



М. Ю. Шерешева, Е. В. Бузулукова

**ИНВЕСТИЦИОННАЯ ПРИВЛЕКАТЕЛЬНОСТЬ
РОССИЙСКИХ ПРЕДПРИЯТИЙ С ТОЧКИ ЗРЕНИЯ
ТРАНСНАЦИОНАЛЬНЫХ КОРПОРАЦИЙ**

Рассматривается ряд существующих стереотипов относительно инвестиционной привлекательности российских предприятий. Отмечается, что местные компании зачастую не видят перспектив развития в России, сетуя на тяжелые условия российской институциональной среды. Однако активность транснациональных корпораций (ТНК), направленная на приобретение российских компаний, может служить свидетельством высокого потенциала России как одного из рынков стран БРИКС, признаваемых «рынками XXI века». Проанализирована деятельность ТНК по расширению своего присутствия на российском рынке, а также причины подобного поведения.

There are a number of stereotypes regarding the investment attractiveness of Russian enterprises. Local companies often do not see any development prospects in Russia and complain at the unsatisfactory local institutional environment. However, the activity of multinational corporations (MNCs) in Russia serves as a clear evidence of its potential attractiveness as one of the BRICS markets (the so called "21st century markets"). This article discusses the activities of MNCs aimed to increase market representation in Russia, as well as the reasons for such behavior.

Ключевые слова: инвестиционная привлекательность, российская экономика, транснациональные корпорации.

Key words: investment attractiveness, Russian market, multinational corporations.

Инвестиционная привлекательность компании – это набор характеристик, делающих компанию объектом выгодных вложений для инвесторов. При этом существенную роль с точки зрения инвесторов играют как собственно характеристики компании, так и особенности институциональной среды, в которой она существует.

В настоящее время сложилось мнение, что инвестиционная привлекательность бизнеса в России низка. Обычно, оценивая этот показатель, ссылаются на рейтинги, косвенные данные, поведение российских компаний. Что касается последнего, то не секрет, что российский капитал продолжает утекать за рубеж, причем масштабы его вывоза значительно превосходят объемы ввоза. Еще в середине 2011 г. прогноз по оттоку капитала составлял 36 млрд долл., осенью прозвучала цифра 50 млрд долл., а по итогам 2011 г., согласно прогнозам ЦБ России, данный показатель может превысить 70 млрд долл. [15].

В значительной степени эта ситуация обусловлена характеристиками российской институциональной среды. Согласно данным Мирового экономического форума [10], основными факторами, снижающими инвестиционную привлекательность России, являются коррупция, неэффективная бюрократия, криминогенная обстановка, уровень налогов, доступ к



источникам финансирования, инфляция, налоговое регулирование, высокие риски ведения бизнеса. Согласно оценкам, приведенным в докладе Всемирного экономического форума о конкурентоспособности стран мира на 2009–2010 гг., Россия занимает 121-е место среди 133 стран по защите прав собственности и 102-е место по защите интеллектуальной собственности. В рейтинге благоприятности деловой среды «Doing Business-2012» Россия оказалась лишь на 120-й строчке из 183 стран, разместившись между Кабо-Верде и Коста-Рикой (в прошлом году было 124-е место) [17].

Результаты пилотного опроса предпринимателей, выпускников НИУ ВШЭ, аспирантов, слушателей программ МВА и профессиональной переподготовки кадров, имеющих опыт работы в бизнесе, проведенные сотрудниками Лаборатории сетевых форм организации НИУ ВШЭ в 2009–2011 гг. [1; 2], свидетельствуют о том, что респонденты воспринимают сложившуюся внешнюю среду развития бизнеса как неблагоприятную. Результаты опроса показали, что воспринимаемая респондентами вероятность утраты прав собственности достигла уровня, при котором инвестирование части чистого дохода в будущее развитие компании становится для собственника нерациональным. Высокая воспринимаемая вероятность утраты прав собственности на бизнес может рассматриваться как фактор, увеличивающий реальную стоимость капитала и снижающий оценку терминальной стоимости бизнеса.

Негативные ожидания российских менеджеров и собственников усиливает существующая практика уголовного преследования генеральных директоров и других руководителей тех организаций, которые сочтены неправомерно укрывающими налоги, выводящими капитал или обналичивающими деньги (т.е. неправомерно зачисляющими НДС). В условиях крайне неудовлетворительной работы судебной системы, а также постоянного изменения законодательства российские руководители все время сталкиваются с разными трактовками одних и тех же законодательных норм и противоречивой судебной практикой. В ситуации, когда при всем желании невозможно полностью выполнить все требования контролирующих органов, каждый отечественный руководитель и/или собственник ощущает занесенную над собой «карающую» руку контролирующих органов и риск потери как бизнеса, так и свободы. На этом основании логично предположить, что российские собственники не чувствуют себя защищенными и будут рады любой возможностью продать свой бизнес, пока он еще чего-то стоит.

Для оценки влияния указанных факторов внешней среды на инновационную активность российского бизнеса и вероятность его деградации была разработана и апробирована модель [1; 2], позволяющая укрупненно учитывать влияние факторов внешней среды, воспринимаемой собственниками¹ нного бизнесвероятности потери прав собственности на результаты развития инновациоа. На основе моделирования был получен вывод, что российские фирмы сталкиваются со столь высокими рисками и обременениями, что инвестиции в развитие бизнеса

¹ Под собственниками бизнеса в данном случае понималась совокупность лиц и групп влияния, имеющих права на распределение и присвоение чистого денежного дохода от бизнеса и определяющих стратегию развития этого бизнеса.



экономически нецелесообразны. Рациональной для собственника становится стратегия предпродажной подготовки бизнеса и его продажи либо стратегия полного отказа от реинвестирования части дохода в развитие, позволяющая ценой деградации бизнеса вывести и аккумулировать часть его стоимости. В обеих стратегиях может предусматриваться последующее размещение вырученных средств в менее рискованных условиях, например, за рубежом. Таким образом, российский бизнес, руководствуясь негативными ожиданиями, в целом не склонен к инвестиционной активности в своей стране, а ценность российских предприятий для потенциальных инвесторов выглядит сомнительной.

Результаты, полученные в ходе исследования, в целом подтверждаются данными зарубежных рейтингов. Однако, если внимательно изучить поведение зарубежных компаний на российском рынке, то можно отметить, что в последнее время значительно активизировалась инвестиционная деятельность транснациональных корпораций в России. Согласно оценкам UNCTAD, Россия занимает 8 место по привлечению иностранных инвестиций; за 2010 г. наша экономика привлекла порядка 41 млрд. долл., что на 14 % больше, чем за 2009 г. [9]. Растет количество сделок по поглощению российских предприятий, причем наибольшую активность проявляют крупные транснациональные корпорации. Не так давно закончилась сделка по покупке «Вимм-Биль-Данн» корпорацией PepsiCo (сумма сделки превысила \$5,8 млрд.) [11], в октябре 2011 г. стало известно, что Unilever приобрел 82 % акций парфюмерно-косметического концерна «Калина» [12], а Walt Disney приобрел 49 % телеканала «Семерка» у холдинга ЮТВ [13]. Эти данные свидетельствуют о том, что интерес к российскому рынку у крупнейших ТНК достаточно высок.

Получается парадоксальная ситуация: российские предприятия не верят в возможности успешного развития бизнеса в нашей стране, тогда как иностранные ТНК расширяют свое присутствие. Возникает вопрос: что именно заставляет иностранные корпорации проявлять такой интерес к инвестированию в российскую экономику? В чем состоит инвестиционная привлекательность российских компаний для ТНК, если риски ведения бизнеса в России достаточно высоки?

Поскольку и отечественные, и иностранные компании работают в одних и тех же институциональных условиях, то логично предположить, что разница в их поведении (инвестировать или избавляться от активов) зависит, прежде всего, от ожиданий, связанных с тем или иным рынком. В данном случае имеют значение как ожидание выгод (например, наличие большого спроса, доступ к дешевым источникам сырья, возможность получения высокой прибыли, продления жизненного цикла товаров), так и ожидание издержек (риски, ограничения и т.д.). Для компаний, осваивающих зарубежные рынки, имеют также значение возможности оптимизации налогообложения, уровень конкуренции в той или иной стране, отсутствие ограничений репатриации прибылей, преодоление национальных тарифных ограничений, недооценка предприятий и ряд других факторов (см., например, [3; 4; 6–8]).

Часть факторов, положительно влияющих на склонность к инвестированию, как показано выше, в России не действует (прежде всего,



это касается защиты прав собственности, коррупции и качества налоговой системы), и их можно сразу исключить из рассмотрения. В то же время очевиден прогресс российской экономики по ряду перечисленных выше позиций. В частности, в первом десятилетии XXI в. был достигнут приемлемый уровень политической стабильности; темпы роста экономики оказались достаточно высоки по сравнению с развитыми странами. Стабильный уровень инфляции, преодоление тарифных ограничений в ряде отраслей (например, в автомобилестроении), доступ к недорогим источникам сырья, отсутствие ограничений по репатриации прибылей, а также недавнее вступление в ВТО дополнительно улучшили инвестиционный климат, добавив привлекательности российскому рынку. Кроме того, активность зарубежных корпораций подстегнута мировым финансовым кризисом², когда развитые страны, долгое время представлявшие собой безрисковый актив, стали, по сути, «проблемной зоной» мировой экономики. В подобной ситуации выгоднее инвестировать в развивающиеся рынки с недооцененными активами, самым привлекательным из которых по показателю отношения капитализации к прибыли (P/E) является именно российский [14].

Однако главное, что ставит Россию на первые позиции в долгосрочной стратегии ТНК, — это большой и в значительной степени еще не занятый рынок с низким уровнем конкуренции. Согласно данным большинства рейтингов, потенциальный размер рынка — главный параметр, по которому Россия оказывается привлекательнее многих стран, включая страны БРИКС (BRICS) [10]. По ряду оценок, российский рынок может войти в четверку крупнейших в мире уже в ближайшие 15 лет.

Что касается инвестиционной привлекательности собственно российских предприятий, то, в отличие от рынков развитых стран, где ТНК привлекают в первую очередь конкурентоспособные активы, положительное воздействие на интерес к приобретению активов в России оказывает как раз невысокая конкурентоспособность многих российских предприятий. Это не только позволяет ТНК диктовать свои условия работы партнерам и получать большую часть добавленной стоимости продукта, но и делает слабые и/или недооцененные отечественные предприятия привлекательным активом для приобретения крупными ТНК. Нежелание российского бизнеса осуществлять инвестиции в собственной стране, обусловленное описанными выше негативными ожиданиями российских руководителей, снижает конкуренцию за интересующие ТНК активы.

Еще одним фактором, повышающим инвестиционную привлекательность российских компаний, стала большая информационная открытость и следование стандартам раскрытия информации. Индекс информационной прозрачности, согласно результатам совместного исследования агентства «Standard & Poor's» и Центра экономических и

² По данным исследования «бизнес-барометра» — опроса менеджеров 1500 компаний из разных стран и секторов, проведенного «Financial Times» и «The Economist» (почти у половины компаний годовой оборот превышает 500 млн долл.), — 33,7% респондентов в ближайшие полгода ожидают ухудшения ситуации в мировой экономике, 43,2% полагают, что она не изменится, 23,2% ждут улучшения [16].



финансовых исследований и разработок в Российской экономической школе, который рассчитывается как средний балл по 90 крупнейшим российским публичным компаниям, по итогам исследования 2010 г. вырос на 1,7 балла, составив примерно 57,5 % [14].

Логично предположить, что при таких условиях ТНК будут все чаще выходить на российский рынок и расширять свое присутствие на нем путем приобретения отечественных предприятий. Эту гипотезу подтвердил проведенный нами анализ деятельности 30 ТНК на российском рынке. В результате было выявлено, что значительная часть (40 %) ТНК предпочитают приобретать работающие отечественные предприятия, а не строить новые. Выбору подобной стратегии дополнительно способствуют такие факторы, как сложившийся рынок сбыта компаний, ставших объектом приобретения, возможность адаптации продукта ТНК на базе отечественных предприятий. Не последнюю роль играет и известность бренда, поскольку в последние годы в ряде отраслей купить российский бренд для ТНК, входящих на рынок, стало выгоднее, чем продвигать новый в условиях обострившейся конкуренции со стороны других ТНК, уже присутствующих в России. Безусловно, нельзя игнорировать и тот факт, что к приобретению местных компаний ТНК прибегают из-за наличия серьезных проблем и сложностей, с которыми связано строительство новых предприятий, требующее множества согласований в течение длительного времени. Не случайно в Индии, где проблемы с приобретением земли под строительство, арендой и проведением коммуникаций в значительной степени сходны с российскими, ТНК также тяготеют к приобретению местных компаний.

Отметим также, что многие ТНК, следуя обычной практике своей работы на рынках большинства новых индустриальных и развивающихся стран, связанной с повышенным риском, изначально достигают ряда договоренностей с федеральными властями, которые помогают им защищать свой бизнес в дальнейшем. Поскольку Президентом РФ инициирована программа по привлечению иностранных инвестиций в Россию и улучшению инвестиционного климата в стране, то мало кто захочет огласки практики «преследования» транснациональной корпорации. В сложившихся условиях получается, что иностранные корпорации более защищены со стороны правительства, чем отечественные предприятия.

Итак, инвестиционную привлекательность российских компаний обуславливают две группы факторов: особенности институциональной среды и характеристики самих компаний. В первой группе факторами, способствующими резкому повышению активности иностранных ТНК на российском рынке, является общий потенциал этого рынка, а также негативная динамика и финансовые кризисы развитых стран и в меньшей степени — работа российского правительства по повышению инвестиционной привлекательности. Во второй группе факторов наиболее значимыми следует признать недооцененность российских предприятий, а также их сложившийся рынок сбыта, что делает их привлекательным объектом для приобретения со стороны ТНК.

В целом можно утверждать следующее:



– по большинству показателей индекса инвестиционной привлекательности, согласно данным Всемирного экономического форума и ряда других организаций, Россия отстает от стран BRICS;

– инвестиционный климат в России улучшается, но очень медленными темпами, и это улучшение пока не стало главным фактором, способствующим росту иностранного инвестирования со стороны ТНК;

– в то же время темпы роста российской экономики выше, чем в развитых странах, а уровень риска в условиях обострившейся угрозы невыполнения долговых обязательств США и многими странами Европы стал сопоставим по своим размерам; стабильность политического курса, вступление в ВТО и ряд других факторов также способствуют повышению инвестиционной привлекательности отечественного рынка;

– российские директора и собственники чувствуют крайнюю уязвимость перед органами власти и контролирующими органами в условиях частого изменения законодательства и противоречивой судебной практики, что превращает их деятельность по развитию бизнеса в «предпродажную подготовку»;

– в отличие от российских предприятий, ТНК имеют более широкие возможности, включая возможность снижения политических рисков путем сотрудничества с органами власти, которые следуют президентской программе привлечения иностранных инвестиций.

В заключение еще раз подчеркнем, что высокая активность ТНК на российском рынке, с нашей точки зрения, обусловлена в первую очередь не улучшением условий инвестирования, а большим потенциалом российского рынка и соответствующим интересом к нему крупных зарубежных корпораций, имеющих длинный горизонт планирования. Их активность подстегнута мировым финансовым кризисом, когда развитые страны перестали быть наиболее привлекательным рынком с точки зрения безрисковости вложений. В подобной ситуации выгоднее инвестировать в развивающиеся рынки с недооцененными активами, к которым относится Россия. Если эта гипотеза окажется верной, то после того, как мировой кризис будет пройден, Россию может ожидать новая волна оттока иностранного капитала. Тем не менее регионы, сумевшие создать дополнительные условия для комфортных инвестиций в местные активы, могут рассчитывать на долговременный интерес зарубежных инвесторов.

Список литературы

1. Бек М.А., Бек Н.Н. Анализ проблем развития инновационно активных кластеров в России // Современный менеджмент: проблемы, гипотезы, исследования : сб. науч. тр. Вып. 3 : в 2 ч. М., 2011. С. 228 – 242.

2. Бек Н.Н., Бек М.А. Причины низкой инновационной активности российского бизнеса и вызовы для управления инновационным развитием // Менеджмент инноваций. 2010. №4. С. 272 – 284.

3. Владимирова И.Г. Интеграционные процессы как фактор развития предпринимательских структур в условиях глобализации экономики: дис. ... д-ра экон. наук. М., 2008.

4. Осьмова М.Н., Бойченко А.В. Глобализация мирового хозяйства: учеб. пособ. М., 2006. С. 376.



5. Bartlett C.A., Ghoshal S., Beamish P.W. Transnational Management // Text, Cases, and Readings in Cross-Border Management. 5th ed. Irwin, 2008. P. 840.

6. Dunning J.H. Trade, Location of Economic Activity and the Multinational Enterprise // В. Ohlin, P.-O. Hesselborn, P.M. Wijkman (eds.). The International Allocation of Economic Activity. London, 1977. P. 395–418.

7. Hymer S. The Large Multinational Corporation // An Analysis of Some Motives for the International Integration of Business / M. Casson (ed.). Aldershot, 1990. P. 8–31 (translation of a 1968 article from French with an introduction by M. Casson).

8. Kindleberger C.P. American Business Abroad // Six Essays on Direct Investment. New Haven, CT, 1969. P. 1–36.

9. UNCTAD. Non Equity Modes of international production and development // World Investment Report. NY, 2011. P. 250.

10. World Economic Forum. The Global Competitiveness Report 2010–2011. Geneva, 2010.

11. Канаев П., Карапетян М., Бахарев И. Pepsi с молоком. Pepsi покупает «Вимм-Билль-Данн». URL: <http://www.gazeta.ru/business/2010/12/02/3453245.shtml> (дата обращения: 07.12.2011).

12. Новости РБК. Unilever приобретет 82 % акций концерна «Калина» за 390 млн евро. URL: <http://www.rbc.ru/fnews.frame/20111014121349.shtml> (дата обращения: 21.12.2011).

13. Новости РБК. Walt Disney купил 49 % российского телеканала. 27.10.2011 г. URL: <http://top.rbc.ru/economics/27/10/2011/622517.shtml> (дата обращения: 21.12.2011).

14. Оверченко М. Кризис только начинается, а вкладываться надо в развивающиеся страны // Ведомости. 2011. URL: http://www.vedomosti.ru/finance/news/1419907/v_sem_let_ne_ulozhitsya (дата обращения: 07.12.2011).

15. Петрова В. Ведение бизнеса в России: уже не Уганда, но еще не Кабо-Верде // РБК. 7.11.2011. URL: <http://top.rbc.ru/economics/07/11/2011/623734.shtml> (дата обращения: 07.12. 2011).

16. Stabe M., Bernard S., Feeney P. FT-Economist Business Barometer 2011. URL: <http://www.ft.com/cms/s/0/41614d66-bd1e-11e0-9d5d-00144feabdc0.html#axzz1iZoXdrif> (дата обращения: 21.12.2011).

17. The World Bank. Doing Business ranking. 2011. URL: <http://www.doingbusiness.org/rankings> (дата обращения: 05.01.2012).

Об авторах

Марина Юрьевна Шерешева – д-р экон. наук, проф., Национальный исследовательский университет «Высшая школа экономики».

E-mail: msheresheva@hse.ru

Екатерина Валерьевна Бузулукова – ст. преп., Национальный исследовательский университет «Высшая школа экономики».

E-mail: ebuzulukova@hse.ru

About authors

Prof. Marina Yu. Sheresheva – Department of Strategic Marketing, Faculty of Management National, Research University Higher School of Economics.

E-mail: msheresheva@hse.ru

Ekaterina V. Buzulukova – Assistant Professor, Department of Strategic Marketing, Faculty of Management, National Research University Higher School of Economics

E-mail: ebuzulukova@hse.ru