

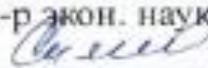
МИНИСТЕРСТВО ОБРАЗОВАНИЯ И НАУКИ РОССИЙСКОЙ ФЕДЕРАЦИИ
Федеральное государственное автономное образовательное учреждение
высшего образования
«ТЮМЕНСКИЙ ГОСУДАРСТВЕННЫЙ УНИВЕРСИТЕТ»

ФИНАНСОВО-ЭКОНОМИЧЕСКИЙ ИНСТИТУТ
Кафедра мировой экономики и международного бизнеса

РЕКОМЕНДОВАНО К ЗАЩИТЕ
В ГЭК И ПРОВЕРЕНО НА ОБЪЕМ
ЗАИМСТВОВАНИЯ

Заведующий кафедрой

д-р экон. наук профессор

 Л.М. Симонова

«25» 06 2018г.

ВЫПУСКНАЯ КВАЛИФИКАЦИОННАЯ РАБОТА
(магистерская диссертация)

**ПРЯМЫЕ ИНОСТРАННЫЕ ИНВЕСТИЦИИ КАК ИНСТРУМЕНТ
ЭКОНОМИЧЕСКОГО РАЗВИТИЯ СТРАН БРИКС**

38.04.02 Менеджмент

Магистерская программа «Международный бизнес»

Выполнил работу
Студент 2 курса очной формы
обучения



Зырянов Роман
Владимирович

Научный руководитель
доцент кафедры мировой
экономики и международного
бизнеса по совместительству,
кандидат экономических наук



Пономарев
Дмитрий
Леонидович

Рецензент
доцент кафедры финансов,
денежного обращения и
кредита ФГАОУ ВО
«Тюменский государственный
университет», кандидат
экономических наук, доцент



Мазаева Марина
Владимировна

г. Тюмень, 2018

Работа выполнена на кафедре мировой экономики и международного бизнеса
Финансово-экономического института ТюмГУ
по направлению «Менеджмент»,
магистерская программа «Международный бизнес»

Защита в ГЭК

протокол от 03.07.18 № 68

оценка удовлетворительно

ОГЛАВЛЕНИЕ

ВВЕДЕНИЕ.....	4
ГЛАВА 1. СТРАНЫ БРИКС В СОВРЕМЕННОЙ ГЛОБАЛЬНОЙ ЭКОНОМИКЕ.....	7
1.1. Феномен стран БРИКС.....	7
1.2. 1.2. Теоретические аспекты движения прямых иностранных инвестиций в развивающихся странах.....	13
1.3. 1.3. Корпоративные сделки слияний и поглощений как форма движения прямых иностранных инвестиций.....	20
ГЛАВА 2. ТЕНДЕНЦИИ ДВИЖЕНИЯ ПРЯМЫХ ИНОСТРАННЫХ ИНВЕСТИЦИЙ В СТРАНАХ БРИКС.....	20
2.1. Характеристики прямых иностранных инвестиций в странах БРИКС.....	20
2.2. Инвестиционная привлекательность и регулирование движения прямых иностранных инвестиций в странах БРИКС.....	43
2.3. Особенности сделок слияний и поглощений в странах БРИКС....	50
ГЛАВА 3. ОЦЕНКА ЭФФЕКТИВНОСТИ СДЕЛОК СЛИЯНИЙ И ПОГЛОЩЕНИЙ В СТРАНАХ БРИКС.....	69
3.1. Методология оценки эффективности сделок слияний и поглощений и влияние на нее акционерной структуры собственности.....	69
3.2. Расчет эффективности сделок слияний и поглощений в странах БРИКС.....	80
3.3. Перспективы движения прямых иностранных инвестиций в странах БРИКС.....	87
ЗАКЛЮЧЕНИЕ.....	92
СПИСОК ЛИТЕРАТУРЫ.....	94

ВВЕДЕНИЕ

Актуальность темы исследования. 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.

Степень разработанности темы. 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.

Цель диссертационного исследования. Выявить тенденции и эффекты движения ПИИ в странах БРИКС с акцентом на оценку результатов сделок слияний и поглощений как одной из превалирующих форм трансграничного инвестирования.

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

- раскрыть феномен БРИКС как неформального международного объединения;
- рассмотреть теоретические аспекты движения ПИИ с учетом актуальных трансформаций;
- провести статистический анализ влияния притока ПИИ на экономики стран БРИКС;
- определить на основе количественных данных особенности движения ПИИ в странах БРИКС.

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

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

Научная гипотеза. В связи со значительными темпами роста объемов сделок СиП, можно предположить, что одной из характерных черт, наступающей волны станет их всплеск в странах 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 странах Бразилия, Россия и ЮАР, многие активы в них стоят сейчас достаточно дешево. Данный факт способен послужить дополнительным стимулом для роста сделок слияний и поглощений.

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 БРИКС.

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.

Основные положения, выносимые на защиту. 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.

Практической значимостью работы послужили принципы диалектической логики, методы сравнительного, финансового и статистического анализа, а также методы группировки и обобщения, качественные и количественные экспертные оценки.

Общий объем работы составляет 100 страницы. Выпускная квалификационная работа содержит 20 таблиц, 22 иллюстраций. Список использованной литературы включает 75 источника.

ГЛАВА 1. СТРАНЫ БРИКС В СОВРЕМЕННОЙ ГЛОБАЛЬНОЙ ЭКОНОМИКЕ

1.1. Феномен стран БРИКС

За последнее время развивающиеся страны и в частности страны 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.

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. [1, с. 336] В 2010г. Л. Юйкин пришел к выводу, что благодаря экономическому буму в развивающихся странах, они способны обойти по темпам экономического роста развитые страны.

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 БРИКС. [2, с. 605]

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.

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. [3, с. 47]

Более четверти территории планеты (26%), немногим менее половины населения Земли (42%) и практически одна треть мировой экономики (27%) приходится на долю БРИКС. (Таблица 1.1).

Таблица 1.1

Географические и экономические индикаторы стран БРИКС в 2017г.

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

Источник: составлено автором

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 2017г. впервые по этому показателю его обогнала Индия (Рисунок 1.1).

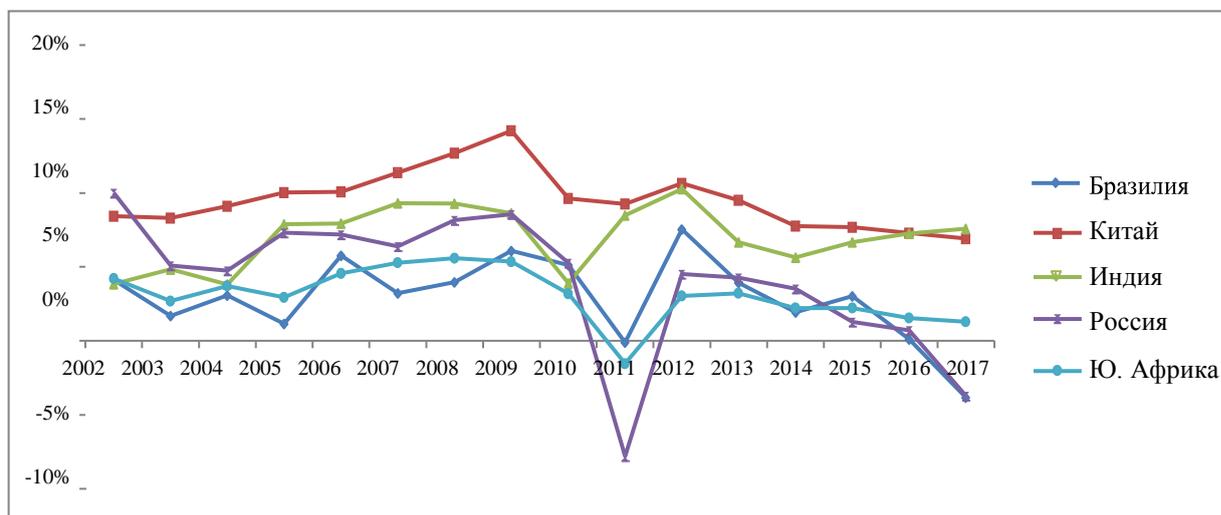


Рисунок 1.1 – Динамика темпов прироста номинального ВВП стран БРИКС за период с 2002г. по 2017г., %

Источник: составлено автором

На протяжении 2000-х годов страны 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». [4, с. 122] Американский исследователь Д. Най подчеркивает, что из-за внутренних противоречий, входящих в него стран БРИКС вряд ли станет серьезной политической организацией государств-единомышленников. [5, с. 308]

Представители стран пятерки, напротив, говорят о «мягком восхождении БРИКС» и широких возможностях для совместного укрепления позиций в современном мире. Немецкий экономический обозреватель Ф. Штокер в своей статье «Возвращение к жизни обреченных на смерть», опубликованной в немецком журнале *Die Welt* пишет: «История роста 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%». [6, с. 77]

Как отмечают специалисты, страны БРИКС не смогут превратиться в аналог G7 и создать однополярную или воссоздать биполярную структуру мира по следующим основным причинам: [7, с. 105]

Во-первых, страны 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, по сути, является лидером своего геополитического региона.

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

В 2016г. началось финансирование первых инвестиционных проектов БРИКС из средств «Нового банка развития» (НБР). Цель деятельности банка - финансирование инфраструктурных проектов и проектов устойчивого развития в государствах БРИКС и развивающихся странах. 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. [10] 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 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 БРИКС располагают большим политическим, научным и экономическим потенциалом в связи, с чем они стараются не приспособливаться 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 странам БРИКС могут присоединиться и другие члены, среди которых называют Аргентину, Индонезию, Малайзию и Сингапур. 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 БРИКС наряду с экономическими и финансовыми преимуществами, также играет важную роль в стратегическом и политическом ракурсе.

БРИКС представляет собой незаменимую платформу, которая может позволить расширить взаимное многостороннее сотрудничество, изменить глобальную финансовую систему и создать предпосылки для устойчивого роста экономики. Кроме этого 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 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 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.

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». [8, с. 712].

1.2. Теоретические аспекты движения прямых иностранных инвестиций в развивающихся странах

Ключевым медиатором для взаимного обмена финансовыми 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. [9, с. 303]

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 2017г. на максимуме составила около 841 млрд. долл. США. [10, с. 53].

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. [11, с. 92]. Более подробное определение данного термина было сформулировано Гарвардской школой бизнеса. 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).

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).

Таблица 1.2

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. Хаймером. [12, с. 253]

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.

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 потоков и международной торговли. В частности, В. Шарма и М. Эррамлли утверждают, что эта теория не может объяснить условия, при которых отдается предпочтение ПИИ вместо экспорта. [13, с. 18]

Теория жизненного цикла продукта была сформулирована Р. Верноном. [14, с. 190] 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 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.

Четвертая стадия, исходя из своего названия, связана с падением проса 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.

В теории не рассматриваются ситуации, при которых товар развивается, не проходя через все стадии цикла, например, вследствие структурных технологических изменений или процесса дерегулирования рынка. [15, с. 159]

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. [16, с. 287] Базируясь на этой предпосылке, автор предполагает, что разветвленная сеть контактов и сформированные бизнес отношения способствуют увеличению скорости процесса интернационализации.

Основные принципы теории транснационализации были разработаны П. Бакли и М. Кэссоном. [17, с. 24] 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 экспортировать свой продукт или услугу на зарубежные рынки, а в другом осуществлять прямые иностранные инвестиции.

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. [18, с. 31]. 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.

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. [19, с. 26] В основе теории лежат транзакционные издержки, сравнивая которые с затратами на интеграционную деятельность в процессе интернационализации компания способна принять наиболее подходящее решение.

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. [20, с. 171]

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 насколько 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 международную 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



Рисунок 1.2 – Схема агрегированной теории транснационализации

Источник: [21, с. 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.

Процесс транснационализации компаниями из стран 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. Компании из ЮАР и Индии смещают свой центр принятия решений в Европу, что в принципе логично, поскольку основным источником финансирования их деятельности на данный момент выступает именно этот регион. [23, с. 448]

«Выращивание» с помощью государства национальных лидеров в Китае с последующей экспансией их деятельности во вне, создание «мультилатинос», 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 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.

Тем не менее, фактом остается то, что конкурентоспособность страны или группы стран, немислима без создания собственных транснациональных корпораций. Принимая данный факт во внимание, странам БРИКС следует создавать собственные внутренние ТНК.

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). При этом стоит отметить, что в структуре ПИИ учитывается лишь тот поток капитала от совершения сделок СиП, который фактически пересекает национальные границы государства, т.е. национальные сделки СиП в рамках одного государства не учитываются в общем объеме ПИИ.

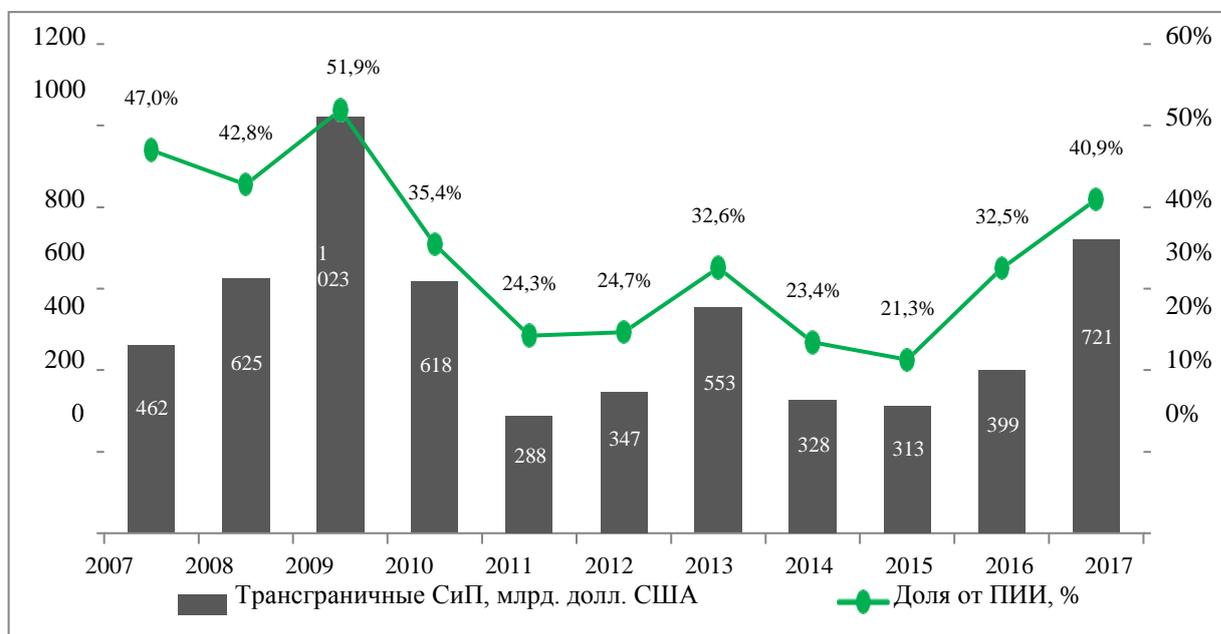


Рисунок 1.3 – Динамика мирового объема трансграничных сделок слияний и поглощений с 2007г. по 2017г., млрд. долл. США

Источник: составлено автором

Как видно из приведенного графика в последние годы наблюдается тенденция к увеличению доли трансграничных сделок слияний и поглощений. Так, в 2017г. по сравнению с 2016г. рост чистой стоимости международных сделок слияний и поглощений составил около 81% (суммарное значение в 2017г. 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. [24, с. 306]

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

Исследование исторической волнообразной активности сделок слияний и поглощений проводилось многими авторами. [25, с. 184]. 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.

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 распространенным мультипликаторам относятся такие как: цена/прибыль компании (P/E, от англ. Price to Earnings); отношение стоимости компании к ее годовому объему 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). ЮС Стил (U.S. Steel) была основана благодаря объединению Карнэги Стил Кампани (Carnegie Steel Company), Федерал Стил Капмани 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 (Fortune Global 500) Форд в 2017г. 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.

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.

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. [26, с. 182]

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.

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.) [27, с. 59]

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 2016г. 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 2017г. 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 2016г. [28, с. 321] В секторальной разбивке объем сделок слияний и поглощений в 2015г. выглядел следующим образом (Рисунок 1.4)

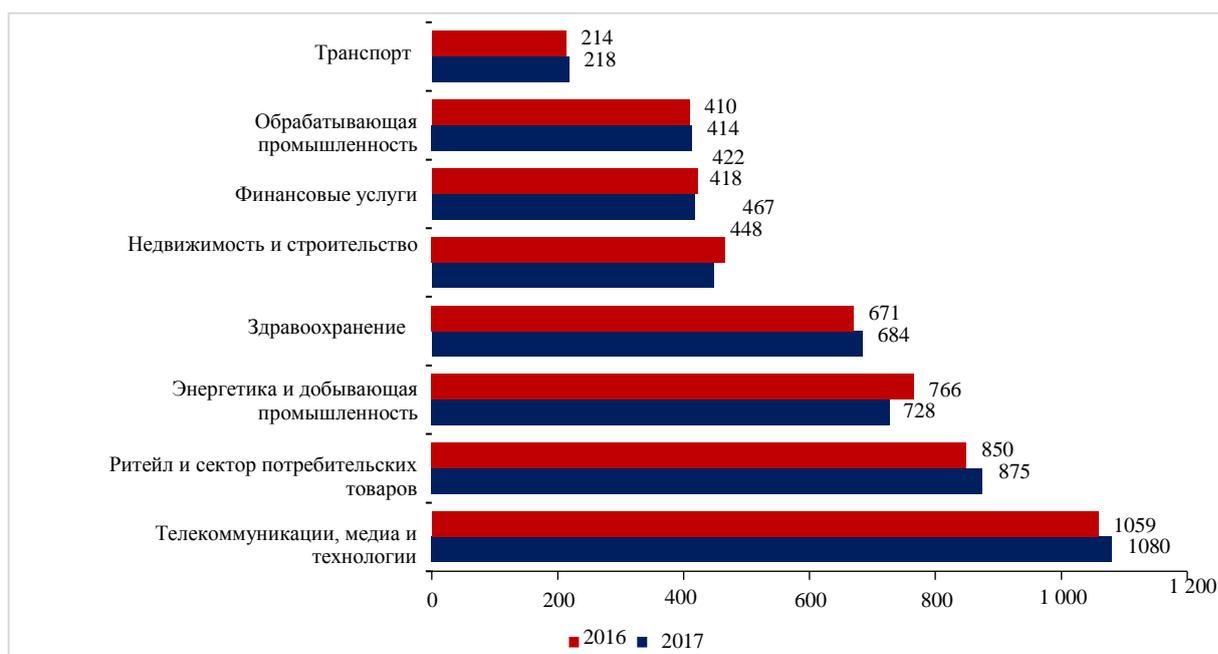


Рисунок 1.4 – Секторальная структура глобального объема сделок СиП в 2016-2017гг., млрд. долл. США

Источник: составлено автором

Как видно из приведенного графика наибольшая доля в мировой структуре сделок слияний и поглощений в 2017г. 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 2017г. была продемонстрирована следующая структура анонсированных сделок слияний и поглощений (Рисунок 1.5)

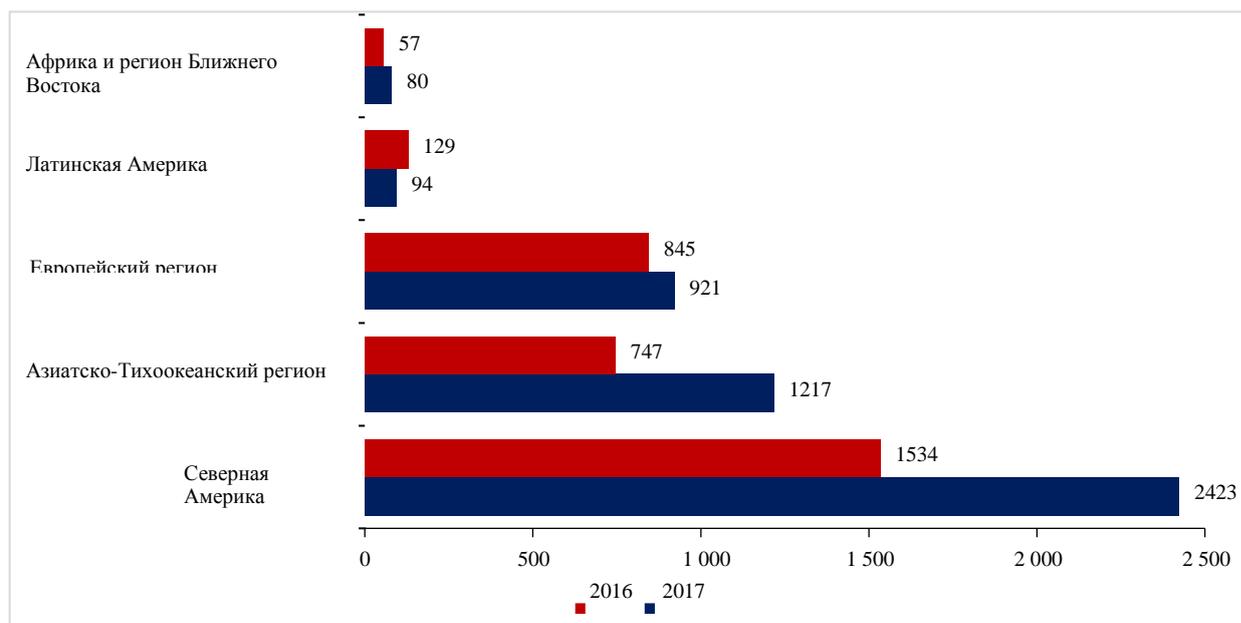


Рисунок 1.5 – Региональная структура глобального объема сделок СиП в 2016-2017гг., млрд. долл. США

Источник: составлено автором

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 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.

В экономической литературе посвященной корпоративным транзакциям авторами приводятся разные мотивы, стимулирующие компании к сделкам слияний и поглощений. [34, с. 917]. Суммируя полученную информацию, можно выделить три ключевые группы таких стимулов для осуществления компаниями сделок СиП: приобретение недооцененных компаний; получение операционной и финансовой синергии; личные мотивы менеджмента. [29, с. 16].

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.

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 сочетания различных функциональных сил. Возможен в случае, когда компания с большими маркетинговыми навыками покупает компанию с хорошей предметно-производственной специализацией.

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 Роллом [30, с. 197], 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.

ГЛАВА 2. ТЕНДЕНЦИИ ДВИЖЕНИЯ ПРЯМЫХ ИНОСТРАННЫХ ИНВЕСТИЦИЙ В СТРАНАХ БРИКС

2.1. Характеристики прямых иностранных инвестиций в странах 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). [31, с. 272]

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 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.

Так, в исследовании, проведенном С. Ямсираоджем (S. Iamsiraroj), была рассмотрена взаимосвязь между динамикой потока прямых иностранных инвестиций и ростом ВВП на душу населения в принимающей экономике. [32, с. 116]

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. [33, с. 14]

В качестве выборки использовались данные за 2000-2009гг. для стран 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.

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. 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. [34, с. 437]

Говоря о динамике прямых иностранных инвестиций, то в 2017г.

мировой объем притока ПИИ увеличился на 43,5% в сравнении с предыдущим годом, составив 1,76 трлн. долл. США (см. табл. 2.1). 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. [35, с. 53]

Приток ПИИ в развитые страны в 2017г. 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 2017г. снизился на 27,1%, составив около 35 млрд. долл. США.

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

Таблица 2.1

Динамика региональной структуры притока ПИИ за период 2012-2017гг., млрд. долл. США

Регион	2012	2013	2014	2015	2016	2017
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 автором

Рост глобального уровня притока ПИИ также положительно сказался и на его динамике в региональных объединениях. В таблице наблюдалось увеличение притока ПИИ, за исключением Ассоциации государств Юго-

восточной Азии, где снижение составило 7,5% по сравнению с 2016г. и в странах с переходной экономикой, где снижение составило 27,1% по сравнению с 2016г. 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.

Ведущими странами в 2017г. по привлечению ПИИ стали: США – 380 млрд. долл. США (2016г. – 107 млрд. долл. США); Гон-Конг – 175 млрд. долл. США (2016г. – 114 млрд. долл. США); Китай – 136 млрд. долл. США (2016г. – 129 млрд. долл. США); Ирландия – 101 млрд. долл. США (2016г. – 31 млрд. долл. США); Нидерланды – 73 млрд. долл. США (2016г. – 52 млрд. долл. США).

Крупнейшими странами донорами ПИИ в 2017г. стали: США – 300 млрд. долл. США (2016г. – 317 млрд. долл. США); Япония – 129 млрд. долл. США (2016г. – 114 млрд. долл. США); Китай – 128 млрд. долл. США (2016г. – 116 млрд. долл. США); Нидерланды – 113 млрд. долл. США (2016г. – 56 млрд. долл. США); Ирландия – 102 млрд. долл. США (2016г. – 43 млрд. долл. США). [36, с. 173]

За период с 2012г. по 2016г. наблюдался устойчивый тренд снижения доли развитых стран в структуре глобального распределения потоков ПИИ в пользу развивающихся. Так, в 2016г. 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 2017г. 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 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 с которыми в 2014-2016г. сталкиваются некоторые ее члены.

Статистические данные об объеме накопленных прямых иностранных инвестиций в странах БРИКС представлены таблице 2.2.

Объем накопленных прямых иностранных инвестиций в БРИКС, млрд. долл.

США.

Страна	Накопленные ПИИ в страну			Накопленные ПИИ из страны		
	2002г.	2012г.	2017г.	2002г.	2012г.	2017г.
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
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 автором

Как видно из приведенного анализа на страны БРИКС по-прежнему приходится существенная часть объема накопленных ПИИ.

Китай

В 2017г. Китай занял 3 место в мире, импортировав 136 млрд. долл. США (+5,4% к 2016г.) прямых иностранных инвестиций, что более чем в 3 раза больше по сравнению с 2002г., когда объем ПИИ в страну составил 41 млрд. долл. США. Объем ПИИ, осуществленных Китаем в 2017г., достиг уровня 128 млрд. долл. США, что на 10,3% больше предыдущего года (см. рис. 2.1).

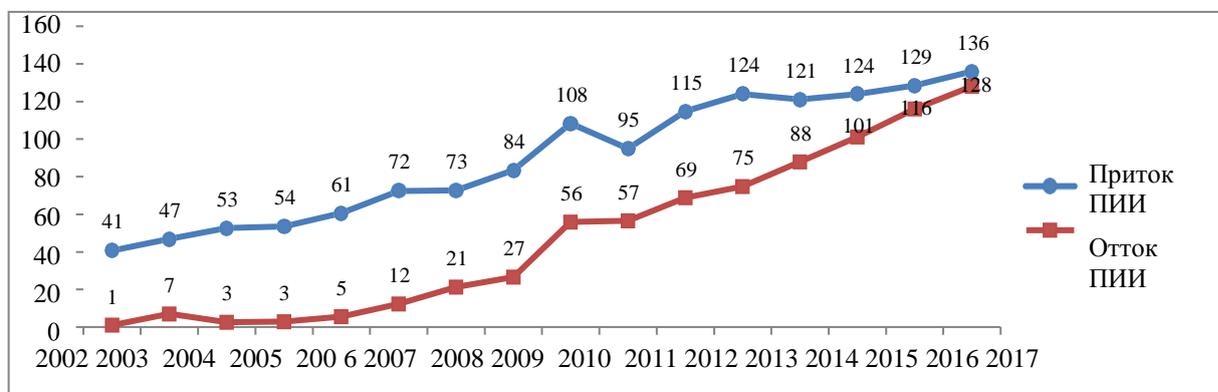


Рисунок 2.1 – Динамика чистого притока и оттока ПИИ в Китае за период с 2002г. по 2017г., млрд. долл. США

Источник: составлено автором

В 2017г. основной отраслью, в которую привлекались прямые иностранные инвестиции в Китае, стала сфера услуг. Впервые с 2011г. сфера услуг превысила производственный сектор в структуре привлекаемых ПИИ, доля которой в 2017г. составила – 57%, промышленность – 34%. Среди основных стран-экспортеров ПИИ в экономику Китая стали Гонконг, Тайвань, Сингапур, Япония и Южная Корея. При этом доля стран БРИКС находится на более низком уровне. [37, с. 257]

В условиях проводимой китайским правительством инициативы «Один пояс один путь» по объединению проектов создания «Экономического пояса Шелкового пути».

Индия

На долю Индии в 2017г. пришлось около 17,2% от общего объема прямых иностранных инвестиций в страны БРИКС. Приток ПИИ в Индию составил порядка 44 млрд. долл. США (12 место в мире), что на 29,4% больше по сравнению с 2016г. Однако, это значение меньше пикового уровня ПИИ достигнутого в 2008г., который тогда составил более 47 млрд. долл. США. Объем осуществленных Индией ПИИ в 2017г. составил 7,5 млрд. долл. США (см. рис. 2.2)

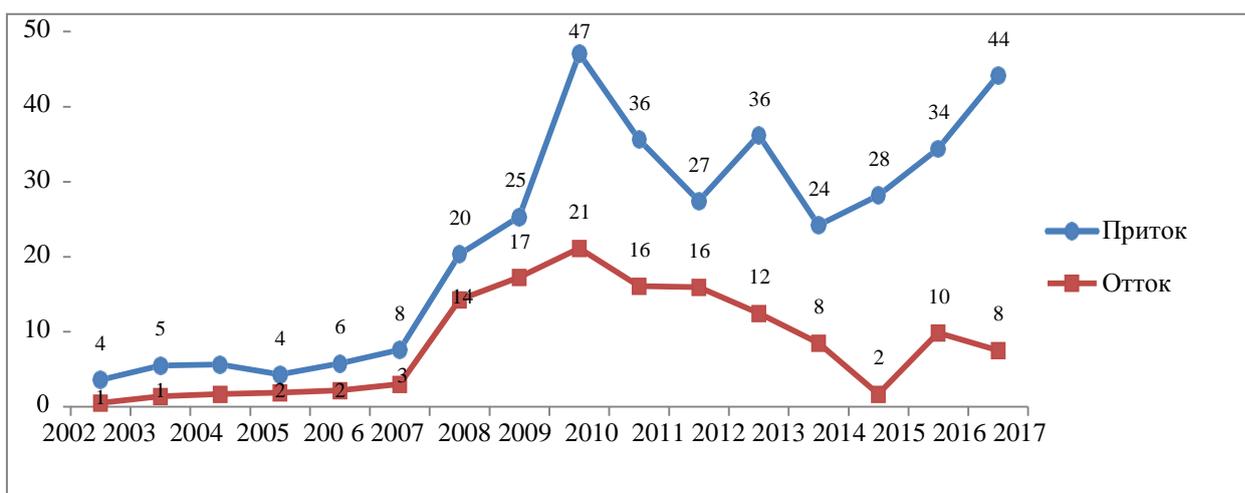


Рисунок 2.2 – Динамика чистого притока и оттока ПИИ в Индии за период с 2002г. по 2016г., млрд. долл. США

Источник: составлено автором

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 побудили правительство к осуществлению структурных изменений, ускорению либеральных экономических реформ таких как: снятие торговых барьеров, уменьшение прямых налоговых ставок для граждан и компаний.

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 2002г. по 2017г. 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. Север – Хонда (Honda), ДжейСиБи (JCB), Сузуки (Suzuki), Ямаха (Yamaha) и другие производители; Юг – БМВ (BMW), Катэртилар (Caterpillar), Даймлер (Daimler), Форд (Ford), Хёндэ (Hyundai), Ниссан (Nissan), Рено (Renault).

Бразилия

В 2017г. на долю Бразилии пришлось 25,2% от всего объема притока прямых иностранных инвестиций среди стран БРИКС, которые составили 64,6 млрд. долл. США (9 место в мире и 1 место среди стран Латинской Америки и Карибского бассейна). [38, с. 511] При этом наблюдается незначительное увеличение на 3,4% притока ПИИ по сравнению с 2016г., значение вплотную приблизилось к пиковому значению 66,7 млрд. долл. США притока ПИИ, которое было достигнуто в 2011г. (см. рис. 2.3).

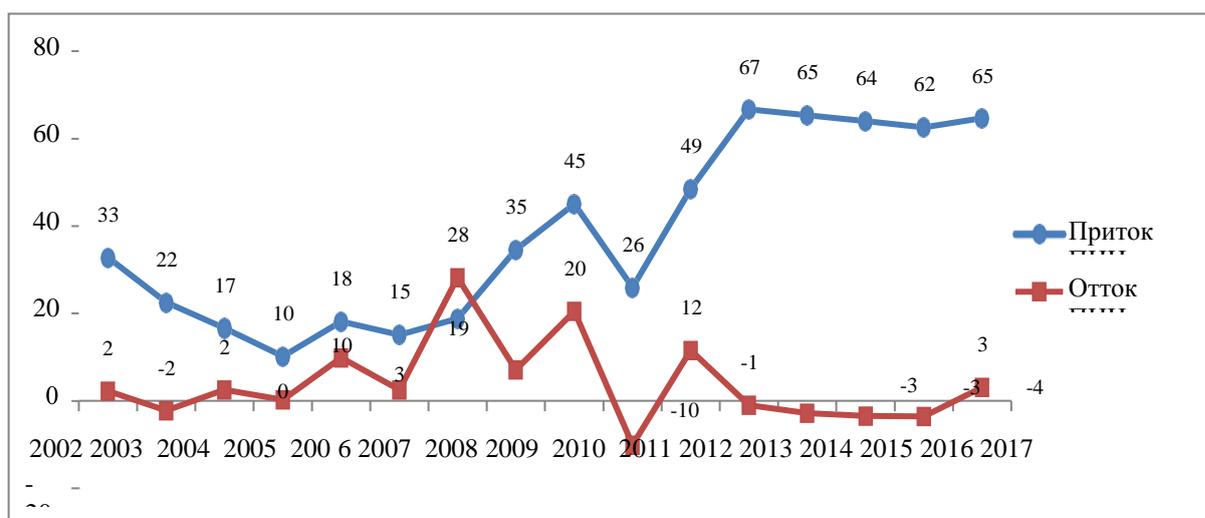


Рисунок 2.3 – Динамика чистого притока и оттока ПИИ в Бразилии за период с 2002г. по 2017г., млрд. долл. США.

Источник: составлено автором

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.

В 2017г. 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. [39, с. 201] 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. Основными странами экспортерами ПИИ в Бразилию являются: США, Великобритания, Япония, Франция, Германия и другие. Страны БРИКС также инвестируют в бразильскую экономику, однако их уровень существенно ниже по сравнению с лидерами по данному показателю. Основными странами экспортерами ПИИ в Бразилию являются: США, Великобритания, Япония, Франция, Германия и другие.

Россия

В 2017г. среди стран БРИКС Россия заняла 4 место по объему 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. [40, с. 314] Размер ПИИ в 2017г. составил около 10 млрд. долл. США, сократившись более чем в 2 раза по сравнению с аналогичным периодом годом ранее (см. рис. 2.4).

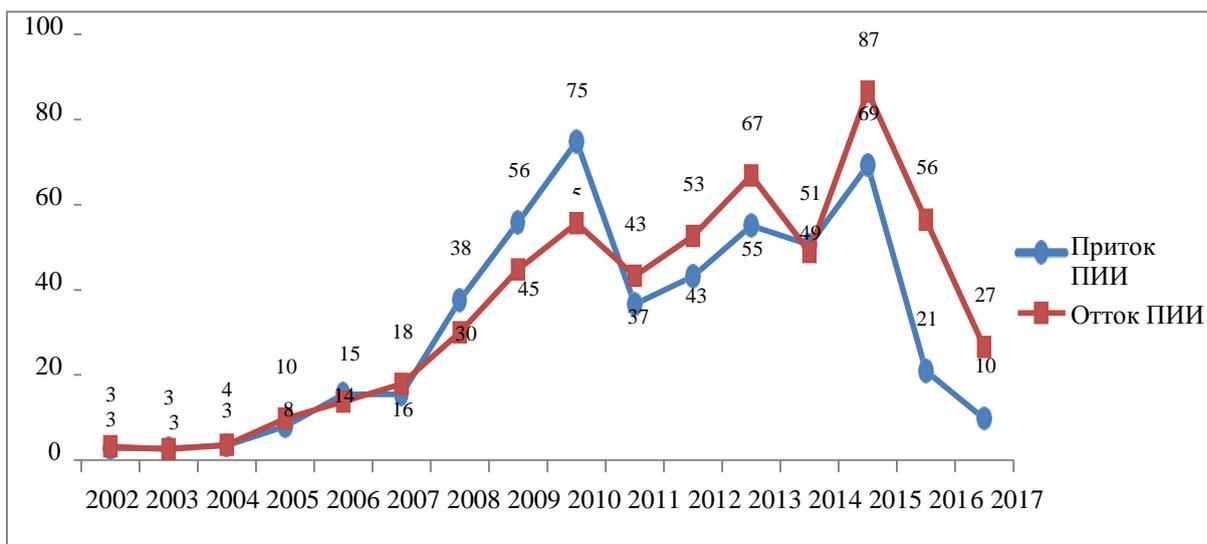


Рисунок 2.4 – Динамика чистого притока и оттока ПИИ в России за период с 2002г. по 2017г., млрд. долл. США

Источник: составлено автором

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. [41, с. 108]

За период с 2002г. по 2008г. приток инвестиций увеличился в 27,5 раза, достигнув своего пикового значения в 74,8 млрд. долл. США. Таким образом, средний годовой темп прироста составил 51,4% – наибольший среди стран БРИКС за аналогичный период. Для сравнения средний годовой темп прироста притока инвестиций за период с 2002г. по 2008г. в Китае составил 13%; в Индии – 38%; в Бразилии – 4%; в ЮАР – 34%. [42, с. 21]

Так, по итогам 2017г. 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. [43, с. 52]

По итогам 2017г. прямые инвестиции из России упали более чем в 2 раза по сравнению с 2016г. 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. [44, с. 401]

По итогам 2017г. 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. [45, с. 112]

Крупнейшим проекта производство промышленного оборудования и инструментов, 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.

ЮАР

В 2017г. ЮАР уступил лидерство Анголе (8,4 млрд. долл. США в 2017г.) среди стран африканского континента по привлечению прямых иностранных инвестиций. [46, с. 216]

Приток ПИИ в ЮАР составил 1,8 млрд. долл. США, что более чем в 3 раза ниже по сравнению со значением 2016г. (см. рис. 2.5). Данный уровень притока ПИИ является наихудшим для ЮАР за последние 10 лет.

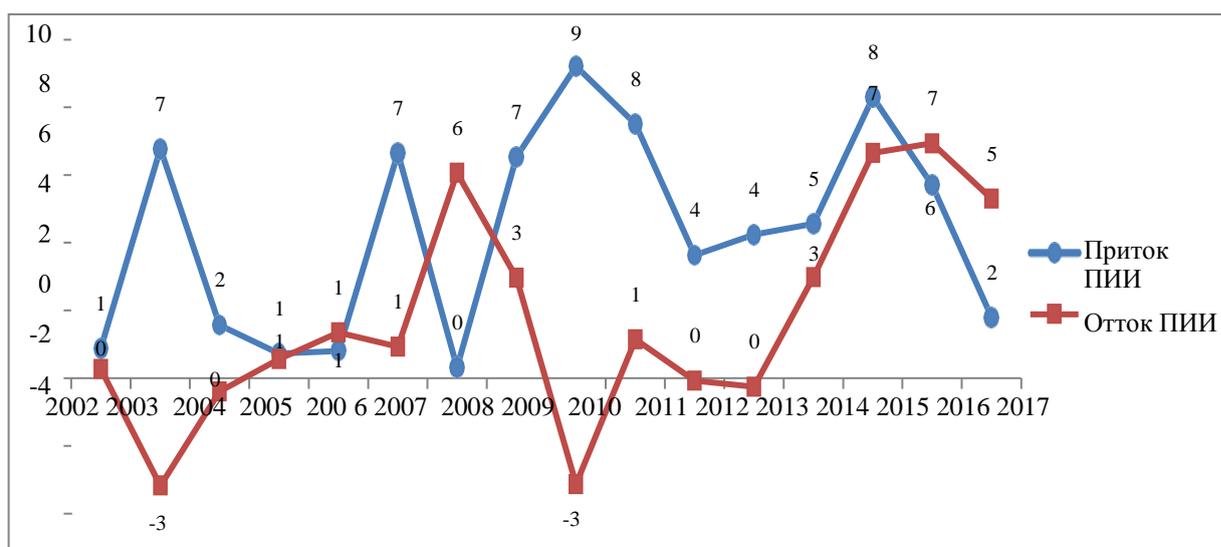


Рисунок 2.5 – Динамика чистого притока и оттока ПИИ в ЮАР за период с 2002г. по 2017г., млрд. долл. США

Источник: составлено автором

Среди стран БРИКС ЮАР занимает последнее место по объему привлекаемых ПИИ, ее доля в 2017г. составила всего 0,7%. Максимальное достигнутое значение по притоку зарубежных инвестиций составило 9,2 млрд. долл. США в 2008г. [47, с. 134]

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 2017г. экспорт ПИИ из ЮАР составил 5,3 млрд. долл. США, сократившись на 23,6% по сравнению с 2016г. Южноафриканские компании инвестировали в зарубежные активы в горнодобывающей промышленности, медицине и фармацевтике, оптовой торговле. [48, с. 128]

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

Говоря о странах 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. [49, с. 72] Актуальная информация инвестиционно-кредитных рейтингов стран БРИКС представлена в таблице 2.3.

Таблица 2.3

Агрегированная таблица инвестиционно-кредитных рейтингов стран БРИКС в 2017г.

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: составлено автором

Как видно из приведенного анализа в целом рейтинг стран БРИКС находится на уровне инвестиционно привлекательного. При этом рейтинг по методологии Standard's and Poor's, Moody's и Fitch варьируется от AAA до D (дефолт), также могут быть промежуточные стадии с использованием знаков «+» и «-» для обозначения относительных различий в уровне кредитоспособности в пределах основных рейтинговых категорий.

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

Проводя дифференцируемую политику в области привлечения ПИИ БРИКС балансирует между мерами либерализации и мерами протекционизма в сфере ПИИ в зависимости от конкретных задач и конкурентоспособности страны в той или иной сфере. (см. табл. 2.4).

Таблица 2.4

Динамика изменения государственной политике в области привлечения прямых иностранных инвестиций в мире за период с 2001г. по 2017г., шт.

	2003	2004	2005	2006	2007	2008	2009	2010
Количество стран, несших 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%

Продолжение таблицы 2.4

	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017
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 автором

В 2017г. 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.

Принимая во внимание все аспекты, связанные с привлечение прямых иностранных инвестиций стран 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.

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.

В 2002г. 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.

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%).

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 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). [50, с. 113] В нем прописаны специфические требования к иностранному инвестированию в те или иные отрасли экономики Индии.

В Индии никак не ограничивается создание полностью иностранных компаний в сельском хозяйстве, моно брендовой розничной торговле, телекоммуникациях и курьерской службы. 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».

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».

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.

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 2017г. 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%.

Кроме этого для иностранных компаний, оперирующих на рынке инновационной высокотехнологичной продукции и образовательных услуг, установлен льготный режим по уплате налога на прибыль, который может даже быть полностью отменен при выполнении определенных условий, фактически отменены НДС.

Для защиты национального рынка Россия использует меры тарифного и нетарифного регулирования международной торговли, которые в том числе коснулись и ряда стран 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

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.

Подводя итог, можно сделать вывод, что страны 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.

2.3. Особенности сделок слияний и поглощений в странах БРИКС

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

На рисунке 2.6 представлена динамика объемов и числа корпоративных транзакций, осуществленных в странах БРИКС за период с 2002г. по 2017г. включительно.

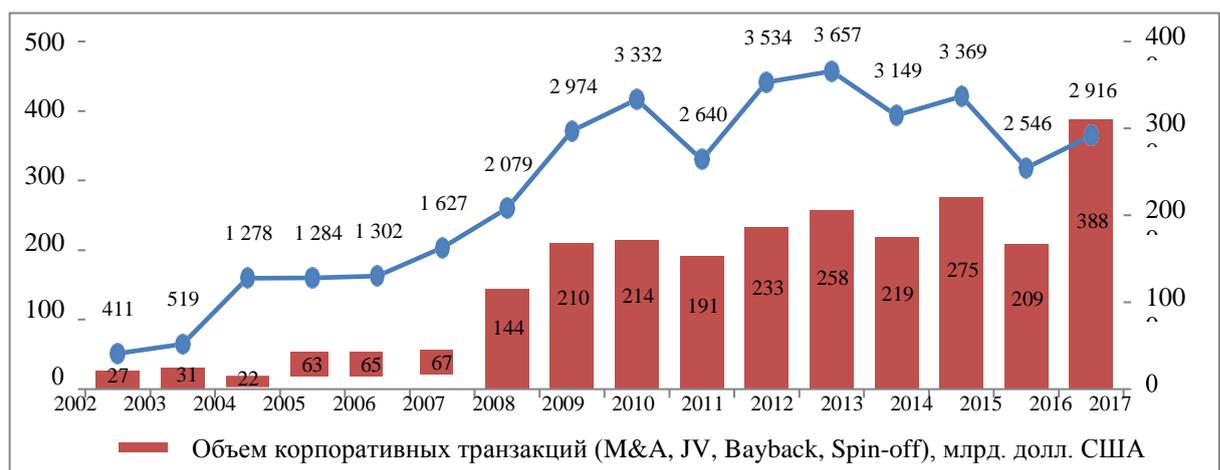


Рисунок 2.6 – Динамика объемов и числа внутренних корпоративных транзакций в странах БРИКС за период с 2002г. по 2017г. (компания-покупатель – БРИКС, компания-цель – БРИКС)

Источник: составлено автором

Как видно из приведенной статистики за период с 2002г. по 2017г. суммарный объем корпоративных транзакций, выраженный в денежном эквиваленте в странах БРИКС увеличился практически в 15 раз с 26,5 млрд. долл. США до 388,0 млрд. долл. США. Также стоит отметить, что 2017г. 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. За 15 лет средний объем корпоративной транзакций вырос более чем в 2 раза с около 65 млн. долл. США в 2002г. до 133 млн. долл. США в 2017г.

В секторальной разбивке доминируют такие отрасли как: финансовая, энергетическая и коммуникационная. Суммарный объем корпоративных транзакций в финансовой отрасли за 15 лет в странах 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. Более подробно динамика секторальной структуры корпоративных транзакций в странах БРИКС представлена на рисунке 2.7.

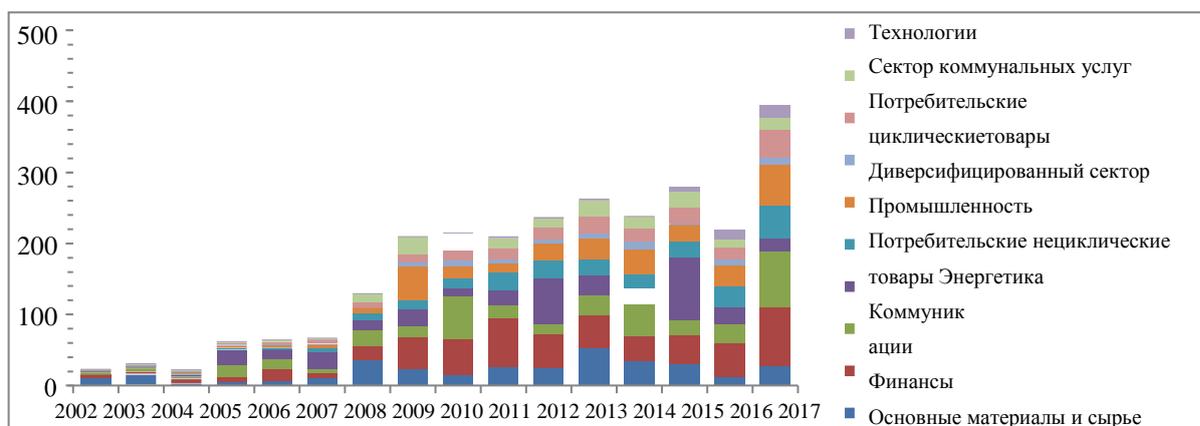


Рисунок 2.7 – Динамика секторальной структуры корпоративных транзакций

в странах БРИКС за период с 2002г. по 2017г., млрд. долл. США

Источник: составлено автором

На долю сделок слияний и поглощений там приходится около 70% от общего объема корпоративных транзакций, при этом наблюдается дальнейшая тенденция к росту их доли (см. рис. 2.8).

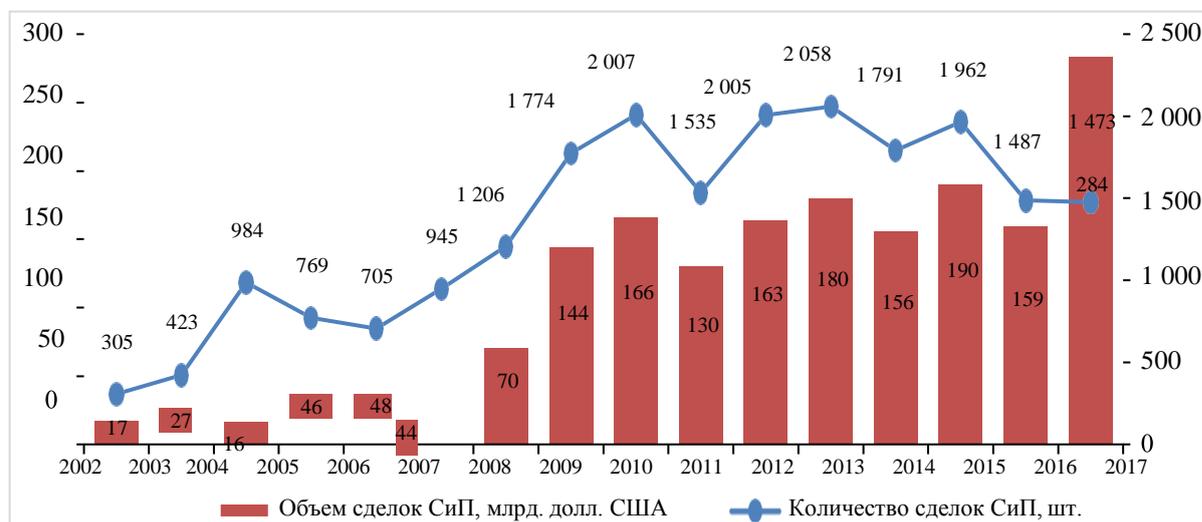


Рисунок 2.8 – Динамика объема и числа внутренних сделок слияний и поглощений в странах БРИКС за период с 2002г. по 2017г. (компания-покупатель – БРИКС, компания-цель – БРИКС)

Источник: составлено автором

В 2002г. на долю сделок слияний и поглощений в общей структуре приходилось около 66% от всего объема корпоративных транзакций, в 2017г. значение составило 73%, при этом в 2003г. этот показатель достигал 88%.

За рассматриваемый период с 2002г. по 2017г. общее количество сделок слияний и поглощений в рамках стран 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 2017г. в 283,6 млрд. долл. США. Количество сделок также возросло с 305 шт. в 2002г. до 1 473 шт. в 2017г. – рост в практически 5 раз.

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. США пришлось на последние 3 года. Более подробная динамика секторальной структуры объемов завершенных сделок слияний и поглощений отражена на рисунке 2.9.

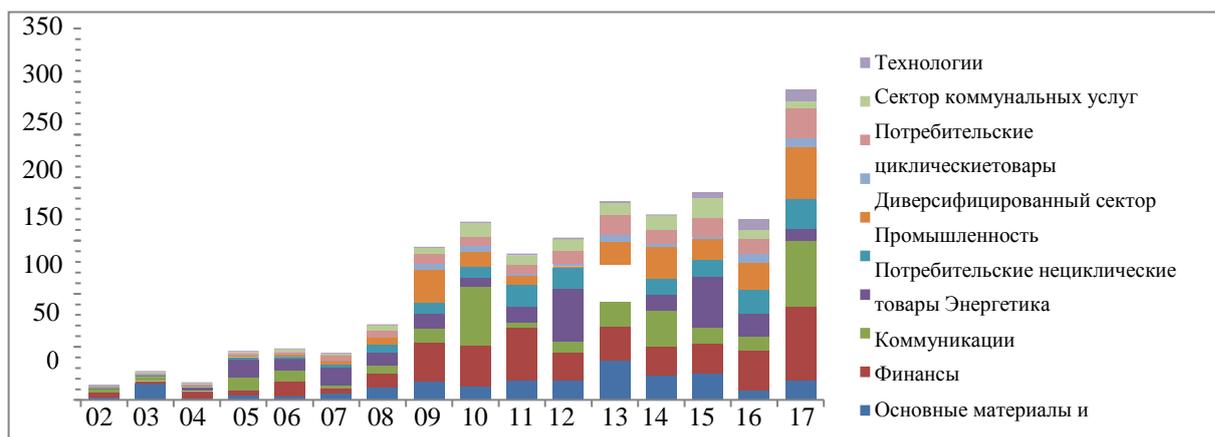


Рисунок 2.9 – Динамика секторальной структуры сделок слияний и поглощений в странах БРИКС за период с 2002г. по 2017г., млрд. долл. США

Источник: составлено автором

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 (см. табл. 2.5).

Таблица 2.5
Отраслевая структура объема завершенных сделок слияний и поглощений с 2002г. по 2017г. (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

Общее количество таких сделок СиП за период с 2002г. по 2017г. составило 31 270 сделок общим объемом немногим менее 2,5 трлн. долл. США (см. рис. 2.10).

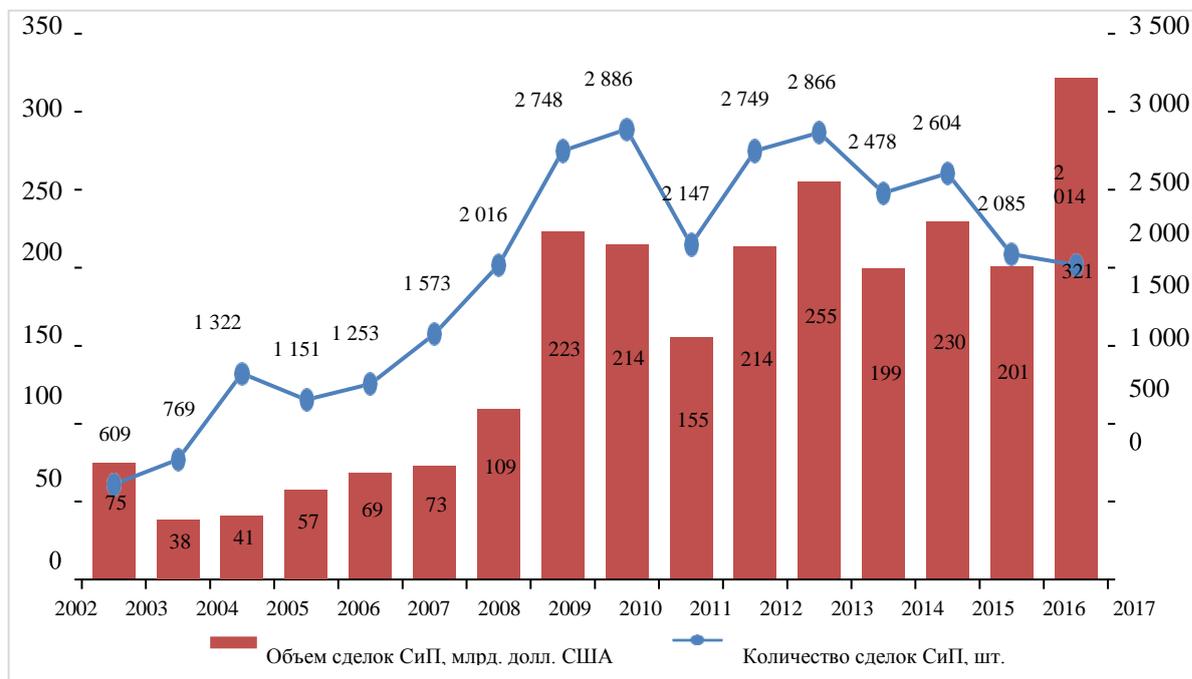


Рисунок 2.10 – Динамика объема и числа сделок слияний и поглощений в странах БРИКС за период с 2002г. по 2017г.

Источник: составлено автором

Из приведенного графика видно, что в 2017г. 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.

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 (см. рис. 2.11).

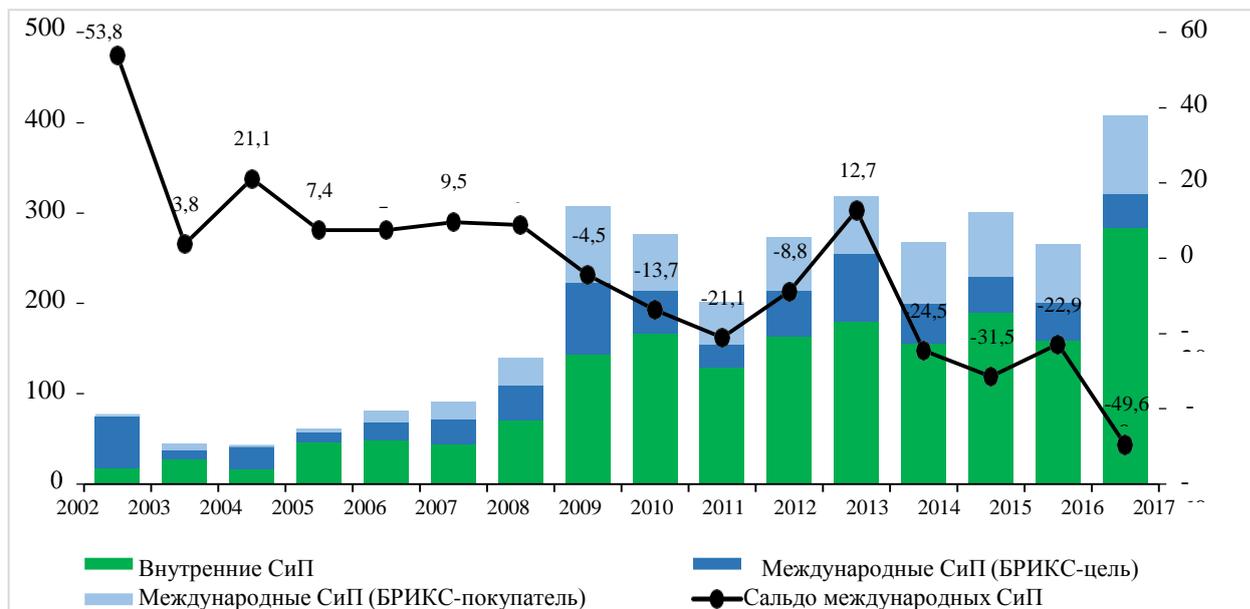


Рисунок 2.11 – Динамика структуры сделок слияний и поглощений в рамках БРИКС за период с 2002г. по 2017г., млрд. долл. США

Источник: составлено автором

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 2002г. и составило плюс 53,8 млрд. долл. США, а наименьшее – на 2017 г. минус 49,6 млрд. долл. США.

С 2007г. (за исключением 2011г.) компании из стран 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 БРИКС занимают достаточно низкую долю по отношению к общему числу и объему внутренних сделок СиП).

Как видно из представленного графика до 2006г. взаимных кросс-сделок СиП между странами БРИКС практически не было, а их объем исчислялся

десятками миллионов долларов США. Наиболее активная фаза пришлась на период после мирового финансового кризиса с 2012г. по 2013г., когда суммарный объем завершенных кросс-сделок СиП стал исчисляться миллиардами долларов США. 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 (см. рис. 2.12).

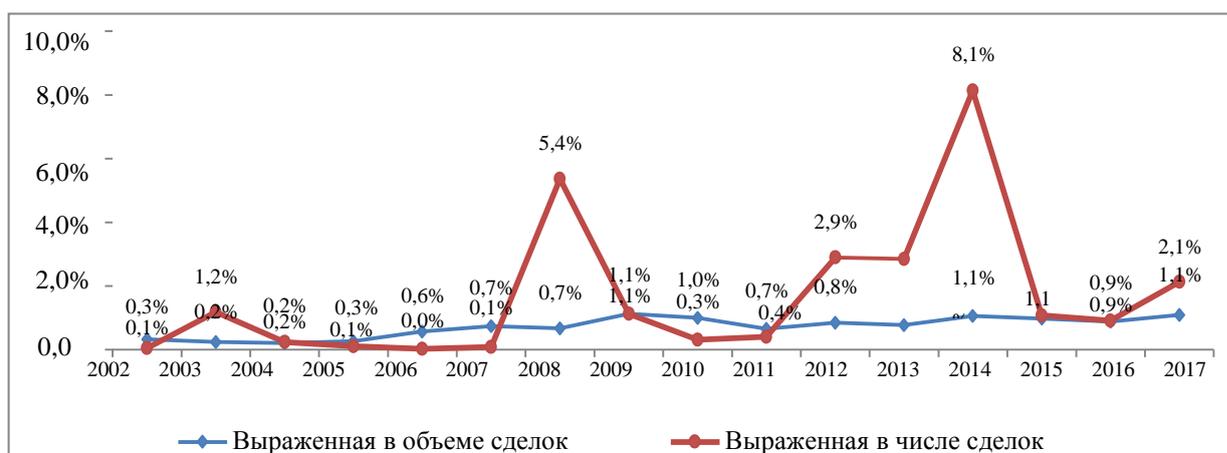


Рисунок 2.12 – Доля кросс-сделок СиП между компаниями из стран БРИКС от общего объема внутренних сделок СиП в рамках БРИКС за период с 2002г. по 2017г

Источник: составлено автором

Анализируя полученный график можно сделать вывод, что в стоимостном выражении доля кросс-сделок СиП между компаниями из стран БРИКС за период с 2002г. по 2017г. 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 БРИКС предпочитают осуществлять национальные сделки СиП в рамках своих стран, чем кросс-сделки СиП между странами БРИКС.

Доминирующими отраслями, в которых осуществлялись взаимные кросс-сделки между странами БРИКС стали: энергетическая и добывающая

отрасли.

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 2002г. по 2017г. составило 18 817 сделок на сумму более 1,5 трлн. долл. США (см. рис. 2.13).

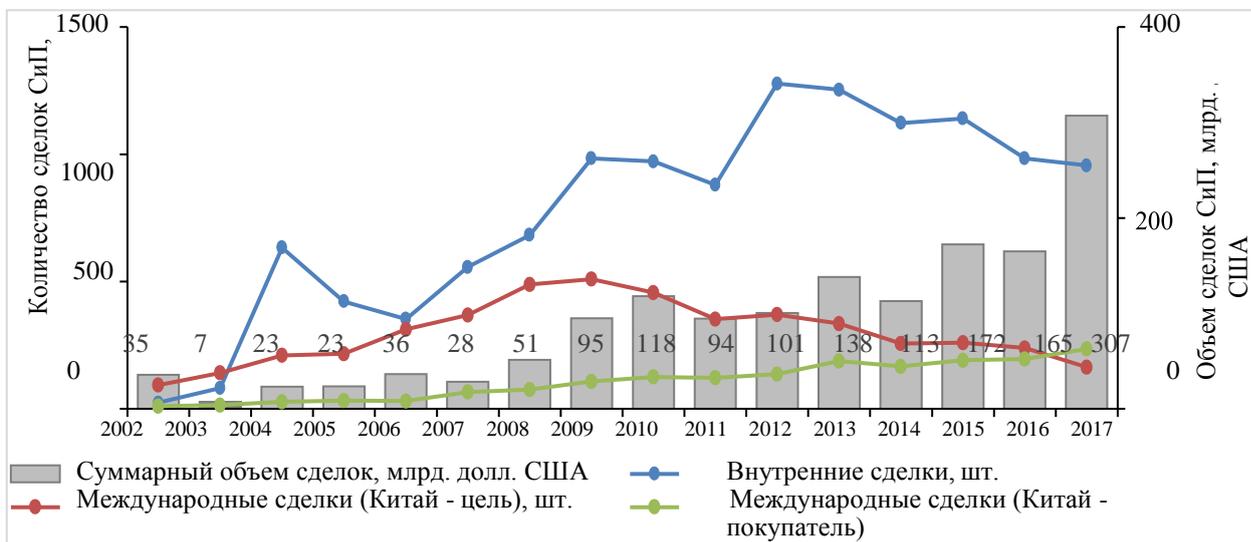


Рисунок 2.13 – Динамика структуры завершённых сделок СиП с участием компаний из Китая за период с 2002г. по 2017г

Источник: составлено автором

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 2002г. по 2016г. составило 12 325 сделок на сумму немногим менее 1 трлн. долл. США или 65% от общего объема сделок.

Так, видно, что вплоть до 2016г. число сделок, в которых китайские

компании были целями превышало их количество. При этом и в стоимостном объеме накопленным итогом сумма сделок, где Китай-цель, 319 млрд. долл. США против 218 млрд. долл. США.

Более подробная информация касаясь отраслевой структуры сделок СиП представлена в таблице 2.6.

Таблица 2.6

Отраслевая структура объема завершенных сделок слияний и поглощений с 2002г. по 2017г. (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

Для Китая как, впрочем, и для остальных стран БРИКС характерной чертой является отставание от других отраслей объема завершенных сделок СиП в технологическом секторе, что составляет около 3% от общего объема сделок СиП. Топ 5 сделок СиП с участием китайских компаний представлен в таблице 2.7.

Таблица 2.7

Топ 5 международных завершенных за 2000-2017гг. сделок слияний и поглощений с участием компаний из Китая

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 автором

Суммарное количество кросс-сделок СиП в рамках БРИКС с участием китайских компаний либо в качестве покупателя, либо в качестве цели за период с 2002г. по 2017г. 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 2002г. по 2017г. составило 5 767 сделок на сумму более 300 млрд. долл. США (см. рис. 2.14).

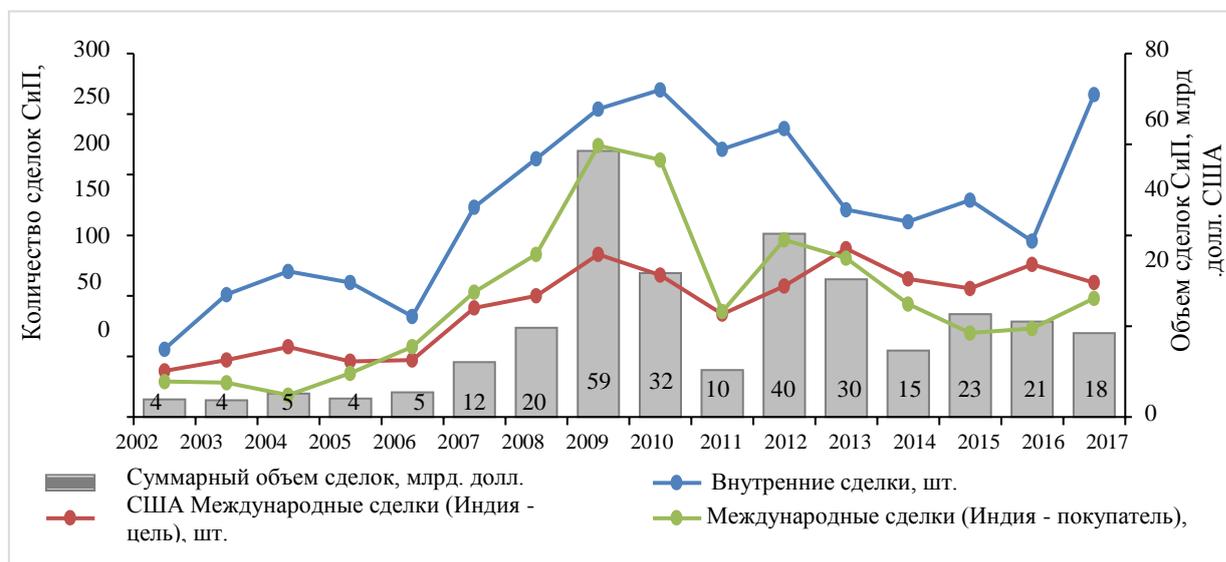


Рисунок 2.14 – Динамика структуры завершённых сделок СиП с участием компаний из Индии за период с 2002г. по 2017г

Источник: составлено автором

Динамика объема сделок СиП с участием индийских компаний в отличие от китайской отличается более выраженными пиками и падения. Так, максимальный объем завершённых 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.

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 (см. табл. 2.8).

Таблица 2.8

Отраслевая структура объема завершенных сделок слияний и поглощений с 2002г. по 2017г. (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

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. Топ 5 сделок СиП с участием индийских компаний представлен в таблице 2.9.

Таблица 2.9

Топ 5 международных завершенных за 2000-2017гг. 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, Plc (Великобритания)	7,20	Нефть и газ
02.2007	Novelis, Inc (Канада)	Hindal Co Industries, Ltd	5,70	Алюминий

Источник: составлено автором

Суммарное количество кросс-сделок СиП в рамках БРИКС с участием индийских компаний либо в качестве покупателя, либо в качестве цели за период с 2002г. по 2017г. составило 91 сделку, что превышает аналогичный показатель Китая, свидетельствуя о большей активности индийских компаний на рынке слияний и поглощений.

Россия

Суммарное количество сделок слияний и поглощений с участием российских компаний в качестве покупателя или цели за период с 2002г. по 2017г. составило 3 816 сделок на сумму около 465 млрд. долл. США (см. рис. 2.15).

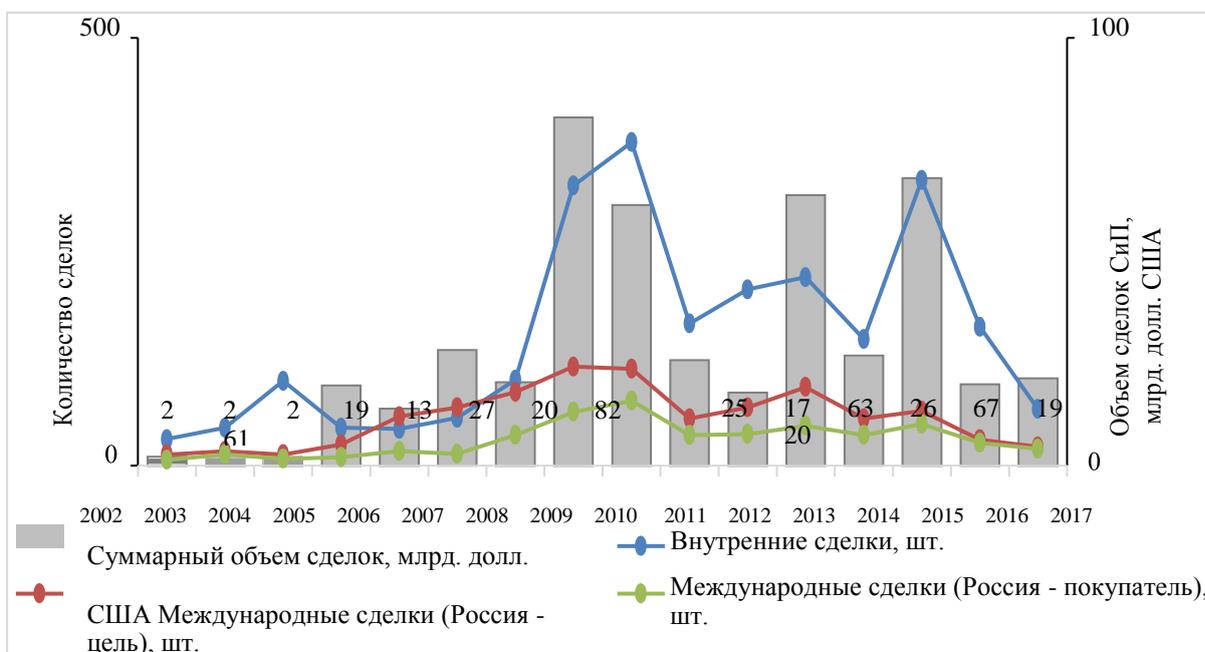


Рисунок 2.15 – Динамика структуры завершённых сделок СиП с участием компаний из России за период с 2002г. по 2017г.

Источник: составлено автором

В России также, как и в Индии является идентичной динамика объёмов 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. Период

динамики сделок слияний и поглощений в 2013-2017гг. повторяет ее в период 2007-2012гг., 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.

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.

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 (см. табл. 2.10).

Таблица 2.10

Отраслевая структура объема завершенных сделок слияний и поглощений с 2002г. по 2017г. (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

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 России сократился с пикового уровня практически в 6 раз, до 10 млрд. долл. США.

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. Топ 5 сделок СиП с участием российских компаний представлен в таблице 2.11.

Таблица 2.11

Топ 5 международных завершенных за 2000-2017гг. 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 (Украина)	Vimpelcom PJSC	5,52	Телекоммуникации
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 автором

Общее количество кросс-сделок СиП в рамках БРИКС с участием российских компаний либо в качестве покупателя, либо в качестве цели за период с 2002г. по 2017г. 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 2002г. по 2017г. составило 4 249 сделок на сумму более 650 млрд. долл. США (см. рис. 2.16), ставя ее по этому показателю на второе место после Китая.

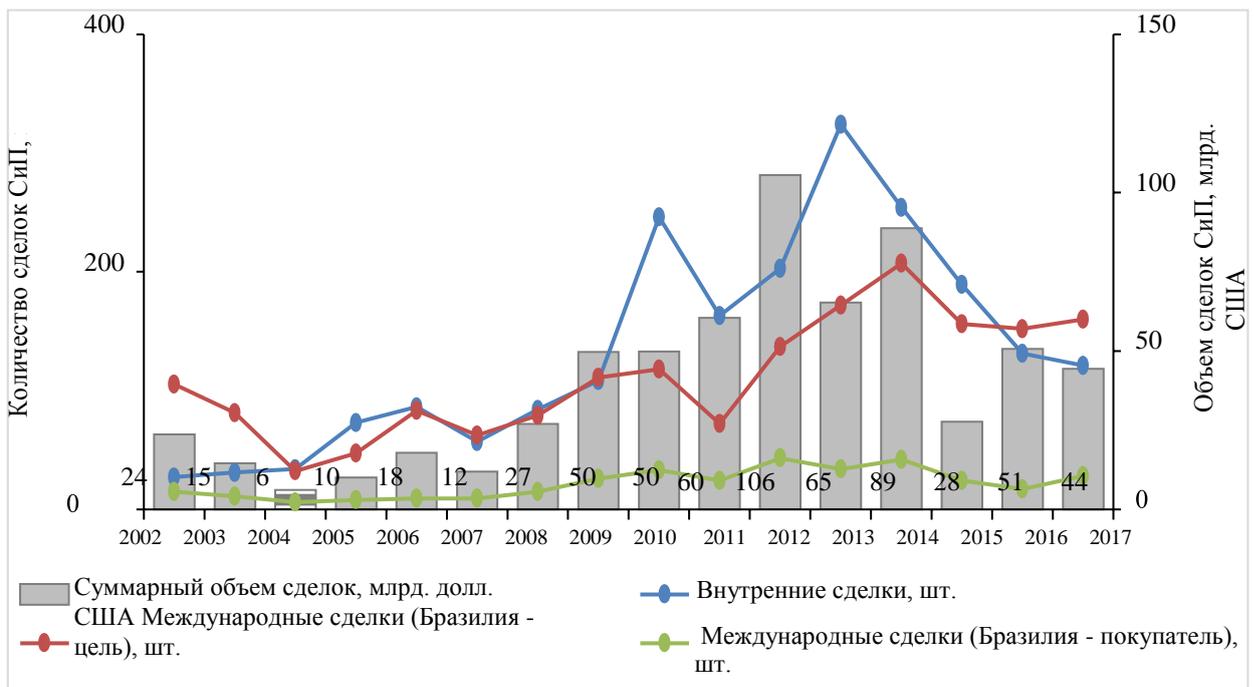


Рисунок 2.16 – Динамика структуры завершённых сделок СиП с участием компаний из Бразилии за период с 2002г. по 2017г

Источник: составлено автором

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

Во всей Латинской Америке именно Бразилия имеет самый мощный госсектор, что специалисты также относят к отличительным чертам страны.

Бразилия ориентируется 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 (см. табл. 2.12).

Таблица 2.12

Отраслевая структура объема завершенных сделок слияний и поглощений с 2002г. по 2017г. (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

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. Топ 5 сделок СиП с участием бразильских компаний представлен в таблице 2.13.

Таблица 2.13

Топ 5 международных завершенных за 2000-2017гг. 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 автором

Суммарное количество кросс-сделок СиП в рамках БРИКС с участием бразильских компаний либо в качестве покупателя, либо в качестве цели за период с 2002г. по 2017г. составило 64 сделки. При этом только в 6 сделках СиП бразильские компании выступали в качестве покупателя, это наименьший результат среди стран.

ЮАР

Суммарное количество сделок слияний и поглощений с участием компаний из ЮАР в качестве покупателя или цели за период с 2002г. по 2017г. составило 3 296 сделок на сумму более 231 млрд. долл. США (см. рис. 2.17).

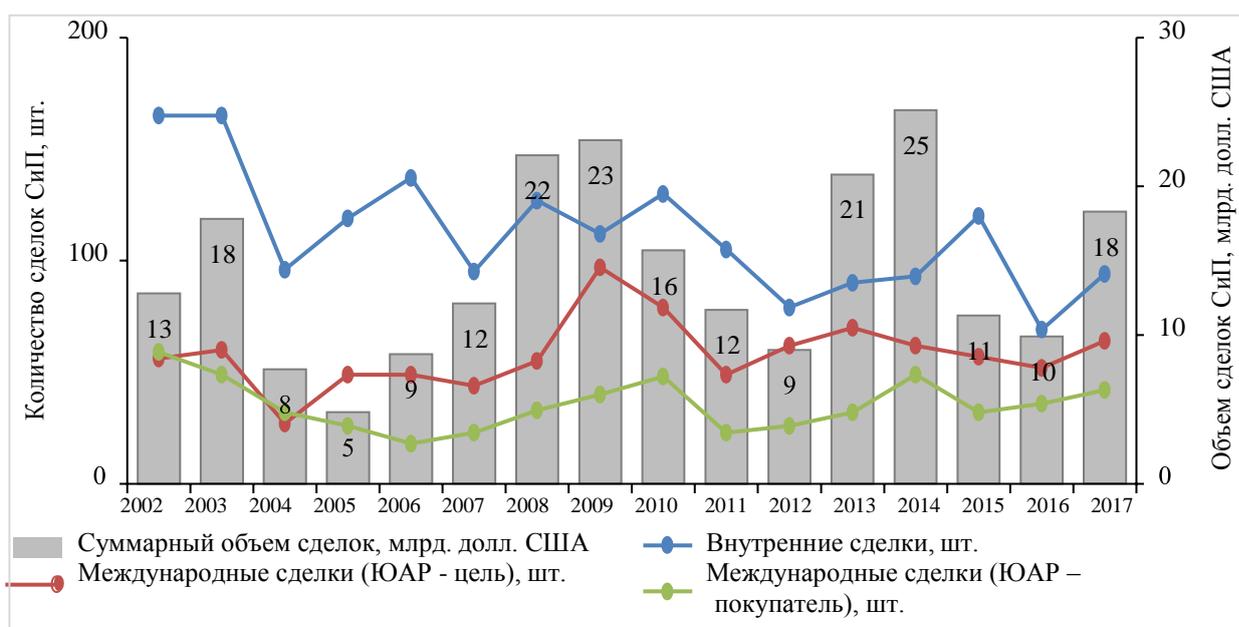


Рисунок 2.17 – Динамика структуры завершённых сделок СиП с участием компаний из ЮАР за период с 2002г. по 2017г.

Источник: составлено автором

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. 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 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 2002г. по 2017г. (см. табл. 2.14).

Таблица 2.14

Отраслевая структура объема завершенных сделок слияний и поглощений с 2002г. по 2017г. (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

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.

Топ 5 сделок СиП с участием южноафриканских компаний представлен в таблице 2.15.

Таблица 2.15

Топ 5 международных завершенных за 2000-2017гг. 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 (Великобритания)	3,14	Телекоммуникации
05.2015	New Look Retail group, Ltd (Великобритания)	Brait SE	2,81	Ритейл

Источник: составлено автором

Суммарное количество кросс-сделок СиП в рамках БРИКС с участием южноафриканских компаний либо в качестве покупателя, либо в качестве цели за период с 2002г. по 2017г. составило 80 сделок. При этом только в 32 сделках СиП южноафриканские компании выступали в качестве покупателя.

ГЛАВА 3. ОЦЕНКА ЭФФЕКТИВНОСТИ СДЕЛОК СЛИЯНИЙ И ПОГЛОЩЕНИЙ В СТРАНАХ 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, выплата 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. [51, с. 126].

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., 2016;
- 2; +2 – O. Bertrand, M. Betschinger, 2016;
- 5; +5 – S. Bhagat et al., 2015;
- 10; +10 – Lowinski et al., 2008;
- 20; +20 – Ивашковская И.В., Шамраева С.А., 2014;
- 30; +30 – M. Campa, I. Hernando, 2008;
- 50; +50 – R. Kohli, B. Mann, 2014.

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. [52, с. 307]. 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.

Поэтапный процесс расчета накопленной избыточной доходности был предложен в работе А. Маккинлая (А. MacKinlay) в 1997. [53, с. 207]. 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.

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

где: 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. [54, с. 103].

Простая средняя

«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:

$$E(R_{jt} | X_t) = R_j = \frac{\sum_{t=-240}^{-41} R_{jt}}{200} \quad (2)$$

где: 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 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

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

где: $R_{m,t}$ - 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. [55, с. 112].

На следующем шаге определяется средняя избыточная доходность по всей выборки.

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

где N- количество компаний в выборки.

В завершении рассчитывается кумулятивная избыточная доходность.

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

где: 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. [56, с. 37].

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. [57, с. 68]. 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;
- 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. [58, с. 403].

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.

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 фактора, 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. [59, с. 87].

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 архитектурой и эффективностью деятельности компании. 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. [60, с. 152].

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. [61, с. 93]

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.

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. [62, с. 132]

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 один 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 (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. [63, с. 86]

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. [64, с. 182]

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

- Концентрация собственности;
- Наличие институционального инвестора;
- Государственное участие;
- Семейная структура/непубличная компания;
- Наличие иностранного инвестора.

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 ресурсов необходимых для эффективного мониторинга и гарантирования максимизации стоимости фирмы. [65, с. 152]

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. [66, с. 152]. 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 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. 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.

Государственное участие в процессе непосредственного управления компанией в большей мере свойственно развивающимся рынкам капитала, страны БРИКС не являются исключением, где данный факт встречается достаточно часто. Работы, проведенные на различных развивающихся рынках, свидетельствуют о неоднозначности влияния государства в акционерном капитале. [67, с. 47]

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. Okamoto) авторы сравнивают эффект осуществления сделок слияния и поглощения между публичной компанией и семейной/непубличной компанией на Японском рынке капитала. [68, с. 312].

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 БРИКС.

3.2. Расчет эффективности сделок слияний и поглощений в странах 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; 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 2016г. 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. [69, с. 127]

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.

Так, К. Лодерер (С. Loderer) и К. Мартин (К. 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 склонны к выплате более высокой премии во время

сделки. [70, с. 98]

Аналогичный результат получили и другие исследователи К. Макуэйра (C. Maquiera), 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. 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.

В другой работе для европейского рынка авторами Н. Хайхебаерт (N. Huyghebaert) и М. Лайпаерт (M. Luypaert) 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%. [71, с. 28].

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.

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%.

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 Кэптал Ай Кью (Capital IQ). К основным 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 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;

- 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 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.

Как отмечалось ранее, выбор длины 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. 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 3.1.

Таблица 3.1

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: составлено автором

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.

Агрегированный результат оценки эффективности сделок слияний и поглощений для БРИКС и для каждой страны в отдельности на выбранных окнах события представлен в таблице 3.2.

Таблица 3.2

Накопленная средняя избыточная доходность (CAR) акций компаний-покупателей в странах 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*

Источник: составлено автором

Примечание: *** - результат значим на 5% уровне; ** - результат значим на 10% уровне; * - результат значим на 15% уровне

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%).

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.

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 (см. табл. 3.3).

Таблица 3.3

Накопленная средняя избыточная доходность (CAR) акций компаний-покупателей в странах 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

Источник: составлено автором

Примечание: *** - результат значим на 5% уровне; ** - результат значим на 10% уровне; * - результат значим на 15% уровне

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 являются более эффективными, чем внутренние сделки на рынке конкретной одной страны.

3.3. Перспективы движения прямых иностранных инвестиций в странах БРИКС

Несомненно, в условиях рационального поведения инвесторов важными аспектами, которые формируют их опасения, являются условия ведения бизнеса и защита их интересов в странах 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 2017г. ни одна из стран БРИКС не заняла место выше первой полусотни стран. Россия – 51 место (2016г. – 54), наибольший прирост за счет показателей: подключение к системе электроснабжения (+24 позиции к 2016г.) и получение кредитов (+19 позиций к 2016г.); ЮАР – 73 место (2016г. – 69), наибольшее снижение за счет показателей: получение разрешений на строительство (-8 позиций к 2016г.), регистрация предприятий и получение кредитов (- 7 позиций по каждому показателю к 2016г.); Китай – 84 место (2016г. 83 место), наибольшее снижение за счет показателей: регистрация предприятий (-9 позиций к 2016г.) и получение кредитов (-8 позиций к 2016г.); Бразилия – 116 место (2016г. – 111), наибольшее снижение за счет показателей: регистрация предприятий (-8 позиций к 2016г.) и получение кредитов (-7 позиций); Индия – 130 место (2016г. – 134), наибольший прирост за счет показателей: подключение к системе электроснабжения (+29 позиций) и регистрация предприятий (+9 позиций). [72, с. 83]

Согласно индексу восприятия коррупции, Россия в 2016г. заняла 119 место, Китай – 83 место, Индия – 76 место, Бразилия – 76 место, ЮАР – 61 место, при этом всего в анализе собрано 168 стран. [73, с. 274]

При этом очевидно, что страны 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.

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. [74, с. 114] Меры, представленные в данной дорожной карте, призваны активизировать инвестиционное сотрудничество стран БРИКС. К числу основных мер автором относятся следующие инициативы: [75, с. 274]

- формирование списка наиболее инвестиционно-привлекательных сфер для сотрудничества;
- 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 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.

Отдельным направлением научно-технического сотрудничества может стать военно-промышленное взаимодействие, а также сотрудничество в космической сфере, где в настоящий момент между странами БРИКС наращивается кооперация.

Странам 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 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, 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 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 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 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.

ЗАКЛЮЧЕНИЕ

В ходе диссертационного исследования оценки особенностей движения прямых иностранных инвестиций в странах БРИКС были сделаны следующие выводы:

1. Рассмотрен феномен стран БРИКС. С одной стороны, 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 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 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 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 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 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.

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 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.

СПИСОК ЛИТЕРАТУРЫ

1. 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.
2. Вознесенская Н.Н. Иностраннные инвестиции: Россия и мировой опыт (сравнительно-правовой комментарий). М.: Контакт; Инфра-М, 2002. - 220 с.
3. 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.
4. 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.
5. Жариков М.В. Корпорации стран БРИКС в международной финансовой архитектуре // Инфраструктурные отрасли экономики: проблемы и перспективы развития. 2016. № 12. - С. 7–11.
6. Ивасенко А.Г., Никонова Я.И. Иностраннные инвестиции: учеб. пособие. М.: КНОРУС, 2010. - 272 с.
7. Иванова С.В. Модальности присутствия ПИИ в ракурсе теорий «догоняющего развития» // Вестник Российского экономического университета имени Г. В. Плеханова, № 8, 2012.
8. Иванова С.В. Современные тенденции внешней торговли в формате БРИКС // Международная торговля и торговая политика, № 3, 2016, - С. 16–27.
9. Ивашковская И.В. Слияния и поглощения: ловушка роста // Управление компанией. 2004. № 7. - С. 26–29.
10. 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.
11. Костюнина Г.М. Иностраннные инвестиции (вопросы теории и практики

- зарубежных стран): учеб. пособие. М.: ИНФРА-М, 2014. - 304 с.
12. Лавров С.В. БРИКС динамично развивается, несмотря на критику // ТАСС. 2015. Источник URL: <http://tass.ru/politika/2389537>
 13. 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.
 14. Никонов В.А., Толорая Г.Д. Стратегия России в БРИКС: цели и инструменты: сб. статей. М.: РУДН, 2013. - 429 с.
 15. Пахомов А.А. Инвестиционная деятельность российских компаний за рубежом. Тенденции развития: учеб. пособие. М.: Издательский дом «Дело» РАНХиГС, 2011. - 448 с.
 16. Саратовский А.Д. Международные волны сделок слияний и поглощений // Вектор науки ТГУ. 2015. №1(31). - С. 184–189.
 17. Саратовский А.Д. Мотивы сделок слияний и поглощений // Проблемы экономики и менеджмента. 2014. № 9(37). - С. 16–19.
 18. Удальцов В.Е. Влияние структуры собственности на инвестиционную активность российских компаний // Аудит и финансовый анализ. 2008. № 5. - С. 2–13.
 19. Хейфец Б.А. Дорожная карта инвестиционного сотрудничества стран БРИКС // Мировая экономика и международные отношения. 2013. №6. - С. 19– 28.
 20. Хусаинов З.И. Оценка эффективности сделок слияний и поглощений: Интегрированная методика // Корпоративные финансы. 2008. № 1. - С. 12–33.
 21. Шарова Е.А. Взаимная торговля стран БРИКС на современном этапе // Проблемы национальной стратегии. 2016. № 2(35). - С. 150–174.
 22. Agrawal M., Sensarma R. Determinants of merger activity: evidence from India // Int. J. Finance. Serv. Manage. 2007. Vol. 2. - P. 277–288.
 23. 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.

24. 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.
25. 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.
26. 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.
27. Bena J., Li K. Ownership and International Mergers and Acquisitions // *Journal of Business*. 2013. Vol. 28. - P. 185–200.
28. 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.
29. 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.
30. 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.
31. Buckley P.J., Casson M.C. *The Future of the Multinational Enterprise*. L.: Homes & Meier, 1976.
32. 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.
33. Campa M., Hernando I. Mergers and acquisitions performance in the European financial industry // *Journal of Finance*. 2005. Vol. 5. - P. 119–138.
34. 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.

35. Cohen D. Low investment and large LDC debt in the 1980's // *American Economic Review*. 1993. Vol. 83. - P. 437–449.
36. 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.
37. 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.
38. Davies J., Hillier D., Mccolgan P. Ownership structure, managerial behavior and corporate value // *Journal of Corporate Finance*. 2005. Vol. 11. - P. 645– 660.
39. 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.
40. 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.
41. 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.
42. 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.
43. Dunning, J.H. *Foreign direct investment and governments. Catalyst for economic restructuring*. London and New York.: Routledge, 1996. - 472 p.
44. 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.
45. 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.
46. Fama E. Efficient capital markets: a review of theory and empirical work // *Journal of Finance*. 1970. Vol. 25. - P. 383–417.

47. 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.
48. Gugler K., Mueller D., Weichselbaumer M. The determinants of merger wave: An international perspective // *International Journal of Industrial Organization*. 2012. Vol. 30. N 1. - P. 1–15.
49. Hadley R. D., Wilson H. I. The network model of internationalisation and experiential knowledge // *International Business Review*. 2003. Vol. 12 (6). P. 697–717.
50. 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.
51. Harford J. What drives merger waves? // *Journal of financial economics*. 2005. Vol. 77. - P. 529-560.
52. Huntington S.P. *The Clash of Civilizations and the Remaking of World Order*. New York.: Simon & Schuster, 1996. - 367p.
53. 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.
54. Hymer S.H. *The international operation of national firms: A study of direct foreign investment*. Boston, Massachusetts: MIT Press, 1976. - 253 p.
55. Iamsiraroj S. The foreign direct investment–economic growth nexus // *International Review of Economics and Finance*. 2016. Vol. 42. - P. 116–133.
56. 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.
57. 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.
58. Johanson, J., Mattsson, L. *Internationalisation in industrial systems – A network*

- approach // *Strategies in global competition*. London. Croom Helm. 1988. - P. 287–314.
59. Kennedy P. *The rise and fall of the Great Powers*. London.: Unwin Hyman Limited, 1988. - p. 678.
60. Kindleberger C.P. *American business abroad: Six lectures on direct investment*. New Heaven: Yale University Press, 1969. - 225 p.
61. 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.
62. 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/>
63. 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.
64. Levitt T. *The Globalization of Markets* // *Harvard Business Review*. 1983. Vol. 61. No. 3. - P. 92–102.
65. 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.
66. 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.
67. Loderer, C., Martin, K. Corporate acquisitions by listed firms: the experience of comprehensive sample // *Financial management*. 1990. Vol. 19. - P. 17– 33.
68. 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.
69. MacKinlay A. Event studies in economics and finance // *Journal of Economic Literature*. 1997.Vol. 35. - P. 13–39.
70. 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.

71. 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.
72. 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.
73. Morck R., Shleifer A., Vishny R. Do Managerial Objectives Drive Bad Acquisitions? // *The Journal of Finance*. 1990. Vol. 45. - P. 31–48.
74. Myers S. Financial architecture // *European Financial Management*. 1999. Vol. 5. - P. 133–141.
75. 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.