

ИНСТИТУЦИОНАЛЬНЫЕ И МАКРОЭКОНОМИЧЕСКИЕ ФАКТОРЫ ГЕОГРАФИЧЕСКОГО НАПРАВЛЕНИЯ РОССИЙСКИХ МЕЖДУНАРОДНЫХ СДЕЛОК СЛИЯНИЯ И ПОГЛОЩЕНИЯ

А. Ю. ПАНИБРАТОВ, А. С. ВЕСЕЛОВА, Л. А. ЕРМОЛАЕВА
Институт «Высшая школа менеджмента» СПбГУ

В статье исследуется влияние макроэкономических показателей страны происхождения и принимающей страны, а также институциональной дистанции между ними на выбор направления сделок слияний и поглощений (M&A) российских компаниями. На основе анализа данных по сделкам, осуществленным российскими компаниями в период с 2007 по 2013 г. в 46 странах, с применением метода отрицательной биномиальной регрессии выявлено, что наиболее значимыми мотивами для их совершения являются доступ к ресурсам, доступ к стратегическим активам и технологиям, а также повышение эффективности деятельности. При этом институциональная дистанция между страной происхождения и принимающей страной оказывает как значимое прямое влияние на количество сделок, так и модерационное влияние на взаимосвязь ключевых макроэкономических показателей и количества слияний и поглощений.

Ключевые слова: интернационализация, прямые зарубежные инвестиции, сделки слияний и поглощений, макроэкономические факторы, институциональная дистанция, Россия.

В период, последовавший сразу же после экономического кризиса 1998 г., российские прямые зарубежные инвестиции (ПЗИ) росли с невероятной скоростью. Величина накопленных российских ПЗИ в 2000 г. составляла 20,14 млрд долл. США, а в 2013 г. — уже 501,2 млрд долл. США, вследствие чего к 2014 г. Россия стала одним из 20 крупнейших мировых инвесторов. Данное явление вызвало ин-

терес ряда ученых (см.: [Andreff, 2002; Kalotay, 2005; 2008; Liuhto, 2005] и др.); вместе с тем большинство исследований фокусировалось на инвестиционных стратегиях ряда крупных российских многонациональных компаний (МНК), таких как «Газпром», «ЛУКОЙЛ», «Северсталь», «Норильский никель», «Сбербанк», и носило преимущественно описательный и точечный характер (см., напр.: [Vahtra, 2007;

Panibratov, Kalotay, 2009; Kuznetsov, 2011; Панибратов, Верба, 2011)). Как следствие, ряд важных вопросов, связанных с анализом особенностей российских прямых зарубежных инвестиций, остается малоизученным [Kalotay, Sulstarova, 2010].

Распространенной стратегией международной экспансии большинства крупных российских фирм являются международные сделки слияний и поглощений (M&A). Важные стратегические задачи таких сделок — обеспечение доступа к рынкам, приобретение стратегических активов и технологий, доступ к ресурсам, маркетинговым каналам и др. [Kalotay, Sulstarova, 2010]. По мере того как российские компании занимают все более значимые позиции на мировой арене, возрастает необходимость в более комплексном изучении процесса их интернационализации, что в том числе предполагает смещение исследовательского акцента с уровня отдельных компаний на макроуровень, определяемый в первую очередь страновыми факторами. Основная цель данной статьи заключается в выявлении и анализе глобальных макроэкономических факторов, влияющих на выбор направления российских прямых зарубежных инвестиций в форме международных сделок слияния и поглощения.

Усиливающееся влияние макроэкономических факторов на выбор местоположения для осуществления международной производственной деятельности подчеркивается рядом авторов, см., напр. [Dunning, 2009; Vasconcellos, Kish 1998]. Тем не менее исследования сделок M&A как формы прямых зарубежных инвестиций имеют ярко выраженный акцент на внутрифирменные или отраслевые факторы [Agarwal, Ramaswami, 1992; Somlev, Hoshino, 2005; Dikova, Rao Sahib, van Witteloostuijn, 2010], в то время как макроэкономические факторы часто остаются за рамками рассмотрения. Стремясь компенсировать данное упущение, ряд исследователей предлагают усилить внимание к роли макроэкономических факторов с целью объяснения трендов в агрегированных показателях сделок

M&A [Uddin, Boateng, 2011; Vasconcellos, Kish, 1998]. В последнее время все больше работ направлено на изучение факторов, определяющих направление инвестиций, осуществляемых компаниями из стран с растущей экономикой [Jain, Nasuknecht, Mukherjee, 2013; Ramasamy, Yeung, Laforet, 2012]. Вместе с тем исследования ПЗИ из этих стран фокусируются преимущественно на Индии и Китае [Deng, Yang, 2015], притом что Россия является крупнейшим инвестором среди стран БРИК (рис. 1). Компании находятся в постоянной зависимости от своей окружающей среды с точки зрения обмена ресурсами и получения выручки [Pfeffer, Salancik, 2003], соответственно, анализ макроэкономических и институциональных факторов M&A дает возможность получить новые знания о мотивах выбора российскими компаниями того или иного направления таких сделок.

В данной статье исследуется влияние макроэкономических показателей и институциональных характеристик страны происхождения и принимающей страны на выбор направления ПЗИ при осуществлении российскими компаниями международных сделок M&A за период с 2007 по 2013 г. Результаты такого анализа позволяют определить доминирующие мотивы российских компаний при осуществлении ими сделок M&A в рамках общепринятой классификации «доступ к рынку, доступ к ресурсам, улучшение эффективности деятельности, доступ к стратегическим активам (технологиям)». Предыдущие работы обращались к изучению данного вопроса с позиций взаимозависимости между характеристиками принимающего рынка и инвестиционными мотивами компании (см., например, исследование российских ПЗИ за период 1993–2008 гг. [Kalotay, Sulstarova, 2010]). Несмотря на наличие преимуществ, последний подход имеет и ряд ограничений, в частности, он не учитывает потенциального влияния институциональных отличий на мотивы, которыми руководствуются российские инвесторы.

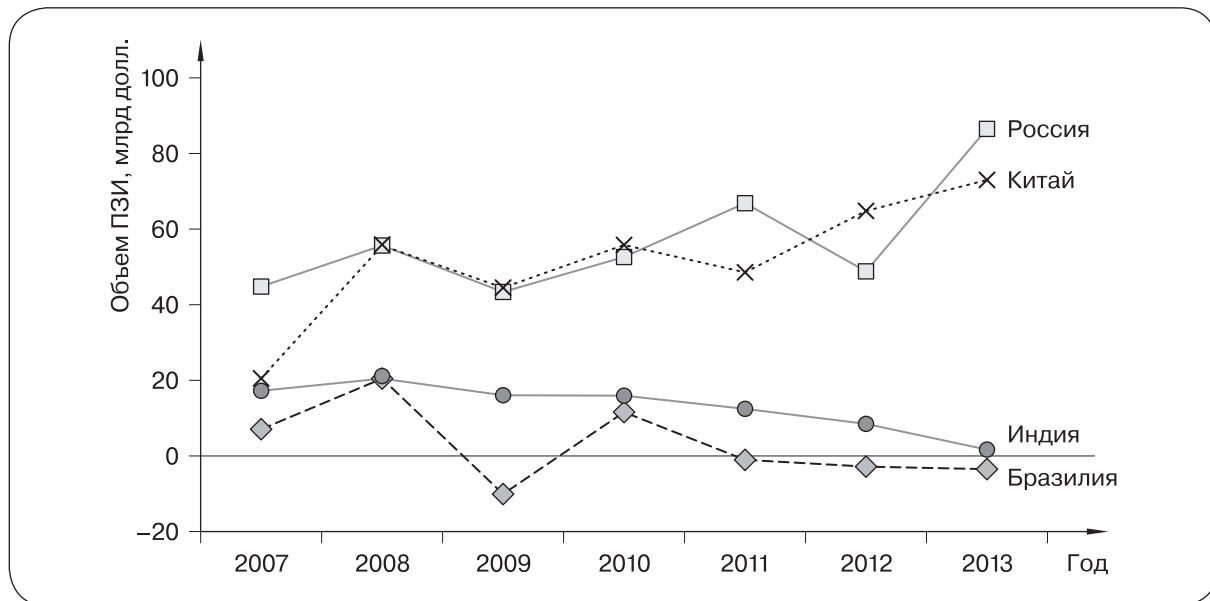


Рис. 1. Прямые зарубежные инвестиции стран БРИК, 2007–2013 гг.

Источники: данные unctadstat.org.

В настоящей статье мы принимаем во внимание проблематику институциональной дистанции между Россией как страной происхождения компаний, осуществляющих М&А, и принимающей страной, выступающей модератором данной взаимосвязи. Теоретическая модель исследования подвергается эмпирической проверке с использованием данных, полученных из открытых источников, включающих международные базы данных и национальные статистические агентства. Полученные результаты, несмотря на ряд ограничений, вносят существенный вклад в понимание мотивов российских компаний, осуществляющих международные сделки М&А.

Специфика мотивов российских ПЗИ: теоретические подходы и формулирование гипотез

В последнее десятилетие количество исследований по прямым зарубежным инвестициям из стран с растущей (emerging) экономикой значительно выросло. Однако авторы, уделяя значительное внимание Китаю и в меньшей степени Индии, Рос-

сию почти не рассматривают. При этом одной из центральных тем в исследованиях инвестиционной активности компаний из стран с растущей экономикой является применимость существующих теорий ПЗИ. В частности, в [Buckley et al., 2007] утверждается, что, несмотря на возможность применения отдельных подходов, разработанных для развитых стран, абсолютно необходимы некоторые их изменения и адаптация, особенно в аспектах национальных институциональных особенностей. В [Child, Rodriguez, 2005] авторы, в свою очередь, предлагают расширить теоретическую основу изучения прямых зарубежных инвестиций из Китая, в частности сфокусироваться на институциональном анализе с особым акцентом на роли государства и отношениях между компанией и институтами. В работе [Kalotay, Sulstarova, 2010] отмечается, что опыт российских МНК бросает вызов традиционным теориям ПЗИ, таким как IDP-модель, Уппсальская модель или эклектическая парадигма Даннинга. В целом необходимость и потенциал изучения институциональных аспектов ПЗИ из стран

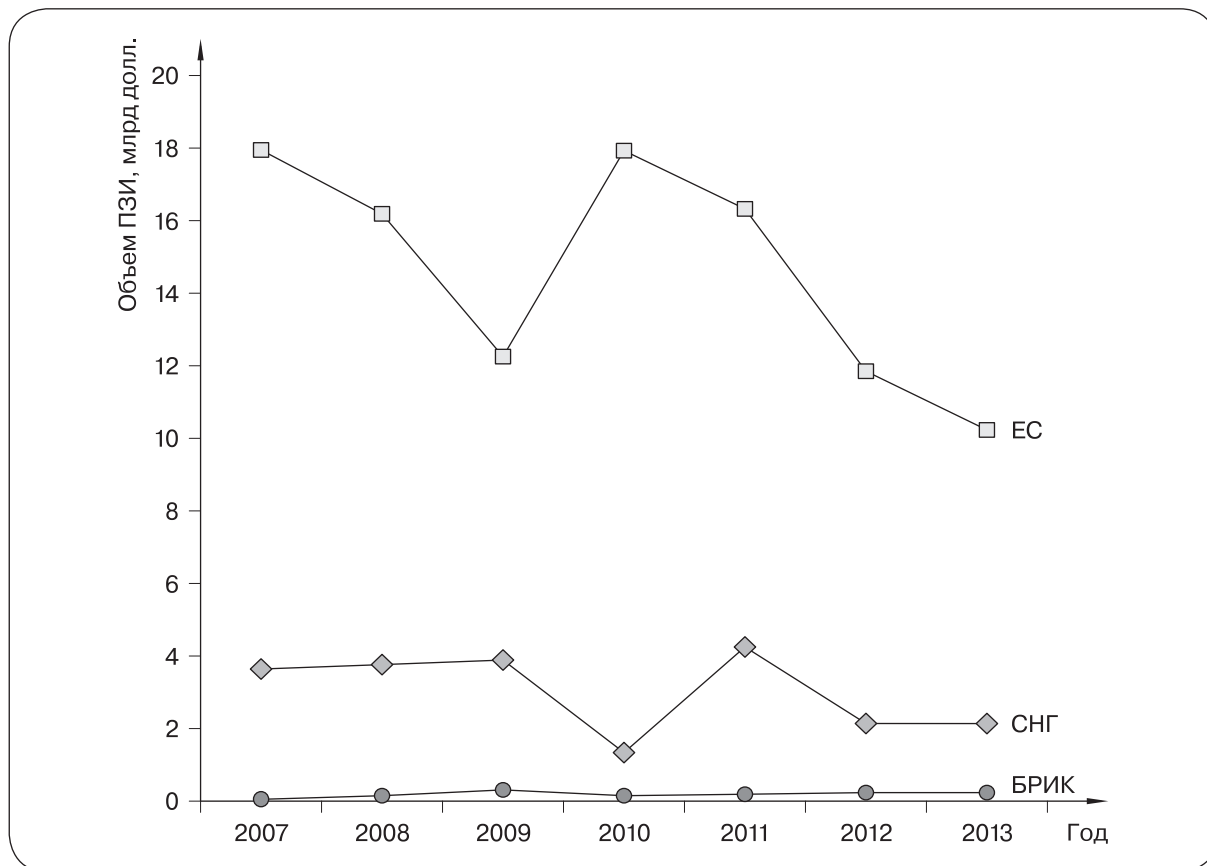


Рис. 2. Направление российских ПЗИ, 2007–2013 гг.

Источник: данные ЦБ РФ.

с растущей экономикой признаются все большим числом исследователей.

В условиях дефицита эмпирических исследований, направленных на выявление основных мотивов присутствия российских компаний на зарубежных рынках, а также отсутствия работ, анализирующих сделки M&A, осуществляемые российскими компаниями, с точки зрения роли институциональной среды изучение страновых факторов представляется одной из важнейших задач для понимания особенностей российских ПЗИ. На раннем этапе исследований инвестиционные мотивы российских компаний характеризовались как мотивированные «побегом от системы» (system escape), т. е. желанием диверсифицировать активы для обеспечения защиты от неблагоприятных условий экономиче-

ской деятельности на домашнем рынке и политической нестабильности (см., напр.: [Sokolov, 1991; Bulatov, 1998; Andreff, 2002]), а также стремлением уйти от чрезмерных экспортных пошлин и выиграть от благоприятного режима налогообложения [Kalotay, 2005]. В настоящее время ПЗИ российских компаний рассматриваются как обусловленные целым рядом разнообразных стратегических мотивов: усилением рыночной позиции, расширением зарубежных рынков, усилением контроля над глобальной цепочкой создания ценности и приобретением стратегических активов для улучшения конкурентной позиции (см., напр.: [Vahtra, 2007; Panibratov, 2012]).

Распределение российских ПЗИ по регионам, представленное на рис. 2, демон-

стрирует, что в период с 2007 по 2013 г. бóльшая часть инвестиций была осуществлена в страны с «развитой экономикой», такие как страны Западной Европы и США. Несмотря на историческую и географическую близость, объем ПЗИ, направленных в страны СНГ, оказался сравнительно небольшим. Безусловно, данные, представленные на рис. 2, не позволяют сделать вывод о присутствии или отсутствии специфических мотивов, определяющих направления российских инвестиций в рамках сделок М&А. Для их выявления необходим более комплексный подход.

В исследованиях международных сделок М&А признается, что предпочтения в выборе географического направления ПЗИ зависят не столько от типа экономической деятельности компании, сколько от основного мотива осуществления данных инвестиций: доступ к ресурсам, доступ к рынку или улучшение эффективности деятельности (см.: [Dunning, 1993]). В работе [Dunning, 2009] отмечается, что в последнее время наблюдаются изменения в мотивах ПЗИ, связанные с ростом инвестиций в стратегические активы, имеющие своей целью не столько использование существующих конкурентных преимуществ, сколько их защиту и расширение за счет приобретения новых активов. В [Luo, Tung, 2007] авторы предполагают, что для стратегии М&А, реализуемой МНК из стран с растущей экономикой, существует другое объяснение: эти компании агрессивно приобретают стратегические активы, чтобы более успешно конкурировать с фирмами из развитых экономик и преодолевать институциональные и рыночные ограничения страны своего происхождения.

В современных исследованиях рассматриваются разные мотивы, побуждающие компании выходить на зарубежные рынки. В основе данного исследования лежит теория ресурсной зависимости, центральным аргументом которой является утверждение о том, что организации зависимы от окружающей среды с точки зрения доступа к

различным ресурсам. При этом организации могут использовать разные стратегии, позволяющие им противостоять вызовам внешней среды и обеспечивать себя критическими ресурсами [Pfeffer, Salancik, 1978; 2003]. Соответственно, сделки М&А — важный инструмент управления и минимизации неопределенности окружающей среды [Davis, Cobb, 2010]. Одна компания поглощает другую компанию, обладающую необходимыми ей ресурсами, с целью обеспечения бесперебойного доступа к ресурсам или снижения издержек их приобретения.

Отметим, что специфика М&А в контексте теории ресурсной зависимости остается недостаточно изученной. Большинство исследований М&А в рамках данной теории проводилось на уровне фирмы или отрасли, игнорируя страновой контекст [Casciaro, Piskorski, 2005; Sherer, Lee, 2002]. В настоящей работе мы ставим целью заполнить этот пробел и проанализировать мотивы российских компаний к совершению международных сделок М&А на страновом уровне.

Доступ к рынку

Для многих компаний, осуществляющих инвестиции на зарубежных рынках, одним из наиболее значимых аргументов является размер рынка. Большие рынки привлекают ПЗИ в форме сделок М&А благодаря возможности достижения экономии от масштаба в производстве и сбыте товаров и услуг [Kyrgilis, Pantelidis, 2003; Tolentino, 1993] и концентрации, что позволяет сократить издержки всех производителей на данном рынке [Dunning, 2009]. С увеличением размера рынка возрастают возможности эффективного использования ресурсов и преимуществ от масштаба и разнообразия [UNCTAD, 1998]. Однако для того, чтобы иметь возможность успешно реализовывать свою продукцию на зарубежном рынке, компания должна обладать определенным конкурентным преимуществом, которое позволило бы ей выделиться среди конкурентов.

Тем не менее в исследованиях по международному бизнесу ведется активная дискуссия относительно наличия у МНК из растущих экономик специфических внутрифирменных преимуществ (подробнее см.: [Cuervo-Cazurra, Genc, 2008; Веселова, 2013; Панибратов, Сергеева, 2013]). Существует точка зрения, согласно которой компании из растущих экономик обладают способностями к созданию продуктов, наиболее подходящих для развивающихся рынков (см., напр.: [Panibratov, Latukha, 2014; Ramamurti, Singh, 2009]). При этом такие компании проигрывают конкурентам на развитых рынках, поскольку не владеют современными конкурентными технологиями, глобальными брендами, не имеют преимуществ глобального производства и опыта ведения международных операций [Madhok, Keyhani, 2012].

Так или иначе, результаты эмпирических исследований демонстрируют, что размер зарубежного рынка имеет значение для компаний из стран с растущей экономикой [De Beule, Duanmu, 2012; Nicholson, Salaber, 2013; Deng, Yang, 2015]. Все вышесказанное позволяет сформулировать первую гипотезу исследования.

Гипотеза 1. Потенциал рынка принимающей страны является значимым мотивом для осуществления сделок М&А российскими компаниями в данной стране.

Доступ к природным ресурсам

Обеспечение доступа компаний к природным ресурсам является весьма значимым мотивом при осуществлении международных сделок М&А [Deng, Yang, 2015]. При этом такие сделки требуют соотношения ресурсов, которыми обладает приобретаемая компания, с потребностями покупателя [Haleblian et al., 2009]. Предыдущие эмпирические исследования ПЗИ из стран с растущей экономикой доказывают важность наличия природных ресурсов при выборе географического направления для инвестиций [Gaur, Kumar, Singh, 2014]. Таким образом, мы ожидаем, что богатые

природными ресурсами страны будут привлекать российские инвестиции, поскольку большое количество российских компаний оперирует именно в ресурсоемких отраслях. Получая доступ к природным ресурсам посредством осуществления сделок М&А, компании снижают зависимость от внешней среды, обеспечивая себя необходимыми ресурсами для осуществления деятельности. Соответственно, мы формулируем вторую гипотезу исследования, согласно которой количество международных сделок М&А российских компаний будет положительно связано с доступностью природных ресурсов в принимающей стране.

Гипотеза 2. Обеспеченность принимающей страны природными ресурсами выступает значимым мотивом для осуществления сделок М&А российскими компаниями в данной стране.

Доступ к стратегическим активам и технологиям

Инвестиции, связанные с приобретением стратегических активов, технологий, знаний, совершаются с целью развития новых конкурентных преимуществ и/или усиления существующих. В отраслях, использующих сложные технологии, различные типы знания — как неявного, так и кодифицированного — заменяют физические активы компании [Nachum, Zaheer, 2005]. Инвестиции, связанные с потребностью в приобретении нового знания, имеют целью получение быстрого доступа к технологическим инновациям и продвинутым маркетинговым и управленческим ноу-хау. Недавние исследования отмечают, что технологии, защищенные патентами, и управленческие ноу-хау порождают сильную мотивацию для компаний из растущих рынков для совершения сделок слияния и поглощения [Jullens, 2013; Rabbiosi, Stefano, Bertoni, 2012]. Кроме того, многие компании из растущих экономик используют агрессивные стратегии поглощения для того, чтобы получить доступ к новым продуктовым технологиям, признанным брен-

дам и сбытовой сети за рубежом [Panibratov, 2012; Nicholson, Salaber, 2013]. В этой связи можно выдвинуть следующую гипотезу.

Гипотеза 3. Наличие в принимающей стране стратегических (знаниевых) активов является существенным мотивом для осуществления сделок М&А российскими компаниями в данной стране.

Повышение эффективности деятельности

Желание повысить эффективность побуждает компании географически рассредоточивать этапы своей деятельности по созданию ценности таким образом, чтобы извлечь преимущества от различий в доступности и стоимости факторов производства в различных странах [Nachum, Zaheer, 2005]. По сути, это решение о том, какую внутрифирменную конфигурацию видов деятельности с учетом сравнительного преимущества потенциальной принимающей страны следует выбрать для того, чтобы максимизировать эффективность и снизить издержки [Zaheer, Makhan 2001]. Как показывают исследования (см., напр.: [Dunning, 1993]), большое количество ПЗИ из развитых стран в развивающиеся связано с поиском эффективности, в частности со снижением издержек на оплату труда. В свою очередь, значительная часть прямых инвестиций из стран с растущей экономикой в развивающиеся страны также объясняется более низкой стоимостью трудовых ресурсов в последних [Rasiah, Gammeltoft, Jiang, 2010]. Мы допускаем, что данный вариант повышения эффективности будет значимым мотивом и для российских компаний, совершающих международные сделки М&А: значительная часть инвестиций направляется в страны с более низким уровнем оплаты труда [Ramamurti, 2009]. Таким образом, мы формулируем четвертую гипотезу.

Гипотеза 4. Стремление к повышению эффективности деятельности побуж-

дает российские компании совершать международные сделки М&А в странах с более низким уровнем оплаты труда.

Институциональная дистанция

К настоящему времени выявлено, что международные сделки М&А ассоциируются с высоким уровнем сложности и неопределенности, поскольку требуют преодоления значительных процедурных преград. Например, такие сделки должны соответствовать национальному и международному законодательству, в частности антимонопольному законодательству, требуемым процедурам оценки слияний/поглощений [Dikova, Rao Sahib, van Witteloostuijn, 2010]. Национальный институциональный контекст, в котором функционируют российские компании, является ключевым фактором, определяющим способ их организации, сложившиеся практики и организационные решения [Mtar, 2010]. Различия в российской институциональной среде и институциональной среде принимающей страны могут усложнять сделки М&А, поскольку компания-приобретатель легче приспосабливается к институциональной среде, которая схожа с «домашней» средой [Kostova, Zaheer, 1999]. Необходимость соответствия правилам и законам принимающей страны, к которым российским компаниям сложно приспособиться, может отпугнуть их от заключения потенциально прибыльной сделки, обеспечивающей доступ к рынку, природным ресурсам, знанию или сравнительно дешевой рабочей силе. Кроме того, чем больше институциональная дистанция (различия между институтами) между Россией и принимающей страной, тем более проблемным становится трансфер в компанию приобретенных ресурсов, в особенности в случае нематериальных активов, таких как знания или технологии, или стратегические активы в целом [Kostova, 1999]. Таким образом, с точки зрения влияния на выбор направления ПЗИ учет сложности институциональной среды, сопровождающей

международную сделку M&A, представляется крайне важным.

Однако инвесторы могут преследовать различные цели, что делает рынки в разной степени привлекательными. Соответственно, эффект институциональной дистанции может различаться в зависимости от того, стремится ли компания получить доступ к потребителям (рынку) или ресурсам (всех видов) [Brouther, Gao, McNicol, 2008].

Согласно некоторым исследованиям, стремление компании получить доступ к ресурсам означает, что компания достаточно мало знает о бизнес-среде принимающей страны, т.е. она менее подготовлена к нестабильности на новом рынке [Pan, Chi, 1999]. Кроме того, инвестиции, направленные на обеспечение доступа к ресурсам, как правило, больше по величине и менее мобильны в сравнении с инвестициями, преследующими доступ к новым потребительским рынкам [Nachum, Zaheer, 2005]. Это означает, что более стабильные рынки со сформировавшимися институтами будут более привлекательными для инвесторов.

Высокий уровень коррупции также повышает издержки компании, связанные с выходом на зарубежные рынки. В свою очередь, компании, намеревающиеся завоевать новых потребителей, менее чувствительны к высокому уровню коррупции. Негативное влияние уровня коррупции в принимающей стране на инвестиции может сглаживаться привлекательным уровнем покупательной способности потребителей [Brouther, Gao, McNicol, 2008], однако в тех случаях, когда компания приходит на зарубежный рынок за ресурсами, таких взаимосвязей не наблюдается.

В ряде исследований отмечается, что наблюдается отрицательная взаимосвязь уровня коррупции в принимающей стране и объема прямых иностранных инвестиций [Brouther, Gao, McNicol, 2008; Nachum, Zaheer, 2005]. В то же время ряд исследований свидетельствует о том, что для стран с растущей экономикой высокий уровень коррупции является привычной характеристикой их институциональной среды, в свя-

зи с чем компании из этих стран быстрее и проще адаптируются к условиям рынков с высоким уровнем коррупции. С учетом вышесказанного в отношении российских фирм мы предполагаем, что высокий уровень коррупции в действительности не будет серьезным барьером к совершению сделок M&A, так как они обладают опытом работы в подобной среде. Соответственно, мы формулируем гипотезы 5а и 5б, согласно которым чем меньше различие в уровне коррупции между Россией и зарубежным рынком, тем более привлекательным будет данный рынок.

Гипотеза 5а. Институциональная дистанция между Россией и принимающей страной отрицательным образом связана с количеством международных сделок M&A российских компаний.

Гипотеза 5б. Институциональная дистанция между Россией и принимающей страной оказывает отрицательное модерирующее воздействие на взаимосвязь количества российских международных сделок M&A и рыночного потенциала принимающей страны, доступности природных ресурсов, наличия стратегических активов, а также стоимости трудовых ресурсов в этой стране.

Данные и методология исследования

Источником эмпирических данных для исследования послужили международные базы данных ZEPHYR Bureau van Dijk, OECD, Thomson Reuters Eikon, Transparency International, World Bank, а также данные Центробанка РФ. В целом выборка составила 322 наблюдения «страна/год» для российских международных сделок M&A, осуществленных в 46 странах в период с 2007 по 2013 г. Данные, характеризующие выборку исследования, представлены в Приложении.

Зависимая переменная

Зависимой переменной данного исследования выступает количество российских международных сделок M&A в каждой стране

за каждый год в период 2007–2013 гг. — $M\&A_{it}$. Использование в качестве зависимой переменной количества сделок M&A, а не общей суммы таких сделок, становится все более распространенной практикой среди исследователей растущих рынков (см., напр.: [Deng, Yang, 2015; Lin et al., 2009; Zhang, Zhou, Ebbbers, 2011]). При таком подходе общий уровень активности в сфере сделок M&A становится более наглядным, а данные, в свою очередь, носят достоверный характер, что увеличивает общую валидность результатов.

Независимые переменные

В модель было включено несколько независимых переменных, отражающих различные мотивы, определяющие выбор направления для российских ПЗИ в форме сделок M&A.

Рыночный потенциал измеряется объемом ВВП принимающей страны ($GDP_{hc_{it}}$). Использование данной переменной позволяет определить важность доступа к рынку как мотива для совершения сделки M&A. В свою очередь, выбор направления российских ПЗИ, имеющих целью доступ к ресурсам, зависит от обеспеченности принимающего рынка природными ресурсами. Данный мотив опосредуется в работе переменной $NatRes_{it}$ — *долей экспорта природных ресурсов в общем экспорте принимающей страны*. Экспорт природных ресурсов включает в себя экспорт нефти, газа, руды и металлов. Чем выше экспорт природных ресурсов в принимающей стране, тем более привлекательным будет данное направление для инвестиций, движимых соответствующим мотивом. Переменная $HiTech_{it}$ отвечает за *объем высокотехнологичного экспорта принимающей страны* и отражает потенциальные мотивы M&A, связанные с доступом к стратегическим активам (знание, технология). Еще одна переменная, отражающая такую мотивацию M&A, как получение доступа к новым технологиям, — $R\&D_{it}$, *расходы на исследования и разработки* в принимающей стране. Она измеряется как доля

расходов на НИР в ВВП принимающей страны. Переменная $Wage_{it}$ характеризует *средний размер оплаты труда* в производственном секторе в принимающей стране и используется для отражения такой мотивации сделок M&A, как повышение эффективности деятельности. Как отмечалось в предыдущем разделе, инвестиции, осуществляемые компаниями из растущих экономик в развивающиеся страны, часто мотивируются более низким размером оплаты труда, уменьшающим общие производственные издержки компаний.

Для измерения институциональной дистанции в модель включено несколько переменных. Переменная $CPIDis_{it}$ — *различия в уровне коррупции* — измеряется как разница между индексом коррупции (corruption perception index) в стране происхождения, в случае данного исследования — в России, и в принимающей стране. Индекс коррупции представляет собой составной индекс, рассчитываемый ежегодно организацией Transparency International и отражающий восприятие экспертов по всему миру уровня коррупции в общественном секторе конкретной страны. Кроме того, мы включили в модель переменную $PIIDis_{it}$ — *различия в уровне политической стабильности*, измеряемую как разница между индексом политической нестабильности (political instability index) России и принимающей страны. Индекс политической нестабильности был получен из базы данных The Economist.

Также в модель была включена фиктивная переменная CIS_i — *членство в СНГ*. Страны — члены СНГ объединяет общее культурное и историческое прошлое, поэтому они могут рассматриваться российскими компаниями в качестве предпочтительного направления для инвестиций с точки зрения наличия «комфортных» и привычных институциональных условий среды. Кроме того, в модель была включена еще одна переменная, отражающая институциональные факторы, — $Taxhaven_i$, *«налоговая гавань»* (tax haven). Она использовалась для отнесения конкретной

страны к группе стран с облегченным режимом налогообложения. Такие страны являются отдельным направлением российских инвестиций и принимают на себя существенную их долю, что стало особенно явным в середине 2000-х гг.¹ Включение в модель перечисленных переменных позволило учесть страновые фиксированные эффекты, вызванные различиями в уровне социально-экономического развития стран, вошедших в выборку.

Контрольные переменные

Во-первых, в модель была включена контрольная переменная $GDPR_t$ — объем ВВП на душу населения в России, которая отражает уровень развития домашнего рынка [Rabbiosi, Stefano, Bertoni, 2012]. Снижение объема ВВП на душу населения в России может служить «выталкивающим» фактором для осуществления ПЗИ. Переменные $ExchR_t$ — обменный курс доллара США к рублю и $InterestR_t$ — величина процентной ставки также рассматриваются в качестве контрольных переменных [Buckley et al., 2007], отражая стабильность экономической ситуации в России как стране происхождения ПЗИ. В первоначальную модель также были включены фиктивные переменные по годам для учета временных фиксированных эффектов, однако они оказались незначимы, при этом их исключение из модели не повлияло на уровень ее значимости, а также на характер и силу взаимосвязей между переменными. В табл. 1 представлено краткое описание переменных и источников эмпирических данных для них.

Поскольку мы используем количество сделок M&A в качестве зависимой переменной, принимающей неотрицательные целые значения, это обуславливает выбор статистического метода обработки данных. Дискретный характер зависимой переменной делает линейные модели неадекватны-

ми, поэтому счетные данные рекомендуется обрабатывать с использованием пуассоновской регрессии или отрицательной биномиальной регрессии. Отрицательная биномиальная регрессия является предпочтительной, так как в отличие от пуассоновской регрессии она допускает сверхдисперсию, когда выборочная дисперсия значительно превышает среднее значение [Agresti, 2013; Cameron, Trivedi, 1998; Famoye, 2010; Hilbe, 2007]. Независимые переменные модели измеряются разными величинами (проценты, абсолютные величины и т. д.) и имеют различную размерность, поэтому, прежде чем протестировать модели, мы осуществили процедуру стандартизации для каждой переменной, что позволило привести переменные в соответствие друг с другом и получить сравнимые эффекты.

Подвергаемая тестированию базовая модель выглядит следующим образом:

$$\begin{aligned} M\&A_{it} = & \beta_0 + \beta_1 GDP_{it} + \\ & + \beta_2 NatRes_{it} + \beta_3 HiTech_{it} + \\ & + \beta_4 R\&D_{it} + \beta_5 Wage_{it} + \\ & + \beta_6 CPIDis_{it} + \beta_7 PIIDis_{it} + \\ & + \beta_8 CIS_i + \beta_9 Taxhaven_i + \\ & + \beta_{10} GDPR_t + \beta_{11} ExchR_t + \\ & + \beta_{12} InterestR_t + \varepsilon_{it}, \end{aligned}$$

где $i = 1, \dots, 46$ — принимающая страна, $t = 2007, \dots, 2013$ — год совершения сделки M&A, ε_{it} — случайная ошибка.

Результаты исследования

Распределение сделок слияния и поглощения, совершенных российскими компаниями за 7 лет, по странам приведено в табл. 2. Также в таблице указаны значения таких страновых институциональных характеристик, как индекс коррупции и индекс политической нестабильности. В табл. 3 представлена описательная статистика переменных тестируемой модели.

Результаты тестирования базовой модели 1, предполагающей наличие прямой

¹ В настоящее время правительство РФ взяло курс на активную борьбу с осуществлением подобного рода инвестиций.

Таблица 1

Переменные модели и источники данных

Переменная	Описание переменной	Мотивация сделок М&А	Источник данных
<i>Зависимая переменная</i>			
$M\&A_{it}$	Количество сделок М&А в стране i в год t	—	ZEPHYR Bureau van Dijk
<i>Независимые переменные</i>			
GDP_{hc}_{it}	ВВП принимающей страны	Доступ к рынку	Thomson Reuters Eikon
$NatRes_{it}$	Доля экспорта руды, металла, топлива от общего объема экспорта	Доступ к природным ресурсам	Thomson Reuters Eikon
$HiTech_{it}$	Объем высокотехнологичного экспорта	Доступ к стратегическим ресурсам	World Bank Data
$R\&D_{it}$	Доля расходов на исследования и разработки от объема ВВП	Доступ к стратегическим ресурсам	OECD
$Wage_{it}$	Средний размер оплаты труда в производственном секторе принимающей страны	Повышение эффективности деятельности	OECD, United Nations Economic Commission for Europe
$CPIDis_{it}$	Различие в уровне коррупции между Россией и принимающей страной	Институциональный фактор	Transparency International index (http://www.transparency.org)
$PIIDis_{it}$	Различие в уровне политической стабильности в России и принимающей стране	Институциональный фактор	The Economist
CIS_i	Членство в СНГ	Институциональный фактор	OECD
$Taxhaven_i$	Страна с облегченным режимом налогообложения («налоговая гавань»)	Институциональный фактор	Центральный банк РФ
<i>Контрольные переменные</i>			
$GDPR_t$	ВВП на душу населения в России	—	Thomson Reuters Eikon
$ExchR_t$	Обменный курс доллара США к рублю	—	Thomson Reuters Eikon
$InterestR_t$	Ключевая процентная ставка в России	—	Thomson Reuters Eikon

Таблица 2

Количество сделок М&А, совершенных российскими компаниями в 2007–2013 гг., распределение по странам

Страна	Количество сделок	Уровень коррупции, место в рейтинге (количество баллов)	Уровень политической нестабильности, место в рейтинге (количество баллов)	Страна	Количество сделок	Уровень коррупции, место в рейтинге (количество баллов)	Уровень политической нестабильности, место в рейтинге (количество баллов)
1	2	3	4	5	6	7	8
Кипр	74	16 (5,3)	22 (4,1)	Люксембург	5	6 (8,4)	26 (3,6)
Украина	69	30 (2,7)	1 (7,6)	Узбекистан	5	33 (1,7)	9 (6,3)

Окончание табл. 2

1	2	3	4	5	6	7	8
Белоруссия	29	32 (2,1)	18 (4,8)	Турция	4	22 (4,1)	5 (6,8)
Казахстан	29	32 (2,1)	18 (4,8)	Бразилия	3	25 (3,5)	14 (5,4)
Нидерланды	21	3 (9)	23 (4)	Польша	3	21 (4,2)	21 (4,5)
Италия	18	17 (5,2)	17 (5)	Финляндия	3	1 (9,4)	28 (3,2)
Великобритания	16	6 (8,4)	20 (4,6)	Австралия	2	5 (8,6)	20 (4,6)
Германия	16	8 (7,8)	24 (3,8)	Азербайджан	2	32 (2,1)	16 (5,2)
США	16	11 (7,2)	15 (5,3)	Индия	2	25 (3,5)	21 (4,5)
Чехия	16	17 (5,2)	25 (3,7)	Литва	2	19 (4,8)	10 (6,7)
Болгария	13	22 (4,1)	11 (6)	Киргизия	2	32 (2,1)	3 (7,1)
Армения	10	28 (3)	12 (5,8)	Словакия	2	18 (4,9)	13 (5,5)
Латвия	10	19 (4,8)	6 (6,7)	Греция	1	20 (4,6)	9 (6,3)
Франция	10	10 (7,3)	15 (5,3)	Израиль	1	15 (6,1)	13 (5,5)
Сербия	9	26 (3,4)	8 (6,4)	Китай	1	25 (3,5)	18 (4,8)
Швейцария	9	3 (9)	27 (3,4)	Колумбия	1	23 (3,8)	4 (7)
Эстония	9	14 (6,5)	6 (6,7)	Молдавия	1	29 (6,5)	2 (7,5)
Австрия	8	7 (8,1)	26 (3,6)	Норвегия	1	4 (8,7)	31 (1,2)
Канада	8	4 (8,7)	29 (2,8)	Панама	1	27 (3,2)	3 (7,1)
Бельгия	6	12 (7,1)	23 (4)	Сингапур	1	2 (9,3)	19 (4,7)
Испания	6	13 (6,7)	13 (5,5)	Таджикистан	1	32 (2,1)	3 (7,1)
Румыния	6	24 (3,7)	8 (6,4)	Швеция	1	4 (9,3)	19 (4,7)
Дания	5	1 (9,4)	30 (9,4)	Ирландия	5	9 (7,5)	20 (4,6)

Таблица 3

Описательная статистика переменных

Переменная	Среднее значение	Стандартное отклонение	Минимум	Максимум
Количество сделок М&А	1,440994	2,559801	0	19
ВВП принимающей страны, млрд долл.	1045,68	2450,74	3,72	16768,10
Экспорт природных ресурсов, % от общего экспорта	19,80904	22,06701	0	97,37
Высокотехнологичный экспорт, млн долл.	30800	71200	0,46	560000
Расходы на НИР, % ВВП	1,385901	1,062989	0	4,52
Размер оплаты труда, долл.	30094.96	24858,04	2724	91573,55
Различие в уровне коррупции	3,199689	2,332454	0	7,2
Различие в уровне политической стабильности	1,643789	1,21772	0,1	5,3
ВВП на душу населения, Россия, долл.	11742,46	2202,066	8615,673	14611,7
Обменный курс доллар/рубль	29,2824	2,699059	24,8546	31,8561
Ключевая процентная ставка	6,28	1,236669	5,26	8,71

Таблица 4

Результаты оценивания отрицательной биномиальной регрессии

Независимая переменная	Модель 1	Модель 2	Модель 3
ВВП принимающей страны (ВВП)	0,4032091***	-0,4396653*	0,2157768
Экспорт природных ресурсов	-0,1804894*	-0,3819944***	-0,1533404
Высокотехнологичный экспорт	-0,2702041*	-0,0171029	-0,4779765**
Расходы на НИР	-0,3847564*	-0,127885	-0,5456943***
Размер оплаты труда	-0,2943384	-0,1085437	0,087776
Различие в уровне коррупции (К)	-0,0187244	-0,1008602	0,0928411
Различие в уровне политической стабильности (ПС)	0,5011135***	0,6957899***	0,7898305***
Налоговая гавань	0,7070751**	0,3038538	-0,1101954
Членство в СНГ	0,6285556**	0,5369433*	0,8451364***
ВВП на душу населения, Россия	0,1415966	0,167687	0,1852873
Обменный курс доллар/рубль	-0,0809292	-0,0736448	-0,0741118
Ключевая процентная ставка	0,0960801	0,1177194	0,1350362
ВВП × К		0,9555616***	
Экспорт природных ресурсов × К		-0,3830552***	
Высокотехнологичный экспорт × К		0,1399396	
Расходы на НИР × К		-0,7559404***	
Размер оплаты труда × К		0,04857	
ВВП × ПС			-0,529532
Экспорт природных ресурсов × ПС			-0,2315652*
Высокотехнологичный экспорт × ПС			1,185856**
Расходы на НИР × ПС			-0,5592343**
Размер оплаты труда × ПС			-0,1210506
_cons	0,0361031	0,2485672	0,3078907
Log likelihood	-476,84732	-457,67994	-461,3819
Wald Chi-square	44,97	83,31	75,91
Pseudo R ²	0,0450	0,0834	0,0760
Prob > chi	0,0000	0,0000	0,0000

Примечание: * — $p < 0,1$; ** — $p < 0,05$; *** — $p < 0,01$.

взаимосвязи между основными независимыми переменными и количеством сделок слияния и поглощения, приведены в табл. 4. Для проверки гипотезы о модулирующем влиянии институциональной дистанции на взаимосвязь между количеством российских сделок слияния и поглощения и независимыми переменными строятся модели 2 и 3: в модель 1 включаются до-

полнительные переменные, получаемые при перемножении целевой независимой переменной и переменной, отвечающей за институциональный фактор (т. е. различие в уровне коррупции — $CPIDis_{it}$ и различие в уровне политической стабильности — $PIIDis_{it}$). Модель 2 предполагает наличие модулирующего воздействия институциональной дистанции, связанной с различием

в уровне коррупции, на взаимосвязь количества российских международных сделок слияния и поглощения и основных мотивов интернационализации. В свою очередь, модель 3 рассматривает в качестве модератора институциональную дистанцию, представленную различием в уровне политической стабильности России и принимающей страны. Результаты тестирования моделей 2 и 3 также приведены в табл. 4.

Результаты тестирования модели 1 (прямого влияния исследуемых факторов на количество российских сделок слияния и поглощения с использованием отрицательной биномиальной регрессии) подтвердили гипотезу 1. Потенциал рынка принимающей страны оказался статистически значимым, что свидетельствует о привлекательности развитых рынков для российских компаний. Подобные результаты были получены и в исследованиях по другим странам с растущей экономикой, таких как Китай и Бразилия. По этому показателю российские М&А следуют общему тренду развивающихся стран.

Коэффициент при переменной экспорта природных ресурсов оказался значимым на уровне 0,1, однако, вопреки нашим ожиданиям, наблюдается обратный характер взаимосвязи между объемом экспорта природных ресурсов и количеством сделок М&А, что не позволяет принять гипотезу 2. Такой результат противоречит выводам других исследований по растущим рынкам, которые подчеркивают, что мотив поиска природных ресурсов является одним из важнейших для компаний из стран с растущей экономикой, в том числе и России (см., напр.: [Deng, Yang, 2015]). В то же время следует выделить такую особенность России, как высокая обеспеченность природными ресурсами и доминирование сырьевого экспорта в общем объеме экспорта страны. Российские компании преимущественно не испытывают потребности в природных ресурсах, поскольку они с большой вероятностью могут

их получить на домашнем рынке. В этой связи можно предположить, что мотивация получения доступа к природным ресурсам при выборе направлений прямых зарубежных инвестиций российских компаний является весьма ограниченной. Возможно, инвестиции, направленные на получение доступа к природным ресурсам, могут осуществляться не посредством сделок слияния и поглощения, а через «проекты, запускаемые с нуля» (greenfield), что не нашло отражения в наших данных.

Результаты эмпирического анализа показали отрицательную взаимосвязь между такими показателями, как объем высокотехнологичного экспорта и объем расходов на НИР как % от ВВП принимающей страны и количество российских международных сделок М&А в принимающей стране, что не позволяет принять и гипотезу 3. Такие результаты противоречат выводам существующих исследований по растущим рынкам (см., напр.: [Buckley, 2007; Deng, Yang, 2015]). В действительности большинство российских сделок М&А совершается в «сформировавшихся» отраслях, таких как металлургия, химическая промышленность, нефтегазовая отрасль, где технологическая база российских компаний уже достаточно хорошо развита.

Коэффициент при независимой переменной, отражающей размер оплаты труда, оказался статистически незначимым, поэтому мы не можем утверждать о важности этого показателя для российских компаний, движимых мотивом повышения эффективности деятельности. «Поиск эффективности деятельности» как мотив международных сделок М&А был выявлен исследователями в отношении фирм с развитых рынков, которые стремятся минимизировать свои издержки, в частности за счет сокращения издержек на оплату труда. Страны с растущей экономикой часто сами являются «поставщиками» дешевых трудовых ресурсов для фирм, поэтому данный мотив может не иметь для них большого значения. Кроме того, стоимость трудовых ресур-

сов — один из ключевых факторов, оказывающих влияние на эффективность деятельности, но отнюдь не единственный. Поэтому гипотезу 4 имеет смысл проверять в будущих исследованиях с использованием других, более комплексных индикаторов эффективности деятельности компаний.

Обе бинарные переменные — членство принимающей страны в СНГ и ее принадлежность к «налоговым гаваням» — оказались статистически значимы. Результаты эмпирической проверки продемонстрировали наличие положительной взаимосвязи между данными переменными и количеством российских международных сделок слияния и поглощения. Необходимо пояснить, что почти треть российских ПЗИ направляется в страны с облегченным режимом налогообложения. Очевидно, что данные финансовые потоки нельзя в полной мере отнести к «чистым» инвестициям, часто они представляют собой круговые схемы реинвестирования, при которых капитал зачастую возвращается в Россию. Тем не менее это одна из институциональных характеристик российских ПЗИ, на которую необходимо обратить внимание. Страны СНГ также являются привлекательным направлением для российских ПЗИ — возможно, в связи с их институциональной близостью. Данные страны традиционно являются зоной политических и экономических интересов России. Инвестиционные предпочтения российских компаний согласуются с логикой Упсальской модели интернационализации [Johanson, Vahlne, 1977], в соответствии с которой крупные российские компании начинают свой путь на зарубежные рынки с ближайших стран, т.е. со стран СНГ и бывших советских республик, близких и знакомых своим культурным и институциональным устройством. Это частично подтверждается положительной взаимосвязью между показателем институциональной близости принимающей страны и количеством сделок М&А российских компаний в данной стране.

Вместе с тем гипотеза 5а относительно взаимосвязи институциональной дистанции и количества российских сделок М&А не нашла подтверждения при тестировании модели 1 по таким переменным, как *различие в уровне коррупции* и *различие в уровне политической стабильности*. Взаимосвязь различия в уровне коррупции в России и принимающей стране и количества сделок слияния и поглощения, осуществленных в данном направлении, оказалась статистически незначима, что не позволяет сущностно обсуждать характер взаимосвязи между данными переменными. В то же время результаты тестирования модели 1 показали наличие положительной взаимосвязи между различием в уровне политической стабильности в России и принимающей стране и количеством российских сделок М&А на данном рынке. Таким образом, российские компании с большим интересом инвестируют в страны, которые характеризуются стабильной политической ситуацией, что вполне объяснимо с точки зрения минимизации инвестиционных рисков, связанных с нестабильностью окружающей среды.

Гипотеза 5б, предполагающая модулирующее влияние институциональной дистанции на взаимосвязь между ключевыми макроэкономическими факторами принимающей страны и количеством сделок М&А, также получила частичное подтверждение. Результаты исследования показывают разнонаправленное модерационное воздействие различия в уровне коррупции на домашнем рынке и в принимающей стране на взаимосвязь основных макроэкономических переменных, включенных в модель, и количества сделок М&А. Так, модулирующий эффект институциональной дистанции, выраженный в различии в уровне коррупции между Россией и принимающей страной, проявился в отношении переменной ВВП принимающей страны со знаком плюс, а переменных экспорта природных ресурсов и расходов на НИР — со знаком минус. Это свидетельствует о том, что

различия в уровне коррупции в России и в принимающей стране не делают зарубежный рынок с большим рыночным потенциалом менее привлекательным для российских компаний. Мотив поиска новых рынков заставляет российские компании играть по правилам принимающего рынка. Иная ситуация складывается в отношении компаний, которые выходят на рынки, богатые природными ресурсами или характеризующиеся высоким уровнем технологического развития. В этом случае различие в уровне коррупции играет негативную роль, и российские компании, выбирая направление для осуществления сделки M&A из стран, имеющих схожие характеристики по обладанию природными ресурсами и технологиями, с большей вероятностью предпочтут ту страну, в которой уровень коррупции близок к российскому.

Что касается роли модератора институциональной дистанции, выраженной в различии в уровне политической стабильности между Россией и принимающей страной, то здесь наблюдается значимое отрицательное воздействие на взаимосвязь между долей экспорта природных ресурсов в общем экспорте принимающей страны, величиной расходов на НИР и количеством российских международных сделок M&A в этой стране, а также положительное воздействие на взаимосвязь между объемом экспорта высокотехнологичных товаров и услуг и количеством российских международных сделок M&A. Таким образом, можно говорить о том, что значительное различие в уровне политической стабильности будет усиливать и без того отрицательную взаимосвязь между уровнем экспорта высокотехнологичных товаров и услуг в принимающей стране и количеством российских сделок M&A, реализуемых в этой стране. Вместе с тем высокий уровень политической стабильности ослабляет отрицательную взаимосвязь между расходами на НИР, экспортом природных ресурсов и количеством российских сделок M&A. Принимая во внимание отрицательный характер вза-

имосвязи между расходами на НИР, экспортом природных ресурсов и количеством российских сделок M&A, при относительно одинаковом уровне расходов на НИР или объеме экспорта природных ресурсов в принимающих странах российские компании выберут страну, в которой уровень политической стабильности выше.

Заключение

В настоящей статье представлены результаты исследования взаимосвязи макроэкономических показателей принимающей страны и институциональной дистанции между этой страной и Россией на выбор направления российских прямых зарубежных инвестиций в форме сделок M&A в период 2007–2013 гг.

В работе преодолевается ряд ограничений существующих исследований по проблематике ПЗИ, в которых обычно рассматривается взаимозависимость между исключительно макроэкономическими характеристиками принимающего рынка и инвестиционными предпочтениями фирм. На наш взгляд, такой подход имеет ряд недостатков, поскольку не учитывает институциональных различий, которые могут оказать влияние на принятие инвестиционных решений компаниями. Мы представили теоретическое обоснование и подвергли эмпирической проверке значимость не только стандартных макроэкономических характеристик принимающей страны для сделок M&A, но и институциональных различий между домашним и принимающим рынками.

Результаты анализа показали значимость таких мотивов для принятия российскими компаниями решений о выборе направления ПЗИ в форме сделок M&A, как потенциал рынка принимающей страны, доступ к природным ресурсам в такой стране и доступ к стратегическим активам и технологиям. При этом институциональная дистанция между Россией и прини-

мающей страной оказывает как значимое прямое влияние на количество сделок, так и модулирующее влияние на взаимосвязь

ключевых макроэкономических характеристик принимающей страны и количество реализуемых сделок M&A.

Приложение

ХАРАКТЕРИСТИКИ ВЫБОРКИ

<i>Тип собственности</i>	
Частная компания	68%
Компания с государственным участием	32%
<i>Отрасль деятельности</i>	
Машиностроение и производство оборудования	16%
Металлургия	15%
Банковский сектор	10%
Химическая промышленность	9%
Строительство	6%
Добывающая промышленность и сельское хозяйство	6%
Пищевая промышленность	5%
Оптовая и розничная торговля	5%
Транспорт	3%
Легкая промышленность	2%
Страхование	1%
Другие услуги	22%
<i>Направление сделки M&A</i>	
Страна — «налоговая гавань»	23%
Страна — член СНГ	32%
Иные страны	45%

ЛИТЕРАТУРА НА РУССКОМ ЯЗЫКЕ

- Веселова А. С. 2013. Многонациональные корпорации из растущих экономик: применимость существующих теорий. *Проблемы современной экономики* (4): 144–147.
- Панибратов А. Ю., Верба К. В. 2011. Интернационализация российских компаний: формирование конкурентных преимуществ

в процессе зарубежных поглощений. *Вестник С.-Петербургского ун-та. Серия Менеджмент* (2): 39–60.

- Панибратов А. Ю., Сергеева А. А. 2013. Основы международной конкурентоспособности российских МНК из ИТ-сектора. *Вестник С.-Петербургского ун-та. Серия Менеджмент* (4): 52–69.

REFERENCES IN LATIN ALPHABET

- Agarwal S., Ramaswami S.N. 1992. Choice of foreign market entry mode: Impact of ownership, location and internationalization factors. *Journal of International Business Studies* **23** (1): 1–28.
- Agresti A. 2013. *Categorical Data Analysis*. 3rd ed. Wiley.
- Andreff W. 2002. The new multinational corporations from transition countries. *Economic Systems* **26** (4): 371–379.
- Brouthers E., Gao Y., McNicol P. 2008. Corruption and market attractiveness influences on different types of FDI. *Strategic Management Journal* **29** (6): 673–680.
- Buckley P.J. 2007. The strategy of multinational enterprises in the light of the rise of China. *Scandinavian Journal of Management* **23** (2): 107–126.
- Buckley P.J., Clegg L.G., Cross A.R., Liu X., Voss H., Zheng P. 2007. The determinants of Chinese outward foreign direct investment. *Journal of International Business Studies* **38** (4): 499–518.
- Bulatov A. 1998. Russian direct investment abroad: Main motivations in the post-Soviet period. *Transnational Corporations* **7** (1): 69–82.
- Cameron A.C., Triverdi P.K. 1998. *Regression Analysis of Count Data*. Cambridge University Press.
- Casciaro T., Piskorski M. 2005. Power imbalance, mutual dependence, and constraint absorption: A closer look at resource dependence theory. *Administrative Science Quarterly* **50** (2): 167–199.
- Child J., Rodriguez S.B. 2005. The internationalization of Chinese firms: A case for theoretical extension? *Management and Organization Review* **1** (3): 381–410.
- Cuervo-Cazurra A., Genc M. 2008. Transforming disadvantages into advantages: Developing countries MNEs in the least developed countries. *Journal of International Business Studies* **39** (6): 957–979.
- Davis G.F., Cobb J.A. 2010. Resource dependence theory: Past and future. In: Dobbin F., Schoonhoven C.B. (eds). *Stanford's Organization Theory Renaissance, 1970–2000*. Emerald Group: Bingley, NY; 21–42.
- De Beule F., Duanmu J. 2012. Locational determinants of internationalization: A firm-level analysis of Chinese and Indian acquisitions. *European Management Journal* **30** (3): 264–277.
- Deng P., Yang M. 2015. Cross-border mergers and acquisitions by emerging market firms: A comparative investigation. *International Business Review* **24** (1): 157–172.
- Dikova D., Rao Sahib P., van Witteloostuijn A. 2010. Cross-border acquisition abandonment and completion: The effect of institutional differences and organizational learning in the international business service industry, 1981–2001. *Journal of International Business Studies* **41** (2): 223–245.
- Dunning J.H. 1993. *Multinational Enterprises and the Global Economy*. Addison-Wesley Publishing: Massachusetts.
- Dunning J.H. 2009. Location and the multinational enterprise: John Dunning's thoughts on receiving the Journal of International Business Studies 2008 decade award. *Journal of International Business Studies* **40** (1): 20–34.
- Famoye F. 2010. On the bivariate negative binomial regression model. *Journal of Applied Statistics* **37** (6): 969–981.
- Gaur A.S., Kumar V., Singh D.A. 2014. Institutions, resources and internationalization of emerging economy firms. *Journal of World Business* **49** (1): 12–20.
- Haleblian J., Devers C.E., McNamara G., Carpenter M.A., Davison R.B. 2009. Taking stock of what we know about mergers and acquisitions: A review and research agenda. *Journal of Management* **35** (3): 469–502.
- Hilbe J.M. 2007. *Negative Binomial Regression*. 2nd ed. Cambridge University Press.
- Jain N., Hausknecht D., Mukherjee D. 2013. Location determinants for emerging market firms. *Management Decision* **51** (2): 396–418.
- Johansson J., Vahlne J.E. 1977. The internationalization process of the firm: A model

- of knowledge development and increasing foreign market commitments. *Journal of International Business Studies* 8 (1): 23–32.
- Jullens J. 2013. How emerging market giants can take on the world. *Harvard Business Review* 91 (December): 121–125.
- Kalotay K. 2005. Outward foreign direct investment from Russia in a global context. *Journal of East-West Business* 11 (3/4): 9–22.
- Kalotay K. 2008. Russian transnationals and international investment paradigms. *Research in International Business and Finance* 22 (2): 85–107.
- Kalotay K., Sulstarova A. 2010. Modeling Russian outward FDI. *Journal of International Management* 16 (1): 131–142.
- Kostova T. 1999. Transnational transfer of strategic organizational practices: A contextual perspective. *Academy of Management Review* 24 (2): 308–324.
- Kostova T., Zaheer S. 1999. Organizational legitimacy under conditions of complexity: The case of multinational enterprise. *Academy of Management Review* 24 (1): 64–81.
- Kuznetsov A. 2011. *Outward FDI from Russia and its Policy Context, Update 2011*. Columbia FDI Profiles. <http://www.vcc.columbia.edu>
- Kyrkilis D., Pantelidis P. 2003. Macroeconomic determinants of outward foreign direct investment. *International Journal of Social Economics* 30: 827–836.
- Lin Z., Peng M.W., Yang H., Sun S.L. 2009. How do networks and learning drive M&As? An institutional comparison between China and the United States. *Strategic Management Journal* 30 (10): 1113–1132.
- Liuhto K. 2005. *Expansion or Exodus: Why Do Russian Corporations Invest Abroad?* Haworth Press: Binghamton, NY.
- Luo Y., Tung R. 2007. International expansion of emerging market enterprises: A springboard perspective. *Journal of International Business Studies* 38 (4): 481–498.
- Madhok A., Keyhani M. 2012. Acquisitions as entrepreneurship: Asymmetries, opportunities, and the internationalization of multinationals from emerging economies. *Global Strategy Journal* 2 (1): 26–40.
- Mtar M. 2010. Institutional, industry and power effects on integration in cross-border acquisitions. *Organization Studies* 31 (8): 1099–1127.
- Nachum L., Zaheer S. 2005. The persistence of distance? The impact of technology on MNE motivations for foreign investment. *Strategic Management Journal* 26 (8): 747–767.
- Nicholson R., Salaber J. 2013. The motives and performance of cross-border acquirers from emerging economies: Comparison between Chinese and Indian firms. *International Business Review* 22 (6): 963–980.
- Pan Y., Chi P.S.K. 1999. Financial performance and survival of multinational corporations in China. *Strategic Management Journal* 20 (4): 359–374.
- Panibratov A. 2012. *Russian Multinationals: From Regional Supremacy to Global Lead*. Routledge: London, New York.
- Panibratov A., Kalotay K. 2009. *Russian Outward FDI and Its Policy Context*. Columbia FDI Profiles, No. 1. <http://www.vcc.columbia.edu>
- Panibratov A., Latukha M. 2014. Obtaining international results through partnerships: Evidence from Russian MNEs in the IT sector. *Journal for East European Management Studies* 19 (1): 31–57.
- Pfeffer J., Salancik G. 1978. *The External Control of Organizations: A Resource Dependence Perspective*. Harper & Row: New York, NY.
- Pfeffer J., Salancik G. 2003. *The External Control of Organizations: A Resource Dependence Perspective*. 2nd ed. Stanford University Press: Standard, CA.
- Rabbiosi L., Stefano E., Bertoni F. 2012. Acquisitions by EMNCs in developed markets: An organizational learning perspective. *Management International Review* 52 (2): 193–212.
- Ramamurti R. 2009. Why study emerging-market multinationals? In: Ramamurti R., Singh J.V. (eds). *Emerging Multinationals in Emerging Markets*. Cambridge University Press: NY; 3–22.

- Ramamurti R., Singh J.V. 2009. *Emerging Multinationals in Emerging Markets*. Cambridge University Press: NY.
- Ramasamy B., Yeung M., Laforet S. 2012. China's Outward Foreign Direct Investment: Location Choice and Firm Ownership. *Journal of World Business* 47 (1): 17–25.
- Rasiah R., Gammeltoft P., Jiang Y. 2010. Home government policies for outward FDI for emerging economies: Lessons from Asia. *International Journal of Emerging Markets* 5 (3/4): 333–357.
- Sherer P., Lee K. 2002. Institutional change in large law firms: A resource dependency and institutional perspective. *Academy of Management Journal* 45 (1): 102–119.
- Sokolov S. 1991. Companies set up abroad with Soviet capital. *Foreign Trade* 10: 15–17.
- Somlev I.P., Hoshino Y. 2005. Influence of location factors on establishment and ownership of foreign investments: The case of Japanese manufacturing firms in Europe. *International Business Review* 14 (5): 577–598.
- Tolentino P. 1993. *Technological Innovation and Third World Multinationals*. Routledge: London, New York.
- Uddin M., Boateng A. 2011. Explaining the trends in the UK cross-border mergers & acquisitions: An analysis of macro-economic factors. *International Business Review* 20 (5): 547–556.
- UNCTAD. 1998. *Trends and Determinants. World Investment Report*. United Nations: New York / Geneva.
- Vahtra P. 2007. *Expansion or Exodus? — The New Leaders Among the Russian TNCs*. Electronic Publications of Pan-European Institute, Turku School of Economics. <http://www.tse.fi/pei>
- Vasconcellos G.M., Kish R.J. 1998. Cross-border mergers and acquisitions: The European–US experience. *Journal of Multinational Financial Management* 8 (4): 431–450.
- Zaheer S., Marakhan S. 2001. Concentration and dispersion in global industries: Remote electronic access and the location of economic activities. *Journal of International Business Studies* 32 (4): 667–686.
- Zhang J., Zhou C., Ebberts H. 2011. Completion of Chinese overseas acquisitions: Institutional perspectives and evidence. *International Business Review* 20 (2): 226–238.

Translation of references in Russian into English

- Veselova A.S. 2013. Multinational corporations from emerging economies: the applicability of the existing theories. *Problemy sovremennoj ekonomiki* (4): 144–147.
- Panibratov A.Yu., Verba K.V. 2011. The internationalization of Russian companies: the formation of competitive advantage in overseas acquisitions. *Vestnik S.-Peterburgskogo universiteta. Seriya Menedzhment* (2): 39–60.
- Panibratov A.Yu., Sergeeva A.A. 2013. Fundamentals of international competitiveness of Russian MNCs from the IT sector. *Vestnik S.-Peterburgskogo universiteta. Seriya Menedzhment* (4): 52–69.

Статья поступила в редакцию
3 июня 2015 г.