

*А.В. Кузнецов*

В статье приводятся описания методов получения адекватной статистической информации о российских инвестициях за рубежом. Показана основная специфика разных источников данных по прямым иностранным инвестициям (ПИИ). Подчеркнута важность дополнительных уточняющих расчетов объемов ПИИ как для качественных, так и для количественных исследований российских капиталовложений. Представлены способы оценки накопленных российских ПИИ и их географической структуры. Особое внимание уделено финансовой отчетности российских транснациональных корпораций (ТНК) и их статистике по своим зарубежным активам. Объяснена методология составления списков ведущих нефинансовых ТНК. Выделен особый тип российских инвесторов – «ТНК-мигранты». Приведен список 16 крупнейших российских нефинансовых ТНК (без учета «фирм-мигрантов») по итогам 2017 г., который возглавляют «Лукойл», «Газпром» и «Роснефть» (они же входят в топ-100 нефинансовых ТНК развивающихся и постсоциалистических стран, хотя данные «Роснефти» в соответствующих докладах ЮНКТАД не отражены). Кроме того, среди ведущих российских ТНК выделяются металлургические и транспортные компании, а также многоотраслевые конгломераты (причем выявление их границ остается предметом научных дискуссий).

---

© Кузнецов А.В., 2018 г.

*Кузнецов Алексей Владимирович*, член-корреспондент РАН, д.э.н., заместитель директора, Национальный исследовательский институт мировой экономики и международных отношений им. Е.М. Примакова (ИМЭМО) РАН, Москва, Россия, [kuznetsov\\_alexei@mail.ru](mailto:kuznetsov_alexei@mail.ru)

<sup>1</sup> Статья подготовлена при финансовой поддержке РНФ (проект № 14-28-00097 «Оптимизация российских внешних инвестиционных связей в условиях ухудшения отношений с ЕС») в ИМЭМО РАН.

В статье названы пять российских транснациональных банков с максимальными объемами собственного капитала в зарубежных дочерних структурах. Показано, что на 20 ведущих российских нефинансовых и банковских инвесторов приходится лишь 27% накопленных российских ПИИ. Даже с учетом ТНК второго эшелона вклад дочерних структур компаний-инвесторов составляет менее 50% – остальные российские ПИИ приходятся на вложения россиян в зарубежную недвижимость и разного рода финансовые манипуляции.

*Ключевые слова:* прямые иностранные инвестиции (ПИИ), российские ТНК, статистика ПИИ, география ПИИ, российские зарубежные активы.

*JEL:* F21, F23.

## ВВЕДЕНИЕ

На пути получения адекватных оценок масштабов и структуры зарубежных инвестиций компаний возникают большие сложности. Несмотря на то что для учета прямых иностранных инвестиций (ПИИ) компаниями и другими участниками внешнеэкономической деятельности создано хорошо известное в мире детальное руководство (ОЕСД, 2008), качество статистики этих капиталовложений до сих пор намного хуже, чем качество статистики другого вида международных экономических отношений – внешнеторговых операций. Как в свое время было показано на ряде примеров, регулярно обновляемое руководство ОЭСР и связанные с ним рекомендации МВФ трудно применять в большинстве стран, особенно развивающихся и постсоциалистических (Borrmann, 2003; Srivastava, 2003). Так, если для правильного определения объемов и структуры товарной торговли надо главным образом правильно установить страны происхождения продукции и оценить масштабы контрабанды, то в случае трансграничных прямых инвестиций к проблемам учета осуществленных через офшоры инвестиций и капиталовложений в рамках полулегальных сделок приобретения сравнительно небольших

пакетов акций добавляются другие задачи. В частности, требуются поиск данных о реинвестированных прибылях и долгосрочных внутрифирменных займах, а также адекватная оценка текущей стоимости ранее осуществленных капиталовложений. При этом сравнение зеркальной статистики (экспортеров и импортеров) при оценках ПИИ мало помогает в отличие от учета внешней торговли.

В нашей стране актуальность совершенствования методов оценки ПИИ в 2000-е гг. повысилась в связи со стремительным ростом легального экспорта российского капитала, когда за несколько лет накопленный объем российских ПИИ вырос более чем в 10 раз. Понимание истинных масштабов и структуры российских ПИИ, к которым относят все инвестиции, связанные с контролем над зарубежным активом на уровне 10% и более, равно как и вклада ведущих отечественных компаний важно для проведения грамотной политики регулирования этих капиталовложений, а также требующегося для этого адекватного научного анализа феномена формирующихся российских транснациональных корпораций (ТНК). Данные РИНЦ и зарубежные библиографические обзоры (Liuhto, Majuri, 2014) показывают, что число посвященных российским ПИИ публикаций исчисляется сотнями. Вместе с тем в большинстве научных работ даже если и проводятся эконометрические расчеты, авторы довольствуются имеющейся статистикой, лишь изредка сетуя на ее неадекватность (см., например, (Kalotay, Sulstarova, 2010)).

Одна из немногих попыток систематизировать источники информации о российских ПИИ и оценить их качество была предпринята нами (Кузнецов, 2009). Но до настоящего времени комплексный анализ методов оценки зарубежных инвестиций российских компаний не проводился. В первом разделе статьи мы представим специфику имеющейся статистики о российских ПИИ. Во втором разделе рассмотрим способы корректировки представлений о географической структуре российских ПИИ, ставшей воз-

можной благодаря более детальному в сравнении с предпринимаемым ЦБ РФ анализу корпоративной отчетности. В третьем разделе мы покажем, как на основе статистической информации о заграничных активах можно сопоставлять российские ТНК друг с другом и их конкурентами из третьих стран.

## 1. СПЕЦИФИКА СУЩЕСТВУЮЩЕЙ СТАТИСТИКИ РОССИЙСКИХ ПРЯМЫХ ИНВЕСТИЦИЙ

При видимом многообразии источников статистики по российским ПИИ исходные данные о них можно свести к двум типам. Первый тип статистических источников представляет официальная информация стран о масштабах и структуре ПИИ, собранная на базе статистики платежного баланса с учетом методологических рекомендаций МВФ и ОЭСР. Второй – обобщенная экспертами информация, которая базируется на финансовой отчетности компаний, а также собственных оценках специалистов по трансграничным инвестициям.

Изначально детализированную официальную информацию о российских ПИИ публиковал Росстат, но он опирался лишь на данные из форм «1-Инвест», которые присылали далеко не все российские инвесторы. В результате, например, по итогам 2013 г. Росстат зарегистрировал 126,1 млрд долл. накопленных за рубежом российских прямых инвестиций<sup>2</sup>, тогда как ЦБ РФ – 479,5 млрд долл.<sup>3</sup> К тому же данные Росстата об экспорте капитала из нашей страны не с чем корректно

<sup>2</sup> Росстат. Об иностранных инвестициях в 2013 году. URL: <http://www.gosman.ru/?news=34316>.

<sup>3</sup> Центральный банк РФ. Прямые инвестиции из Российской Федерации за рубеж по инструментам и странам-партнерам в 2010–2014 годах. URL: [http://www.cbr.ru/statistics/print.aspx?file=credit\\_statistics/dir-inv\\_out\\_country.htm&pid=svs&sid=ITM\\_58823](http://www.cbr.ru/statistics/print.aspx?file=credit_statistics/dir-inv_out_country.htm&pid=svs&sid=ITM_58823).

сопоставлять – в отличие от более детальных сведений Росстата о деятельности иностранных предприятий в самой России (причем иностранные ТНК чаще российских дают ответы по форме «1-Инвест» о своих ПИИ). В итоге в последние годы эксперты предпочитали опираться на статистику ЦБ РФ, которая с 2007 г. стала довольно подробной, к тому же ПИИ можно сопоставлять с другими статьями платежного баланса страны. Поэтому не случайно Росстат с 2015 г. прекратил собирать данные о прямых инвестициях.

При сборе статистики по экспорту прямых инвестиций ЦБ РФ следует рекомендациям ОЭСР и МВФ и использует корпоративную отчетность (не ограничиваясь формой «1-Инвест»), а также сопоставляет свои первичные данные с зеркальной статистикой стран – реципиентов капитала и другими источниками информации о ПИИ. Использование общепризнанной методики учета капиталовложений обуславливает опору на статистику ЦБ РФ в международных сопоставлениях ЮНКТАД (World Investment Report, 2017, p. 64). Если и наблюдаются расхождения в публикуемых цифрах за последний год, то они объясняются использованием предварительных оценок ЦБ РФ при подготовке докладов ЮНКТАД о мировых инвестициях.

Опубликованная на сайте МВФ детальная статистика ПИИ для 2009–2016 гг. в части оценок экспорта капитала из России также представляет собой информацию ЦБ РФ. Однако с конца 2013 г. за основу был взят новый, дополнительный, формат представления данных ЦБ РФ – не по принципу активов/пассивов, а по принципу направления инвестиций. При таком подходе делается попытка особо выделить потоки по обратным инвестициям и операции между связанными сторонами с участием фиктивных компаний-оболочек (нередко называемых фирмами-однодневками) и разного рода холдингов.

Таким образом, среди всех статистических данных по российским ПИИ от информации ЦБ РФ отличается только зеркальная статистика стран – реципиентов российского

капитала (табл. 1), а также обрывочные данные Минэкономразвития России. Например, в СМИ накануне визита бразильского президента в Россию была растиражирована информация о 1,5 млрд долл., накопленных на конец 2016 г. российских ПИИ в Бразилии, тогда как ЦБ РФ сообщал лишь о 54 млн долл., а бразильская официальная статистика – о 38 млн долл.

Дело в том, что главная особенность данных ЦБ РФ – учет ПИИ по первой стране-реципиенту, что завышает в результате данные по Кипру и некоторым другим юрисдикциям, в том числе за счет *путешествующих по*

*кругу*, т.е. возвращающихся в Россию назад, инвестиций (Квашнин, 2018). Одновременно занижается доля развивающихся государств, куда российские ТНК заходят через третьи страны. Даже метод статистического учета по *принципу направления инвестиций* в статистике ЦБ РФ вычленяет только организации специального назначения (например, фирмы-оболочки), являющиеся нерезидентами, а не все взаимоотношения в глобальных сетях ТНК (когда зарубежная дочерняя фирма в одной стране может открыть филиал в другой стране). К сожалению, в мире лишь несколько стран ведут параллельную статистику по

Таблица 1

Накопленные российские ПИИ в ряде стран по данным из разных источников, млн долл. на конец года

Страна-реципиент	Данные ЦБ РФ – по методу активов/пассивов, ранее учитываемые также ЮНКТАД и МВФ			Данные ЦБ РФ – по второму методу расчета, учитываемые сейчас ЮНКТАД и МВФ		Данные страны-реципиента, отражены также МВФ	
	2009 г.	2016 г.	2017 г.	2016 г.	2017 г.	2009 г.	2016 г.
Кипр	115 898	150 286	188 963	141 508	177 407	23 271	32 817
Нидерланды	24 569	60 247	53 421	53 808	48 453	21 504	53 010
Виргинские (Брит.) о-ва	33 285	41 265	43 758	37 990	41 658	...	...
Австрия	6052	22 128	31 358	21 690	30 944	6498	20 077
Швейцария	7698	19 602	22 354	17 806	20 142	...	...
Люксембург	14 801	12 738	16 299	–20 048*	–18 608	652	–39 143
Великобритания	10 341	9 554	9 972	8 687	9 080	596	...
Турция	2 636	8 903	9 492	8 901	9 490	2 290	8 871
Германия	7 444	8 144	9 237	7 560	8 394	3 735	4 597
США	10 532	8 346	7 624	7 220	7 065	8 416	4 550
Испания	3 059	6 329	6 403	6 321	6 382	2 646	7 157
Ирландия	661	5 466	5 985	–17 955	–19 880	124	377
Багамские о-ва	3 804	6 761	5 241	6 684	5 166	...	...
Белорусь	5 688	3 834	4 042	3 819	4 025	4 956	10 586
Украина	4 154	3 426	3 667	3 425	3 666	3 227	1 363
Болгария	1 586	3 257	3 363	3 244	3 351	1 440	2 058
Казахстан	1 680	3 040	3 256	3 008	3 212	1 061	4 230
Франция	1 339	2 880	3 203	2 806	3 006	520	1 906
Финляндия	974	2 927	3 075	2 923	3 039	353	1 039
Прочие	42 156	38 901	40 169	34 878	36 286	...	...
Всего	298 357	418 034	470 882	334 275	382 278	93 552	130 863

\* Отрицательные суммы обычно связаны с превышением обязательств перед материнскими ТНК над стоимостью активов, контролируемых дочерними структурами в соответствующей стране.

первым и конечным странам – реципиентам ПИИ<sup>4</sup>.

Детально проблема анализа географии ПИИ рассмотрена нами ниже. Здесь же остановимся на другой важной проблеме официальной статистики ПИИ – в ней смешиваются данные о прямых инвестициях компаний, организаций специального назначения, организаций коллективных инвестиций (включая не только фонды прямого инвестирования, но и хедж-фонды и другие институты преимущественно портфельного инвестирования, если они покупают более 10% акций), а также физических лиц. В частности, согласно подходам ОЭСР земля, здания и сооружения, находящиеся в собственности для личных нужд и не используемые для производственных или иных коммерческих целей, включая дачи и вторые дома нерезидентов, рассматриваются как предприятия – реципиенты ПИИ. Аналогичным образом, если россиянин приобретает долю не менее 10% в собственности в другой стране для коммерческих нужд (например, для сдачи в аренду жилых или офисных помещений), его капиталовложения представляют собой ПИИ (ОЭСР, 2008, р. 104).

Понимание масштабов зарубежных инвестиций именно компаний важно для выявления основных мотивов заграничной экспансии российского бизнеса, адекватной оценки интернационализации отдельных отраслей отечественной экономики и анализа конкурентных преимуществ российских ТНК на фоне их зарубежных конкурентов. Однако вычлнить вклад ТНК из совокупных данных официальной статистики по российским ПИИ без привлечения сведений корпоративной отчетности нельзя. Именно для этого и развивается второй тип статистики – *по прямым капиталовложениям*, представленный базами данных слияний и поглощений (наиболее известные созданы ЮНКТАД и Thomson Reuters), а также *сделок с нуля* (качество такой

статистики хуже, так как анонсы инвестиций могут оказаться пустыми обещаниями). Есть и более сложные формы мониторинга ПИИ, например, представленные Ernst&Young для капиталовложений в Европе или ИМЭМО РАН – для прямых инвестиций постсоветских стран (ведется с 2011 г.).

Необходимость комплексного мониторинга зарубежных капиталовложений компаний объясняется разнообразием форм инвестиционной экспансии ТНК и нетривиальностью задачи учета ранее осуществленных ими вложений в накопленных суммах ПИИ. Обычно прямые инвестиции подразделяют на *капиталовложения с нуля* (greenfield FDI) и слияния/поглощения (merges&acquisitions), в большинстве случаев они представляют собой покупку существующей фирмы. В первом случае речь идет о новых вливаниях капитала, а во втором – лишь о смене собственника. Однако даже простая смена собственника без капиталовложений в развитие производственных мощностей может приводить к санации предприятия, трансформации управления и другим преобразованиям, дающим позитивный эффект, сопоставимый с последствиями привлечения дополнительного капитала от нового собственника. Размеры сделок при этом могут определяться не только стоимостью приобретаемых активов, но и другими факторами (например, необходимостью погашения долговых обязательств покупаемой фирмы, переплатой за перспективный актив вследствие конкуренции с другими потенциальными инвесторами и т.д.).

Согласно рекомендациям ОЭСР выделяются еще две дополнительные формы ПИИ. Дело в том, что на практике распространена *промежуточная форма ПИИ*, когда приобретенное предприятие подвергается значительному расширению или модернизации. Формально каждый новый инвестиционный проект в рамках купленной фирмы можно рассматривать как *проект с нуля* (например, монтаж дополнительной сборочной линии или нового агрегата), объединяя такие прямые капиталовложения в категорию

<sup>4</sup> Например, Германия: Deutsche Bundesbank. Bestandserhebung über Direktinvestitionen // Statistische Sonderveröffentlichung, 2018. 10 April. 95 S.

«дополнительные новые инвестиции» (иногда употребляется понятие brownfield FDI). Однако выделение самостоятельной третьей категории ПИИ имеет особый смысл, если дополнительные вложения в модернизацию фиксируются заранее (либо по крайней мере планируются) уже при заключении договора купли-продажи фирмы, в частности, при проведении приватизационных конкурсов. Наконец существует особый четвертый вариант, хуже всего поддающийся статистическому учету, – *финансовая реструктуризация*, когда изменение накопленных ПИИ связано с возвратом долгов или уменьшением убытков (Кузнецов и др., 2013).

Источники финансирования капиталовложений независимо от типа ПИИ также различаются. Ими может быть прирост акционерного капитала дочерней фирмы (т.е. реальное поступление долгосрочных иностранных инвестиций), использование заемных средств материнской ТНК (поступление средств из-за рубежа с последующим их возвратом, но при сохранении созданных с их помощью активов) или реинвестирование прибылей, полученных в стране осуществления ПИИ. Приобретенные активы из-за валютных колебаний и некоторых других причин могут быстро обесцениваться или, наоборот, расти в цене. ОЭСР предлагает всегда придерживаться рыночной оценки активов для статистического учета ПИИ, однако признает, что на практике для определения накопленных ПИИ часто приходится использовать данные о балансовой стоимости по причине отсутствия другой информации либо вообще опираться на косвенные оценки. Необходимо учитывать, что нередко стоимость покупки скрывается, а оценка по сопоставимым сделкам обычно не дает надежного результата. Иногда единственным адекватным показателем косвенной оценки стоимости зарубежных активов, созданных с помощью российских ПИИ, является величина долгосрочных (внеоборотных) активов в разрезе географических сегментов, информация о которых публикуется в корпоративной отчетности.

## 2. УЧЕТ ГЕОГРАФИИ ПРЯМЫХ ИНВЕСТИЦИЙ ПО ФАКТИЧЕСКОЙ ЛОКАЛИЗАЦИИ АКТИВОВ

Для учета ПИИ российских ТНК по фактической локализации активов необходимо создавать базы данных заграничных проектов на основе информации корпоративных сайтов, сообщений в СМИ и других источников. При этом целесообразно установить порог учета объектов (например, накопленные ПИИ на конец года должны составлять минимум 3 млн, 5 млн или 10 млн долл.). Следует подчеркнуть, что многие центральные банки устанавливают такого рода пороги, причем у всех они разные<sup>5</sup> (к тому же их уровень со временем пересматривается). Информация о зарубежных активах, особенно производственных предприятиях, сейчас содержится почти на всех сайтах российских компаний, осуществляющих ПИИ. В качестве отправной точки разумно обследовать представителей всех основных списков крупнейших компаний России («Эксперт-600» и т.д.). Для дочерних компаний, имеющих рыночную капитализацию, необходимо использовать текущую стоимость контролируемого российским инвестором пакета на соответствующую дату (обычно – конец года). Для сделок текущего года стоит применять фактические данные об инвестициях, для сделок предыдущих лет – делать переоценку на основе стоимости долгосрочных активов или иных косвенных показателей (это, кстати, позволяет учесть не только обесценение активов, но и прирост ПИИ за счет реинвестирования прибылей, часто не отражаемый даже в СМИ). Далее следует провести верификацию базы данных на основе научных публикаций о российских инвестиционных связях с отдельными странами и регионами мира, аналитических материалов Минэкономразвития России, торгпредств и т.п.

<sup>5</sup> Так, в настоящее время в ФРГ и Франции установлен порог в 3 млн евро, а в Австрии – 0,5 млн евро.

Наконец целесообразно сопоставлять полученные суммарные данные о ПИИ российских компаний по странам-реципиентам с их собственной официальной статистикой. При этом возможны даже политически мотивированные расхождения данных. Например, в отличие от российских источников информации Беларусь в лице Белстата придерживается в учетной политике ПИИ исторических цен и не обесценивает (из-за амортизации и падения валютного курса) стоимость вложений «Газпрома» в транзитный трубопровод (ныне «Газпром Трансгаз Беларусь»), составившие в 2007–2011 гг. 5 млрд долл., чтобы не показывать ухудшение инвестиционной привлекательности страны (на российского газового гиганта приходится около половины ПИИ в Беларуси – из всех стран мира): расхождение в оценках накопленных российских ПИИ в Беларуси оказывается двукратным. В итоге исследователь сам должен делать выбор – считать капиталовложения в исторических ценах или по текущей стоимости инвестиционного проекта (а она тоже условная, так как опирается не на рыночное предложение, а на бухгалтерские переоценки самого «Газпрома»).

Еще одна проблема для исследователей – отражение в официальной статистике ПИИ большого массива некрупных инвестиционных проектов (вложений «малых» ТНК из числа средних фирм либо компаний из отраслей с низкой капиталоемкостью, а также представителей «среднего класса» в зарубежную недвижимость). В случае российских ПИИ это характерно, например, для Германии, Испании, Финляндии и Латвии. Эти сделки невозможно полностью отразить в базе данных, так как обычно о таких ПИИ не сообщают в СМИ. Тем не менее имеется ряд обзоров (например, риелторских компаний), которые позволяют сделать определенные поправки к совокупным данным о фактической локализации российских ПИИ, полученные на основе информации о российских ТНК.

Данные о фактической локализации российских ПИИ показывают, что среди

стран ЕС ведущими реципиентами являются не Кипр и Нидерланды, а Германия и Италия. Другой интересный вывод – занижение в несколько раз официальной статистикой масштабов присутствия российских ТНК в странах СНГ. Наконец только работа с корпоративной статистикой позволяет выявить существенные российские ПИИ в ряде стран Африки и Латинской Америки. В частности, более чем по 100 млн долл., а не 1–2 млн долл., как указывает ЦБ РФ, вложено россиянами в Боливии, Ямайке, Танзании, Гвинее, Гане и др. Многократно занижены в статистике ЦБ РФ и реальные вложения российских инвесторов в Египте; нет официальных данных и о больших ПИИ в Венесуэле. Можно упомянуть и описанный выше пример Бразилии, так как Минэкономразвития России опирался на сведения российских ТНК, а не цифры ЦБ РФ.

Обобщенная корпоративная отчетность ТНК дополняет официальную статистику и при анализе других аспектов российских ПИИ, например отраслевой структуры, так как ЦБ РФ дает статистику ПИИ по отдельным видам экономической деятельности лишь для импортированного капитала. Даже весьма приближенные оценки, опирающиеся на информацию о 40–50 ведущих российских ТНК, уже наглядно показывают лидирующую роль в российских ПИИ вложений в нефтегазовый сектор при значительных масштабах накопленных ПИИ также в черной и цветной металлургии, телекоммуникациях, транспорте и банковском деле. Детальные исследования по СНГ показали большее отраслевое разнообразие российских ПИИ, что объясняется особой активностью инвесторов второго эшелона (Кузнецов, 2014). Этот вывод вполне укладывается в теоретические представления о предпочтении компаний на начальных этапах интернационализации своего бизнеса вкладывать капитал в близлежащие страны со знакомой предпринимательской средой.

### 3. ПРИНЦИПЫ СОСТАВЛЕНИЯ РЕЙТИНГОВ РОССИЙСКИХ ТНК

Привлечение корпоративной отчетности важно не только для детализации информации ЦБ РФ. Отчетность корпораций интересна также для ранжирования ведущих российских ТНК и их сопоставления с зарубежными конкурентами. Наиболее известные перечни крупнейших ТНК публикует ЮНКТАД (например, World Investment Report, 2006, где впервые особое внимание было уделено российским ТНК), разработав специальную методологию учета зарубежной деятельности компаний (UNCTAD, 2009). Большую работу в плане разработки методологии ранжирования ведущих ТНК из развивающихся и постсоциалистических государств провел ряд исследовательских центров, включая российский ИМЭМО РАН, в рамках специальной международной программы Колумбийского университета (Sauvant et al., 2011).

Прежде всего нужно определить, *какие фирмы следует учитывать как российские*. Есть несколько подходов, среди которых самые распространенные – по месту расположения головной штаб-квартиры или по гражданству основных конечных бенефициаров. Это означает, что к российским ТНК следует причислять принадлежащие отечественным бизнесменам компании, зарегистрированные в офшорах. Наглядный пример – НЛМК, 84% акций которого в конце 2017 г. принадлежало россиянину В. Лисину, хотя формальным собственником этого контрольного пакета была кипрская компания Fletcher Group Holdings Ltd. Напротив, с приобретением иностранными ТНК российских компаний с заграничными дочерними предприятиями инвестиции последних за рубежом перестают рассматриваться в качестве российских. Примером служит пивоваренная компания «Балтика» с заводом в Азербайджане (теперь – в структуре датской ТНК Carlsberg).

Есть, однако, несколько сложных случаев, которые условно можно назвать «фирмы-

мигранты». Так, в компании VEON (до 2017 г. «ВымпелКом»), зарегистрированной на Бермудских островах, два основных акционера – также зарегистрированный за рубежом, но принадлежащий россиянами холдинг L1 Technology (бывший Altimo), в собственности которого находится 47,9% голосующих акций. Его партнером выступает норвежский Telenor (в конце 2017 г. владел 14,6% акций, но до 2016 г. его доля была существенно выше). Головная штаб-квартира перенесена в Нидерланды. Таким образом, ни доминирующий контроль россиян над «ВымпелКом», ни локализация основного центра принятия решений в России не являются очевидными. В итоге в ряде исследований «ВымпелКом» не рассматривается в качестве российской ТНК, хотя по всем параметрам его еще сложнее назвать нидерландской или норвежской ТНК. Наши собственные опросы неоднократно подтверждали нежелание компании «ВымпелКом» считаться российской (скорее всего с этим связан и ее ребрендинг). К числу ТНК-мигрантов, сохраняющих бизнес в России, но переместивших за рубеж штаб-квартиры и основное производство, относятся, например, производитель алкоголя SPI Group Ю. Шефлера и молочный холдинг Food Union А. Бесхмельницкого. Наконец, есть российские бизнесмены со вторым гражданством (в частности, стран ЕС или Израиля), страновую принадлежность зарубежных инвестиций которых в принципе сложно идентифицировать.

Вторая исследовательская задача связана с вычленением отдельных российских ТНК из состава бизнес-групп и проведением границ между ТНК, участвующими в совместных проектах. В соответствии с гипотезой Я.Ш. Паппэ можно выделять три уровня ведения бизнеса: интегрированные бизнес-группы – отдельные компании – предприятия. На самом деле есть множество примеров и двухзвенных (без компаний) и четырехзвенных систем. В последнем случае над уровнем отдельных компаний формируется отраслевой холдинг. Однако важно другое. Как показал анализ российского крупного бизнеса,

в 2000-е гг. произошел дрейф от малопрозрачных в информационном плане многоотраслевых конгломератов к классическим в западном понимании компаниям с выраженной отраслевой специализацией, иначе говоря, от структур, ориентированных на создание наилучшей коллекции активов, к структурам, имеющим четко выраженный основной бизнес и нацеленным прежде всего на повышение его эффективности (Антоненко и др., 2013, с. 115). Соответственно вполне оправданным выглядит подход, согласно которому российские ТНК выделяются на основе имеющих отраслевую специализацию компаний либо (при их наличии) отраслевых холдингов, даже если таких ТНК в рамках одной интегрированной бизнес-группы окажется несколько. При этом употребление в финансовой отчетности некоторых компаний понятия «*группа*» не должно дезориентировать.

Предложенный подход, однако, не универсален. Например, АФК «Система» – российская интегрированная бизнес-группа, которая первая прошла листинг на фондовых биржах как *классическая компания*, причем она регулярно обнародует свою финансовую отчетность. Тем не менее при желании в составе этого ТНК-конгломерата можно выделить несколько относительно самостоятельных ТНК – телекоммуникационную МТС, машиностроительную РТИ, лесопромышленную «Сегежа Групп» и др. Дискуссионным вопросом, решение которого опирается главным образом на экспертные оценки, является предпочтение отраслевых холдингов, а не отдельных компаний в случае предположительно временной консолидации двух ТНК одной специализации.

Не всегда легко провести и границы отраслевой специализации – например, только детальный анализ специфики компании позволяет эксперту решить, объединять ли в одной ТНК предприятия бизнес-группы, относящиеся к черной и цветной металлургии или добыче углеводородов и производству электроэнергии и т.д. Кроме того, при таком подходе находящаяся под совместным управ-

лением нескольких бизнес-групп компания должна рассматриваться как самостоятельная ТНК, даже если у одного из ее совладельцев есть собственная схожая по отраслевой специализации компания. Так было в процессе создания «Объединенной компании РУСАЛ», когда «Базовый элемент» не передал в новую фирму часть своих алюминиевых активов на Балканах. Правда, впоследствии в рамках «Базового элемента» произошел листинг холдинга «Эн+», в консолидированную отчетность которого включена «Объединенная компания РУСАЛ» (хотя доля в ней – 48,1%).

Третья немаловажная задача связана с *различением классических ТНК* и разного рода фондов. Иногда российские олигархи параллельно развивают компании с выраженной отраслевой специализацией и многоотраслевые фонды. Иллюстрацией служит бизнес-группа А. Мордашова. Среди зарубежных активов его инвестиционного фонда «Севергрупп» есть 23% акций германского туроператора TUI. Одновременно А. Мордашов владеет *классической сталелитейной компанией* «Северсталь» (правда, распродавшей к 2017 г. свои основные заграничные активы). Более того, через пять лет после создания, в 2012 г., из нее выделилась «Норд Голд» и стала самостоятельной ТНК в области цветной металлургии (добыча золота).

В этой связи все-таки можно ранжировать интегрированные бизнес-группы целиком в качестве ТНК. Кстати, оба подхода часто применяются для ранжирования ТНК развивающихся стран. Могут выделяться либо так называемые конгломераты целиком, либо по отдельности входящие в их состав компании (например, при наличии листинга на фондовых биржах) – иллюстрацией этому служит Tata Group (Индия) (Sauvant et al., 2011, p. 143), которая при альтернативном подходе рассматривается как ряд независимых компаний: Tata Motors, Tata Steel и др. (World Investment Report 2018, web table 20).

Обычно предлагается к ТНК относить компании, которым их основные зарубежные активы принадлежат более чем на 50%. Тогда

в соответствии с принципами консолидации финансовой отчетности они рассматриваются как полностью подконтрольные, если только партнером не выступает другая крупная ТНК. В то же время даже фактически контролируемый одним инвестором фонд, владеющий лишь блокирующими пакетами акций (в том числе известных самостоятельных ТНК), по своему характеру приближается к организациям коллективных инвестиций. Примером служит группа «РЕНОВА» В. Вексельберга, состоящая из управляющих компаний, фондов прямых и портфельных инвестиций. Правда, и классическая ТНК может участвовать в совместных предприятиях, не имея в них контрольного пакета. Так, у «АЛРОСА» (при наличии трех основных зарубежных предприятий) более 2/3 ПИИ связаны с вложениями в алмазодобывающее предприятие в Анголе «Катока Майнинг Лтд», где российской фирме принадлежит лишь 32,8%.

Наконец при ранжировании ТНК традиционно отдельно учитываются банки и нефинансовые ТНК. Транснациональные банки можно ранжировать как по сумме собственных капиталов заграничных дочерних структур (получая данные о ПИИ, сопоставимые с официальной статистикой), так и по стоимости зарубежных активов (но этот показатель у нефинансовых ТНК имеет иной смысл). Нефинансовые ТНК с начала 1990-х гг. традиционно ранжируют по размеру зарубежных активов, хотя с точки зрения приближения к масштабам ПИИ целесообразно учитывать только долгосрочные (внеоборотные) активы, а в идеале – вообще чистые активы (т.е. за вычетом обязательств). Для получения единого списка ТНК приходится идти на ряд допущений, поскольку в отличие от банков у российских нефинансовых ТНК очень разнообразное деление на географические сегменты, причем обнародуется лишь часть сведений о зарубежных активах. Во-первых, удельный вес долгосрочных активов принимается равным в общей сумме активов как за рубежом, так и в целом по той или иной компании (почти все ТНК приводят данные для загра-

ничных сегментов только по одному из двух показателей). Во-вторых, мелкие зарубежные активы, не выделяемые отдельно в отчетности МСФО, оцениваются весьма приблизительно на основе показателей аналогичных компаний. Есть и специфические допущения. Например, «Лукойл» с 2015 г. не публикует данные о зарубежных активах, так что вслед за ЮНКТАД мы принимаем их долю стабильной начиная с 2014 г. (чуть более 29,4%). При этом получаемая динамика не противоречит информации в СМИ о новых инвестициях ведущей российской ТНК. Другой иллюстрацией непрозрачной политики служит «Совкомфлот», для которого мы делаем допущение о нахождении под удобными зарубежными флагами 90% судов. Ниже приведен полученный нами список 16 ведущих российских ТНК с зарубежными активами более 1 млрд долл. (табл. 2). Из него исключены транснациональные банки, а это, прежде всего «Сбербанк» и ВТБ (в пятерку лидеров входят также «Альфа-банк», «Газпромбанк» и «Внешэкономбанк»). Стоимость собственного капитала в зарубежных дочерних структурах «Сбербанка» в конце 2017 г. превысила 6,6 млрд долл., ВТБ – 2,2 млрд долл.

В таблицу не включены и ТНК-мигранты, прежде всего VEON (или в целом L1 Technology) и нефтегазовый холдинг L1 Energy, принадлежащие инвестиционному фонду LetterOne, зарегистрированному в Лондоне бывшими владельцами ТНК-ВР. При этом активы VEON вне России, по нашим оценкам, составляют 11,8 млрд долл. (долгосрочные – 9,1 млрд долл.), а ПИИ LetterOne в нефтегазовые компании превышают 5 млрд долл.

Из 382,3 млрд долл., накопленных на конец 2017 г., российских прямых инвестиций за рубежом на 16 ведущих нефинансовых инвесторов, по нашим оценкам, приходится чуть более 20%. Если взять топ-20 российских инвесторов (в число которых добавляются названные выше крупнейшие банки и две «ТНК-мигранта»), то их вклад в накопленные ПИИ составил немногим менее 27%. Даже при учете ПИИ нескольких десятков россий-

Таблица 2

Ведущие российские нефинансовые ТНК по величине зарубежных активов по итогам 2017 г.

№ п/п	Компания	Отрасль	Зарубежные активы, млрд долл.	Доля в общих активах, %	Зарубежные долгосрочные активы, млрд долл.
1	Лукойл	Нефтегазовая	26,7	29	20,0
2	Газпром	Нефтегазовая	19,5	6	15,0
3	Роснефть	Нефтегазовая	17,0	8	13,8
4	РЕНОВА	Конгломерат	6,8	Н.д.	3,5
5	Совкомфлот	Транспорт	5,7	78	5,2
6	Севергрупп	Конгломерат	5,4	Н.д.	3,9
7	Эн+	Конгломерат	5,0	23	3,9
8	Атомэнергопром	Атомная	4,7	9	3,6
9	Евраз	Черная металлургия	3,7	36	2,3
10	РЖД	Транспорт	3,5	5	3,1
11	ТМК	Черная металлургия	2,0	36	1,0
12	ЕвроХим	Химическая	1,7	17	1,4
13	Система	Конгломерат	1,5	8	0,8
14	НЛМК	Черная металлургия	1,5	14	0,5
15	Зарубежнефть	Нефтегазовая	1,2	38	0,9
16	Полиметалл	Цветная металлургия	1,0	32	1,0
Всего		–	106,9	≈ 11	79,9

Примечание. Составлено автором на основе информации компаний с рядом допущений.

ских ТНК второго эшелона выясняется, что больше половины отечественных капиталовложений за рубежом связаны не с иностранными дочерними структурами российскими ТНК, а с вложениями в недвижимость или финансовыми манипуляциями.

Ни одна российская ТНК не входит в топ-100 мировых инвесторов. Так, показатель «Лукойла» в 1,5 раза меньше уровня компании, замыкающей этот список. В числе 100 ведущих нефинансовых ТНК развивающихся и постсоциалистических стран по версии ЮНКТАД находятся только две российские компании, хотя непопадание в этот список, по меньшей мере «Роснефти», вызывает вопрос, так как в нем есть даже компании с зарубежными активами на уровне 6 млрд долл. В любом случае все три крупнейшие российские нефтегазовые ТНК в отличие от западных конкурентов ведут бизнес преимущественно у себя на родине. В итоге по мас-

штабам заграничного присутствия они уступают на порядок таким гигантам, как Royal Dutch Shell, Total, BP или ExxonMobil. Не очень высокая степень интернационализации бизнеса и у многих других российских ТНК; так что в целом у 16 лидеров лишь 11% активов находится вне России.

## ЗАКЛЮЧЕНИЕ

Несмотря на появление в 2010-е гг. довольно обширных статистических данных по российским ПИИ, для проведения корректных исследований даже на уровне качественного анализа, а тем более с применением эконометрических расчетов, на наш взгляд, требуются дополнительные уточняющие расчеты. К сожалению, это означает дополнительный

трудоемкий анализ обрывочных сведений, содержащихся в корпоративной отчетности и различных СМИ, который к тому же, как показывает наша практика мониторинга ПИИ, требует высокого уровня компетенций у исполнителей. Так, несмотря на довольно ясную методику обработки собранных сведений, сам поиск исчерпывающей информации в сети Интернет оказывается сложной задачей. Еще одна проблема сбора информации о ПИИ – низкий отклик представителей компаний при проведении их анкетирования о заграничной деятельности. Тем не менее, есть основания надеяться, что многие проблемы с корпоративной информацией со временем будут исчезать, как это уже происходит в случае развития российской официальной статистики ПИИ.

### Список литературы

- Антоненко Н.С., Галухина Я.С., Паппэ Я.Ш. Основные тенденции развития российского крупного бизнеса в 2000-е годы // ЖНЭА. 2013. № 1. С. 114–136.
- Квашин Ю.Д. Республика Кипр как перевалочная база для иностранного капитала // Контуры глобальных трансформаций: политика, экономика, право. 2018. № 1. С. 170–184.
- Кузнецов А.В. Сложность учета российских прямых инвестиций за рубежом // Вестник ФБУ «Государственная регистрационная палата при Министерстве юстиции РФ». 2009. № 2. С. 47–51.
- Кузнецов А.В. Российские прямые инвестиции как фактор евразийской интеграции // Вопросы экономики. 2014. № 8. С. 58–69.
- Кузнецов А.В., Квашин Ю.Д., Гутник А.В. Мониторинг взаимных инвестиций в странах СНГ – 2013. СПб.: ЦИИ ЕАБР, 2013. 58 с.
- Borrmann Ch. Methodological problems of FDI statistics in accession countries and EU countries // HWWA Report. 2003. № 231. 38 p.
- Kalotay K., Sulstarova A. Modelling Russian outward FDI // Journal of International Management. 2010. Vol. 16. № 2. P. 131–142.
- Liuhto K.T., Majuri S.S. Outward foreign direct investment from Russia: A literature review // Journal of East-West Business. 2014. Vol. 20. № 4. P. 198–224.
- OECD Benchmark Definition of Foreign Direct Investment: Fourth Edition. Paris: OECD Publishing, 2008. URL: <http://www.oecd.org/daf/inv/investmentstatisticsandanalysis/40193734.pdf>
- Sauvant K.P., Govitrikar V.P., Davies K. (eds.). MNEs from emerging markets: New players in the world FDI market. N.Y.: Vale Columbia Center on Sustainable International Investment, 2011. URL: [http://ccsi.columbia.edu/files/2014/01/EMGP\\_-\\_eBook\\_PDF\\_2\\_11.pdf](http://ccsi.columbia.edu/files/2014/01/EMGP_-_eBook_PDF_2_11.pdf).
- Srivastava S. What is the true level of FDI flows to India? // Economic and Political Weekly. 2003. Vol. 38. No. 7. P. 608–610.
- UNCTAD Training Manual on Statistics for FDI and the Operations of TNCs. Vol. II: Statistics on the Operations of Transnational Corporations. NY & Geneva: UN, 2009. URL: [http://unctad.org/en/Docs/diaeia20092\\_en.pdf](http://unctad.org/en/Docs/diaeia20092_en.pdf).
- World Investment Report 2006: FDI from Developing and Transition Economies Implications for Development. NY & Geneva: UN. URL: [http://unctad.org/en/Docs/wir2006\\_en.pdf](http://unctad.org/en/Docs/wir2006_en.pdf).
- World Investment Report 2017: Methodological Note. NY & Geneva: UN. URL: [http://unctad.org/en/PublicationChapters/wir2017chMethodNote\\_en.pdf](http://unctad.org/en/PublicationChapters/wir2017chMethodNote_en.pdf).
- World Investment Report 2018: Investment and New Industrial Policies. NY & Geneva: UN. URL: [http://unctad.org/en/PublicationsLibrary/wir2018\\_en.pdf](http://unctad.org/en/PublicationsLibrary/wir2018_en.pdf).

*Рукопись поступила в редакцию 28.08.2018 г.*

## EVALUATION METHODS OF RUSSIAN DIRECT INVESTMENTS ABROAD

A. V. Kuznetsov

Alexey V. Kuznetsov, Primakov National Research Institute of World Economy and International Relations (IMEMO) of the Russian Academy of Sciences, Moscow, Russia, kuznetsov\_alexei@mail.ru

The article was prepared with the financial support of the Russian National Science Foundation (Grant No. 14-28-00097 “Optimization of Russian External Investment Relations under Conditions of Worsening Relations with the EU”) at the IMEMO RAN.

The article aims to explain methods of obtaining adequate statistical information on Russian FDI. Main features of different sources of Russian FDI statistics are shown. The importance of additional accurate calculations of FDI data for both qualitative and quantitative studies of Russian FDI is stressed. Evaluation methods for Russian outward FDI stocks and their geographical structure are introduced. Special attention is paid to financial reports of Russian multinational enterprises (MNEs) and their foreign assets statistics. Methodology for ranking of top non-financial MNEs is explained. “Migrant” TNCs as a special type of Russian investors has been identified. A list of 16 largest Russian non-financial MNEs (excluding “migrant” companies) is presented. At the end of 2017 it was headed by LUKOIL, Gazprom and Rosneft (they are also among the 100 largest non-financial MNEs of developing and post-socialist countries, although the latter is not reflected in the relevant UNCTAD reports). In addition, the leading Russian MNEs include steel, non-ferrous metal and transport companies, as well as diversified conglomerates (delimitation of their borders is still the subject of scientific discussions). Five Russian transnational banks with the maximum capital of foreign subsidiaries are also named in the article. It is shown that the 20 leading Russian non-financial and banking investors account for only 27% of Russian FDI stock. Even taking into account the second tier MNEs, the contribution of FDI to the company's subsidiaries is less than 50% – the rest FDI stock is accounted for investments in foreign real estate and various financial manipulations of Russians.

*Keywords:* foreign direct investments (FDI), Russian MNEs, FDI statistics, geography of FDI, foreign assets.

*JEL:* F21, F23.

## References

- Antonenko N.S., Galukhina Ya.S., Pappé Ya.Sh. (2013). Main tendencies of Russian big business development in 2000s. *Journal of the New Economic Association*, no. 1, pp. 114–136 (in Russian).
- Borrmann Ch. (2003) Methodological problems of FDI statistics in accession countries and EU countries. *HWWA Report*, no. 231, 38 p.
- Kalotay K., Sulstarova A. (2010) Modelling Russian outward FDI. *Journal of International Management*, vol. 16, no. 2, pp. 131–142.
- Kuznetsov A.V. (2009). Difficulties of the Russian FDI Calculations. *Vestnik FBU “Gosudarstvennaya registratsionnaya palata pri Ministerstve Yustitsii RF”*, no. 2, pp. 47–51 (in Russian).
- Kuznetsov A.V. (2014). Russian direct investment as a factor of Eurasian integration. *Voprosy Ekonomiki*, no. 8, pp. 58–69 (English translation in *Problems of Economic Transition*, 2016, no. 4, pp. 348–361).
- Kuznetsov A.V., Kvashnin Yu.D., Gutnik A.V. (2013). Monitoring of mutual investments in the CIS – 2013. St. Petersburg: EDB Centre for Integration Studies, 54 p.
- Kvashin Yu.D. (2018). The Republic of Cyprus as a transit point for foreign capital. *Outlines of Global Transformations: Politics, Economics, Law*, vol. 11, no. 1, pp. 170–184 (in Russian).
- Liuhto K.T., Majuri S.S. (2014). Outward foreign direct investment from Russia: A literature review. *Journal of East-West Business*, vol. 20, no. 4, pp. 198–224.
- OECD (2008). Benchmark definition of foreign direct investment: 4<sup>th</sup> edition. Paris: OECD Publishing. URL: <http://www.oecd.org/daf/inv/investment-statisticsandanalysis/40193734.pdf>.
- Sauvant K.P., Govitrikar V.P., Davies K. (eds.). (2011). MNEs from emerging markets: New players in the world FDI market. N.Y.: Vale Columbia Center on Sustainable International Investment. URL:

---

[http://ccsi.columbia.edu/files/2014/01/EMGP\\_-\\_eBook\\_PDF\\_2\\_11.pdf](http://ccsi.columbia.edu/files/2014/01/EMGP_-_eBook_PDF_2_11.pdf).

Srivastava S. (2003). What is the true level of FDI flows to India? *Economic and Political Weekly*, vol. 38, no. 7, pp. 608–610.

UNCTAD (2009). Training Manual on Statistics for FDI and the Operations of TNCs. Volume II: Statistics on the Operations of Transnational Corporations. NY & Geneva: UN. URL: [http://unctad.org/en/Docs/diaeia20092\\_en.pdf](http://unctad.org/en/Docs/diaeia20092_en.pdf).

World Investment Report (2006). FDI from Developing and Transition Economies Implications for Development. NY & Geneva: UN. URL: [http://unctad.org/en/Docs/wir2006\\_en.pdf](http://unctad.org/en/Docs/wir2006_en.pdf).

World Investment Report (2017). Methodological Note. NY & Geneva: UN. URL: [http://unctad.org/en/PublicationChapters/wir2017chMethodNote\\_en.pdf](http://unctad.org/en/PublicationChapters/wir2017chMethodNote_en.pdf).

World Investment Report (2018). Investment and New Industrial Policies. NY & Geneva: UN. URL: [http://unctad.org/en/PublicationsLibrary/wir2018\\_en.pdf](http://unctad.org/en/PublicationsLibrary/wir2018_en.pdf).

*Manuscript received 28.08.2018*

---

## УКРУПНЕННАЯ ИМИТАЦИОННАЯ МОДЕЛЬ ВНЕШНЕЭКОНОМИЧЕСКОЙ ДЕЯТЕЛЬНОСТИ РФ<sup>1</sup>

*Г.Л. Бекларян*

В данной статье представлена разработанная укрупненная имитационная модель внешнеэкономического взаимодействия РФ со странами-партнерами. Сформулирована и решена бикритериальная оптимизационная задача рационального управления внешнеэкономической деятельностью с учетом разнонаправленных интересов РФ и стран-партнеров. Изучаются возможности сбалансировать подобные связи в зависимости от различных сценариев, отражающих внешнеторговую стратегию, характерную для соответствующих групп стран (ЕС, АТЭС, ЕАЭС и др.). Предложенная имитационная модель, реализованная в AnyLogic, позволила исследовать влияние ключевых управляющих параметров ВЭД на характеристики взаимосвязей РФ с другими странами. Вычислены субоптимальные (сценарные) значения импортных пошлин и квот, обеспечивающих наилучшее влияние на прогнозную динамику внешнеторгового оборота РФ.

*Ключевые слова:* агентное моделирование внешнеэкономической деятельности (agent-based modeling), ВЭД, AnyLogic, импортные пошлины, квоты на импорт, экспортная экономика, внешнеэкономическая деятельность.  
*JEL:* C02, C63.

---

© Бекларян Г.Л., 2018 г.

*Бекларян Гаянэ Леоновна*, к.э.н., старший научный сотрудник Федерального государственного бюджетного учреждения науки «Центральный экономико-математический институт РАН» (ЦЭМИ РАН), Москва, Россия, [glbeklaryan@gmail.com](mailto:glbeklaryan@gmail.com)

<sup>1</sup> Работа выполнена при частичной финансовой поддержке Российского фонда фундаментальных исследований (проект № 18-51-45001).