

**Эффективность международной диверсификации российских компаний –
исследование на основе концепции экономической прибыли**

Щербаков Д.Ю.

Аспирант

Научно-исследовательский университет – Высшая школа экономики,

Факультет экономики, Москва, Россия

Dm.shcherbakov@gmail.com

В последние два десятилетия наблюдался высокий темп роста международной диверсификации бизнеса как на развитых, так и на развивающихся рынках капитала. Например, в промышленных отраслях Европейского союза в середине 2000-х годов темп роста количества международных сделок слияний и поглощений достигал 40% [3]. В период 2000-2007гг. средний темп роста совокупного объема зарубежных прямых инвестиций российских компаний составлял 40% [1]. Компании Китая в 2002-2005гг. в 2 раза увеличили количество зарубежных M&A при 5-кратном росте стоимости сделок [12].

Большинство академических исследований, изучающих влияние международной диверсификации бизнеса на его эффективность, констатируют негативное влияние интернационализации бизнеса на его стоимость. Обзор результатов таких исследований приведён, например, в [5], [2].

В действительности, большинство исследований (например, [4], [6], [7], [8], [9]), использующие в качестве критериев эффективности интернационализации показатели текущей деятельности бизнеса (например, операционная прибыль, рентабельность активов либо рентабельность собственного капитала) как правило, учитывают только операционные эффекты от интернационализации, но не учитывают финансовые эффекты, связанные с изменением стоимости капитала. Возможное наличие финансовых эффектов от интернационализации мотивировано изменением общего уровня рисков компании, доступом к рынкам с более дешевым капиталом и интенсификацией использования внутреннего рынка капитала, оптимизацией налоговых отчислений, изменением структуры капитала [11].

В ходе проведенного исследования предложена модель, позволяющая одновременно контролировать как операционные, так и финансовые эффекты, связанные с интернационализацией и находящие отражение в текущих показателях эффективности. Данная модель основана на концепции экономической прибыли, определённой уравнением:

$$RI_{it} = (ROCE_{it} - WACC_{it}) * CE_{it}$$

где RI – экономическая прибыль компании i в период t , $ROCE$ – отдача на инвестированный капитал, $WACC$ – средневзвешенная стоимость капитала, CE – объём инвестированного капитала.

В рамках исследования предложены методы эконометрической оценки изменений экономической прибыли, связанных с международной диверсификацией бизнеса, в декомпозиции на операционные и финансовые эффекты.

Предложенный метод был применён на выборке 50 крупных российских компаний за период с 2005 по 2010гг. Было показано, что основной компонентой экономической прибыли, связанной с интернационализацией бизнеса, является операционная составляющая, в то время как финансовая компонента имеет сравнительно менее весомое, но, тем не менее, значимое влияние.

Также идентифицировано, что влияние уровня международной диверсификации бизнеса на экономическую прибыль компании носит нелинейный характер и описывается взаимосвязью U-формы. На начальных этапах интернационализации (в среднем до уровня, когда 40% - 50% выручки компании приходится на зарубежные продажи) экономическая

прибыль существенно снижается, что может быть связано с повышением транзакционных издержек, существенными инвестициями в зарубежные рынки при малом объеме выручки от зарубежных операций, неучёте локальной зарубежной специфики, издержками на обучение и адаптацию организационного дизайна бизнеса к международной диверсификации. В дальнейшем при росте уровня международной диверсификации экономическая прибыль начинает существенно расти вследствие возможного роста производительности и аллокативной эффективности, доступа на географические рынки с более дешевыми ресурсами, возможностей роста на новых рынках и повышения гибкости коммерческой функции, роста рыночной власти. Данный вывод соответствует результатам исследования, выполненного на выборке компаний другой развивающейся страны - Индии [4].

Практическими следствиями результатов данного исследования должно стать более тщательное планирование и реализация инициатив российских компаний по их выходу на международные рынки и расширению зарубежного присутствия. Бизнес модели компаний с низким целевым уровнем интернационализации должны быть проанализированы на предмет их эффективности.

Литература

1. Плотников И.В. (2010), Основные направления российских прямых инвестиций за рубеж, Федеральный образовательный портал ЭСМ, Экономические науки. 2010. Т. 64. № 3. С. 293-296. (<http://ecsocman.hse.ru/text/35407864/>)
2. Щербаков Д.Ю. (2011), Влияние степени международной диверсификации бизнеса на его эффективность: существует ли оптимальный уровень международной диверсификации бизнеса? // Электронный журнал Корпоративные финансы, 2011. № 1 (17). С. 94—102
3. Coeurdacier N., De Santis R. A. and Aviat A. (2009), Cross-Border Mergers and Acquisitions: Financial and Institutional Forces, Working Paper Series, no 1018 (March 2009) European Central Bank
4. Contractor F.J., Kumar V., Kundu S.K. (2007), Nature of the relationship between international expansion and performance: The case of emerging market firms, *Journal of World Business*, 42 (2007) 401–417.
5. Hitt M. A., Tihanyi L., Miller T., Connelly B. (2006), International Diversification: Antecedents, Outcomes, and Moderators, *Journal of Management*, 32 (6) (2006) 831–867.
6. Lu J. W., Beamish P. W. (2004), International Diversification and Firm Performance: The S-Curve Hypothesis, *The Academy of Management Journal*, 47(4) (2004) 598–609.
7. Moeller S. and Schlingemann F. (2004), Are cross-border acquisitions different from domestic acquisitions? Evidence on stock and operating performance for U.S. acquirers, *Journal of Banking and Finance*, (2004).
8. Qian G., Li J. (2002), Multinationality, global market diversification and profitability among the largest US firms, *Journal of Business Research*, 55 (2002) 325–335.
9. Rugman A. M., Oh C. H. (2010), Does the regional nature of multinationals affect the multinationality and performance relationship? *International Business Review*, 19 (2010) 479–488.
10. Ruigrok W., Wagner H. (2003), Internationalization and Performance: An Organizational Learning Perspective *Management International Review*, 43 (2003) 63–83.
11. Singh Manohar, Najadmalayeri Ali (2004), Internationalization, capital structure, and cost of capital: evidence from French corporations, *Journal of Multinational Financial Management*, 14 (2004) 153-169.
12. Tan Hui, Ai Qi (2010), China's outward mergers and acquisitions in the 21st century: motivations, progress and the role of the Chinese government, *Advances in Mergers and Acquisitions* (Emerald Group Publishing Limited), Vol. 9, 25-50