

От какой страны прямые иностранные инвестиции выгоднее для России?*

Е.А. ФЕДОРОВА, доктор экономических наук, Департамент корпоративных финансов и управления, Финансовый университет при Правительстве РФ, Департамент финансов, Национальный исследовательский университет «Высшей школы экономики». E-mail: ecolena@mail.ru

Ф.Ю. ФЕДОРОВ, Департамент анализа данных, принятия решений и финансовых технологий, Финансовый университет при Правительстве РФ. E-mail: fedorovfedor92@mail.ru

А.Э. НИКОЛАЕВ, Школа менеджмента Национальный исследовательский университет «Высшая школа экономики», Москва. E-mail: alexed.nik@gmail.com

Цель исследования – оценить эффективность компаний с прямыми иностранными инвестициями от разных стран-инвесторов на базе расчета показателей рентабельности и оценки технической эффективности. На основе анализа 4361 компании с ПИИ было выявлено следующее. В течение последних трех лет рентабельность компаний с ПИИ (оцененная по ROA и ROI) снижается до отрицательных значений. Эффективность работы компаний с ПИИ зависит от страны-инвестора. Рентабельность компаний с ПИИ из Германии, США, Франции и других развитых стран значительно выше, чем у компаний с инвестициями из Китая, Венгрии, Турции, а также стран-офшоров. Кроме того, инвестиции из стран, которые ввели санкции (Германия, США, Австрия, Великобритания, Швейцария), получили более высокую оценку эффективности по DEA.

Ключевые слова: ПИИ, эффективность деятельности, спилловер-эффекты, страны, рейтинги

Гипотезы исследования

Прямые иностранные инвестиции (ПИИ) являются катализатором развития экономики и способствуют её технологическому обновлению. В связи с этим эффективное привлечение и рациональное использование иностранного капитала становятся определяющими факторами устойчивого развития. При анализе притока иностранного капитала в экономику России необходимо принимать в расчет источники этого капитала, в том числе и от стран-инвесторов. Разница между эффективностью деятельности компаний с прямыми иностранными инвестициями от различных стран была исследована в зарубежной [1, 2, 3]

* Статья подготовлена при финансовой поддержке РГНФ, проект «Оценка влияния санкций на экономику РФ» (№ 15–02–00622).

и отечественной литературе [4, 5]. Выдвинем несколько гипотез для исследования.

***Гипотеза 1.** Компании работают более эффективно, если в качестве инвестора выступает развитая страна.*

Для ее верификации мы выбрали самых крупных инвесторов из числа развитых стран (США, Австрия, Швейцария, Германия, Италия, Франция и др.). В 2013–2014 гг. основными партнерами российских компаний были, помимо стран-офшоров, Франция, Германия, США и Китай. В 2015 г. на долю Китая приходилось 10%, Германии – 22,9% и Франции – 26,03% общего объема инвестиций [6. С. 295]. В рамках исследования также оценим эффективность компаний с ПИИ еще из ряда стран, которые можно считать крупнейшими партнерами РФ, в том числе и по политическим аспектам (Австрия, Великобритания, Италия, Голландия, Швейцария, Турция, Венгрия).

***Гипотеза 2.** Компании с ПИИ из стран, которые ввели санкции, работают более эффективно, чем с капиталом из других стран, так как большинство стран, введших санкции, относятся к числу развитых. Поэтому санкции повлияли на экономику РФ через ограничения прямых иностранных инвестиций.*

В 2014 г. ряд стран ввели санкции в отношении России из-за конфликта на Украине. В результате многие европейские и американские компании прекратили поставку технологий и оборудования в стратегически важные сферы экономики нашей страны, что снижает конкурентоспособность ее отраслей. Санкции ограничили также приток ПИИ [6. С. 295], что может привести к снижению эффективности отечественных предприятий.

***Гипотеза 3.** Компании с ПИИ оказывают влияние не только на уровень конкурентоспособности в отрасли, но и на эффективность деятельности поставщиков и потребителей продукции. Поэтому эффективность компаний с ПИИ из разных стран-инвесторов может различаться с точки зрения влияния на распространение эффектов по горизонтальной и вертикальной технологическим цепочкам.*

Надо оценивать эффективность не только самих компаний с ПИИ, но и влияние ПИИ от определенного инвестора на поставщиков и подрядчиков и конкурентоспособность отрасли, поскольку эти инвестиции оказывают более широкое воздействие

на экономику принимающей страны (экономический рост, распространение инноваций, переход на новых поставщиков, усиление конкурентоспособности в отрасли и т. д.).

В последнее время ведется активная дискуссия о направлении влияния иностранных инвестиций на экономику принимающей страны. Многочисленные исследования посвящены вопросам, связанным с привлечением ПИИ и уровнем конкурентоспособности предприятий. При этом уровень конкурентоспособности оценивается через эффект распространения знаний, умений и навыков компаний с ПИИ на другие компании в той же отрасли (горизонтальный спилловер-эффект от ПИИ).

Влияние горизонтального спилловер-эффекта может быть как положительным, так и отрицательным. Так, для Китая в 2000–2002 гг. были выявлены положительные статистически значимые вертикальные и горизонтальные эффекты [7]. Для России в исследовании [8] обоснован положительный горизонтальный спилловер-эффект, рассчитанный на базе данных за 2012 г.

Эффект распространения знаний, навыков и умений по вертикальной цепочке от компании с ПИИ к поставщикам и потребителям продукции называется вертикальным спилловер-эффектом, оцениваемым через прямые и обратные спилловер-эффекты. Они были выявлены в ряде исследований по России [8, 9], поэтому мы считаем, что их тоже нужно оценивать при расчете эффективности компаний с ПИИ.

Методология исследования эффективности компаний

Оценка через показатели рентабельности инвестированного капитала – ROI и активов – ROA полнее отражает окончательные результаты хозяйствования, чем показатели прибыли, так как показывает соотношение эффекта с ресурсами.

Большинство отечественных ученых оценивают эффективность функционирования компании по ее способности генерировать доходы на вложенный капитал в форме выручки от продажи продукции и, в конечном итоге, прибыль. Однако рентабельность активов зависит также от отрасли, страны-инвестора и многих других факторов. Поэтому, чтобы снизить влияние неопределенности, присущей этому способу оценки эффективности деятельности предприятий, воспользуемся другой методикой – *оценкой*

на основе метода DEA, используемой в различных отечественных и западных исследованиях (например [10, 11, 12]).

Рассмотрим подробнее метод DEA, который представляет собой комплекс алгоритмов для формирования и использования эталонных границ эффективности. Чаще всего применяют шесть классических модификаций DEA: первоначальная модель с постоянной отдачей от масштаба (CRS); модель с убывающим, возрастающим и переменным эффектом от масштаба (DRS, IRS и VRS) и модели непроизводительного расходования и воспроизводимости ресурсов (FDH, FRH).

В отличие от других модификаций данного метода, модель FDH не допускает линейного замещения между комбинациями входных параметров на изокванте, что отражается на визуальном представлении границы эффективности, которая в данном случае будет не гладкой, а ступенчатой кривой.

Используем модель FDH, ориентированную на максимизацию выручки на выходе при неизменном входе (первая модель). В число показателей на входе мы включили собственный капитал, суммарные активы организации, число работающих и долю иностранных инвестиций в собственный капитал, на выходе – выручку.

Применяемая в данной статье вторая модель оценки технической эффективности учитывает распространение ПИИ через технологическую цепочку (через оценку спилловер-эффектов).

Мы рассчитали спилловер-эффекты аналогично работе [8], в которой определен горизонтальный и введены два вертикальных спилловер-эффекта. Базой анализа являются только внутренние хозяйственные операции предприятий или отраслей, т. е. модель закрытая. Матрица показателей взаимосвязи отраслей в России рассчитана на основе Всемирной базы данных по затратам и выпуску ОЭСР [13].

Влияние спилловер-эффектов от привлечения ПИИ проверялось по второй модели оценки эффективности с использованием показателей разных видов спилловер-эффектов (горизонтальный, вертикальные, восходящий и нисходящий) на входе и выручки – на выходе.

Эмпирическая база исследования

Для анализа использована отчетность за 2012–2014 гг. 4361 российских компаний с прямыми иностранными инве-

стициями (база «Руслана бюро ван Дейк» [14]), отобранных по следующим критериям: организационно-правовые формы компаний – ОАО, АО, ПАО, ЗАО, ООО, ТОО, количество сотрудников – не менее 100 чел., доля иностранных инвестиций – не менее 25% (табл. 1).

Таблица 1. Распределение российских компаний с ПИИ по ключевым странам-партнерам в 2012–2014 гг., ед.

Страны-инвесторы	2012	2013	2014
Введшие санкции	1446	1463	1436
Офшоры	486	488	488
Германия	195	197	191
США	118	121	118
Австрия	24	24	23
Франция	98	103	100
Великобритания	136	136	137
Италия	37	39	39
Голландия	191	194	190
Швейцария	49	49	47
Турция	59	59	59
Китай	63	63	64
Венгрия	38	39	39

Из таблицы видно, что в исследуемом массиве наибольшее число компаний получили ПИИ из стран, которые ввели санкции, что говорит о большой интеграции отечественной экономики с указанными странами. Кроме того, велико количество компаний с ПИИ из стран-офшоров. Страны-лидеры, вложившие инвестиции в наибольшее количество отечественных компаний – Германия, Великобритания, США, затем идут Голландия и Франция. Основные показатели исследуемых компаний представлены в таблице 2.

Таблица 2. Показатели компаний, использованных в выборке за 2012–2014 гг., млн руб.

Показатель	2012	2013	2014
Объем выручки	132 205,5	140 566,7	144 708,3
Объем активов	81 635,8	84 367,7	94 029,6
Число занятых, чел.	954 116	993 010	1 000 001

Влияние страны-инвестора на рентабельность и эффективность

Результаты оценки эффективности компаний с ПИИ по странам за 2012–2014 гг. представлены в таблице 3.

Таблица 3. Рентабельность компаний с ПИИ по странам в 2012–2014 гг., долей ед.

Страны-инвесторы	ROA			ROI		
	2012	2013	2014	2012	2013	2014
Введшие санкции	0,0485	0,0021	-0,0584	0,0490	0,0072	-0,0441
Офшоры	0,0532	0,0450	-0,3361	0,0527	0,0454	-0,3270
Германия	0,1174	0,0396	0,0213	0,1153	0,0407	0,0555
США	0,1014	0,1016	0,0633	0,0996	0,1000	0,0678
Австрия	0,0884	0,0571	-0,1645	0,0789	0,0808	-0,1527
Франция	0,0607	0,0650	0,0479	0,0623	0,0636	0,0478
Великобритания	-0,0343	0,0042	0,0080	-0,0300	0,0024	0,0113
Италия	0,0963	0,0394	0,0061	0,0913	0,0378	0,0084
Голландия	0,0517	0,0651	-0,0028	0,0531	0,0656	0,0159
Швейцария	0,3734	0,0747	0,0197	0,3750	0,0752	0,0382
Турция	0,0562	-0,0200	-0,1232	0,0569	-0,0022	-0,0744
Китай	0,0258	0,0128	-0,3709	0,0258	0,0126	-0,3712
Венгрия	0,0148	-0,02692	0,0045	0,0087	-0,0187	0,0006
Среднее значение	0,0810	0,0354	-0,0658	0,0799	0,0393	-0,0557

Можно отметить, что для компаний с ПИИ показатели рентабельности ROA и ROI уменьшаются со временем, среднее значение рентабельности активов в 2014 г. по компаниям с ПИИ из исследуемых стран отрицательное и равно минус 6,5%, рентабельность инвестированного капитала – минус 5,57%. Данный результат можно объяснить введением санкций против российских компаний в части ограничения прямых иностранных инвестиций. По данным опубликованного 29 января 2015 г. доклада Конференции ООН по торговле и развитию (UNCTAD) [15], в 2014 г. объем прямых иностранных инвестиций в Россию упал на 70%, до 19 млрд долл. В качестве причин столь резкого снижения интереса инвесторов к России авторы исследования назвали санкции, а также отрицательные перспективы роста экономики.

Анализ полученных значений по показателям рентабельности ROA, ROI (см. табл. 3) свидетельствует о том, что эффективность работы компаний с ПИИ зависит от страны-инвестора. Например, эффективность компаний с прямыми иностранными инвестициями из Германии, США, Франции и других развитых стран значительно выше, чем у компаний с инвестициями из Китая, Венгрии, Турции, а также стран-офшоров. В 2014 г. данные расхождения только усиливаются. К таким же выводам пришли авторы работы [1], в которой показано, что компании с ПИИ из группы развитых стран влияют на национальную экономику Китая положительно. Также полученные нами результаты подтверждены в исследовании [16], в котором зафиксированы различные подходы к осуществлению инвестиций в развитых и развивающихся странах. Наша первая гипотеза подтвердилась.

Однако эффект от введенных санкций не сводится к количественному снижению объемов ПИИ и показателей рентабельности. Рассмотрим подробнее результаты оценки технической эффективности по двум моделям (табл. 4).

Таблица 4. Оценка технической эффективности по странам модели 1 и 2 (спилловер-эффекты), 2012–2014 гг.

Страны-инвесторы	Модель 1			Модель 2		
	2012	2013	2014	2012	2013	2014
Введшие санкции	0,4698	0,5740	0,5000	0,0990	0,1051	0,0974
Офшоры	0,4436	0,5076	0,4234	0,1074	0,1103	0,0973
Германия	0,4931	0,5220	0,4537	0,1075	0,1155	0,1146
США	0,4710	0,5394	0,4578	0,1469	0,1711	0,1466
Австрия	0,4784	0,5007	0,4816	0,1077	0,1182	0,0966
Франция	0,4752	0,4847	0,4028	0,1173	0,1022	0,1012
Великобритания	0,4893	0,5023	0,4651	0,1260	0,1289	0,1031
Италия	0,4785	0,5375	0,4203	0,0856	0,0928	0,0922
Голландия	0,4363	0,4083	0,3392	0,0999	0,0995	0,0893
Швейцария	0,5350	0,6099	0,5599	0,1433	0,1612	0,1523
Турция	0,3849	0,3804	0,4263	0,0701	0,0703	0,0602
Китай	0,5473	0,5844	0,3897	0,1031	0,0553	0,0065
Венгрия	0,2975	0,3453	0,2960	0,0037	0,0045	0,0056
Среднее значение	0,4615	0,4997	0,4320	0,1014	0,1027	0,0900

При анализе данных обращает на себя внимание снижение значений показателей технической эффективности по модели 1 после 2013 г. Это связано с введенными ограничениями со стороны стран-инвесторов на осуществление иностранных инвестиций в российскую экономику и сокращением российского рынка, что привело к снижению объема выручки и других показателей деятельности компаний.

Ниже среднего значения в 2014 г. (0,4320) по модели 1 оказались показатели технической эффективности компаний, получивших инвестиции из таких стран, как Франция, Италия, Голландия, Турция, Китай, Венгрия, а также офшоров. Показатели в компаниях с ПИИ из наиболее развитых стран, введших санкции (Германия, США, Австрия, Великобритания, Швейцария), – выше среднего. Соответственно, в них такие показатели, как численность сотрудников, активы (в том числе основные средства), оказывают более позитивное влияние на выручку.

Проанализируем влияние ограничения ПИИ на развитие смежных по технологической цепочке отраслей.

Предположение о наличии такого влияния было подтверждено при анализе результатов деятельности компаний с иностранными инвестициями из различных стран. Так, по модели 2 эффективность компаний с иностранными инвестициями из всех исследуемых стран снижается в 2014 г. по сравнению с 2013 г. Таким образом, эффект вливания иностранного капитала присутствует во всех отраслях, и запрет на ПИИ из Европы и Америки так или иначе скажется на остальных компаниях, как отечественных, так и принимающих ПИИ из других стран. Расчеты по модели 2 показали, что эффекты перетока (спилловер-эффекты) оказывают наиболее сильное влияние на эффективность компаний с иностранными инвестициями из США и Швейцарии, более слабое – из Венгрии.

Стабильное снижение показателей технической эффективности в 2014 г. по сравнению с 2013 г. по компаниям с инвестициями из всех стран (за исключением Венгрии), скорее всего, связано с двусторонними ограничениями, наложенными странами, введшими санкции, и возникшими в результате ответных мер Российской Федерации. Данные ограничения затрагивают деятельность не только компаний и отраслей,

которые попали под санкции (эмбарго), но и поставщиков и подрядчиков из смежных по технологической цепочке сфер деятельности.

Аналогичные выводы были сделаны в работе [16] на примере Ирана, в которой эффективность компаний оценивалась по спилловер-эффектам, разделенным на две группы: 1) возникающие непосредственно от ПИИ, и 2) зависящие от технологических мощностей иностранных дочерних организаций. В исследовании [17] выявлено наличие вертикальных и горизонтальных спилловер-эффектов от иностранных инвестиций на примере экономик ряда стран. Данные эффекты также подтверждают влияние иностранных инвестиций не только на компании-реципиенты, но и на все отечественные предприятия.

Таким образом, сформулированные гипотезы были подтверждены результатами моделирования и проведенных расчетов.

Как видим из данных таблиц 5 и 6, наиболее эффективные инвестиции поступали из стран – крупнейших игроков финансового рынка (Швейцария, США, Германия).

Таблица 5. Общий рейтинг стран-инвесторов по эффективности ПИИ за 2012 г. (досанкционный период)

Страна	Место в рейтинге	Суммарный балл за 2012 г.
Швейцария	1-е	2
США	2-е	5
Германия	3-е	7
Австрия	4-е	12
Франция	5-е	12
Италия	6-е	13
Китай	7-е	14
Великобритания	8-е	17
Страны, которые ввели санкции	9-е	18
Страны-офшоры	10-е	18
Турция	11-е	19
Голландия	12-е	20
Венгрия	13-е	25

Это обусловлено как устоявшимися взаимоотношениями с данными странами, так и развитостью финансовых рынков, позволяющей совершать более эффективные инвестиции. Рост рейтинга стран, которые применили санкции, по сравне-

нию с досанкционным периодом, вероятно, связан с тем, что на рынке в РФ остались только те иностранные компании, которые были готовы к подобному развитию событий и уже имели свои программы локализации производства на территории РФ, а также сформировали отлаженные цепочки отечественных поставщиков.

Таблица 6. Общий рейтинг стран по эффективности ПИИ за 2014 г. (после введения санкций)

Страна	Место в рейтинге	Суммарный балл за 2014 г.
США	1-е	3
Швейцария	2-е	5
Германия	3-е	7
Великобритания	4-е	11
Страны, которые ввели санкции	5-е	12
Франция	6-е	12
Италия	7-е	14
Австрия	8-е	15
Голландия	9-е	18
Страны-офшоры	10-е	19
Турция	11-е	20
Венгрия	12-е	21
Китай	13-е	25

Данные компании согласились работать на российском рынке в условиях введенных ограничений ради сохранения каналов сбыта. Эффективность ПИИ из Китая находится на более низком уровне, так как после 2013 г. экономическое взаимодействие России и Китая заметно возросло (объем ПИИ увеличился примерно вдвое [6. С. 295]). Инвестиционные проекты принимают долгосрочный характер, в связи с чем эффективность указанных инвестиций проявится в долгосрочной перспективе.

Выводы

За 2012–2014 гг. рентабельность компаний с ПИИ (оцененная по ROA и ROI) снижается до отрицательных значений, что объясняется введением санкций против российских компаний и ограничением прямых иностранных инвестиций.

Эффективность работы компаний с ПИИ зависит от страны инвестора. Например, рентабельность компаний с ПИИ из Германии, США, Франции и других развитых стран значительно выше, чем у компаний с инвестициями из Китая, Венгрии, Турции, а также стран-офшоров.

Техническая эффективность, оцененная с помощью метода ДЕА, выше среднего у компаний, куда поступали ПИИ из стран, которые ввели санкции (Германия, США, Австрия, Великобритания, Швейцария).

Компании с ПИИ из США и Швейцарии распространяют знания, навыки и умения среди компаний отрасли и технологической цепочки, тем самым повышая уровень конкурентоспособности страны.

В соответствии с построенным рейтингом наиболее эффективные инвестиции поступают от крупнейших игроков финансового рынка – Швейцарии, США, Германии.

Таким образом, результаты исследования свидетельствуют о том, что показатели эффективности компаний с иностранными инвестициями упали в 2014 г. в результате введенных санкций и ответных мер со стороны Российской Федерации. Однако многие иностранные инвесторы приняли решение не выводить свой бизнес из РФ с целью сохранения своей доли на российском рынке. Также иностранными инвесторами были внедрены программы локализации производства в РФ, что позволило им снизить издержки, несмотря на высокие темпы инфляции и кризисное состояние мировой экономики.

Литература

1. *Lin P., Liu Z., Zhang Y.* Do Chinese domestic firms benefit from FDI inflow? Evidence of horizontal and vertical spillovers // *China Economic Review*. – 2009. – Vol. 20. – № 4. – P. 677–691.
2. *Mao Z., Yang Y.* FDI spillovers in the Chinese hotel industry: The role of geographic regions, star-rating classifications, ownership types, and foreign capital origins // *Tourism Management*. – 2016. – № 54.
3. *Demir F.* Effects of FDI Flows on Institutional Development: Does It Matter Where the Investors are from? // *World Development*. – 2016. – Vol. 78. – P. 341–359.
4. *Зименков Р.И.* Воздействие американского капитала на экономику иностранных государств // *Вестник Академии*. – 2012. – № 2. – С. 10–13.

5. *Боброва В.В., Протасов К.С.* Прямые иностранные инвестиции в странах БРИКС // *Мировая экономика и международные отношения*. – 2013. – № 2. – С. 26–35.
6. *Финансы России. 2016: Стат.сб./Росстат*. – М., 2016.
7. *Wang C., Zhao Z.* Horizontal and vertical spillover effects of foreign direct investment in Chinese manufacturing. *Journal of Chinese Economic and Foreign Trade Studies*. – 2008. – Vol. 1. – № 1. – P. 8–20.
8. *Федорова Е.А., Барихина Ю.А.* Оценка горизонтальных и вертикальных спилловер-эффектов от прямых иностранных инвестиций в России // *Вопросы экономики*. – 2015. – № 3. – С. 46–60.
9. *Кадочников С.М., Драпкин И.М., Давидсон Н.Б., Федюнина А.А.* Эффективность национальных компаний и диверсификация промышленности региона как факторы внешних эффектов от прямых зарубежных инвестиций в российской экономике // *Российский журнал менеджмента*. – 2011. – Т. 9. – № 2. – С. 3–26.
10. *Конюхов В.Ю., Красикова Т.Ю.* Применение метода ДЕА для оценки эффективности инвестиций в инновационный научно-образовательный кластер // *Экономические и гуманитарные исследования регионов*. – 2012. – № 1. – С. 146–150.
11. *Лобова С.В., Понькина Е.В.* Практические аспекты измерения эффективности производства зерна на основе методологии // *Финансовая аналитика: проблемы и решения*. – 2013. – № 44. – С. 2–10.
12. *Федорова Е.А., Мазалов Е.С., Ткаченко А.А., Федоров Ф.Ю.* Оценка технической эффективности компаний обoronно-промышленного комплекса // *Корпоративные финансы*. – 2015. – № 4 (36). – С. 138–148.
13. *Всемирная база данных по затратам и выпуску (WIOD). Национальные таблицы межотраслевых балансов.* URL: http://www.wiod.org/new_site/database/niots.htm
14. *База Руслана.* URL: <http://www.bvinfo.com/ru-ru/home>
15. *Официальный сайт UNCTAD/* URL: http://unctad.org/en/PublicationsLibrary/webdiaeia2015d1_en.pdf
16. *Salim A., Razavi M.R., Afshari-Mofrad M.* Foreign direct investment and technology spillover in Iran: The role of technological Capabilities of subsidiaries // *Technological Forecasting & Social Change*. – 2015. – № 2.
17. *Gorodnichenko Y., Svejnar J., Terrell K.* When does FDI have positive spillovers? Evidence from 17 transition market economies // *Journal of Comparative Economics*. – 2014. – № 42. – P. 954–969.