

Международная экономика

Влияние прямых иностранных инвестиций из офшоров на эффективность российских компаний

Елена Анатольевна Федорова

ORCID: 0000-0002-3381-6116

Доктор экономических наук,
профессор департамента корпоративных
финансов и корпоративного управления,
Финансовый университет
при Правительстве Российской Федерации
(РФ, 125993, Москва, Ленинградский пр., 49)
E-mail: ecolena@mail.ru

Варвара Григорьевна Комлецова

ORCID: 0000-0003-0310-5476

Компания МПФ «Хайнс Интернэшнл, Инк.»,
(РФ, 119019, Москва, Гоголевский бул., 11)
E-mail: komletsovavarvara@gmail.com

Мария Константиновна Трегубова

ORCID: 0000-0002-3316-2685

Компания ПАО «МегаФон»
(РФ, 127006, Москва, Оружейный пер., 41)
E-mail: mariya.treg@mail.ru

Аннотация

В работе исследовано влияние прямых иностранных инвестиций (далее — ПИИ) из офшоров и развитых стран на эффективность российских компаний. Эмпирическая база работы содержит финансовые показатели 18 804 отечественных компаний за период с 2013 по 2020 год, что составило 150 432 наблюдения. Методология исследования включала в себя панельную регрессию и метод оболочки данных — DEA-анализ. Для определения эффективности офшоров в работе рассчитаны горизонтальные и вертикальные спилловер-эффекты. Горизонтальные спилловер-эффекты — это побочные эффекты производительности, которые национальные фирмы реализуют, работая в одной отрасли с компаниями с иностранными инвестициями. Вертикальные спилловер-эффекты — это обратные и прямые связи между иностранными компаниями и их поставщиками и покупателями. В результате исследования было выявлено, что измеренная с помощью спилловер-эффектов эффективность компаний с ПИИ как из белых офшоров, так и из развитых стран выше, чем из серых и черных офшоров. Влияние спилловер-эффектов у инвестиций из серых и черных офшоров незначимо, что объясняется возвращающимся капиталом. Результаты, полученные в ходе настоящей работы, могут быть полезны высшему руководству российских предприятий, специалистам финансовой и налоговой служб и другим заинтересованным лицам.

Ключевые слова: спилловер-эффект, белые офшоры, черные и серые офшоры, возвращающийся капитал, теория институционального арбитража.

JEL: E22, F21, F23, P45.

International economics

Impact of Foreign Direct Investment From Offshoring on the Efficiency of Russian Companies

Elena A. Fedorova

ORCID: 0000-0002-3381-6116

Dr. Sci. (Econ.), Professor of the Department
of Corporate Finance and Corporate
Governance, Financial University
Under the Government of Russian
Federation^a, ecolena@mail.ru

Mariya K. Tregubova

ORCID: 0000-0002-3316-2685

MegaFon PJSC^b, mariya.treg@mail.ru

Varvara G. Komletsova

ORCID: 0000-0003-0310-5476

Moscow Representative Office
of Hines International, Inc.^c,
komletsovavarvara@gmail.com

^a 49, Leningradskiy pr., Moscow, 125993,
Russian Federation

^b 41, Oruzheynyy per., Moscow, 127006,
Russian Federation

^c 11 Gogolevskiy bul., Moscow, 119019,
Russian Federation

Abstract

This paper examines the impact of foreign direct investment (FDI) from offshoring and developed countries on the efficiency of Russian companies. The empirical basis for this analysis includes the financial performance of 18,804 domestic companies from 2013 to 2020, which provided 150,432 data points. The research methodology included panel regression and DEA data shell analysis, which enables comprehensive analysis of a company's performance in comparison with other companies. Both horizontal and vertical spillover effects were determined in order to trace the effect of offshore companies. Horizontal spillover consists of the side effects on productivity that exclusively national firms are subject to when operating in the same industry alongside firms with foreign investment. Vertical spillover is due to reciprocal and direct links between foreign companies and their suppliers and buyers. This study indicates that efficiency measured in terms of spillover effects is greater for companies with FDI from white offshores than for companies with FDI from gray and black offshores. Furthermore, the efficiency of investment from developed countries in terms of spillover effects is greater than that of investment from gray and black offshores. The spillover effects from investment by gray and black offshores is negligible because of the return of capital. These results may be informative for the top management of Russian enterprises, shareholders, boards of directors, specialists from financial and tax services, analysts, the Ministry of Finance of the Russian Federation, the Federal Tax Service and other interested parties.

Keywords: spillover effect, white offshores, black and gray offshores, returning capital, theory of institutional arbitrage.

JEL: E22, F21, F23, P45.

Введение

Вывод капитала компании в офшоры — это способ ухода от налогов, попытка сохранить анонимность бенефициара или сокрытие потоков нелегально полученных денежных средств благодаря высокому уровню секретности офшорных юрисдикций? Эти вопросы являются предметом исследований многих отечественных и зарубежных авторов. Слово «офшор», как правило, имеет ярко выраженную негативную коннотацию и чаще всего ассоциируется с обманом, незаконно полученными средствами, возможностью ухода от налогов и коррупцией.

Несмотря на то что инвестиции из/в офшорные зоны не всегда свидетельствуют о том, что капитал, проходящий через них, был получен неправомерно, с явлением офшоризации борются не только налоговые власти многих стран, но и такие межгосударственные структуры, как Организация экономического сотрудничества и развития (ОЭСР) и Организация по борьбе с финансированием терроризма и отмытием криминальных денег (ФАТФ). В некоторых исследованиях подчеркивается темная сторона инвестиций в офшоры и отмечается, что часть ПИИ (прямых иностранных инвестиций) в эти юрисдикции обусловлена такими мотивами, как отмытие денег, чему способствует секретность офшоров [Pérez et al., 2012] или же сокрытие незаконных действий, например взяточничество [Su et al., 2018].

Также существует ряд теорий, которые объясняют мотивацию менеджмента компаний осуществлять финансирование с использованием стран-офшоров, например теория институционального арбитража. Однако бывает, что инвестиции, поступающие в страну и маскирующиеся под ПИИ, ими не являются, в таком случае их называют «возвращающийся капитал». Это своего рода обходной путь, предполагающий, что компании направляют свой капитал в офшорные юрисдикции лишь с целью вложить его обратно в свою страну под видом иностранных инвестиций. Вышеописанные инвестиции на бумаге выглядят прямыми иностранными инвестициями. Такого рода инвестиции не генерируют спилlover-эффектов, ввиду того что не приносят новых знаний или технологий [Aykut et al., 2017].

Целью настоящей работы является анализ влияния ПИИ из офшоров и развитых стран на эффективность российских компаний. Эмпирическая база включает финансовые показатели 18 804 компаний, осуществлявших деятельность на территории России и имевших иностранное финансирование, за период с 2013

по 2020 год. В качестве метода исследования применяются модели DEA и панельная регрессия.

Отличия нашей работы от предыдущих.

1. Применение методологии оценки эффективности ПИИ компаний-офшоров для развитых и развивающихся стран на основе расчета спилловер-эффектов. В ряде исследований эта методология использовалась для оценки спилловер-эффектов от компаний с ПИИ.
2. Оценка эффективности компаний в зависимости от вида офшоров: используется их классификация в соответствии с официальным списком офшорных юрисдикций, утвержденным парламентом Европейского союза¹, в котором все офшоры подразделяются на три основные категории: белые, серые и черные².
3. Расчет эффективности на основе DEA анализа, который позволяет комплексно изучить результаты компании в сравнении с другими.

1. Обзор литературы и гипотезы исследования

В работе будут рассмотрены три гипотезы.

***Гипотеза 1.** Эффективность инвестиций из развитых стран, измеренная с помощью спилловер-эффектов, выше, чем эффективность инвестиций из серых и черных офшоров.*

Вопрос использования офшоров в деятельности компаний всегда вызывал интерес и давал толчок для множества исследований. Одна из основных причин, почему компании прибегают к этому методу, — возможность сократить налоговые выплаты.

По оценкам *Tax Justice Network*, страны теряют более 483 млрд долл. налогов только потому, что транснациональные компании активно пользуются офшорными зонами, что позволяет им не платить налог в своей стране, а также достаточно часто прибегают к анонимности, которую им предоставляют такие юрисдикции³. Самым распространенным методом ухода от налогов является оформление кредита. Чтобы воспользоваться налоговым арбитражем, компания формирует дочернюю или мате-

¹ EPRS European Parliamentary Research Service, Listing of Tax Havens by the EU. <https://www.europarl.europa.eu/cmsdata/147404/7%20-%20001%20EPRS-Briefing-621872-Listing-tax-havens-by-the-EU-FINAL.PDF>.

² Белые офшоры — это юрисдикции, имеющие соглашения со странами Евросоюза о раскрытии налоговой информации. Серые и черные офшоры предоставляют льготные режимы налогообложения, но не раскрывают и не предоставляют информацию о финансовых операциях при запросах налоговых органов из других государств. Черными называются офшоры, операции с которыми не приветствуются (как правило, не запрещаются, но усиленно контролируются или облагаются более высокими налогами). Офшоры, в которых информация может раскрываться частично, называются серыми.

³ The State of Tax Justice 2021. <https://taxjustice.net/reports/the-state-of-tax-justice-2021/>.

ринскую компанию в офшорной юрисдикции — тогда она сможет финансировать инвестиции в странах с высокими налогами на доходы компании, используя долг от офшорной компании (affiliate), а не прямой капитал (equity). Как правило, из налогооблагаемой базы вычитается сумма процентов, которые компания платит по долгу, что уменьшает налогооблагаемую базу и, следовательно, налог, подлежащий уплате. Офшорные зоны, в свою очередь, либо совсем не облагают налогом доход, полученный компаниями-резидентами, либо облагают его низким налогом. Способность производить займы между компаниями-«родственниками» дает возможность для налогового арбитража.

Страна, в которую поступают инвестиции, имеет ограниченное количество инструментов, чтобы не дать компаниям возможность воспользоваться налоговым арбитражем: эффективную ставку налога на капитал (effective tax rate on capital) и ограничения на сумму процентов, которая вычитается из налогооблагаемой базы. Стоит отметить, что в случае офшоров уход от налогов не является правонарушением. Однако налоги с доходов компании могли бы пойти в бюджет страны, в которой был получен доход, и быть направлены на поддержание и модернизацию инфраструктуры, социального сектора, образования, но большие корпорации, естественно, ставят на первое место свой собственный доход, что вызывает вопросы с точки зрения этики.

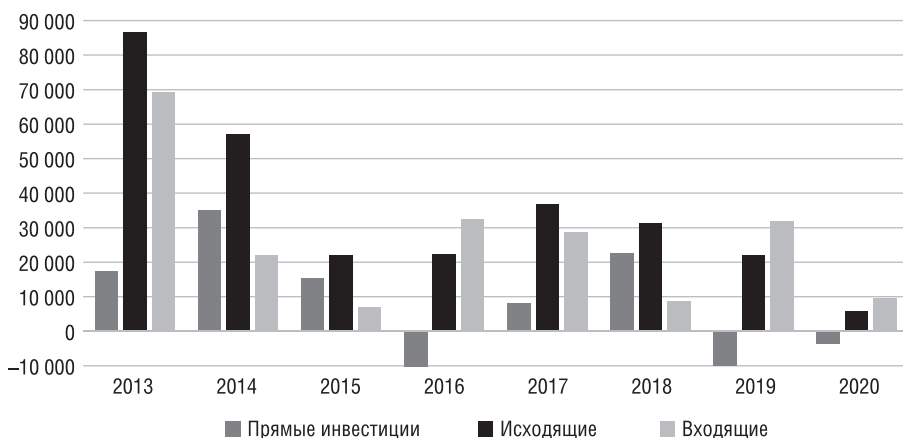
Согласно теории институционального арбитража, уход от налогов — не единственная причина перехода компаний в офшоры [Gaur et al., 2007]. Так, например, транснациональные компании могут основывать предприятия, связанные с высокими технологиями, где интеллектуальная собственность защищена на законодательном уровне. Помимо ухода от налогов причиной образования возвращающегося капитала может стать и недостаточно развитая судебная система, несоблюдение законов, обостряющаяся политическая обстановка в стране, в которой компания ведет свою операционную деятельность.

Существуют исследования (см., например, [Crespo et al., 2012]), в которых описаны различные факторы, влияющие на принятие компаниями решения осуществлять финансирование с использованием стран-офшоров. Согласно теории институционального арбитража одной из причин ухода в офшоры компаний из развивающихся или политически нестабильных стран является естественное желание защитить свой бизнес, открыв материнскую компанию в офшорной юрисдикции, где права собственности лучше реализуются на практике по сравнению со страной, в которой компания осуществляет свою операционную деятельность. Также привлекательным для компаний является уровень секрет-

ности, который может предложить страна-офшор. Действующие законы о конфиденциальности в офшорах являются преградой для внешних правоохранительных органов, кредиторов или других потенциальных заинтересованных лиц, желающих идентифицировать собственность или даже осуществить контроль над активами какой-то компании [Smith, 2014].

В соответствии с этой теорией можно сделать вывод, что в странах, где права частной собственности защищены, основными мотивами компаний пропускать свой капитал через офшоры, являются уход от налогов и уровень секретности, позволяющий скрыть потоки нелегально заработанных средств.

Рассмотрим более подробно ПИИ в России. На рис. 1 представлены статистические данные притока и оттока ПИИ в РФ в период с 2013 по 2020 год.



Источник: составлено по данным Центрального банка РФ. https://cbr.ru/statistics/macro_itm/svs/.

Рис. 1. Приток и отток ПИИ в РФ (сальдо операций платежного баланса), 2013–2020 годы (млн долл.)

Fig. 1. FDI Inflows and Outflows for the Russian Federation (Balance of Payment Transactions), 2013–2020 (mln USD)

Из отчета ЦБ видно, что в периоды 2013–2015 и 2017–2018 годов потоки исходящих инвестиций превосходили потоки входящих. Например, в 2014 году исходящие инвестиции были на 35 млрд долл. больше, чем входящие. Этот отток можно было бы объяснить нестабильной политической ситуацией и введением санкций в отношении РФ, но уже в 2016 году при более стабильном экономическом положении объем входящих инвестиций превысил исходящие на 10 млрд долл. Общее сальдо потоков за период 2013–2020 годов положительно и составляет 74,454 млрд долл.

В табл. 1 представлен топ стран, которые инвестировали в экономику России, по состоянию на 1 апреля 2021 года.

Т а б л и ц а 1

**Топ стран, инвестирующих в экономику России,
по состоянию на 1 апреля 2021 года (млн долл.)**

T a b l e 1

**Top Countries Investing in the Russian Economy
as of 1 April 2021 (mIn USD)**

№	Страна	Инвестиции
1	Кипр	156 892,3
2	Бермуды	49 481,58
3	Великобритания	48 725,05
4	Нидерланды	44 166,8
5	Люксембург	30 651,49

Источник: составлено авторами по данным ЦБ РФ. http://www.cbr.ru/eng/statistics/macro_itm/svs/mpi/.

Представленный в табл. 1 перечень аналогичен списку ОЭСР за 2008 год (табл. 2).

Т а б л и ц а 2

**Топ стран, инвестирующих в экономику России, 2008 год
(% общего объема ПИИ в страну)**

T a b l e 2

**Top Countries Investing in the Russian Economy in 2008
(% total FDI per country)**

№	Страна	Инвестиции
1	Кипр	34,4
2	Нидерланды	34,2
3	Германия	4,4
4	США	3,5
5	Великобритания	3,5

Источник: составлено авторами по данным из отчета OECD Investment Policy Reviews: Russian Federation, Strengthening the Policy Framework for Investment, 2008. <https://doi.org/10.1787/9789264045989-en>.

По-прежнему в лидерах стран, инвестирующих в экономику России, мы видим Кипр и Нидерланды: в отчете ОЭСР инвестиции этих стран характеризуются именно как возвращающийся капитал. Как уже было отмечено, самой главной чертой возвращающегося капитала является то, что он не генерирует никаких спилловер-эффектов, и именно на этом базируется вторая гипотеза исследования.

Гипотеза 2. Измеренная с помощью спилловер-эффектов эффективность компаний с ПИИ из белых офшоров выше, чем из серых и черных.

Критериями для отнесения той или иной страны к определенной категории являются степень кооперации и раскрытия финансовой информации, соответствие законодательства международным стандартам, обмен информацией. Эти критерии были предложены в законодательстве Европейского союза в 2016 году и приняты в декабре 2017 года⁴, при этом распределение стран по категориям периодически пересматривается. К белым офшорам относятся Ирландия, Кипр, Люксембург, Мальта, Нидерланды, Сингапур, Швейцария, к серым и черным — Багамы, Барбадос, Бахрейн, Белиз, Бермуды, Вануату, Гонконг, Доминикана, Иордания, Кайманы, Макао, Панама, Сент-Люсия.

Через офшорные зоны может проходить не только возвращающийся капитал, но и инвестиции из европейских стран или США, которые генерируют спилловер-эффекты.

Гипотеза 3. Влияние спилловер-эффектов у инвестиций из серых и черных офшоров незначимо, что объясняется возвращающимся капиталом.

Из предположения, что инвестиции из серых и черных офшоров в большинстве своем представляют возвращающийся капитал, следует, что они не генерируют спилловер-эффекты и, согласно нашей модели, должны быть менее эффективны. Эту гипотезу мы обосновываем, используя исследование [Aykut et al., 2017], авторы которого утверждают, что инвестиции возвращающегося капитала не создают спилловер-эффектов, так как не приносят новых знаний или технологий.

2. Методология исследования

В настоящем исследовании для расчета эффективности применен анализ среды функционирования Data Envelopment Analysis (DEA). В его основе лежат идеи Майкла Джорджа Фаррелла [Farrell, 1957]. Методика DEA предполагает построение кусочно-линейной границы технологической эффективности компаний на основе соответствия входов и выходов модели. Результатом применения DEA является один интегральный показатель для каждого рассматриваемого объекта, который при минимальных входных параметрах дает максимальный выходной параметр. Компании с максимальным интегральным показателем формируют границу

⁴ Council Conclusions on the EU List of Non-cooperative Jurisdictions for Tax Purposes // Official Journal of the European Union. 2017/C 438/04. https://eur-lex.europa.eu/legal-content/EN/TXT/?uri=uriserv:OJ.C_.2017.438.01.0005.01.ENG&toc=OJ:C:2017:438:TOC.

эффективности, все остальные располагаются за пределами границы с потенциальным показателем DEA от 0 до 0,99.

В нашем исследовании рассмотрены следующие две модели DEA (рис. 2).



Источник: составлено авторами.

Рис. 2. Модели DEA

Fig. 2. DEA Models

1. Первая модель DEA проводит оценку эффективности с использованием стандартных входных переменных. В рамках настоящей работы это внеоборотные активы, собственный капитал, количество сотрудников, сумма баланса и доля иностранного капитала.
2. Вторая модель DEA оценивает эффективность российских компаний с учетом спилловер-эффектов от ПИИ.

С помощью этих двух моделей DEA будут проверяться две первые гипотезы.

Третья гипотеза — о незначимости влияния спилловер-эффектов у инвестиций из серых и черных офшорных зон — будет проверяться с помощью модели (1), в основе которой лежит производственная функция Кобба — Дугласа:

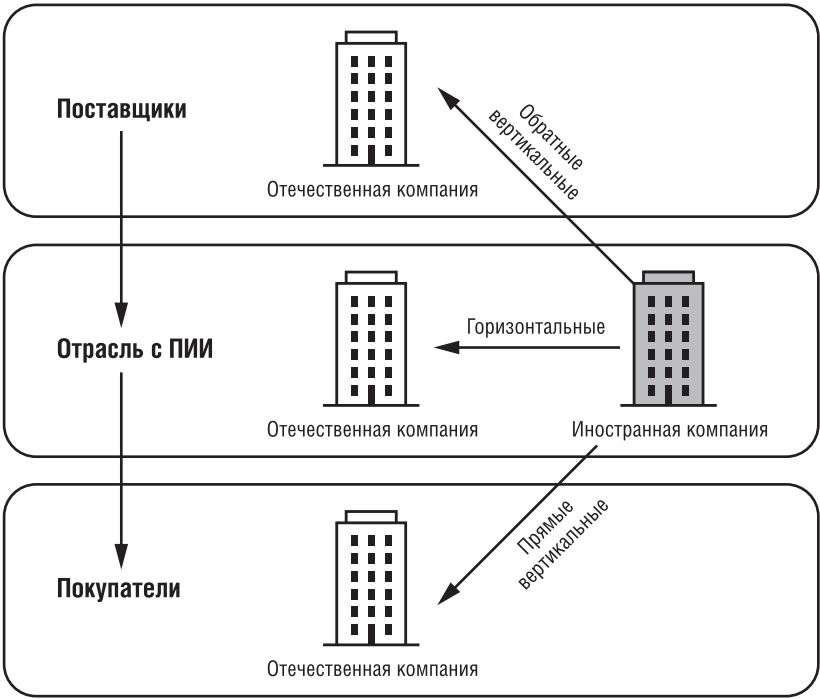
$$\ln(Q_{it}) = \eta_0 + \eta_1 FS_{it} + \eta_2 \ln(Equity_{it}) + \eta_3 \ln(TA_{it}) + \eta_4 \ln(NumEmployees_{it}) + \gamma_1 Horizontal_{jt} + \gamma_2 Backward_{jt} + \gamma_3 Forward_{jt}, \quad (1)$$

где Q_{it} — выручка компании i за время t , FS_{it} — доля иностранного капитала в компании i в момент времени t , $Equity_{it}$ — собственный

капитал компании i в момент времени t , TA_{it} — совокупные активы компании i за время t , $NumEmployees_{it}$ — количество сотрудников в компании i за время t , $Horizontal_{jt}$ — горизонтальный спилловер-эффект, $Backward_{jt}$ — обратный вертикальный спилловер-эффект, $Forward_{jt}$ — прямой вертикальный спилловер-эффект.

В настоящем исследовании с применением RStudio произведена оценка двух моделей, а именно: модели со случайными эффектами (random effects, RE) и модели с фиксированными эффектами (fixed effects, FE). Для оценки адекватности рассчитанных моделей применим тест Хаусмана, который позволяет сделать выбор между моделями FE и RE.

Прямые иностранные инвестиции оказывают влияние на отечественные компании через горизонтальные и вертикальные спилловер-эффекты (рис. 3).



Источник: составлено авторами.

Рис. 3. Виды спилловер-эффектов

Fig. 3. Types of Spillover Effects

Горизонтальные спилловер-эффекты — это побочные эффекты производительности, которые национальные фирмы реализуют, работая в одной отрасли с компаниями с иностранными инвестициями.

Горизонтальные спилловер-эффекты влияют на отечественные компании посредством следующих механизмов:

- 1) реализацией местными фирмами побочных эффектов производительности путем обратного проектирования технологии производства и методов управления, используемых предприятием с иностранным капиталом (демонстрационный эффект);
- 2) изменением мобильности рабочей силы (текучести кадров). Миграция квалифицированных и подготовленных сотрудников из иностранных компаний в отечественные приводит к распространению знаний и умений: технологические ноу-хау и управленческие навыки будут использованы отечественными фирмами;
- 3) повышением конкуренции между компаниями с ПИИ и отечественными компаниями в одной и той же отрасли за счет генерации побочных эффектов, что приводит к более эффективному использованию своих ресурсов или внедрению более передовых технологий производства (конкурентные дисциплинарные эффекты, или эффекты конкуренции);
- 4) образованием побочных эффектов на основе предоставления отечественным фирмам доступа к экспортным платформам, используемым предприятиями с иностранными инвестициями (внешние эффекты доступа к рынкам).

Горизонтальные спилловер-эффекты в секторе рассчитываются следующим образом:

$$Horizontal_{jt} = \frac{\sum_{i:i \in j}^N FS_{ijt} FA_{ijt}}{\sum_{i:i \in j}^N FA_{ijt}}, \quad (2)$$

где FS_{ijt} — доля иностранного капитала в компании i в секторе j в момент времени t , FA_{ijt} — стоимость внеоборотных активов компании i в секторе j в момент времени t .

Вертикальные спилловер-эффекты — это обратные и прямые связи между иностранными компаниями и их поставщиками и покупателями. Чтобы соответствовать нужным требованиям и выступать в качестве поставщика, местным компаниям часто нужно улучшить свои технологии производства товара [Newman et al., 2015]. Иностранные компании выступают инициатором обратных спилловер-эффектов, предлагая различного рода обучающие программы местным поставщикам, особенно если страна, в которой находится головной офис компании, расположена на

значительном расстоянии [Blalock et al., 2011]. Прямые спилловер-эффекты оказывают влияние через поставку товаров и услуг высокого качества местным покупателям. Существуют исследования, которые подтверждают как позитивное [Stojcic et al., 2020], так и негативное [Gorodnichenko et al., 2010] влияние прямых спилловер-эффектов на отечественные компании. Негативное влияние, как правило, отмечается, когда имеется очень большой разрыв в применяемых технологиях или иностранные поставщики используют свое превосходство и увеличивают стоимость сырья и материалов, необходимых для производства товара.

Вертикальные спилловер-эффекты рассчитываются как:

$$Backward_{jt} = \sum_{k:k \neq j}^N \alpha_{jkt} Horizontal_{kt}, \quad (3)$$

$$Forward_{jt} = \sum_{k:k \neq j}^N \alpha_{kjt} Horizontal_{kt}, \quad (4)$$

где α_{jkt} — доля выпуска в секторе j , потребленного сектором k в период t , α_{kjt} — доля потребления сектором k произведенного сектором j в период t .

Параметры α_{jkt} , α_{kjt} взяты из таблиц баланса межотраслевых связей⁵.

3. Анализ данных

Массив данных был сформирован с помощью данных *Ruslana* и *Bureau van Dijk*⁶ и информации с официальных сайтов компаний, попавших в выборку. Эмпирическая база исследования включает финансовые показатели 18 804 компаний за период 2013–2020 годов, что составляет 150 432 наблюдения. В собранный массив вошли следующие показатели: доля иностранного капитала (*FS*), код страны акционера (представлен в табл. 3), собственный капитал (*Equity*), сумма баланса (*TA*), количество сотрудников (*NumEmployees*), внеоборотные активы (*FA*), выручка (*OR*).

При формировании исследовательской базы за основу были взяты критерии, использованные в других работах по этой теме [Федорова и др., 2016; Anwar et al., 2015; Vujanovic et al., 2021], количество сотрудников в анализируемых компаниях не менее восьми, доля иностранного капитала в них превышает 10%. В табл. 3 приведен список стран по группам: (1) белые, (2) серые и черные офшоры, (3) развитые страны и (4) Кипр.

⁵ Таблицы затраты-выпуск: <https://stats.oecd.org/Index.aspx?DataSetCode=IOTS>.

⁶ *Ruslana* — база данных, содержащая информацию о компаниях Казахстана, России и Украины. *Bureau van Dijk Electronic Publishing* является крупнейшим издателем бизнес-информации и специализируется на данных о частных компаниях, а также программном обеспечении для поиска и анализа компаний, в том числе и для российского рынка.

Т а б л и ц а 3

Список стран по типам офшоров

Table 3

List of Countries by Offshore Type

Страна	Код страны
<i>Белые офшоры</i>	
Ирландия	IE
Люксембург	LU
Мальта	MT
Нидерланды	NL
Сингапур	SG
Швейцария	CH
<i>Серые и черные офшоры</i>	
Багамы	BS
Белиз	BZ
Бермуды	BM
Гонконг	HK
Доминикана	DM
Иордания	JO
Кайман	KY
Панама	PA
<i>Развитые страны (Group of Seven)</i>	
Великобритания	GB
Германия	DE
Италия	IT
Канада	CA
США	US
Франция	FR
Япония	JP
Кипр	CY

Источник: составлено авторами.

При анализе статистических данных Кипр был вынесен в отдельную группу с целью получения наиболее точных результатов.

Т а б л и ц а 4

Описательная статистика

Table 4

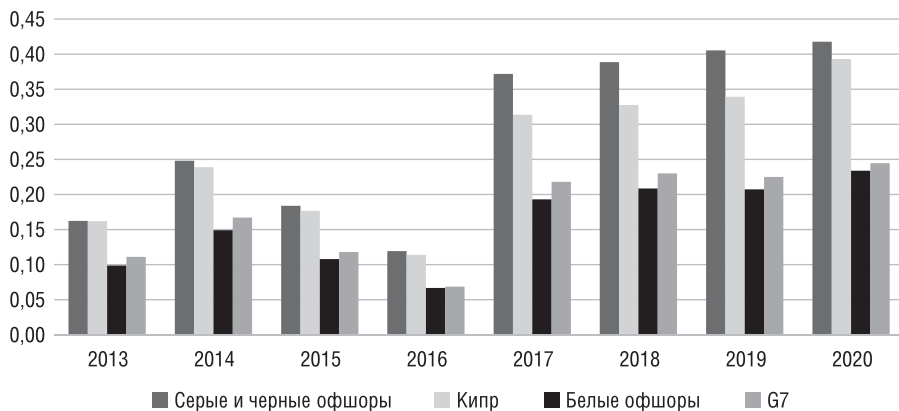
Descriptive Statistics

index	FS	Equity	TA	Num-Employees	FA	OR	EBITDA
count	150 432	150 432	150 432	150 432	150 432	150 432	150 432
mean	0,6722	1003,50	1864,08	185	1327,81	2244,54	269,72
std	0,4137	5090,27	9699,54	914	8797,93	16 670,72	2157,17
min	0,1	1,00	2,34	8	0,10	0,14	107 898,78
25%	0,1	14,23	27,60	17	10,53	15,86	0,86
50%	1	73,41	147,48	78	157,48	106,81	33,01
75%	1	388,52	757,63	85	625,19	636,12	126,03
max	1	173 054,44	639 669,56	66 728	783 334,93	983 470,67	132 128,46

Источник: составлено авторами.

4. Результаты исследования

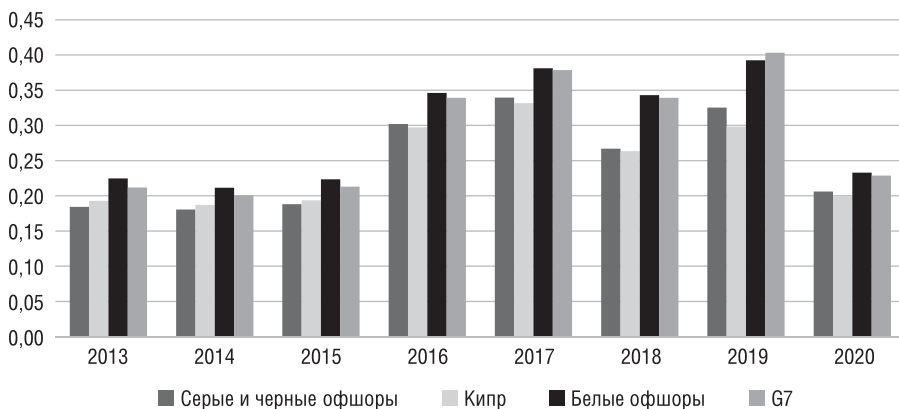
На основе проведенного анализа были получены результаты, представленные на рис. 4 и 5.



Источник: составлено авторами.

Рис. 4. Результаты расчетов классической модели DEA (коэффициент DEA)

Fig. 4. Results From the Classical DEA Model (coefficient DEA)



Источник: составлено авторами.

Рис. 5. Результаты расчетов модели DEA с учетом спилловер-эффектов от ПИИ (коэффициент DEA)

Fig. 5. Results of the DEA Model Incorporating Spillover Effects From FDI (coefficient DEA)

По результатам проведенного исследования можно сделать вывод о том, что основной причиной использования офшорных зон по-прежнему является уход от налогов, о чем свидетельствует значительная разница в эффективности согласно результатам, полученным на основе расчета первой модели DEA. На рис. 4, отражающем первую модель, видно, что компании, получающие ПИИ

из серых и черных офшоров и Кипра, более эффективны с точки зрения финансовых результатов своей деятельности, чем компании, получающие ПИИ из развитых стран и белых офшоров. Это можно объяснить тем, что компании используют налоговый арбитраж, который повышает их эффективность. Однако с точки зрения привнесения инноваций серые и черные офшоры и Кипр проигрывают развитым странам и белым офшорам, что отражено в результатах второй модели DEA, где при расчете эффективности отечественных компаний были учтены спilloвер-эффекты. Также наблюдаемое в 2020 году снижение эффективности может быть объяснено пандемией COVID-19, которая оказала существенное влияние на логистические цепочки, стоимость товаров и т. д., что, в свою очередь, привело к общемировому снижению уровня иностранных инвестиций и их эффективности.

Таким образом, первая и вторая гипотезы подтвердились.

Для оценки третьей гипотезы рассмотрим представленные в табл. 5 результаты панельной регрессии для всей выборки компаний, разделенных на группы в зависимости от страны — иностранного инвестора, а именно ПИИ из развитых стран, белых офшоров, черных и серых офшоров и Кипра.

Т а б л и ц а 5

Оценка влияния ПИИ из развитых стран, белых офшоров, черных и серых офшоров и Кипра, 2013–2020 годы

T a b l e 5

Impact of FDI From Developed Countries, White Offshoring, Black and Gray Offshoring, and Cyprus, 2013–2020

Показатели	Развитые страны	Белые офшоры	Черные и серые офшоры	Кипр
<i>Equity</i>	0,1328*** (0,0083)	0,2006*** (0,0132)	0,2552*** (0,0251)	0,2983*** (0,0101)
<i>TA</i>	0,7037*** (0,0101)	0,6878*** (0,0156)	0,4759*** (0,0267)	0,4302*** (0,0116)
<i>NumEmpl</i>	0,4433*** (0,0085)	0,5557*** (0,0132)	0,4234*** (0,0273)	0,5494*** (0,0109)
<i>HORIZ</i>	0,4974 (0,3249)	–0,8095 (0,5484)	–0,7209 (1,2553)	–2,4037*** (0,4640)
<i>FORW</i>	1,4303*** (0,1602)	2,2926*** (0,3012)	0,3257 (0,7302)	1,9177*** (0,2991)
<i>BACK</i>	–1,4865*** (0,1269)	–1,5245*** (0,2087)	–0,0029 (0,5491)	–0,2182 (0,2655)
Количество наблюдений	36 936	17 984	4080	29 256
<i>R</i> ²	0,2564	0,2775	0,2295	0,2294

Примечание. Значимость оценивалась по z-статистике. Критические значения z-статистики при уровнях значимости: * — 10%, ** — 5%, *** — 1%.

Источник: составлено авторами.

Согласно результатам панельной регрессии все контрольные переменные оказались значимы во всех моделях. Горизонтальные спилловер-эффекты значимы только от инвестиций, поступающих с Кипра, при этом они отрицательны. Эти результаты согласуются с теми, которые были получены другими авторами, изучающими этот вопрос. Так, например, в исследованиях [Javorcik, 2004; Kosova, 2010] показано, что горизонтальные спилловер-эффекты оказывают незначительное влияние на отечественные компании в переходных экономиках. То, что в одной из моделей горизонтальные спилловер-эффекты отрицательны, согласуется с другими исследованиями, в которых отмечается, что они часто оказывают и негативное влияние [Damijan et al., 2013; Kokko et al., 2012]. Отрицательная направленность горизонтальных спилловер-эффектов также говорит о том, что иностранные компании стараются избегать передачи своих знаний об организации бизнеса и используемых технологиях местным компаниям.

Вертикальные прямые спилловер-эффекты оказались положительными и значимыми во всех моделях, кроме серых и черных офшоров. Для серых и черных офшоров все спилловер-эффекты оказались незначимыми. Это подтверждает нашу гипотезу о том, что подобные инвестиции не являются прямыми и не приносят очевидной пользы отечественной экономике. Обратные спилловер-эффекты отрицательны и значимы для развитых стран и белых офшоров и отрицательны, но незначимы для серых и черных офшоров и Кипра.

С точки зрения бизнеса и корпораций, для которых получение максимальной прибыли является основной целью деятельности, сомнений в правильности решения финансировать в компанию через офшоры нет, однако со стороны этики вопрос остается открытым. Ведь в конечном счете корпорации недоплачивают в бюджет страны, в которой осуществляют свою деятельность. Полученные от налогов средства могли бы пойти на улучшение инфраструктуры страны-реципиента, что могло бы положительно сказаться и на работе самой компании.

Таким образом, выдвинутые нами гипотезы подтвердились.

Заключение

По результатам исследования показателей компаний, осуществляющих свою деятельность в России и имеющих иностранное финансирование, можно сделать вывод, что офшоры используют

ся как способ ухода от налогов, в то время как стремление сохранить анонимность бенефициара или скрыть потоки нелегально полученных денежных средств благодаря высокому уровню секретности офшорных юрисдикций второстепенны. На это указывает большая разница в эффективности, рассчитанной по первой классической модели DEA, между компаниями с инвестициями из офшоров и компаниями с ПИИ из развитых стран, а также результаты, полученные с помощью панельной регрессии. Также подтвердилась и гипотеза о наличии возвращающегося капитала, инвестируемого в Россию через офшоры: согласно второй модели DEA, рассчитанной с использованием спилловер-эффектов, эффективность компаний из офшоров ниже, чем компаний из развитых стран и белых офшоров, что может свидетельствовать о наличии возвращающегося капитала.

Проведенное исследование дополняет существующие работы в части оценки влияния ПИИ из офшоров и может служить базой для дальнейшего анализа. Выбранная нами тема с высокой вероятностью будет актуальной еще долгое время, так как компании всегда ищут возможности для увеличения своей прибыли, а уход от налогов с помощью офшоров остается весьма действенным и популярным решением, несмотря на то что налоговые власти многих стран и межгосударственные организации, такие как ОЭСР и ФАТФ, продолжают бороться с офшоризацией.

Литература

1. Федорова Е. А. Влияние офшоризации на результаты деятельности российских предприятий // Корпоративные финансы. 2016. № 3(35). С. 52–62.
2. Anwar S., Sun S. Can the Presence of Foreign Investment Affect the Capital Structure of Domestic Firms? // Journal of Corporate Finance. 2014. No 30. P. 32–43.
3. Aykut D., Sanghi A., Kosmidou G. What to Do When Foreign Direct Investment Is Not Direct or Foreign. World Bank Group, Policy Research Working Paper. 2017. April.
4. Blalock G., Gertler P. J. Welfare Gains From Foreign Direct Investment Through Technology Transfer to Local Suppliers // Journal of International Economics. 2008. Vol. 74. P. 402–421.
5. Crescenzi R., Gagliardi L., Iammarino S. Foreign Multinationals and Domestic Innovation: Intra-Industry Effects and Firm Heterogeneity // Research Policy. 2015. Vol. 44. P. 596–609.
6. Crespo N., Proença I., Fontoura M. P. The Spatial Dimension in FDI Spillovers: Evidence at the Regional Level From Portugal // Regional and Sectoral Economic Studies. 2012. No 12(1). P. 95–110.
7. Damijan J. P., Rojec M., Majcen B., Knell M. Impact of Firm Heterogeneity on Direct and Spillover Effects of FDI: Micro-Evidence From Ten Transition Countries // Journal of Comparative Economics. 2013. No 41(3). P. 895–922.
8. Dasgupta K. Learning and Knowledge Diffusion in a Global Economy // Journal of International Economy. 2012. Vol. 87. P. 323–336.

9. Du L., Harrison A., Jefferson G. Do Institutions Matter for FDI Spillovers? The Implications of China's "Special Characteristics". The World Bank, Policy Research Working Papers. 2011.
10. Farrell M. J. The Measurement of Productive Efficiency // Journal of The Royal Statistical Society. Series A (General). Part III. 1957. Vol. 120. P. 253–281.
11. Gaur A. S., Lu J. W. Ownership Strategies and Survival of Foreign Subsidiaries: Impacts of Institutional Distance and Experience // Journal of Management. 2007. No 33(1). P. 84–110.
12. Gorodnichenko Y., Svejnar J., Terrell K. Globalization and Innovation in Emerging Markets // American Economic Journal: Macroeconomics. 2010. No 2(2). P. 194–226.
13. Greenaway D., Sousa N., Wakelin K. Do Domestic Firms Learn to Export From Multinationals? // European Journal of Political Economy. 2004. Vol. 20. P. 1027–1043.
14. Halpern L., Muraközy B. Does Distance Matter in Spillover? // Economics of Transportation. 2007. No 15(4). P. 781–805.
15. Hamida L. B. Are There Regional Spillovers From FDI in the Swiss Manufacturing Industry? // International Business Review. 2013. Vol. 22. P. 754–769.
16. Javorcik B. S., Spatareanu M. Does It Matter Where You Come From? Vertical Spillovers From Foreign Direct Investment and the Origin of Investors // Journal of Development Economics. 2011. No 96. P. 126–138.
17. Javorcik S. B. Does Foreign Direct Investment Increase the Productivity of Domestic Firms? In Search of Spillovers Through Backward Linkages // American Economic Review. 2004. No 94(3). P. 605–627.
18. Kokko A., Kravtsova V. Regional Characteristics and Effects of Inward FDI: The Case of Ukraine // Organization and Markets in Emerging Economies. 2012. No 3(2). P. 91–118.
19. Kosova R. Do Foreign Firms Crowd Out Domestic Firms? Evidence From the Czech Republic // The Review of Economics and Statistics. 2010. No 92(4). P. 861–881.
20. Lin M., Kwan Y. K. FDI Technology Spillovers, Geography, and Spatial Diffusion // International Review of Economics and Finance. 2016. Vol. 43. P. 257–274.
21. Newman C., Rand J., Talbot T., Tarp F. Technology Transfers, Foreign Investment and Productivity Spillovers // European Economic Review. 2015. Vol. 76. P. 168–187.
22. Nicolini M., Resmini L. FDI Spillovers in New EU Member States // Economics of Transition and Institutional Change. 2010. No 18(3). P. 487–511.
23. Pérez M. F., Brada J. C., Drabek Z. Illicit Money Flows as Motives for FDI // Journal of Comparative Economics. 2012. No 40. P. 108–126.
24. Smith F. Asset Protection in Multinational Enterprises — Where to Now? Implications for Asset Protection Planning in Multinational Enterprises From the OECD's Work on BEPS // The Multinational Business Review. 2014. No 22. P. 351–371.
25. Stojcic N., Orlic E. Spatial Dependence, Foreign Investment and Productivity Spillovers in New EU Member States // Regional Studies. 2020. No 54(8). P. 1057–1068.
26. Su W., Tan D. Business Groups and Tax Havens // Journal of Business Ethics. 2018. No 153(4). P. 1067–1081.
27. Vujanovic N., Stojcic N., Hashi I. FDI Spillovers and Firm Productivity During Crisis: Empirical Evidence From Transition Economies // Economic Systems. 2021. P. 261–289.

References

1. Fedorova E. A. Vliyaniye ofshorizatsii na rezul'taty deyatel'nosti rossiyskikh predpriyatiy [Influence of Offshorization on the Performance of Russian Enterprises]. *Korporativnyye finansy [Corporate Finance]*, 2016, no. 3(35), pp. 52–62. (In Russ.)
2. Anwar S., Sun S. Can the Presence of Foreign Investment Affect the Capital Structure of Domestic Firms? *Journal of Corporate Finance*, 2014, no. 30, pp. 32–43.
3. Aykut D., Sanghi A., Kosmidou G. What to Do When Foreign Direct Investment Is Not Direct or Foreign. World Bank Group, *Policy Research Working Paper*, 2017, April.

4. Blalock G., Gertler P. J. Welfare Gains From Foreign Direct Investment Through Technology Transfer to Local Suppliers. *Journal of International Economics*, 2008, vol. 74, pp. 402-421.
5. Crescenzi R., Gagliardi L., Iammarino S. Foreign Multinationals and Domestic Innovation: Intra-Industry Effects and Firm Heterogeneity. *Research Policy*, 2015, vol. 44, pp. 596-609.
6. Crespo N., Proença I., Fontoura M. P. The Spatial Dimension in FDI Spillovers: Evidence at the Regional Level From Portugal. *Regional and Sectoral Economic Studies*, 2012, no. 12(1), pp. 95-110.
7. Damijan J. P., Rojec M., Majcen B., Knell M. Impact of Firm Heterogeneity on Direct and Spillover Effects of FDI: Micro-Evidence From Ten Transition Countries. *Journal of Comparative Economics*, 2013, no. 41(3), pp. 895-922.
8. Dasgupta K. Learning and Knowledge Diffusion in a Global Economy. *Journal of International Economy*, 2012, vol. 87, pp. 323-336.
9. Du L., Harrison A., Jefferson G. Do Institutions Matter for FDI Spillovers? The Implications of China's "Special Characteristics." The World Bank, *Policy Research Working Papers*, 2011.
10. Farrell M. J. The Measurement of Productive Efficiency. *Journal of The Royal Statistical Society, Series A (General)*, part III, 1957, vol. 120, pp. 253-281.
11. Gaur A. S., Lu J. W. Ownership Strategies and Survival of Foreign Subsidiaries: Impacts of Institutional Distance and Experience. *Journal of Management*, 2007, no. 33(1), pp. 84-110.
12. Gorodnichenko Y., Svejnar J., Terrell K. Globalization and Innovation in Emerging Markets. *American Economic Journal: Macroeconomics*, 2010, no. 2(2), pp. 194-226.
13. Greenaway D., Sousa N., Wakelin K. Do Domestic Firms Learn to Export From Multinationals? *European Journal of Political Economy*, 2004, vol. 20, pp. 1027-1043.
14. Halpern L., Muraközy B. Does Distance Matter in Spillover? *Economics of Transportation*, 2007, no. 15(4), pp. 781-805.
15. Hamida L. B. Are There Regional Spillovers From FDI in the Swiss Manufacturing Industry? *International Business Review*, 2013, vol. 22, pp. 754-769.
16. Javorcik B. S., Spatareanu M. Does It Matter Where You Come From? Vertical Spillovers From Foreign Direct Investment and the Origin of Investors. *Journal of Development Economics*, 2011, no. 96, pp. 126-138.
17. Javorcik S. B. Does Foreign Direct Investment Increase the Productivity of Domestic Firms? In Search of Spillovers Through Backward Linkages. *American Economic Review*, 2004, no. 94(3), pp. 605-627.
18. Kokko A., Kravtsova V. Regional Characteristics and Effects of Inward FDI: The Case of Ukraine. *Organization and Markets in Emerging Economies*, 2012, no. 3(2), pp. 91-118.
19. Kosova R. Do Foreign Firms Crowd Out Domestic Firms? Evidence From the Czech Republic. *The Review of Economics and Statistics*, 2010, no. 92(4), pp. 861-881.
20. Lin M., Kwan Y. K. FDI Technology Spillovers, Geography, and Spatial Diffusion. *International Review of Economics and Finance*, 2016, vol. 43, pp. 257-274.
21. Newman C., Rand J., Talbot T., Tarp F. Technology Transfers, Foreign Investment and Productivity Spillovers. *European Economic Review*, 2015, vol. 76, pp. 168-187.
22. Nicolini M., Resmini L. FDI Spillovers in New EU Member States. *Economics of Transition and Institutional Change*, 2010, no. 18(3), pp. 487-511.
23. Pérez M. F., Brada J. C., Drabek Z. Illicit Money Flows as Motives for FDI. *Journal of Comparative Economics*, 2012, no. 40, pp. 108-126.
24. Smith F. Asset Protection in Multinational Enterprises - Where to Now? Implications for Asset Protection Planning in Multinational Enterprises From the OECD's Work on BEPS. *The Multinational Business Review*, 2014, no. 22, pp. 351-371.
25. Stojcic N., Orlic E. Spatial Dependence, Foreign Investment and Productivity Spillovers in New EU Member States. *Regional Studies*, 2020, no. 54(8), pp. 1057-1068.

26. Su W., Tan D. Business Groups and Tax Havens. *Journal of Business Ethics*, 2018, no. 153(4), pp. 1067-1081.
27. Vujanovic N., Stojcic N., Hashi I. FDI Spillovers and Firm Productivity During Crisis: Empirical Evidence From Transition Economies. *Economic Systems*, 2021, pp. 261-289.