

Выявление влияния страновой и продуктовой диверсификации на стоимость фирмы с целью учета этого явления при формировании международно-диверсифицированного портфеля ценных бумаг

В статье анализируется влияние страновой и продуктовой диверсификации на стоимость фирмы. Также в статье исследованы международные договоры, сыгравшие важнейшую роль в интенсификации трансграничных потоков ПИИ. Автор приводит на примере исследованных компаний из числа Top500Euro (по продажам) новые аргументы в уязвимости методик, используемых западными исследователями. В статье впервые выявлена сложная взаимосвязь между страновой и продуктовой диверсификацией и стоимостью фирмы.

Седлообразная форма поверхности и приводит, на взгляд автора, к неоднозначным результатам при исследовании эффекта от диверсификации.

Активное обсуждение выигрышей /проигрышей страновой диверсификации началось с работы Egrunza V., Senbet L. [5], хотя работы по этой тематике появлялись и ранее- например, в книге [10].

Наличие дисконта в стоимости диверсифицированных компаний сторонники данной точки зрения на диверсификацию объясняют следующими причинами:

- Агентские издержки внутри корпорации
- Неэффективное функционирование внутренних рынков капитала

Наличие премии за диверсификацию подтверждается следующими теоретическими положениями:

- Способностью диверсификации порождать синергетический эффект
- Использование эффекта масштаба и разнообразия
- Уменьшение транзакционных издержек за счет снижения стоимости привлечения капитала. Стоимость привлечения капитала уменьшается за счет снижения кредитного риска компании из-за некоррелированности денежных потоков от различных сегментов активности компании

Различные исследователи влияния страновой и продуктовой диверсификации в своих работах приходили к прямо противоположным результатам. Прежде чем приводить результаты авторского исследования в данной области, проанализируем ряд предыдущих исследований на предмет выявления

слабых мест, которые заставляют усомниться в надежности полученных авторами выводов.

Bodnar G., Tang Ch., Weintrop J. в [4] для измерения эффекта от географической диверсификации проверяется *adjusted value measure* (мера скорректированной стоимости) для фирм, перешедших от национальной к транснациональной структуре компании. Подход выявления таким образом эффекта диверсификации – один из самых распространенных подходов (наряду с поиском (оценкой) отдельных продуктовых / страновых сегментов с помощью внутристрановых компаний-аналогов, производящих только ту же продукцию, что и сравниваемый бизнес – сегмент). На наш взгляд, слабость данного подхода определяется прежде всего тем, что выход на новый рынок, равно как и покупка компании при M&A (в подавляющем большинстве – испытывающей те или иные трудности, а потому требующей финансовых инъекций) – само по себе событие, влекущее некое ухудшение в показателях компании-приобретателя. Издержки же в связи с выходом на новые сегменты рынка, как географического, так расширение продуктового ряда фирмы, носят значительный характер, и на показателях отчетности в течение 1-го года после этого события могут отразиться негативно, хотя на горизонте 3-5 лет, как правило, успешные проекты такого рода выходят на уровень окупаемости.

Перейдем к методикам оценки страновой и продуктовой диверсификации в конкретных работах. Bodnar G., Tang Ch., Weintrop J. в [4, стр.27] использовали методологию, предложенную Berger P., Ofek E. в [5].

$$Adjusted_Value_Measure_{i,t} = \ln\left(\frac{Market_Value_of_Assets_{i,t}}{Imputed_value_of_Assets_{i,t}}\right)$$

$$Imputed_Value_of_Assets_{i,t} = \sum_{k=1}^n (SS_{i,t,k} g_k),$$

Где *Market Value of Assets_{i,t}* (рыночная стоимость активов) равна сумме рыночной стоимости простых акций и балансовой стоимости долга и привилегированных акций для фирмы *i* в момент времени *t*.

Imputed Value of Assets_{i,t} (подразумеваемая стоимость активов) равна сумме всех подразумеваемых стоимостей активов по сегментам.

g_k – медиана коэффициента $\frac{\text{общерыночная_капитализация}}{\text{объем_продаж}}$ для недиверсифицированной национальной компании в индустрии *k*

n – количество сегментов по продукции (согласно отчетности) фирмы *i* за *t*-й год.

Отличие исследования [3] и [4] заключается в том, что Berger P., Ofek E. рассматривают для расчетов среднеиндустриального множителя γ монопродуктовые фирмы (что включает в себя как национальные, так и мультинациональные компании). Bodnar G., Tang Ch., Weintrop J. [4] берут в расчет

только национальные национальные монопродуктовые фирмы, что, в целом, повышает достоверность оценки.

Остановимся подробнее на недостатках использования сравнительного подхода и среднеотраслевых показателей.

Ø Среднеотраслевые показатели по отраслям с одним доминирующим производителем (типа Nokia в Финляндии) слабо отражают что-либо, кроме динамики показателей этого производителя, т.е. слово «среднеотраслевой» в данном контексте носит формальный характер.

Ø Для работ, выполненных на базе данных до 1999 года включительно, европейские фирмы в своей сегментной отчетности не включали, в основном, ЕС как единый сегмент. Сейчас, после создания ЕС и введения евро, значительная часть фирм вместо страны инкорпорирования в сегментной отчетности включает ЕС. Таким образом, невозможно отделить национальный оборот от, строго говоря, транснационального.

Конечно, это варьируется от страны к стране. Из французских компаний, входящих в 500 крупнейших компаний Европы, подавляющее большинство выделяет Францию как отдельный регион в своей сегментной отчетности. У датских и голландских фирм тенденция прямо противоположная. Они, как правило, не выделяют свою страну как отдельный рыночный сегмент.

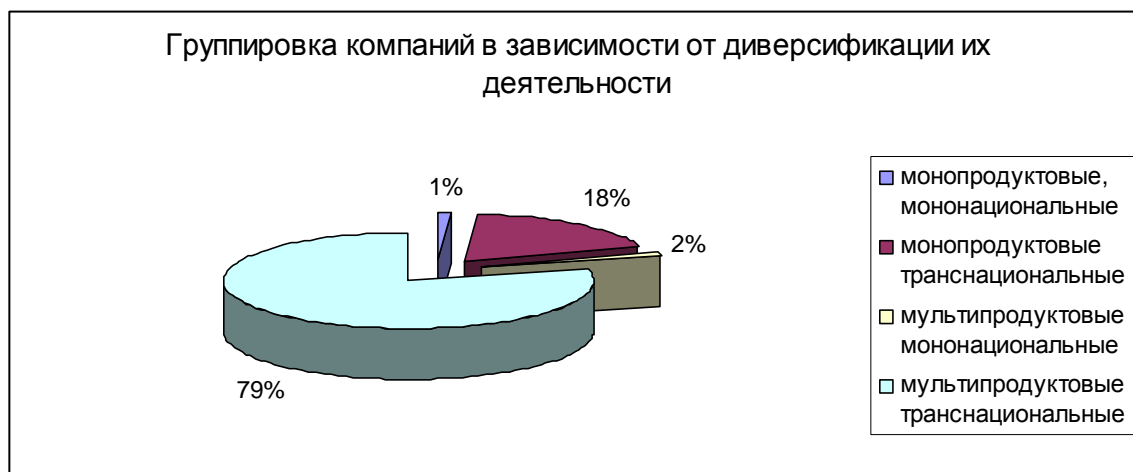
Таким образом, с появлением такого наднационального образования, как ЕС, усилилась тенденция к транснационализации финансовых и товарных потоков, что требует нового подхода к вычленению географических сегментов при исследовании диверсификации.

Ø Автор исследовала возможность применения ранее использованного другими авторами подхода, заключающегося в структурировании исходной совокупности компаний на 4 группы:

- ü Мононациональные монопродуктовые компании
- ü Мононациональные мультипродуктовые компании
- ü Мультинациональные монопродуктовые компании
- ü Мультинациональные мультипродуктовые компании

Ранее проведенные исследования [3, 4, 5 и др.] часто проводились с использованием БД COMPUSTAT, по американским компаниям, или на перечне компаний из обобщенного индекса FTSE [8] - по английским компаниям. Конечно, исследователи отсекали некрупные (по западным меркам) фирмы: например, в исследовании [8] из рассмотрения исключались фирмы с годовым оборотом менее £1 млн. Но при исследовании нами достаточно однородных по размеру фирм (входящих в 500 крупнейших компаний Европы) была выявлена следующая группировка компаний в зависимости от их диверсификации (см. рис. 1)

Рис.1



Таким образом, недостаточно представительная выборка компаний в секторе, например, мононациональных монопродуктовых фирм по компаниям из числа крупнейших объясняется

- 1) Отраслевой спецификой
- 2) Размером компании

Факт взаимосвязи типа диверсификации и размера компании в своем исследовании также подтверждают Pal R., Bohl M. [8, с.9]. По их оценкам, средняя односегментная компания владела активами на сумму £ 911604000, в то время как стоимость активов средней диверсифицированной компании составила £2061560000.

Ø Использование dummy- переменных (например, [4,стр.22] как индикатора наличия / отсутствия страновой и продуктовой диверсификации (в вышеназванной работе- переменные GEOG и INDUST) реально не отражают изменение структуры диверсификации. Поскольку они могут принимать значения только 0 или 1, то проследить динамику улучшения \ ухудшения стоимости фирмы (и , как следствие- изменение стоимости ее акций) в зависимости от увеличения объема продаж на отдельных сегментах не представляется возможным.

Для решения создавшейся проблемы мы в своем исследовании использовали так называемый показатель централизации, ранее не использовавшийся для исследования страновой и продуктовой диверсификации фирм.

Централизация [1,стр.370] означает сосредоточение признака у отдельных единиц.

Обобщающий показатель централизации рассчитывается по следующей формуле:

$$I_z = \sum_{i=1}^n \left(\frac{x_i}{\sum_{j=1}^n x_j} \right)^2$$

x_i - значение признака i -й совокупности

$\sum_{j=1}^n x_j$ - объем признака по всей совокупности

n - объем совокупности (объем входящих в нее единиц)

I_z изменяется в следующих пределах : $0 < I_z \leq 1$. Единица достигается в недиверсифицированной совокупности.

Ø Страны ЕС, в отличие от США, имеют высокую степень интернационализации экономики. Экспортная квота США (порядка 17-20 %) в несколько раз меньше соответствующего показателя для европейских стран. Емкость внутреннего рынка США позволяет находить сопоставимые по масштабам мононациональные компании. А для компаний типа Nestle в Швейцарии с 90% продукции, отправляемой на экспорт, подобрать компанию-аналог мононационального типа, сопоставимую по размерам с Nestle, нереально исходя даже из физических возможностей потребить столько жителями страны. Существует некий предел возможности потребления пищевой продукции без вреда для здоровья..

Для многих компаний Европы транснациональность их бизнеса следует рассматривать как неотъемлемую характеристику их бизнеса.

Ø Существенные искажения в исследовании вносит несовершенство разбивки по сегментам в ряде часто используемых баз данных.

В COMPUSTAT, например, мир делится на несколько (порядка 10) сегментов, в один из которых, например, в регион «Северная Америка» объединены США и Канада. Таким образом, за мононациональные компании США считаются и фактически транснациональные компании, имеющие отделения в Канаде. По нашему мнению, считать Канаду внутренним рынком для компаний США все же несколько преждевременно.

Аналогично, при использовании SIC-кодов для идентификации отраслей, Martin и Sayark (2003) [7] обнаружили, что на уровне первых двух различных цифр встречаются отрасли, которые могут быть описаны если не как 1 сегмент, то хотя бы как связанные отрасли:

✚ Код 2600- целлюлозно-бумажная промышленность

✚ Код 2700 – печатная промышленность

✚ (для примера- код 2800- химическая промышленность)

Ø Wrigley (1970) [10] классифицирует диверсифицированные компании по коэффициенту специализации.

$$\text{коэффициент специализации} = \frac{\text{продажи по основному сегменту фирмы}}{\text{общий объем продаж}}$$

Для монопродуктовых и близких к ним компаний из США это удобно. Но, скажем, в Японии традиционным является наличие широко диверсифицированных конгломератов со сложной структурой владения. Такие конгломераты имеют в своем составе и финансовые направления (банки, финансовые компании), и производственные компании, и компании сектора услуг. Из-за сложной структуры контроля бизнеса выявить (формально) основной бизнес конгломерата сложно. Также существует аутсортинг технологически грязных и трудоемких производств на предприятия формально независимого мелкого частного бизнеса. Эта группа предприятий, обслуживающих только 1 концерн, фактически являются подразделениями фирмы

Ø Исследование Graham J., Lemmon M., Wolf J. (1995) опирается на широко известный факт, что рынок первоначально положительно реагирует на информацию о расширении деятельности компании как по продуктовым, так и по географическим сегментам. Потеря в стоимости компании (около 7 %) в течение двух лет после завершения сделки авторы объясняют тем, что приобретаются, в основном, недооцененные (дисконт больше 10% от справедливой стоимости) компании. Таким образом, обнаруженный согласно методологии Berger P., Ofek E. (1995) дисконт является неизбежным следствием покупки нормально оцененной рынком компанией-покупателем недооцененной рынком компании-цели.

Остановимся подробнее на результатах исследования, полученных автором.

Информационной базой послужила БД AMADEUS и информация из BLOOMBERG

В БД AMADEUS *Enterprise Value* считается по следующей формуле:

Enterprise Value = Market Cap + LTDB + LOAN - CASH,

где

Market Cap- рыночная капитализация компании

LTDB= Долгосрочный долг компании

LOAN =Займы

CASH=Деньги и денежные эквиваленты

Общий вид искомой функции задавался в виде :

$$enterprise_value = \frac{\left(\left(\frac{geo^2}{p} \right) - \left(\frac{pr^2}{q} \right) \right)}{2}$$

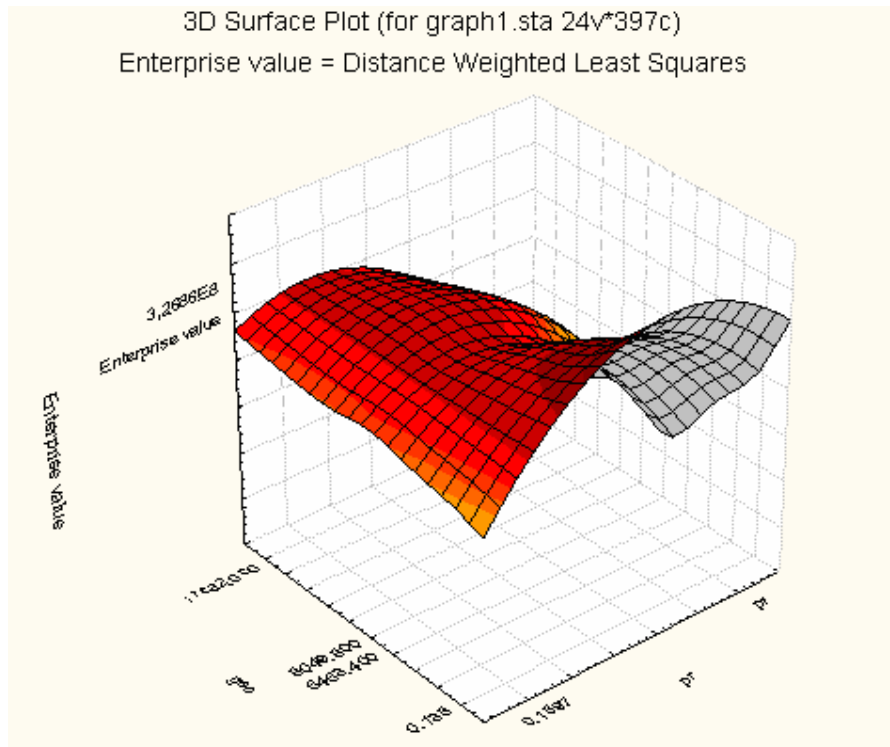
Получены следующие значимые (на доверительном уровне 95%) результаты для **p** и **q**:

$$P=202,876$$

$$Q=4214,868$$

Известно, что уравнения такого типа при $p, q > 0$ задают гиперболический параболоид.

Вид поверхности, выражающей влияние страновой и продуктовой диверсификации на стоимость компании



Выводы:

Важнейшим результатом данного исследования является теоретическое обоснование и практическое подтверждение наличия премии за страновую диверсификацию, а также доказательства наличия оптимального уровня страновой диверсификации- последнее утверждение ни в западной, ни в российской литературе ранее не встречалось.

Полученные результаты позволили сделать вывод, что акции тех компаний, чей коэффициент страновой централизации приближается к нулю, являются желательными в портфеле инвестора. С другой сторо-

ны, продуктовая централизация имеет некий оптимальный уровень, и в алгоритме отбора «акций роста» автор предлагает предварительно отбирать компании, чьи коэффициенты продуктовой централизации находятся в приемлемом диапазоне.

Также полученные результаты позволяют рекомендовать компаниям смелее идти на новые географические рынки, но с осторожностью гнаться за «универсальностью» в смысле номенклатуры названий выпускаемой продукции: продуктовая диверсификация может как максимизировать стоимость компании, так и распылять ее ресурсы, что крайне нежелательно в условиях все возрастающей конкуренции на мировом рынке.

Историческая ретроспектива и современные достижения по координации усилий на межгосударственном уровне по регулированию трансграничных инвестиционных потоков

Шумилов [11, с. 297] выделяет следующие виды иностранных инвестиций:

- 1) Инвестиции, осуществляемые в материально-вещественной форме (строящиеся объекты, машины и оборудование, товары)
- 2) В невещественной форме (интеллектуальная собственность, права и интересы)
- 3) В денежной форме (финансовые инвестиции)

МВФ

Первым в послевоенное время стало Соглашения МВФ (подписано 22.07.1944). Именно оно заложило основы регулирования в международно – правовой области, в том числе в сфере иностранных инвестиций. Остановимся подробнее на роли этой организации в процессе увеличения трансграничных объемов инвестиций, в том числе портфельных. Глубокое исследование этого вопроса провел в своей монографии Кузнецов В.С. в [15].

Статья VI, разд. 3 Учредительного Соглашения МВФ (здесь и далее выдержки из соглашения цитируются по довольно полному варианту, приведенному в приложении книги [11]) содержит ограничения на возможность применения государствами-членами ограничений расчетов по текущим операциям: «Государства – члены могут применять такие меры контроля, которые необходимы для регулирования международного движения капитала, но ни одно государство-член не имеет права применять такие меры контроля таким образом, чтобы ограничивать расчеты по текущим операциям....».

В статье XXX содержатся пояснения к терминам, используемым в Соглашении. Для нашего исследования имеет значение пункт d этой статьи, в которой «под платежами по текущим операциям понимаются платежи, которые производятся в целях, отличных от перевода капитала и включают без

ограничений ...платежи, подлежащие выплате в форме процентов по ссудам и в форме чистого дохода от иных инвестиций...»

Отмена ограничений на репатриацию доходов от инвестиционной деятельности в странах, подписавших (и ратифицировавших) Соглашение естественно, не может не сказаться на увеличении инвестиционных потоков в виде портфельных инвестиций в страну. Кузнецов В.С. в [15, с. 99] отмечает, что « если обратимость по текущим операциям воздействует на мирохозяйственные связи прежде всего, через международную торговлю, то обратимость по финансовым операциям, способствуя международных финансовых рынков, влияет на них через международное движение капитала».

Квирк в [17, с. 6] исследовал, что для группы индустриально развитых стран после введения полной конвертируемости (отмены ограничений по капитальным счетам) наблюдается значительная утечка капитала по статьям «портфельные инвестиции» и незначительная - по статье «прямые инвестиции». Таким образом, национальные портфельные инвесторы быстро переориентируются на покупку активы за рубежом активов, но незначительными пакетами. И гораздо более взвешенно и осторожно относятся к прямым инвестициям. Однако, он отметил [17, с. 5] отток чистых прямых и портфельных инвестиций после либерализации по счету движения капиталов. Но на потоки портфельных инвестиций действуют эффекты опережения и запаздывания. Причем страны с наличием ограничений по капитальному счету, в основном, запаздывают.

В целом, показатели по прямым и портфельным инвестициям выросли в 4-11 раз после отмены в этих странах ограничений по движению капиталов. Это способствовало усилению взаимопроникновения и взаимовлияния экономик развитых стран.

В 90-е годы МВФ инициировал процесс либерализации по текущим операциям и в развивающихся странах. Правда, в беднейших странах Африки (Чад, Конго, Гана и ряд других) либерализация носила, скорее, вынужденный характер, так как обязательства по либерализации страны брали в обмен на предоставление финансовой помощи от МВФ. Как результат, это не способствовало ни экономическому росту, ни преодолению бедности в вышеупомянутых странах. Таким образом, можно заключить, что предпосылки для либерализации должны назреть изнутри, а не носить форсированный характер под давлением извне.

*Международный центр по урегулированию инвестиционных споров
при Всемирном Банке*

(International Centre for Settlement of Investment Disputes (ICSID))

Он был учрежден в 1966 специально для преодоления коллизий в национальных правовых системах путем урегулирования наиболее часто встречающихся противоречий при осуществлении трансграничных инвестиций посредством заключения договоров международно-правового характера между государствами и частными инвесторами. Центр брал на себя посредни-

ческие функции при конфликтных ситуациях между субъектами с такими разными объемами полномочий, как национальные правительства и частные инвесторы. В ст.1 Конвенции есть прямое указание на это: в качестве целей ICSID названы осуществление согласительных процедур и осуществление третейского суда, арбитража в спорах между вышеупомянутыми субъектами.

Конвенцию об урегулировании инвестиционных споров¹, подписание которой инициировал этот Центр, к 9 мая 2007 года подписали 156 государств, в том числе и Россия, но она его пока не ратифицировала.

По данным Всемирного Банка² Россия имеет 32 подписанных двусторонних договора в области инвестиций . Из них вступили в силу всего 11 (причем все- в 1991 году). Это договоры с Бельгией- Люксембургом, Канадой, Финляндией, Францией, Германией, Италией, Корейской республикой, Нидерландами, Испанией, Швейцарией и Великобританией. Причем договор с Италией можно считать прекратившим свое действие в связи с подписанием в апреле 1996 г. Нового договора между нашими странами. Для сравнения: у Нидерландов заключено 58 аналогичных соглашений, но все они вступили в силу.

ГАТТ

30.10.1947 г. Состоялось подписание Генерального соглашения по тарифам и торговле (General Agreement on Tariffs and Trade). Это был первый прецедент по многостороннему регулированию торгово- экономических отношений. Но из сферы его регулирования «выпали» (в качестве самостоятельного регулирования) [17, с. 14] инвестиционные отношения и отсутствует четкое определение иностранных инвестиций.

После либерализации валютного законодательства в середине- конце 80х годов XX века и созданию тем самым предпосылок к резкому росту трансграничных инвестиций, стало урегулировать международные инвестиционные потоки.

В 1993 г . , в ходе Уругвайского раунда 117 стран согласились распространить применение норм ГАТТ напрямую по отношению к потокам инвестиций. [12, с. 132-139] Таким образом, стало возможно конвертировать и вывозить доходы от инвестиций (дивиденды, проценты).

Соглашение по ТРИМС³ относится к условиям привлечения и функционирования ПИИ. Суть его- в запрете правительственного вмешательства в дела компаний. Поток товаров, услуг и капиталов должен беспрепятственно проходить через государственные границы с целью повышения эффективности распределения ресурсов.

ОЭСР

¹ Convention on the Settlement of Investment Disputes Between States and Nationals of Other States, 1966

² <http://www.worldbank.org/>

³ Соглашение о Торговых аспектах инвестиционных мер

ОЭСР в 1961 г. Инициировала принятия странами – членами Кодекса Либерализации Движения Капиталов (The Code of Liberalization of Capital Movements). [17, с. 13]

В мае 1989 года, в связи с либерализацией движения капитала в ряде развитых стран, вышеупомянутый Кодекс подвергся ревизии, и был принят Пересмотренный Кодекс Либерализации (The Revised Code of Liberalization). Согласно этому Кодексу, подписавшиеся стороны обязывались осуществить полную либерализацию и сделок с иностранной валютой, и лежащих в их основе сделок. [15, с. 102-103]

В настоящее время все движение капитала, включая краткосрочное (портфельные инвестиции – в их числе), регулируется Пересмотренным Кодексом. Не были либерализованы движения денег по ипотеке, но операции на денежном рынке, но краткосрочные вложения денег в ценные бумаги, межбанковское кредитование, торговля деривативами попали под действие этого правового акта. Что стало толчком к взрывному росту межстрановых финансовых потоков, резкому росту объемов торговли на финансовых рынках в 90-е годы.

МБРР и его структуры: МФК и МАР⁴

МБРР был основан в 1944 г. В соответствии с Планом Маршалла. Основной задачей Банка провозглашалось содействие международному притоку иностранных инвестиций и помощь в восстановлении европейского хозяйства. [16, с. 33-53]

В статье I соглашения по МБРР в качестве 2-й и 6 цели деятельности Банка заявлено следующее:

- Ø Оказание содействия в осуществлении частных зарубежных инвестиций путем предоставления гарантий или участия в займах, а также иных инвестиций частных лиц...
- Ø Осуществление операций с учетом влияния международных инвестиций на условиях деловой активности на территориях стран-членов...

Конечно, основным объектом внимания Банка служит создание благоприятных условий прежде всего для долгосрочных инвестиций.

Для развивающихся стран были созданы под эгидой Всемирного Банка 2 структуры- МФК и МАР. В компетенцию МАР входят беднейшие (с показателем ВВП на душу населения менее 1200 долларов).

С 1961 г. МФК- единственная из структур Всемирного Банка, имеющая право (Устав, статья 3) участвовать в акционерном капитале и предоставлять дополнительные займы без правительственных гарантий [16, с. 51]. (не более 25 % стоимости проекта) Таким образом, при инвестициях в акционерный капитал МФК может осуществлять и портфельные инвестиции. Инвестиции МФК служат ориентиром для иностранных инвесторов, о том, что в

⁴ Международная Ассоциация Развития

данной развивающейся стране Корпорация планирует содействовать созданию финансовой инфраструктуры, и повышает таким образом инвестиционную привлекательность страны.

Хотя МАР в 1961 г. была создана как подразделение Всемирного Банка и до настоящего времени источником средств для кредитования этой ассоциацией служат (наряду со взносами высокоразвитых стран) прибыль, полученная Всемирным Банком, но с 1961 г. МАР является специализированным учреждением ООН, формально независимым от Всемирного Банка.

Деятельность МАР направлена на:

- Ø Создание благоприятных условий для капиталовложений
- Ø Поощрение прямых и портфельных инвестиций в развивающиеся страны
- Ø Осуществление контроля льготного кредитования экспорта...

Многостороннее Агентство по Гарантированию Инвестиций (МАГИ)

В 1985 г., в соответствии с Сеульской Конвенцией, на сессии МБРР было учреждено МАГИ. Основной целью этой организации стало содействиям инвестициям частного характера. Большое значение для развития исследуемых нами портфельных инвестиций сыграло то, что Агентство выступает гарантом по группе некоммерческих рисков, а именно [16, с. 53] :

- Ø На случай введения правительством принимающей страны ограничений на обмен и перевод капитала
- Ø Принятие в принимающей стране законодательных или административных мер, лишающих иностранных вкладчиков права собственности или контроля над инвестициями, или значительно уменьшающими их прибыли
- Ø Дискриминационная по отношению к инвестору судебная или административная практика принимающей стороны, ведущая к расторжению заключенных с ее государственными органами договоров
- Ø Вооруженные конфликты и гражданские войны

Дополнительные уточнения к выводам из первой части статьи

Так как при исследовании страновой диверсификации риски прямого инвестирования, в значительной мере зависят от юридической защищенности инвестора, но, по мнению автора, некорректно подходить к исследованию страновой диверсификации исключительно с точки зрения количественного анализа. Выводы, полученные на группе развитых стран о существенной премии за страновую диверсификацию, могут оказаться менее очевидными при наличии инвестирования значительных средств в развивающиеся страны с неразвитой системой защиты прав иностранных инвесторов, в том числе по причине отказа от ратификации этими странами многосторонних международных договоров в области защиты прав иностранных инвесторов (рассмотренных во второй части работы). Выводы о наличии точки оптиму-

ма при расширении продуктовой диверсификации в этом плане инвариантны относительно законодательства, зато чувствительны по отношению к отрасли, к которой принадлежит компания.

Список литературы

1. «Теория статистики» под ред. Шмойловой Р.А.. М.: Финансы и Статистика, 1996
2. Berger P., Ofek E. “Diversification’s effect on firm value”, *Journal of Financial Economics*, 1995, No 25
3. Berger P., Ofek E. “Bustup takeovers of value- destroying diversified firms ” *The journal of Finance*, vol LI, No 4, Sept. 1996//3
4. Bodnar G., Tang Ch., Weintrop J. “Both sides of corporate diversification: the value impacts of geographic and industrial diversification”, Apr.,2000// DB EBSCO
5. Errunza V., Senbet L. “International corporate diversification, market valuation and size- adjusted evidence”. *The journal of Finance*, vol. XXXIX , No 3,July 1984
6. Graham J., Lemmon M., Wolf J. Does corporate diversification destroy value?// Duke University, 1995
7. Martin J. , Sayark A. Corporate diversification and shareholder value: a survey of recent literature [Journal of Corporate Finance](#), Volume 9, Number 1, January 2003
8. Pal R., Bohl M. “Discount or premium? New evidence of corporate diversification of UK firms” , Sept., 2004// DB EBSCO//15
9. Villalonga B. “Does diversification cause the “Diversification Discount” ?” *Financial Management*, Summer 2004//10
10. Wrigley Divisional Autonomy and diversification.- Boston: Graduate School of Business Administration, HBS ,1970
11. Шумилов В.М «Международное финансовое право» М.: Международные отношения, 2005
12. Фарахутдинов И.З. Международное право. Теория и практика применения М.: Волтерс Клувер, 2005
13. ICSID Convention, regulations and rules. <http://www.worldbank.org/>
14. Sornarajah M. The international law on foreign investment, 2nd ed., Cambridge University Press, 2005
15. Кузнецов В.С. Международный Валютный фонд и мирохозяйственные связи, М.: МГИМО (У)-РОССПЭН, 2001
16. Моисеев А.А. Международные финансовые организации. Правовые аспекты деятельности М.: Омега- Л, 2006
17. Quirk P. Adopting currency convertibility: experiences and monetary policy considerations for advanced developing countries// IMF WP/94/95 Aug 1994