговля и торговая политика, № 3, 2016, - С. 16–27.

18. Иванова С.В. Международные сделки слияния и поглощения между агропродовольственными компаниями стран БРИКС // Экономика и предпринимательство, № 11, т. 2, 2016. - С. 96–99.

19. Ивашковская И.В. Слияния и поглощения: ловушка роста // Управление компанией. 2004. № 7. - С. 26–29.

20. Ивашковская И.В. Степанова А.Н. Структура собственности и ее влияние на стратегическую эффективность компаний // Корпоративные финансы. 2009. № 2. - С. 5–21.

21. Ивашковская И.В., Шамраева С.А. Эффективность международных сделок слияний и поглощений компаний с развивающихся рынков капитала: эмпирический анализ // Корпоративные финансы. 2010. № 4. - С. 5–17.
22. Козловский А.В., Сахаров А.А. Эффективность привлечения внешних инвестиций при осуществлении крупных инвестиционных проектов: учебник. М.: МАИЭС, 2009. - 309 с.
23. Костюнина Г.М. Иностранные инвестиции (вопросы теории и практики зарубежных стран): учеб. пособие. М.: ИНФРА-М, 2014. - 304 с.
24. Клочковский Л.Л. Транснациональный капитал и Латинская Америка: новая повестка дня // Латинская Америка. 2014. №1. - С. 16–33.
25. Лавров С.В. БРИКС динамично развивается, несмотря на критику // ТАСС. 2015. Источник URL: <http://tass.ru/politika/2389537>
26. Масленникова М.А., Степанова А.Н. Влияние структуры собственности на эффективность деятельности на примере российских и бразильских компаний // Корпоративные финансы. 2010. № 3. - С. 35–46.
27. Михайлов Н.Н. Страны БРИКС и межцивилизационный диалог // Стратегия России в БРИКС: цели и инструменты: сб. статей / под ред. Никонова В.А., Толорая Г.Д. М.: РУДН, 2013. - С. 409–428.
28. Муранова А.П. «Зарубежные прямые инвестиции стран Юго-Восточной Азии» // Восточная аналитика. Ежегодник 2013. М., Институт востоковедения РАН, 2014. - С.128–142.
29. Никонов В.А., Толорая Г.Д. Стратегия России в БРИКС: цели и инструменты: сб. статей. М.: РУДН, 2013. - 429 с.
30. Омаэ К. Конец национального государства: становление региональных экономик // Глобализации: контуры XXI века. Ч.1. М. 2007. - 712с.
31. Пахомов А.А. Инвестиционная деятельность российских компаний за рубежом. Тенденции развития: учеб. пособие. М.: Издательский дом «Дело» РАНХиГС, 2011. - 448 с.
32. Родионов И. Анализ совета директоров как драйвера повышения стоимости компании // Корпоративные финансы. 2013. № 1. - С. 68–80.

33. Саратовский А.Д. Международные волны сделок слияний и поглощений // Вектор науки ТГУ. 2015. №1(31). - С. 184–189.
34. Саратовский А.Д. Влияние притока прямых иностранных инвестиций на экономики стран группы БРИКС // Экономика и предпринимательство 2016. № 10-3(75-3). - С. 1223–1226.
35. Саратовский А.Д. Мотивы сделок слияний и поглощений // Проблемы экономики и менеджмента. 2014. № 9(37). - С. 16–19.
36. Степанова А.Н. Влияние финансовой архитектуры компании на ее стратегическую эффективность // Финансы и кредит. 2009. - С. 38–45.
37. Удальцов В.Е. Влияние структуры собственности на инвестиционную активность российских компаний // Аудит и финансовый анализ. 2008. № 5. - С. 2–13.
38. Хасбулатов Р.И. Мировая экономика: учебник. М.: Юрайт, 2013. - 884 с.
39. Хейфец Б.А. Дорожная карта инвестиционного сотрудничества стран БРИКС // Мировая экономика и международные отношения. 2013. №6. - С. 19–28.
40. Хейфец Б.А. Россия и БРИКС новые возможности для взаимных инвестиций: монография. Москва.: Издательско-торговая корпорация «Дашков и К°», 2014. - 219 с.
41. Хусаинов З.И. Оценка эффективности сделок слияний и поглощений: Интегрированная методика // Корпоративные финансы. 2008. № 1. - С. 12–33.
42. Чиркова Е.В., Чувствина Е.В. Реакция рынка на объявление о приобретении компаний открытого и закрытого типов // Корпоративные финансы. 2011. № 3(12). - С. 30–43.
43. Шарова Е.А. Взаимная торговля стран БРИКС на современном этапе // Проблемы национальной стратегии. 2016. № 2(35). - С. 150–174.
44. Яковлев П.П. «Мультилатинос»: трансграничный рывок латиноамериканского бизнеса // Латинская Америка. 2013. № 6. - С. 51-66.

45. Agrawal M., Sensarma R. Determinants of merger activity: evidence from India // *Int. J. Finance. Serv. Manage.* 2007. Vol. 2. - P. 277–288.
46. Andersen P., Ahmad S.Z., Chan W.M. Revising the theories of internationalization and foreign market entry mode: a critical review // *International journal of business and commerce.* 2014. Vol. 4. - P. 37–86.
47. Andre P., Ben-Amar W. Family Ownership, Agency Problems, Corporate Governance and Acquiring Firm Shareholder Wealth: Evidence from Acquisitions of New Economy Firms // *Journal of finance.* 2008.Vol. 41. - P. 465–478.
48. Anderson E., Gatignon H. Modes of entry: A transaction cost analysis and propositions // *Journal of International Business Studies.* 1986. Vol.17 (3). - P. 1–26.
49. Andriosopoulos D., Yang S. The impact of institutional investors on mergers and acquisitions in the United Kingdom // *Journal of Banking and Finance.* 2014.Vol. 50. - P. 547–561.
50. Aslund A. Now the BRICs Party Is Over, They Must Wind Down the State's Role // *Financial Times.* 2013. Источник URL: <https://www.ft.com/content/0147b43c-040b-11e3-8aab-00144feab7de>
51. Bhaumik S. K., Selarka E. Does ownership concentration improve M&A outcomes in emerging markets? Evidence from India // *Journal of Corporate Finance.* 2012. Vol. 18. - P. 717–726.
52. Beltratti, A., Paladino, G. Is M&A different during a crisis? Evidence from the European banking sector // *Journal of Banking & Finance.* 2013. Vol. 37. - P. 5394–5405.
53. Bena J., Li K. Ownership and International Mergers and Acquisitions // *Journal of Business.* 2013. Vol. 28. - P. 185–200.
54. Ben-Amar W., Boujenoui A., Francoeur C. CEO Attributes, Board Composition and Acquirer Value Creation: A Canadian Study // *Canadian Journal of Administrative Sciences.* 2011.Vol. 28. - P. 480–492.
55. Bertrand O., Betschinger M. Performance of domestic and cross-border acquisitions: Empirical evidence from Russian acquirers // *Journal of Comparative Economics.* 2012.Vol. 40. - P. 413–437.

56. Bhagat S., Malhotra S., Zhu P. Emerging country cross-border acquisitions: Characteristics, acquirer returns and cross-sectional determinants // *Emerging markets review*. 2011. Vol. 12. - P. 250–271.
57. Buckley P.J., Casson M.C. *The Future of the Multinational Enterprise*. L.: Homes & Meier, 1976.
58. Cakici N., Hessel C., Tandon K. Foreign Acquisitions in the United States and the Effect on Shareholder Wealth // *Journal of International Financial Management and Accounting*. 1991. Vol. 3. - P. 39–60.
59. Campa M., Hernando I. Mergers and acquisitions performance in the European financial industry // *Journal of Finance*. 2005. Vol. 5. - P. 119–138.
60. Chi, J., Sun, Q., Young, M. Performance and characteristics of acquiring firms in the Chinese stock markets // *Emerging Markets Review*. 2011. Vol. 12. - P. 152–170.
61. Cohen D. Low investment and large LDC debt in the 1980's // *American Economic Review*. 1993. Vol. 83. - P. 437–449.
62. Cushman D.O. Real Exchange Rate Risk, Expectations and the Level of Direct Investment // *Review of Economics and Statistics*. 1985. Vol. 67(2). - P. 297–308.
63. Damodaran A. *Investment valuation: tools and techniques for determining the value of any asset*. 3rd ed. N.Y.: John Wiley & Sons Inc., 2012. - 992 p.
64. Davies J., Hillier D., Mccolgan P. Ownership structure, managerial behavior and corporate value // *Journal of Corporate Finance*. 2005. Vol. 11. - P. 645–660.
65. DePamphilis D.M. *Mergers, acquisitions and other restructuring activities: an integrated approach to process, tools, cases, and solutions*. 7th ed. Amsterdam: Elsevier Inc., 2014. - 917 p.
66. Deshpande S., Svetina M., Zhu P. Analyst Coverage of Acquiring Firms and Value Creation in Cross-Border Acquisitions // *Journal of Multinational Financial Management*. 2012. Vol. 22. - P. 212–229.

67. Du M., Boateng A. State ownership, institutional effects and value creation in cross-border mergers & acquisitions by Chinese firms // *International Business Review*. 2014. Vol. 24. - P. 430–442.
68. Dunning, J.H. The Eclectic Paradigm of International Production: A restatement and some possible extensions // *Journal of International Business Studies* issue. 1988. Vol. 19. N 1. - P. 1–31.
69. Dunning, J.H. Foreign direct investment and governments. Catalyst for economic restructuring. London and New York.: Routledge, 1996. - 472 p.
70. Eije H., Wiegerinck H. Shareholders' reactions to announcements of acquisitions of private firms: Do target and bidder markets make a difference? // *International Business Review*. 2010. Vol. 19. - P. 360–377.
71. Ekeledo I., Sivakumar K. International market entry mode strategies of manufacturing firms and service firms: A resource-based perspective // *International Marketing Review*. 2004. Vol. 21 (1). - P. 68–101.
72. Fama E. Efficient capital markets: a review of theory and empirical work // *Journal of Finance*. 1970. Vol. 25. - P. 383–417.
73. Francoeur C., Rakoto P. Ownership structure, earnings management and acquiring firm post-merger market performance Evidence from Canada // *International Journal of Managerial Finance*. 2012. Vol. 8. - P. 100–119.
74. Gugler K., Mueller D., Weichselbaumer M. The determinants of merger waves: An international perspective // *International Journal of Industrial Organization*. 2012. Vol. 30. N 1. - P. 1–15.
75. Hadley R. D., Wilson H. I. The network model of internationalisation and experiential knowledge // *International Business Review*. 2003. Vol. 12 (6). P. 697–717.
76. Hamza T. Determinants of short-term value creation for the bidders: evidence from France // *Journal of Management and Governance*. 2009. Vol. 15. - P. 157–186.
77. Harford J. What drives merger waves? // *Journal of financial economics*. 2005. Vol. 77. - P. 529-560.

78. Huntington S.P. The Clash of Civilizations and the Remaking of World Order. New York.: Simon & Schuster, 1996. - 367p.
79. Huyghebaert, N., Luypaert, M. Value creation and division of gains in horizontal acquisitions in Europe: the role of industry conditions // Applied Economics. 2013. Vol. 45. - P. 1819–1833.
80. Hymer S.H. The international operation of national firms: A study of direct foreign investment. Boston, Massachusetts: MIT Press, 1976. - 253 p.
81. Iamsiraroj S. The foreign direct investment–economic growth nexus // International Review of Economics and Finance. 2016.Vol. 42. - P. 116–133.
82. Ivashkovskaya I., Stepanova A. Does strategic corporate performance depend on corporate financial architecture? Empirical study of European, Russian and other emerging market's firms // Journal of Management and Governance. 2011.Vol. 15. - P. 603–616.
83. Jadhav P. Determinants of foreign direct investment in BRICS economies: Analysis of economic, institutional and political factor // Social and behavioral sciences. 2012. Vol. 37. - P. 5–14.
84. Johanson, J., Mattsson, L. Internationalisation in industrial systems – A network approach // Strategies in global competition. London. Croom Helm. 1988. - P. 287–314.
85. Kennedy P. The rise and fall of the Great Powers. London.: Unwin Hyman Limited, 1988. - p. 678.
86. Kindleberger C.P. American business abroad: Six lectures on direct investment. New Heaven: Yale University Press, 1969. - 225 p.
87. Kohli R., Mann B. Analyzing determinants of value creation in domestic and cross-border acquisitions in India // International Business Review. 2012.Vol. 21. - P. 998–1016.
88. Krugman P. Generation B (For Bubble) // The New York Times. 2013. Источник URL: <http://krugman.blogs.nytimes.com/2013/08/22/generation-b-for-bubble/>

89. Kwon, Y. C., Konopa, L. J. Impact of host country market characteristics on the choice of foreign market entry mode // *International Marketing Review*. 1993. Vol. 10 (2). - P. 60–76.
90. Levitt T. The Globalization of Markets // *Harvard Business Review*. 1983. Vol. 61. No. 3. - P. 92–102.
91. Liargovas P. The Impact of Mergers and Acquisitions on the Performance of the Greek Banking Sector: An Event Study Approach // *International Journal of Economics and Finance*. 2011. Vol. 3. - P. 89–100.
92. Lowinski F., Schiereck D., Thomas T. The effects of cross-border acquisitions on shareholder wealth: Evidence from Switzerland // *Review of Quantitative Finance and Accounting*. 2004. Vol. 22. - P. 315–330.
93. Loderer, C., Martin, K. Corporate acquisitions by listed firms: the experience of comprehensive sample // *Financial management*. 1990. Vol. 19. - P. 17–33.
94. Ma J., Pagan A., Chu Y. Abnormal Returns to Mergers and Acquisitions in Ten Asian Stock Markets // *International Journal of Business*. 2009. Vol. 14. - P. 236–250.
95. MacKinlay A. Event studies in economics and finance // *Journal of Economic Literature*. 1997. Vol. 35. - P. 13–39.
96. Maquieria, C., Megginson W., Nail, L. Wealth Creation versus wealth redistributions in pure stock-for-stock mergers // *Journal of Financial Economics*. 1998. Vol. 48. - P. 3–33.
97. McWilliams A., Siegel D., Teoh S.H. Issues in the Use of the Event Study Methodology: A Critical Analysis of Corporate Social Responsibility Studies // *Organizational Research Methods*. 1999. Vol. 2. - P. 340–365.
98. Moeller, S. B., Schlingemann, F. P., Stulz, R. M. Wealth destruction on a massive scale? A study of acquisition firm returns in the recent merger wave // *Journal of Finance*. 2005. Vol. 60. - P. 757–782.
99. Morck R., Shleifer A., Vishny R. Do Managerial Objectives Drive Bad Acquisitions? // *The Journal of Finance*. 1990. Vol. 45. - P. 31–48.

100. Myers S. Financial architecture // *European Financial Management*. 1999. Vol. 5. - P. 133–141.
101. Nguyen H.T., Yung K., Sun Q. Motives for Mergers and Acquisitions: Ex-Post Market Evidence from the US // *Journal of Business Finance & Accounting*. 2012. Vol. 39. Issue 9-10. - P. 1357–1375.
102. Neto D.G., Veiga F.J. Financial globalization, convergence and growth: The role of foreign direct investment // *Journal of International Money and Finance*. 2013. Vol. 37. - P. 161–186.
103. Nye J.S. On BRICS Without Mortar // Project Syndicate. 2013. Источник URL: <http://www.project-syndicate.org/commentary/why-brics-will-not-work-by-joseph-s--nye>
104. Ohmae K. The borderless world: Power in the interlinked economy. Fortana. 1990.
105. O'Neill J. Building Better Global Economic BRICs // *Global Economics Paper*. 2001. 30th November (N 66).
106. Papadakis V., Thanos I. Measuring the performance of acquisitions: an empirical investigation using multiple criteria // *British Journal of Management*. 2010. Vol. 21. - P. 859–873.
107. Pitelis C. The theory of the MNE and international business // *International Business Review*. 2006. Vol. 15. - P. 103–110.
108. Porter M. E. Competitive strategy-techniques for analyzing industries and competitors // New York: The Free Press. 1980.
109. Pravin J. Determinants of foreign direct investment in BRICS economies: Analysis of economic, institutional and political factor // *Social and Behavioral Sciences*. 2012. Vol. 37. - P. 5–14.
110. Prestowitz C. Three Billion New Capitalists: The Great Shift of Wealth and Power to the East.: Basic Books Inc., U.S., 2005. - p. 336
111. Rani, N., Surendra, Y.S., Jain, P.K. Impact of Mergers and Acquisition on returns to shareholders of acquiring firms: Indian economy in perspective // *Journal of Financial Management and Analysis*. 2012. Vol. 25. - P. 1–24.

112. Radulescua I.G., Panait M., Voica C. BRICS countries challenge to the world economy new trends // Economics and Finance.2014. Vol. 8. - P. 605–613.

113. Reinhart C.M., Talvi E. Capital flows and saving in Latin America and Asia: A reinterpretation //Journal of Development Economics. 1998. Vol. 57. - P. 45–66.

114. Rhodes-Kropf M., Viswanathan S. Market valuation and merger waves //Journal of Finance. 2004. Vol. 59. - P. 2685–2718.

115. Roll R. The Hubris Hypothesis of Corporate Takeovers // Journal of Business, 1986. Vol. 2(59). - P. 197–216.

116. Rutashobya, L., Jaensson J. Small firms' internationalization for development in Tanzania exploring the network phenomenon // International Journal of Social Economics. 2004. Vol. 31 (1/2). - P. 159–172.

117. Salmi A. Entry into turbulent business networks: The case of a western company on the Estonian market // European Journal of Marketing. 2000. Vol. 34 (11/12). - P. 1374–1390.

118. Schulze W., Lubatkin H., Dino R. Agency relationships in family firms: Theory and evidence // Organization Science.2001. Vol. 12. - P. 99–116.

119. Sharma V., Erramilli, M. Resource-based explanation of entry mode choice // Journal of Marketing Theory and Practice. 2004. Vol. 12. - P. 1–18.

120. Shim J., Okamuro H. Does ownership matter in mergers? A comparative study of the causes and consequences of mergers by family and non-family firms // Journal of Banking & Finance. 2011. Vol. 35. - P. 193–203.

121. Shleifer A., Vishny R. A survey of corporate governance // Journal of finance. 1997. Vol. 19. - P. 737–783.

122. Steger U., Kummer C. Why Merger and Acquisition (M&A) Waves Reoccur – The Vicious Circle from Pressure to Failure //Strategic Management Review. 2008. Vol. 2. N 1. - P. 44–63.

123. Stocker F. Rückkehr der Todgeweihten // Die Welt. 2016. Источник URL: https://www.welt.de/print/die_welt/finanzen/article158157928/Rueckkehr-der-Todgeweihten.html

124. Straub T. Reasons for Frequent Failure in Mergers and Acquisitions: A Comprehensive Analysis. Springer Science and Business Media, 2007. - 227 p.
125. Sun Q., Tong W., Tong J. How does government ownership affect firm value? Evidence from China's privatization experience // Journal of Business Finance and Accounting. 2002. Vol. 29. - P. 1–27.
126. Taylor C. R., Shaoming Z., Osland G. E. Foreign market entry strategies of Japanese MNCs // International Marketing Review. 2000. Vol. 17 (2). - P. 146–163.
127. Vernon R. International investment and international trade in the product cycle // Quarterly Journal of Economics. 1966. Vol. 80. - P. 190–207.
128. Yueqin L. The rise of emerging powers and the BRICs' chase to catch up // China Economist. 2010. Vol. 5. No. 2. - P. 1–14.
129. Wei Z., Xie F., Zhang S. Ownership structure and firm value in China's privatized firms // Journal of Financial Quantitative Analysis. 2005. Vol. 40. - P. 87–108.
130. Wernerfelt B. A resource-based view of the firm // Strategic Management Journal. 1984. Vol. 5(2). - P. 171–180.
131. Weston F., Mitchell M., Mulherin J. Takeovers, Restructuring and Corporate Governance. 4th ed. N.J.: Prentice Hall, Upper Saddle River, 2003. - p. 720.
132. Yen T., Andre P. Ownership structure and operating performance of acquiring firms: The case of English-origin countries // Journal of economics and business. 2007. Vol. 59. - P. 380 – 405.
133. База данных терминала Кэпитал Ай Кью (Capital IQ) [Электронный ресурс]. URL:<https://www.capitaliq.com/>
134. База данных терминала Блумберг (Bloomberg) [Электронный ресурс]. URL:<http://www.bloomberg.com/>
135. База данных терминала Томсон Эйкон (Thomson Eikon) [Электронный ресурс]. URL:<https://customers.thomsonreuters.com/eikon/>
136. База данных ЮНКТАД [Электронный ресурс]. URL:<http://unctadstat.unctad.org/EN/>

137. Банк развития БРИКС начинает инвестировать в крупные проекты [Электронный ресурс] URL:<http://www.vesti.ru/doc.html?id=2778640>
138. Данные аналитического агентства Клиффорд Ченс (CliffordChance). URL:<https://www.cliffordchance.com/>
139. Данные мирового банка. URL: <http://data.worldbank.org/indicator/>
140. Данные финансовой платформы Ycharts. URL: <http://ycharts.com/companies/>
141. Индекс восприятия коррупции [Электронный ресурс]. URL: <http://www.transparency.org/cpi2015#results-table>
142. Международный инвестиционный отчет ЮНКТАД 2013 г. [Электронный ресурс]. URL:http://unctad.org/en/PublicationsLibrary/wir2013_en.pdf
143. Международный инвестиционный отчет ЮНКТАД 2014 г. [Электронный ресурс]. URL:http://unctad.org/en/PublicationsLibrary/wir2014_en.pdf
144. Международный инвестиционный отчет ЮНКТАД 2015 г. [Электронный ресурс]. URL:http://unctad.org/en/PublicationsLibrary/wir2015_en.pdf
145. Международный инвестиционный отчет ЮНКТАД 2016 г. [Электронный ресурс]. URL:http://unctad.org/en/PublicationsLibrary/wir2016_en.pdf
146. Рейтинговое агентство Fitch [Электронный ресурс] URL: <https://www.fitchratings.ru/>
147. Рейтинговое агентство Moody's [Электронный ресурс] URL: <https://www.moody.com/>
148. Рейтинговое агентство Standard's and Poor's [Электронный ресурс] URL: https://www.standardandpoors.com/ru_RU/web/guest/home
149. Рейтинг стран в соответствии с условиями ведения в них бизнеса [Электронный ресурс]. URL: <http://russian.doingbusiness.org/>
150. Catalogue for Guidance of Foreign Investment in Industry [Электронный ресурс]. URL: <http://www.fdi.gov.cn>
151. Consolidated FDI Policy, Department of Industrial Policy and Promotion, Ministry of Commerce and Industry Government of India (effective from April 5,

2013) [Электронный ресурс]. URL: http://dipp.nic.in/English/Policies/FDI_Circular_01_2013.pdf

152. Fortune Global 500 [Электронный ресурс]. URL: fortune.com/global500/ford-motor-26/

153. World Steel Association: 2015 Top Steelmakers in the World (Top 50) [Электронный ресурс]. URL: www.worldsteel.org