

DOI: <https://doi.org/10.17323/j.jcfr.2073-0438.17.3.2023.28-42>

JEL classification: G34



Детерминанты сделок слияний и поглощений на развивающихся рынках Азии: влияние конфуцианства и технологического развития

Никита Ларченкоэкономист ООО «СКМ Девелопмент», Екатеринбург, Россия,
larchenko728@gmail.com, [ORCID](#)**Людмила Ружанская** ✉доктор экономических наук, доцент, заведующий кафедрой международной экономики и менеджмента, заведующий лабораторией исследований цепочек создания стоимости, Уральский федеральный университет, Екатеринбург, Россия,
l.s.ruzhanskaya@urfu.ru, [ORCID](#)

Аннотация

Азиатские развивающиеся рынки являются примером новой тенденции глобализации – регионализации. Страны этого региона имеют тесные культурные связи. Под влиянием идеологии конфуцианства формируется уникальный способ ведения бизнеса, который распространяется и на заключение сделок слияний и поглощений. Однородность культурных ценностей повышает доверие сторон даже в трансграничных сделках, что влияет на оценку премии. В то же время внутри региона выделяется группа стран «азиатских тигров», лидирующих в технологическом развитии в целом и в цифровизации в частности. Растущая конкурентоспособность технологически развитых компаний также влияет на оценки премии за сделку. В данной статье предпринята попытка исследовать теоретическую часть этих вопросов и эмпирически подтвердить культурное влияние конфуцианства и технологического развития на слияния и поглощения на основе базы данных 2677 трансграничных сделок, собранных с 1 января 2002 г. по 1 января 2021 г. для 10 растущих рынков Азии. В статье впервые рассматриваются в качестве объекта исследования стоимость сделки M&A и оценка компании в ходе сделки на примере глобального региона. Основные выводы, полученные в данной работе, подтверждают идею о том, что культурное сходство оказывает существенное влияние на стоимость сделки M&A, причем для культурно схожих стран эта стоимость снижается. Схожие ценности укрепляют доверие между людьми и защищают акционеров компании от дополнительных рисков. Это дает возможность политикам и хозяйствующим субъектам корректировать свои решения или обновлять понимание процессов, влияющих на экономику.

Ключевые слова: слияния и поглощения, премия за сделку, азиатские развивающиеся рынки, «азиатские тигры», конфуцианство, технологическое развитие, культурные особенности

Цитирование: Larchenko N., Ruzhanskaya L. (2023) Determinants of Mergers and Acquisitions in Emerging Asian Countries: Effects of Confucianism and Technological Development. *Journal of Corporate Finance Research*. 17(3): 28-42. <https://doi.org/10.17323/j.jcfr.2073-0438.17.3.2023.28-42>

The journal is an open access journal which means that everybody can read, download, copy, distribute, print, search, or link to the full texts of these articles in accordance with CC Licence type: Attribution 4.0 International (CC BY 4.0 <http://creativecommons.org/licenses/by/4.0/>).

Введение

В последние десятилетия в мире происходит значительное усиление глобализации. Международная торговля, транснациональные корпорации и иностранные инвестиции оказали серьезное влияние на экономический рост. На сегодня в деловой сфере глобализация стала повсеместным явлением. Однако в рамках более широкого спектра глобализации тенденции регионализации получают все большее распространение. Благодаря влиянию внутри региона и взаимосвязям между соседними странами происходит их группировка. В результате региональная динамика может не уступать по силе глобальной, что приводит к появлению «глокальных» образований, для которых характерны сильные экономические, культурные и политические связи.

Многие компании ведут свою деятельность за пределами локальных границ, перемещая товары, услуги и капитал по всему миру. В научных исследованиях значительное внимание уделяется трансграничным сделкам слияний и поглощений (M&A), при этом во многих работах данное явление изучают в различных группах стран. В то же время интересно исследовать сделки M&A, осуществляемые компаниями в рамках одного региона, чтобы понять, влияет ли однородная экономическая обстановка на сам процесс проведения и результаты этих сделок.

Среди таких региональных групп стран заметно выделяются развивающиеся экономики Азиатского региона. В последние годы сделки M&A с участием азиатских стран приобретают все большее значение. Согласно отчету McKinsey в 2021 г. в Азии произошел существенный рост в области сделок M&A, при этом количество сделок превысило показатели 2020 г. более чем на 20%. Средний размер сделки в Азии также вырос, и стоимость таких сделок в 2021 г. стала примерно на 40% выше, чем в 2019 г.¹ Такой подъем в области сделок M&A говорит об усиливающемся значении азиатских стран в мировой экономике, которые в настоящее время составляют 39% мирового ВВП².

Несмотря на существенные геополитические и финансовые трудности деятельность в области M&A в Азиатско-Тихоокеанском регионе в первой половине 2022 г. оставалась динамичной, составив 648 сделок на общую сумму 403 млрд долл. Заметное увеличение объема и стоимости сделок наряду с растущим вниманием к Азиатско-Тихоокеанскому региону свидетельствует о том, что компании данного региона эффективно используют сделки M&A для преобразования своего бизнеса. Китай, заключивший сделки M&A на общую сумму 144 млрд долл., лидировал в Азиатско-Тихоокеанском регионе в первой половине 2022 г., укрепив свои позиции как самого активного участника сделок M&A в регионе. Как следствие, сделки M&A с участием азиатских стран стали критически важными для компаний, стремящихся к росту и находящихся в поиске расширения в мировом масштабе³.

Более того, регион продемонстрировал впечатляющий рост, при этом у многих азиатских стран наблюдался се-

рьезный экономический подъем⁴. Страны Азии также находятся в авангарде инноваций. Многие развивающиеся азиатские экономики уже близки к мировому уровню в области инноваций либо достигли его⁵.

Страны данного региона образуют культурные группы, порождая глокальные образования. Под влиянием стран, входящих в эти группы, культуры данных групп демонстрируют общие характеристики и форматы. Конфуцианство – историческое основание этих регионов – возникло как мощная развивающая сила. Оно в существенной мере формирует динамику взаимоотношений и процессы взаимодействия, а также прививает чувство парадоксального равновесия. Однако известно, что потенциально конфуцианство различными способами препятствует креативности. Характеристиками «компаний, следующей конфуцианству», являются коллективизм, патернализм, аффекионизм, гармония и важность взаимоотношений. Одновременно с этим деловая этика китайского мира демонстрирует сочетание традиционных ценностей и западных идей.

Среди развивающихся азиатских рынков определенные страны выделяются как лидеры в технологическом развитии и цифровизации. По мере того, как компания достигает технологических высот, она становится все более привлекательной для иностранных инвесторов. При этом отечественные фирмы планируют расширение, чтобы реализовать свое стремление к росту. Чтобы проанализировать региональные характеристики сделок M&A, следует рассмотреть технологическое развитие и цифровизацию.

В настоящей работе проведено тщательное исследование теоретических аспектов, связанных с данными темами, с подтверждением культурного воздействия на сделки M&A при помощи эмпирических данных. Мы также провели глубокий анализ этических парадигм, охватывающих межличностную и деловую этику.

Основной задачей, решаемой в статье, является изучение культурного влияния конфуцианства на сделки M&A, этических вопросов и состояния цифровизации в Азиатском регионе. На практике данное исследование можно применить для выработки рекомендаций в области политики. Понимание того, каким образом конкретные факторы влияют на оценку компаний, приобретает решающее значение в деловой среде. Данный вопрос поставлен впервые в условиях относительно однородной деловой среды в крупном регионе развивающихся азиатских рынков. В то время как тема влияния цифровизации на технологическое развитие часто встречается в литературе, посвященной сделкам M&A, вопрос влияния конфуцианства на сделки M&A остается не полностью раскрытым. Таким образом, целью настоящего исследования является рассмотрение его влияния на стоимость сделок M&A и их премии, которые являются неотъемлемой частью общей стоимости компании. Кроме того, выявляются потенциальные пробелы в теории по данной проблематике.

¹ M&A Asia | McKinsey

² Asia GDP 2021 – StatisticsTimes.com

³ M&A Asia | EY

⁴ GDP Annual Growth Rate – Countries – List | Asia (tradingeconomics.com).

⁵ Asian Development Outlook (ADO) 2020: What Drives Innovation in Asia? | Asian Development Bank (adb.org).

Культурные особенности остаются многосторонней переменной даже в рамках сходных в культурном отношении регионов, где сохраняются небольшие различия. Однако в регионах с многочисленными сходными культурными элементами такие явления, как конфуцианство, могут оказывать глубокое объединяющее воздействие, определяя не только общие результаты, но и особые процессы принятия решений на уровне сделок. Другими словами, лица, участвующие в таких сделках, зачастую подсознательно действуют согласно моделям, закрепленным в сознании культурой. Общность ценностей вызывает доверие стейкхолдеров и защищает акционеров компании от дополнительных рисков.

Статья построена следующим образом. Она начинается с всестороннего анализа литературы с теоретическим обоснованием детерминант сделок M&A и особым акцентом на культурных особенностях и технологическом развитии растущих рынков Азии. Данный анализ служит основой для построения аналитической базы и выдвижения гипотез. Затем мы представляем и обсуждаем переменные нашей эмпирической модели как на уровне страны, так и на уровне компании. Наше исследование ситуации со сделками M&A на азиатском рынке на основе базы данных по 2677 трансграничным сделкам, собранным с 1 января 2002 г. по 1 января 2021 г., позволяет изучить, каким образом культурные, институциональные и экономические факторы, наряду с показателями цифровизации и инноваций на уровне страны и компании, связаны с общей стоимостью сделки – прокси для измерения реальной рыночной стоимости компании – и премии от приобретения, что связано с выявлением скрытой стоимости, мотивации руководства и т.д. Протестировав выдвинутые гипотезы, мы прояснили роль конфуцианства и технологического лидерства «азиатских тигров» в оценке стоимости компаний, приобретенных в течение анализируемого периода. Благодаря этому мы сделали вклад в более глубокое понимание детерминант сделок M&A и сложных взаимосвязей между компаниями в различных странах. В последних двух разделах представлены полученные результаты и связанные с ними ограничения, а также описана потенциальная возможность будущих исследований.

Базовая теория и выдвижение гипотез

Культурные аспекты сделок M&A

Переговоры как фундаментальный аспект ведения международной коммерческой деятельности зачастую напрямую зависят от преодоления трудностей, связанных с культурными различиями между странами. Обычно сделки M&A подразумевают премии M&A, которые представляют собой разницу между ценой, заплаченной за поглощаемую компанию в ходе слияния или поглощения, и оценочной рыночной стоимостью компании-мишени. Она составляет выплаченную поглощающей компанией сумму, на которую превышена справедливая стоимость всех идентифицируемых активов [1]. Пока нет определенных свидетельств наличия финансовых синергетических мотивов в сделках M&A [2], такие факторы, как выявление скрытой стоимости и мотивов руководства, кроме прочего, зачастую помогают включить премии в стоимость сделки.

Влияние культурных различий между странами, участвующими в сделке M&A, на данные премии является темой для обсуждения в литературе. Историческая и общественная среда определяет образ жизни людей, способы коммуникации и ведения коммерческой деятельности. Данные факторы неизменно воздействуют на сделки M&A, поскольку лица, которые совместно формируют культурную базу, управляют такими компаниями, работают в них и, наконец, участвуют в переговорах в ходе сделок M&A. Однако взаимосвязь между культурными факторами и сделками M&A имеет свои тонкости. Зависимость между культурными различиями и целевыми премиями асимметрична, при этом если участники сделки хорошо друг друга знают, это дает поправку на культурные особенности [3]. В целом коллективистские акционеры стремятся к более низким премиям [4]. При M&A коллективистские акционеры склонны требовать более низкие премии по сравнению с индивидуальными акционерами. Их мотивацией является успех группы в переговорах, и они с большей вероятностью задумаются о благополучии остальных стейкхолдеров. Таким образом, коллективистские акционеры с большей вероятностью отдадут приоритет целям компании-мишени и могут даже поступиться своими интересами, чтобы защитить общие интересы компании-мишени. Их поведение также часто обусловлено стремлением избежать конфронтации и сохранить гармонию в ходе переговоров. Коллективистские участники переговоров также более склонны к модели группового, а не индивидуального принятия решений, что соответствует интересам большинства акционеров и решает вопросы, вызывающие их озабоченность. Данные причины тесно связаны с установками конфуцианства, которые мы обсудим ниже. Таким образом, установлено, что культурная схожесть уменьшает стоимость сделок M&A. Все приверженные конфуцианству страны должны демонстрировать картину, схожую с Китаем благодаря их общему культурному наследию. В то же время другие культурные факторы могут спровоцировать конфликт интересов на различных этапах сделок M&A.

Конфуцианство и его воздействие на операционную деятельность

Культурная среда Восточной Азии, известная как китайский мир, включает Большой Китай, Японию, Корею и Вьетнам. Исторически торговые связи и господствующее положение Имперского Китая в регионе содействовали взаимодействию стран китайского мира, которые оказались связаны сильными идеологическими и культурными корнями, включая конфуцианство, буддизм и даосизм.

Однако под влиянием глобализации китайский мир сместился в сторону культурной регионализации. Границы между странами стираются, поскольку растут потоки товаров и услуг. Даже поведение потребителей развивается в более «глобальном» направлении, разрушая государственные границы. Отличительной чертой китайского мира является то, что эти процессы, в первую очередь, внутрирегиональные, даже учитывая то, что границы остаются изменчивыми. Как в любом регионе, историческая среда и общественные факторы оказали глубокое влияние на образ жизни, способы коммуникации и ведения бизнеса. Все эти элементы неизбежно воздействуют на сделки M&A, потому что люди, формирующие культурное основание, управляют этими компаниями, работают в них и участвуют в процессе переговоров в ходе сделок M&A.

Конфуцианство содействует отношениям сотрудничества между отдельными лицами, делая акцент на заботе о других людях и гармонии в группе. Однако в то же время оно препятствует инновациям и личной инициативе [5]. В основе конфуцианских социальных отношений лежат следующие особые концепции:

- 1) Золотая середина: поиск баланса и нахождение взаимоприемлемых решений в конфликтах.
- 2) Щедрость и добродетель: доброе и справедливое отношение к другим людям с целью увеличения общего благосостояния.
- 3) Гармония: недопущение конфронтации как оптимальное решение.
- 4) Терпимость, благопристойность и почтительное отношение: основные принципы социальных норм и нравственных устоев.
- 5) Почитание вышестоящих: ключ к пониманию отношений между руководством и подчиненными.
- 6) Свобода действий для самосохранения: невмешательство в дела других людей.
- 7) Стремление угодить вышестоящим: демонстрация уважения, покорности и преданности, чтобы доказать свою верность.

Более ранние исследования указывают на то, что эти основные принципы в странах Азии в разной степени оказывают влияние на процесс коммуникации. С точки зрения факторов, воздействующих на стоимость компании, выявлено, что конфуцианство оказывает отрицательное влияние на креативность и инновации [6]. Оно противоречит креативности из-за таких факторов, как беспрекословное подчинение, авторитарные взаимоотношения, особый акцент на смирении и послушании и т.д. Независимо от применяемых методов креативности или индивидуально-уровня креативности конфуцианство имеет тенденцию препятствовать креативности [7]. Инновации сталкиваются с препятствиями на всех этапах, от личных отношений до корпоративной социальной ответственности и коммерческой деятельности. Особенно конфуцианство в значительной мере связано с низкими уровнями инноваций. Более того, контролируемые государством фирмы в намного большей степени следуют конфуцианскому мышлению [8]. Недавние исследования также подтверждают влияние конфуцианства на финансовые результаты компании. Конфуцианство узаконивает стремление к прибыли в компаниях, тем самым улучшая финансовые результаты компании. Конфуцианство также может существенно повысить эффективность механизмов управления, при этом уменьшив незначительный вклад механизмов стимулирования в финансовые результаты [9].

Разработка ИКТ под влиянием конфуцианства

Исследователи обнаружили связь между информационно-коммуникационными технологиями (ИКТ) и финансовыми результатами фирмы путем различных механизмов, включая увеличение производительности [10; 11], подъем эффективности [12] и общие финансовые результаты [13]. Обычно ИКТ повышают стоимость путем экономии на издержках, увеличения дохода и новых возможностей роста

[14]. Предыдущие исследования показали, что как высокий, так и низкий уровень цифровизации промышленности имеет последствия для инновационного процесса, который следует за сделкой M&A, при этом эффект более заметен в компаниях с «низкой» цифровизацией из-за обязательного внедрения технологических условий [15]. Технологии позволяют провести более точную оценку сделок, и их внедрение усиливает прозрачность финансовых результатов, полученных после сделки, указывая на то, что премии от сделки должны снижаться под влиянием технологического развития в странах, где популярно конфуцианство.

В первую очередь, наш анализ сосредоточен на странах Азиатско-Тихоокеанского региона, отвечающих критериям стран с развивающейся экономикой, включая Китай, Индию, Индонезию, Корею, Малайзию, Филиппины, Тайвань и Таиланд. Дополнительно в выборку входят четыре «азиатских тигра», занимающие уникальную позицию в регионе. Кроме того, Малайзия, Таиланд, Филиппины и Индонезия, которых часто называют «экономическими тигрятами», с 1950-х гг. показали устойчивый рост, хотя и с меньшей скоростью, чем «четыре азиатских тигра» [16]. Эти страны продемонстрировали очевидные характеристики развития, которым присущ высокий уровень цифровизации наряду со стабильным экономическим ростом⁶. Синергия между цифровизацией и культурным доминированием в данных странах, имеющая место в последние годы, может привести к более высокой оценке компаний.

При учете разнопланового влияния конфуцианства и динамичности развития региона, для которого характерен существенный инновационный рост с присутствием цифрового компонента, настоящее исследование изучает воздействие конфуцианства и цифровизации на премии M&A как элемента стоимости компании. На основе рассмотренной литературы мы выдвигаем следующие гипотезы.

H1: Компании, имеющие основанную на конфуцианстве связь, тяготеют к снижению премий по сделкам M&A по причине более равноправной оценки бизнеса, осуществляемой под влиянием конфуцианских ценностей.

H2: Успешное внедрение современных технологий приводит к уменьшению премий по сделкам M&A и более точной оценке.

H3: Покупатели выше оценивают компании-мишени из стран-«тигров».

Методология

Как и в предыдущих исследованиях, зависимой переменной в настоящей работе выбрана общая стоимость сделки, которая служит прокси для измерения реальной стоимости (или рыночной стоимости) компании. Она включает премии за приобретение, связанные с такими факторами, как выявление скрытой стоимости и мотивов руководства [2; 17].

Факторы на уровне компании

Для объяснения гетерогенности компаний, участвующих в сделках M&A, и характеристик особых сделок в модель включено несколько переменных на уровне компании, как показано в Таблице 1.

⁶ Digital development | Worldbank

Таблица 1. Факторы на уровне компании

Переменная	Описание	Ед. измерения	Источник
Год сделки	Год, в котором объявлена сделка	–	S&P Capital IQ
Возраст компании-мишени [18]	Разница между годом основания компании-мишени и годом сделки	–	Расчеты основаны на данных S&P Capital IQ
Желаемый процент [19]	Приобретаемый в результате сделки процент или доля акций компании-мишени, которую покупатель намерен приобрести	%	S&P Capital IQ
Чистый доход компании-мишени (логарифм) [18; 20–25]	Чистый доход компании-мишени/эмитента на момент объявления, историческое значение. В эконометрическом анализе используются логарифмические значения	Млн долл.	S&P Capital IQ
Совокупный собственный капитал компании-мишени (логарифм)	Совокупный собственный капитал компании-мишени/эмитента на момент объявления, историческое значение. В эконометрическом анализе используются логарифмические значения	Млн долл.	S&P Capital IQ
Коды отрасли [26; 27]	Дамми переменная для оценки отрасли, к которой принадлежат участники сделки. Если компании входят в одну и ту же группу по двум цифрам кода отрасли (SIC), им присваивается значение 1, в противном случае – 0	Дамми	Расчеты основаны на данных S&P Capital IQ

Факторы на уровне компании

1. Индекс сетевой готовности (ИСГ): ИСГ, представленный в 2002 г., предусматривает ориентированную на будущее и всеобъемлющую концепцию применения ИКТ в рамках национальных экономик. Руководители из государственного и частного секторов часто упоминают ИСГ, а многие страны используют его для разработки стратегий ИКТ [28]. Он измеряет достижения стран в области цифровизации и может служить в качестве метрики для оценки влияния на сделки M&A. В то время как различные переменные в рамках ИСГ воздействуют на сделки по-разному, составной ИСГ может предложить ценную информацию, несмотря на ограничения, предлагаемые в работе Д. Сильвы с соавт. [30].

2. Культурная дистанция: чтобы измерить культурные различия между странами, применены культурные измерения Хофстеде [18; 30–33]. Культурные компоненты рассчитаны на основе методологии составного индекса культуры (СИК), разработанного Х. Еганехом [35]. Учитывая, что на данный момент существует шесть измерений Хофстеде, для расчета СИК использована модификация типологии культурных измерений Хофстеде, предложенная Д. Роем [36] и основанная на анализе измерений Хофстеде по 64 странам.

3. Географическое расстояние: в похожих исследованиях рассматривали расстояние между странами и его влияние на торговлю и инвестиции [31; 36].

4. Компонент рыночной капитализации: данный компонент определяется как отношение рыночной капитализации страны к ее ВВП. Его использовали в предыдущих исследованиях [37; 38] для измерения мотивов выхода на внешние рынки, и он дает понимание размера и ликвидности финансового рынка, воздействующего на способность компании привлекать финансовый капитал и способству-

ющего инвестициям. В настоящей работе актуальны мотивы выхода на внешние рынки – компонент эклектической парадигмы (структура OLI) [39]. Согласно данной структуре все сделки оцениваются, чтобы определить, являются ли они более прибыльными, чем инвестиции на внутреннем рынке [40]. Показано, что мотивы выхода на внешние рынки и подобные им факторы влияют на прямые иностранные инвестиции (ПИИ) в Азиатском регионе [41]. Хотя данный эффект зависит от спецификации модели, авторы пришли к выводу, что он в целом положительный и существенный.

5. Экономическое расстояние: данный индекс измеряет разницу в экономическом положении между двумя странами [18]. В него входят такие факторы, как ВВП на душу населения, дефлятор ВВП, а также экспорт и импорт в процентах от ВВП. Производство этих компонентов служит мерой экономического положения, а разница между странами предоставляет информацию об экономическом расстоянии между ними. Экономическое расстояние может помочь в принятии решений по сделкам с высоким риском [30].

6. Индекс экономической свободы: экономическая свобода является значительным фактором для привлечения ПИИ. Она связана с сильными институтами, верховенством закона, защитой собственности, правосудием и эффективной работой полиции [42]. Индекс экономической свободы, включающий различные факторы в более ранних исследованиях, имел положительную связь с рентабельностью продаж и стоимостью компании [18; 43–45].

7. Индекс восприятия коррупции: высокий уровень коррупции может препятствовать заключению сделок, усиливая непрозрачность действий местной бюрократии и увеличивая стоимость ведения бизнеса [46–48]. Однако отрицательное влияние коррупции снижается в странах, популярных для ПИИ, это явление известно как «эффект руки помощи» [31].

Сделки на основе конфуцианства

Поскольку мы уделяем внимание анализу влияния конфуцианства, важно определить страны, находящиеся под воздействием ценностей конфуцианства. Согласно культурной карте мира Инглхарт – Вельцеля к странам, приверженным конфуцианству, относятся Китай, Тайвань, Гонконг, Южная Корея, а также Сингапур из-за сильного влияния на него китайской идеологии [49]. Ожидается влияние на эти страны обширного синдрома четко определяе-

мых ценностных ориентиров, связанных с социально-экономическим развитием [50]. Чтобы измерить воздействие конфуцианства, добавлены две дамми переменные: «сделка на основе конфуцианства» (Confucianism Deal), к которой относятся только сделки между странами, приверженными конфуцианству, и «конфуцианство в целом» (Confucianism All), которая принимает во внимание общий эффект от сделок, в которых участвует, как минимум, одна компания, следующая конфуцианским ценностям (Таблица 2).

Таблица 2. Прочие переменные

Переменная	Описание	Ед. измерения	Источник
Рост ВВП [51; 52]	Годовой темп роста ВВП в процентах по рыночным ценам без учета изменения курса национальной валюты по отношению к другой валюте	%	GlobalData
Реальная процентная ставка	Процентная ставка по кредитам, скорректированная на инфляцию, определяемая дефлятором ВВП	%	GlobalData
Патенты	Сумма патентов резидентов и нерезидентов	–	WorldBank
Тигры	Дамми переменная для компаний-мишеней, чтобы определить, принадлежат ли они к списку стран-«тигров»	Дамми	-

Обоснование модели

Модель со случайными эффектами применяется в качестве эконометрического инструмента. Явная иерархическая модель, как описано в [53], может быть связана с представлением пространств состояний, в котором наблюдения в системе моделируются индивидуально. В модели со случайными эффектами каждый уровень моделируется как случайная переменная, возникающая из основного процесса или распределения [54].

В модели со случайными эффектами предполагается, что объясняющие переменные имеют прочную связь с переменной отклика во всех наблюдениях, хотя эти эффекты в различных наблюдениях могут быть разными. Стандартные ошибки могут быть значительными для фиксированных эффектов, в то время как случайные эффекты допускают оценку эффектов для независимых от времени переменных. Модели со случайными эффектами можно оценить при помощи обобщенного метода наименьших квадратов [55; 56].

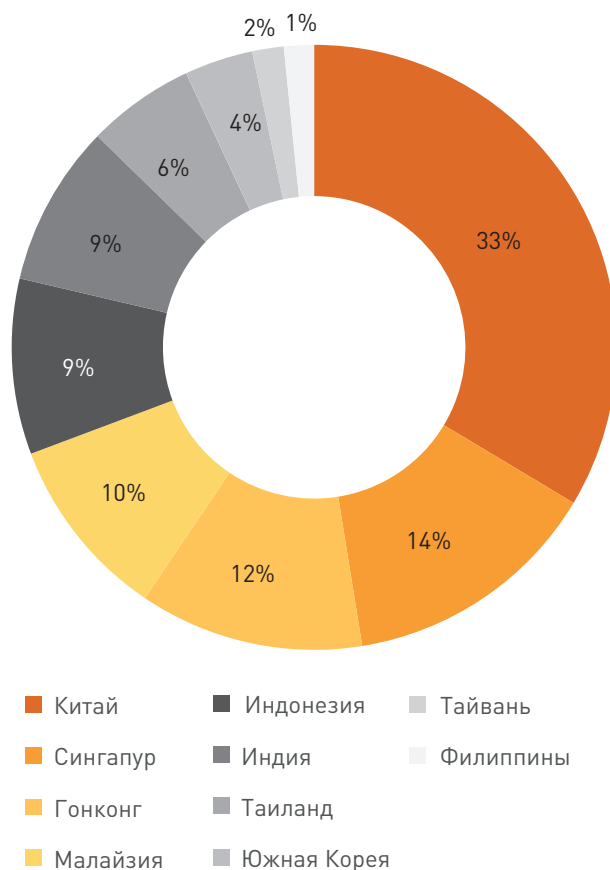
Результаты построения моделей

Описание набора данных

В набор данных входят все завершённые трансграничные сделки M&A между компаниями из стран, вошедших в выборку, с 1 января 2002 г. по 1 января 2021 г. Следует отметить, что примерно в одной трети сделок из выборки участвовал Китай, и еще в одной трети – четыре «азиатских тигра» первой волны (Рисунок 1).

С точки зрения отраслей компании, участвовавшие в сделках, относятся к различным секторам. Наиболее распространенными направлениями сделок M&A являются промышленность, потребительский сектор и ИТ, хотя присутствуют сделки из всех основных отраслей, как показано на Рисунке 2.

Рисунок 1. Сделки с разбивкой по странам



В течение этого периода заключено 2677 сделок со средней стоимостью сделки 165 млн долл. В среднем покупатели приобрели долю в 55% в компаниях-мишенях. Дополнительная описательная статистика приведена в Таблице 3.

Рисунок 2. Разбивка по отраслям

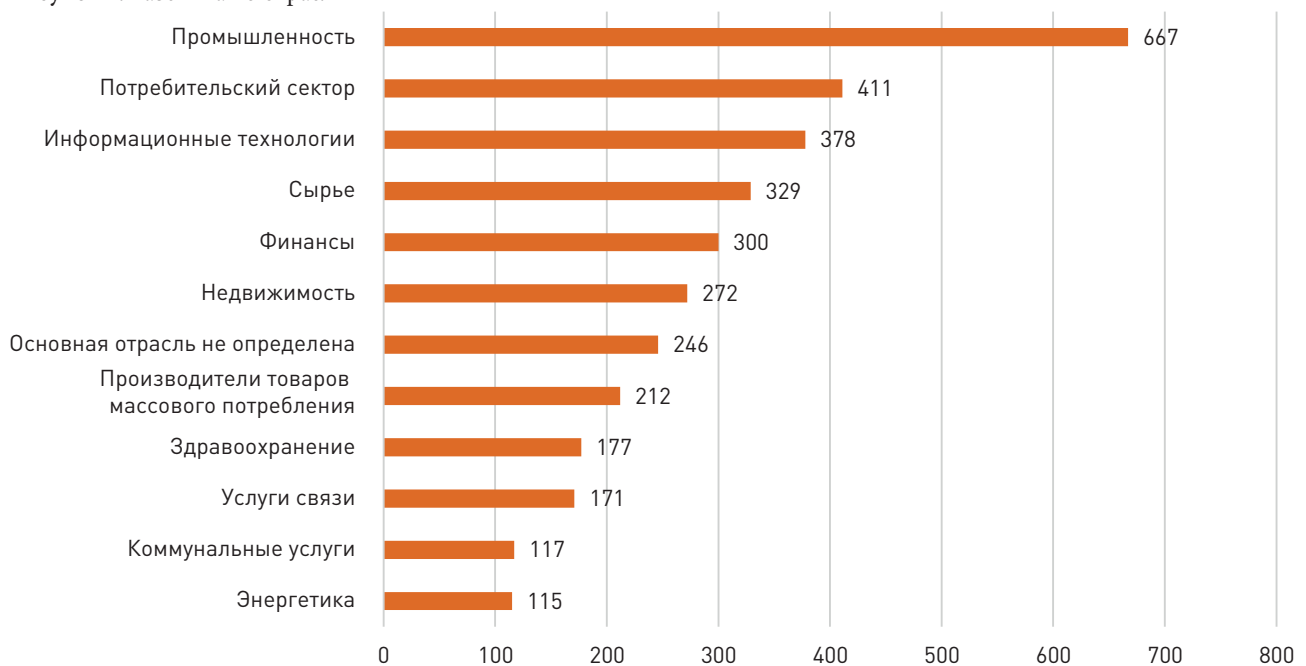


Таблица 3. Описательная статистика

Переменная	Набл.	Среднее значение	Станд. отклон.	Мин.	Макс.
Микроиндикаторы					
Общая стоимость сделки	2677	165.14	1152.52	0.001	35 110.44
Искомый %	2640	55.06	35.42	0.002	100
Чистый доход компании-мишени (логарифм)	1171	1.49	2.48	-6.91	10.15
Совокупный собственный капитал компании-мишени (логарифм)	1157	3.35	2.64	-5.81	11.71
Возраст компании-мишени	2677	13.22	21.04	0	444
Размер	817	5.21	2.38	0.01	14.43
Индексы					
ИВК (индекс восприятия коррупции)	2677	50.46	21.22	19	94
ИЭС (индекс экономической свободы)	2677	65.99	14.76	51	90.2
ИСГ (индекс сетевой готовности)	2677	62.22	11.33	32.6	86.23
Компонент рыночной капитализации	2677	65 781.53	130 885.5	141.35	652 587.4
Культурная дистанция	2677	0.18	0.13	0	0.5
Географическое расстояние	2677	1.87	1.47	0	5.27
Экономическое расстояние	2677	4.25	2.26	0	6.43
Макроиндикаторы					
Патент	2677	251 302.2	412 920.4	1873	1 542 002
Рост ВВП	2677	6.37	3.04	0.12	14.53
Реальная процентная ставка	2677	3.40	2.15	0.03	12.32

Таблица 4. Матрица корреляции (Часть)

		1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	14	15	16
Размер	1	1.00															
Конфуцианство	2	0.04	1.00														
Confucianism_all	3	-0.04	0.40	1.00													
Рост ВВП	4	-0.02	0.21	0.11	1.00												
ИБК	5	-0.01	0.13	0.24	-0.33	1.00											
ИЭК	6	0.00	0.01	0.15	-0.50	0.94	1.00										
Патент	7	0.04	0.49	0.19	0.23	-0.32	-0.45	1.00									
ИСГ	8	-0.05	0.10	0.21	-0.28	0.57	0.58	-0.15	1.00								
Культурная дистанция	9	-0.01	0.30	0.37	0.22	-0.12	-0.19	0.23	0.03	1.00							
Географическое расстояние	10	0.01	0.16	0.24	0.18	-0.13	-0.17	0.11	-0.13	0.60	1.00						
Прямые связи	11	-0.01	0.04	0.00	0.02	-0.10	-0.10	0.13	-0.07	-0.22	-0.71	1.00					
Компонент рыночной капитализации	12	0.04	0.22	0.15	-0.34	0.67	0.74	-0.27	0.46	-0.12	-0.05	-0.11	1.00				
«Тигры»	13	0.01	0.21	0.21	-0.40	0.92	0.91	-0.35	0.56	-0.07	-0.08	-0.16	0.70	1.00			
Общая стоимость сделки (логарифм)	14	0.66	0.13	-0.02	-0.01	0.03	0.01	0.09	0.00	0.00	-0.01	0.00	0.05	0.05	1.00		
Чистый доход компании-мишени (логарифм)	15	0.83	-0.03	-0.05	-0.10	-0.01	0.01	-0.02	-0.05	-0.05	0.01	-0.05	0.01	0.01	0.58	1.00	
Совокупный собственный капитал компании-мишени (логарифм)	16	0.92	-0.01	-0.06	-0.08	-0.04	-0.02	0.02	-0.06	-0.03	0.03	-0.07	-0.05	-0.01	0.72	0.81	1.00

Корреляционный анализ детерминант сделок M&A

В Таблице 4 показана существенная положительная корреляция между размером (и натуральным логарифмом активов) и натуральными логарифмами стоимости сделки, стоимости собственного капитала и чистой прибыли. Эта корреляция логична, поскольку инвесторы в сделке M&A, в первую очередь, платят за активы компании-мишени. Стоимость сделки не может быть ниже стоимости активов компании, потому что это противоречит фундаментальной теории фирмы. Теория фирмы, уходящая корнями в неоклассическую экономическую теорию, утверждает, что фирмы ведут свою деятельность с целью максимально увеличить прибыль [57]. Для этого они получают точную информацию о цене и спросе на продукцию на рынке и оптимизируют распределение ресурсов. В данном контексте инвестиции представляют собой распределение ресурсов, а результатом любой сделки, в идеале, должно быть максимальное увеличение прибыли. Производственные активы представляют ценность для компании, потому что их используют для изготовления товаров, финансирования деятельности компании и увеличения роста. Однако на окончательную стоимость сделки также влияют другие факторы, включая различную

оценку с точки зрения покупателей и продавцов, а также скрытые стимулы заплатить больше (премия по сделке). Учитывая данную корреляцию, в итоговую модель входят логарифмические значения чистой прибыли и собственного капитала.

Как указано ранее, между индексом восприятия коррупции (ИВК) и индексом экономической свободы (ИЭС) наблюдалась сильная корреляция. Последующий анализ показал, что причиной такой сильной корреляции стало использование индекса восприятия коррупции (ИВК) в качестве источника информации для расчета индекса экономической свободы (ИЭС). Следовательно, индекс экономической свободы был включен в модель, в то время как индекс восприятия коррупции в нее не вошел. Предпочтение отдали индексу экономической свободы, потому что он дает более полное описание экономической среды на уровне страны, что может быть принципиально важно для анализа детерминант сделок M&A.

Компонент рыночной капитализации, измеренный в соответствии с ВВП, также показал высокую корреляцию с индексами ИВК и ИЭС. Поскольку связь была схожа, мы предположили, что существует тенденция присваивать более высокие рейтинги по данным индексам странам с высокой рыночной капитализацией.

Полученные эмпирические данные эконометрического анализа

Таблица 5. Результаты эконометрического моделирования

Переменные	Все	На основе собств. капитала	Оба	Без %
Чистый доход компании-мишени (логарифм)	0.2*** (0.04)		0.2*** (0.04)	0.15*** (0.03)
Совокупный собственный капитал компании-мишени (логарифм)	0.69*** (0.05)	0.86*** (0.05)	0.69*** (0.05)	0.59*** (0.05)
Конфуцианство	-0.28*** (0.09)	-0.3*** (0.09)	-0.26*** (0.09)	0.29*** (0.05)
Confucianism_all	0.12 (0.17)	0.04 (0.18)	0.07 (0.18)	-0.12 (0.23)
Log_NRI	-0.17 (0.21)	-0.07 (0.27)	-0.09 (0.21)	
Индекс сетевой готовности (ИСГ)				-0.001 (0.003)
Желаемый процент	0.03*** (0.003)	0.03*** (0.003)	0.03*** (0.003)	
«Тигры»	0.66*** (0.09)	0.57*** (0.16)	0.52*** (0.12)	
Сходство кода отрасли (SIC)	0.13 (0.08)	0.08 (0.06)	0.14 (0.09)	0.28** (0.14)
Год	0.01 (0.01)	0.003 (0.006)	0.01 (0.009)	-0.02* (0.01)
Возраст компании-мишени	-0.003 (0.002)	-0.001 (0.003)	-0.003 (0.002)	-0.01** (0.002)
Патент	3.09e-07** (1.45e-07)	2.64e-07** (1.14e-07)	2.23e-07** (1.02e-07)	2.49e-07*** (6.77e-08)
Экономическое расстояние	-0.03* (0.01)	-0.05* (0.01)	-0.03* (0.01)	-0.05* (0.01)
Компонент рыночной капитализации	2.74e-07 (2.46e-07)	1.04e-06* (1.74e-07)	4.31e-07* (2.39e-07)	1.29e-06* (3.62e-07)
Индекс экономической свободы (ИЭС)	0.003 (0.01)	-0.02** (0.008)	-0.01 (0.008)	0.005* (0.003)
Географическое расстояние	0.01 (0.02)	0.05* (0.02)	0.03** (0.01)	0.02 (0.05)
Культурная дистанция	0.14 (0.33)	0.24 (0.36)	0.15 (0.31)	-0.16 (0.53)
Прямые связи		0.16 (0.12)	0.07 (0.11)	
Константа	-23.86 (26.32)	-5.43 (13.53)	-22.82 (19.70)	40.60* (23.15)
Количество наблюдений	960	1,145	960	972

Переменные	Все	На основе собств. капитала	Оба	Без %
№ страны	10	10	10	10
Внутри	0.6547	0.6657	0.6534	0.4717
Между	0.9031	0.8898	0.9357	0.8600
Всего	0.6591	0.6691	0.6581	0.4786

В изначальную модель входили все переменные, которые мы считали влияющими на стоимость компании. Однако некоторые переменные оказались несущественными и были впоследствии исключены из модели. В частности, рост ВВП и реальная процентная ставка (РПС) были исключены из-за их избыточной связи с другими переменными, а именно, индекс экономической свободы (ИЭС). Также был исключен индекс восприятия коррупции (ИВК) из-за его включенности в ИЭС.

Основные переменные модели оказались существенными. Проверка робастности была проведена на данных в модели со «всеми» переменными. По результатам теста фактора инфляции дисперсии (VIF) мультиколлинеарность данных не выявлена, за исключением ИВК и ИЭС, что подтвердило верность решения об исключении ИВК. Гетероскедастичность обнаружена при помощи теста Бройша – Пэгана, и чтобы решить эту задачу, ошибки сгруппировали по странам. Группировка ошибок по странам обоснована сходством социально-экономической среды в наблюдениях, вошедших в группы, что потенциально увеличивает статистическую мощность модели. Более того, статистическая мощность имеет предрасположенность к росту как при увеличении количества групп, так и при увеличении количества субъектов в группе [58].

Как и предполагалось, переменные финансовых результатов компании значительно увеличили стоимость компании. Среди факторов на уровне страны количество патентов показало существенное положительное влияние на стоимость сделки. Это соответствует теоретически прогнозируемым результатам, поскольку большее количество патентов свидетельствует о более высоком технологическом развитии страны.

Однако индекс сетевой готовности (ИСГ) не дал значительных результатов, соответственно, Гипотеза 2 отвергается. Следует отметить, что ИСГ измеряет только общее влияние и может иметь слишком широкий охват, чтобы дать значительные результаты. Поэтому рекомендуется дальнейшее исследование с акцентом на разбивку ИСГ на подкомпоненты.

Что касается культурной дистанции, измеряемой при помощи культурных измерений Хофстеде и объясняющей культурные различия между странами в одном и том же регионе, существенного влияния не обнаружено. Такое отсутствие существенного влияния можно объяснить культурным сходством между странами региона с тесными связями, которое приводит к незначительной культурной дистанции. Теоретически это частично подтверждает Гипотезу 1.

Как прямое подтверждение Гипотезы 1 сделки с участием последователей конфуцианства показали отрицательное и существенное влияние на стоимость сделки, что подтверждает предположение гипотезы о том, что конфуцианство оказывает влияние на премии по сделке. Кроме того, сделки с участием компаний из «азиатских тигров» имели намного более высокую стоимость. Это указывает на то,

что компании, ведущие деятельность в высокоразвитой среде с доступом к передовым технологиям, получают более высокую оценку. Существует вероятность, что географическое положение и структура производства, включая высокотехнологичное производство и финансы, способствуют получению таких результатов, что подтверждает Гипотезу 3.

Модель «без %», которая исключает сумму «приобретения покупателем», исходит из полного приобретения. В то время как в данной модели знаки перед переменными могут меняться, они остаются значительными. (Мы объясняем это существенностью постоянного коэффициента.) Это подчеркивает устойчивость результатов.

Гипотеза 2 не подтвердилась, что является основанием для дальнейшего изучения аспекта цифровизации.

Обсуждение и практическая значимость

Результаты настоящего анализа имеют важное значение для политиков и компаний, участвующих в трансграничных сделках M&A.

Подтверждение в работе Гипотезы 1 свидетельствует о том, что компании, связанные ценностями конфуцианства, склонны снижать премии по сделкам M&A и оценивать бизнес более справедливо под влиянием таких ценностей. Это подчеркивает важность рассмотрения культурных факторов в процессах сделок M&A. Политики могут использовать эту ценную информацию для разработки политики продвижения трансграничных сделок M&A между культурно схожими компаниями, поощряя более справедливые сделки и совершенствуя процесс переговоров.

Гипотеза 3, которая утверждает, что покупатели склонны выше оценивать компании-мишени из «азиатских тигров», указывает на то, что эти рынки привлекательны для инвестиций. Несмотря на то, что обратный эффект не изучен в настоящей работе, очевидно, что инвестиции из этих стран также весьма привлекательны. Понимание этих аспектов вместе с другими эффектами, несомненно, будет полезно для всех стейкхолдеров.

Политики и регулирующие органы могут также использовать информацию о процессе оценки и ценообразовании, чтобы избежать переплаты в сделках M&A и снизить риск разрушающего поглощения компаний [34; 59–62]. Культурное сходство, такое как конфуцианство, гарантирует, что все стороны будут действовать по одной схеме. Четкое общее видение помогает снизить риски, уменьшить стоимость сделки и премию сделки.

Выводы

В настоящей работе приведено всестороннее исследование факторов, которые влияют на сделки M&A. Ее отличительной чертой является анализ влияния общей культурной

среды компаний, участвующих в сделке, с особым вниманием к конфуцианству. Согласно существующей литературе, ведение бизнеса связано с культурными характеристиками. Влияние культуры на ведение бизнеса становится особенно очевидным в особых географических регионах, таких как китайский мир. В этом регионе страны формируют культурные группы, по сути, создавая «глокальные» культурные образования. У стран в таких культурных группах есть общие характеристики, которые развиваются с каждым поколением. В современной истории такие явления, как корейская волна или Халлю, оказали существенное воздействие на китайский мир, деловую этику которого можно описать как сочетание традиционных ценностей и западных идеалов.

Культурное влияние на сделки асимметрично, что ведет к скидкам в дополнение к другим эффектам. Личные склонности, на которые влияет культура, особенно в коллективистских странах, могут привести к снижению размера премий. Культурное сходство сторон, участвующих в сделках, способствует уменьшению общей стоимости сделок M&A.

Развитие информационно-коммуникационных технологий (ИКТ) привело к снижению затрат, увеличению производительности и новым возможностям роста. Развитие высоких технологий способствует инновационным процессам после сделки. Однако лишь развитие технологий не является гарантией их эффективного применения. Эмпирические результаты подтверждают наше предположение, при этом дальнейшее тщательное исследование данных тем может дать существенные результаты.

В настоящем исследовании рассмотрено три ключевых вопроса. Во-первых, оно изучает влияние конфуцианства на стоимость сделок M&A и премий. Стоимость сделок M&A и премии обычно уменьшается, когда стороны принадлежат к одинаковой культурной среде, что способствует снижению рисков, связанных с культурными различиями. Общее видение основных вопросов часто обеспечивает положительные перспективы для новых бизнес-структур. Во-вторых, из-за специфики региона возникли вопросы внедрения технологий (или цифровизации) в Азиатском регионе. Технологии обеспечивают более прозрачную оценку сделок и финансовых результатов после сделок, что теоретически должно привести к снижению премий по сделкам. Однако эмпирические исследования не подтверждают данную гипотезу, вероятно, из-за общего характера независимых переменных, что указывает на необходимость измерения индекса сетевой готовности по разным шкалам, разделив его на компоненты. В-третьих, кроме влияния конфуцианства, мы изучаем, оказывают ли определенные страны уникальное воздействие на сделки. Независимо от их размера определенные страны могут влиять на культуру китайского мира, например, Южная Корея. Эти страны часто называют «тиграми». Они имеют общую среду в виде конфуцианских ценностей, что в сочетании с культурным доминированием может поднять оценку компаний из таких государств. Компании из стран «тигров» обычно получают более высокую оценку, возможно, благодаря таким факторам, как экономическая структура, технический прогресс или географические аспекты.

Выводы настоящего исследования дают новую ценную информацию, позволяющую политикам и компаниям корректировать свои решения или получить новое представление о факторах, влияющих на экономику. Культурная

самобытность – это комплексная переменная, а различия существуют даже в культурно сходных регионах. Если культуры стран – участников сделки схожи, такие элементы, как конфуцианство, могут далее углубить культурные связи и повлиять на решения как на общем уровне, так и на уровне сделки. Подобные ценности повышают доверие сторон и защищают интересы акционеров компании, снижая дополнительные риски.

Наше исследование делает вклад в существующую литературу, изучив совместное воздействие цифровизации и культуры на премии сделок. В отличие от предыдущих исследований, которые измеряли культуру в широком смысле, оценивая культурное сходство или различия между сторонами сделки, либо использовали культурные измерения в качестве прокси культурных различий [4], мы уделяем особое внимание исключительной роли общей культурной среды, уходящей корнями в конфуцианство. Более того, в противоположность тем исследованиям, которые изучали влияние конфуцианства на результаты инноваций [6] или отрицательную связь между конфуцианством и креативностью [7], данная работа непосредственно исследует, каким образом конфуцианство влияет на премии по сделкам с точки зрения цифровизации.

Важно отметить, что у настоящего исследования имеются определенные ограничения, свидетельствующие о возможности дальнейших исследований. Размер выборки был уменьшен из-за ограничений, связанных с доступностью данных. Кроме того, метрика, примененная для измерения цифровизации, может быть неточной, а в результате повышения ее точности данное явление можно представить более достоверно. Последующие исследования могут устранить эти ограничения, увеличив количество источников данных и разработав более точное средство измерения цифровизации, что повысит достоверность, обобщаемость и количество потенциальной ценной информации в полученных результатах.

Список литературы

1. CFI Team. *Acquisition Premium*. CFI Educ; 2022. URL: <https://corporatefinanceinstitute.com/resources/knowledge/deals/acquisition-premium/> (accessed 25.05.2022).
2. Smith K.V. Comment: A Financial Analysis of Acquisition and Merger Premiums. *The Journal of Financial and Quantitative Analysis*. 1973;8(2):159-162. <https://doi.org/10.2307/2330008>
3. Lim J., Makhija A.K., Shenkar O. The asymmetric relationship between national cultural distance and target premiums in cross-border M&A. *Journal of Corporate Finance*. 2016;41:542–571. <https://doi.org/10.1016/j.jcorpfin.2016.07.007>
4. Wen R. Who asks for higher merger and acquisition premiums? The perspective of national collectivism. *China Journal of Accounting Studies*. 2017;5(2):196–210. <https://doi.org/10.1080/21697213.2017.1339431>
5. Yum J.O. The impact of confucianism on interpersonal relationships and communication patterns in East Asia. *Communication Monographs*. 1988;55(4):374–388. <https://doi.org/10.1080/03637758809376178>

6. Chen G.M., Chung J. The impact of confucianism on organizational communication. *Communication Quarterly*. 1994;42(2):93–105. <https://doi.org/10.1080/01463379409369919>
7. Kim K.H. Exploring the interactions between Asian culture (Confucianism) and creativity. *Journal of Creative Behavior*. 2007;41(1):28–53. <https://doi.org/10.1002/J.2162-6057.2007.TB01280.X>
8. Feng X., Jin Z., Johansson A.C. How beliefs influence behaviour: Confucianism and innovation in China. *Economics of Transition and Institutional Change*. 2021;29(3):501–525. <https://doi.org/10.1111/ecot.12277>
9. Wang L., Zhang Y., Wang L.N., et al. Confucianism and Firm Performance. *Frontiers in Physics*. 2020;8:319. <https://doi.org/10.3389/fphy.2020.00319>
10. Skorupinska A., Torrent-Sellens J. ICT, Innovation and Productivity: Evidence Based on Eastern European Manufacturing Companies. *Journal of the Knowledge Economy*. 2017;8:768–788. <https://doi.org/10.1007/s13132-016-0441-1>
11. Albiman M.M., Sulong Z. The linear and non-linear impacts of ICT on economic growth, of disaggregate income groups within SSA region. *Telecommunications Policy*. 2017;41(7-8):555–572. <https://doi.org/10.1016/j.telpol.2017.07.007>
12. Venturini F. The modern drivers of productivity. *Research Policy*. 2015;44(2):357–369. <https://doi.org/10.1016/J.RESPOL.2014.10.011>
13. Fernández-Portillo A., Almodóvar-González M., Hernández-Mogollón R. Impact of ICT development on economic growth. A study of OECD European union countries. *Technology in Society*. 2020;63:101420. <https://doi.org/10.1016/j.techsoc.2020.101420>
14. Larsen M.H. ICT integration in an M&A process. *Pacific Asia Conference on Information Systems*. 2005:1146–1159. URL: <https://aisel.aisnet.org/pacis2005/95> (accessed 25.05.2022)
15. Cassiman B., Colombo M.G., Garrone P., et al. The impact of M&A on the R&D process: An empirical analysis of the role of technological- and market-relatedness. *Research Policy*. 2005;34(2):195–220. <https://doi.org/10.1016/j.respol.2005.01.002>
16. Bloomenthal A. Four Asian Tigers Definition. *Investopedia*. 2019. URL: <https://www.investopedia.com/terms/f/four-asian-tigers.asp> (accessed 25.05.2022)
17. Zhang R. How Financing Activities Affect Firm Innovation. *PBCSF MBA*. 2019. URL: <https://eng.fmba.pbcfs.tsinghua.edu.cn/info/1003/1008.htm> (accessed 25.05.2022)
18. Liou R.S., Rao-Nicholson R. Age Matters: The Contingency of Economic Distance and Economic Freedom in Emerging Market Firm's Cross-Border M&A Performance. *Management International Review*. 2019;59:355–386. <https://doi.org/10.1007/s11575-019-00381-y>
19. Chaudhry R., Duveblad C. Do Acquirers Offer a Higher Bid Premium to Target Companies as Their Demand Increases? 2010. URL: <https://arc.hhs.se/download.aspx?MediumId=1000> (accessed 25.05.2022)
20. Mucenieks K. Factors Affecting Mergers and Acquisitions in the European Union. *Humanities and Social Sciences Latvia*. 2018;26:102–114. <https://doi.org/10.22364/hssl.26.2.7>
21. Hitt M., Harrison J., Ireland R.D., et al. Attributes of Successful and Unsuccessful Acquisitions of US Firms. *British Journal of Management*. 1998;9(2):91–114. <https://doi.org/10.1111/1467-8551.00077>
22. Papadakis V.M., Thanos I.C. Measuring the performance of acquisitions: An empirical investigation using multiple criteria. *British Journal of Management*. 2010;21(4):859–873. <https://doi.org/10.1111/j.1467-8551.2009.00671.x>
23. Djazuli A. Financial Performance and Firm Value: The Moderating Role of Corporate Social Responsibility Disclosure. *Linguistica Antverpiensia*. 2021;13:3841–3853.
24. Galant A., Cadez S. Corporate social responsibility and financial performance relationship: A review of measurement approaches. *Economic Research-Ekonomska Istraživanja*. 2017;30(1):676–693. <https://doi.org/10.1080/1331677X.2017.1313122>
25. Setiawati A.A.S.M.D., Budiarta I.K., Ratnadi N.M.D., et al. The role of corporate social responsibility disclosure in moderating the effect of capital structure on firm value. *RJOAS: Russian Journal of Agricultural and Socio-Economic Sciences*. 2018;80(8):143–148. <https://doi.org/10.18551/rjoas.2018-08.18>
26. Jongwanich J., Brooks D.H., Kohpaiboon A. Cross-border mergers and acquisitions and financial development: Evidence from emerging Asia. *Asian Economic Journal*. 2013;27(3):265–284. <https://doi.org/10.1111/asej.12014>
27. Perafán-Peña H.F., Gill-de-Albornoz B., Giner B. Earnings management of target firms and deal premiums: The role of industry relatedness. *The British Accounting Review*. 2022;54(2):101038. <https://doi.org/10.1016/j.bar.2021.101038>
28. Dutta S., Lanvin B. (eds.) *Network Readiness Index 2021*. 2021. URL: https://networkreadinessindex.org/wp-content/uploads/reports/nri_2021.pdf (accessed 25.05.2022)
29. Silva D.S., Yamashita G.H., Cortimiglia M.N., et al. Are we ready to assess digital readiness? Exploring digital implications for social progress from the Network Readiness Index. *Technology in Society*. 2022;68:101875. <https://doi.org/10.1016/j.techsoc.2022.101875>
30. Yoon H., Peillex J., Buckley P.J. Friends or foes? Bilateral relationships and ownership choice in cross-border acquisitions by emerging market firms. *British Journal of Management*. 2021;32(3):852–871. <https://doi.org/10.1111/1467-8551.12442>

32. Barassi M.R., Zhou Y. The effect of corruption on FDI: A parametric and non-parametric analysis. *European Journal of Political Economy*. 2012;28(3):302–312. <https://doi.org/10.1016/j.ejpoleco.2012.01.001>
33. Ahammad M.F., Tarba S.Y., Liu Y., et al. Exploring the factors influencing the negotiation process in cross-border M&A. *International Business Review*. 2016;25(2):445–457. <https://doi.org/10.1016/j.ibusrev.2015.06.001>
34. Lee S.J., Kim J., Park B.I. Culture clashes in cross-border mergers and acquisitions: A case study of Sweden's Volvo and South Korea's Samsung. *International Business Review*. 2015;24(4):580–593. <https://doi.org/10.1016/j.ibusrev.2014.10.016>
35. Yeganeh H. A compound index of cultural dimensions: Implications and applications. *International Journal of Organizational Analysis*. 2013;21(1):53–65. <https://doi.org/10.1108/19348831311322533>
36. Roy D. Formulation of Hofstede's Global Cultural Dimension Index (HGCDI): A cross-country study. *Journal of Transnational Management*. 2020;25(3):195–224. <https://doi.org/10.1080/15475778.2020.1765715>
37. Habib M, Zurawicki L. Corruption and Foreign Direct Investment. *Journal of International Business Studies*. 2002;33:291–307. <https://doi.org/10.1057/palgrave.jibs.8491017>
38. Eden L., Dobson W. (eds.) *Governance, Multinationals, and Growth*. 2005. 400 p.
39. Deng P., Yang M. Cross-border mergers and acquisitions by emerging market firms: A comparative investigation. *International Business Review*. 2015;24(1):157–172. <https://doi.org/10.1016/j.ibusrev.2014.07.005>
40. CFI. *Eclectic Paradigm*. CFI Educ; 2022. URL: <https://corporatefinanceinstitute.com/resources/knowledge/strategy/eclectic-paradigm/> (accessed 25.05.2022)
41. Chen J. Eclectic Paradigm Definition. Investopedia 2020:3–5 URL: <https://www.investopedia.com/terms/e/eclecticparadigm.asp>
42. Wadhwa K., Reddy S.S. Foreign Direct Investment into Developing Asian Countries: The Role of Market Seeking, Resource Seeking and Efficiency Seeking Factors. *International Journal of Business and Management*. 2011;6(11):219–226. <https://doi.org/10.5539/ijbm.v6n11p219>
43. Ghazalian P.L., Amponsem F. The effects of economic freedom on FDI inflows: an empirical analysis. *Applied Economics*. 2019;51(11):1111–1132. <https://doi.org/10.1080/0036846.2018.1524979>
44. Gregoriou A., Nguyen B.D., Nguyen T.D., et al. Economic policy uncertainty and cross-border mergers and acquisitions. *International Review of Financial Analysis*. 2021;78:101911. <https://doi.org/10.1016/j.irfa.2021.101911>
45. Bonaime A., Gulen H., Ion M. Does policy uncertainty affect mergers and acquisitions? *Journal of Financial Economics*. 2018;129(3):531–558. <https://doi.org/10.1016/j.jfineco.2018.05.007>
46. Borthwick J., Ali S., Pan X. Does policy uncertainty influence mergers and acquisitions activities in China? A replication study. *Pacific-Basin Finance Journal*. 2020;62:101381. <https://doi.org/10.1016/j.pacfin.2020.101381>
47. Javorcik B.S., Wei S.J. Corruption and cross-border investment in emerging markets: Firm-level evidence. *Journal of International Money and Finance*. 2009;28(4):605–624. <https://doi.org/10.1016/j.jimonfin.2009.01.003>
48. Boateng A., Hua X., Uddin M., et al. Home country macroeconomic factors on outward cross-border mergers and acquisitions: Evidence from the UK. *Research in International Business and Finance*. 2014;30:202–216. <https://doi.org/10.1016/j.ribaf.2013.08.001>
49. Weitzel U., Berns S. Cross-border takeovers, corruption, and related aspects of governance. *Journal of International Business Studies*. 2006;37:786–806. <https://doi.org/10.1057/palgrave.jibs.8400225>
50. Ma T-C, Ouyang L. Confucianism, growth and democracy. *J Econ Dev* 2020;22:149–66. <https://doi.org/10.1108/JED-11-2019-0066>
51. Worldvaluessurvey.org. WVS Database [online] 2019. <https://www.worldvaluessurvey.org/wvs.jsp> (accessed 25.05.2022)
52. Deng P., Yang M. Cross-border mergers and acquisitions by emerging market firms: A comparative investigation. *International Business Review*. 2015;24(1):157–172. <https://doi.org/10.1016/j.ibusrev.2014.07.005>
53. Zakaria R., Fernandez W.D., Schnepfer W.D. Resource availability, international acquisition experience, and cross-border M&A target search: A behavioral approach. *Multinational Business Review*. 2017;25(3):185–205. <https://doi.org/10.1108/MBR-03-2017-0016>
54. Royle J.A., Dorazio R.M. Hierarchical models of animal abundance and occurrence. *Journal of Agricultural, Biological, and Environmental Statistics*. 2006;11:249–263. <https://doi.org/10.1198/108571106X129153>
55. Midway S. Chapter 9 Random Effects. In: *Data Analysis in R*. 2022. URL: https://bookdown.org/steve_midway/DAR/random-effects.html (accessed 25.05.2022)
56. Williams R. Williams, R. (2015). Panel Data 4: Fixed Effects vs Random Effects Mode. URL^ <https://www3.nd.edu/~r-william/stats3/Panel04-FixedVsRandom.pdf>
57. Allison P.D. *Fixed Effects Regression Models*. SAGE Publications; 2012. <https://doi.org/10.4135/9781412993869>
58. Gordon J. Theory of the Firm (Economics) – Explained. 2023. URL: https://thebusinessprofessor.com/en_US/economic-analysis-monetary-policy/theory-of-the-firm-definition (accessed 25.05.2022)
59. Austin P.C., Leckie G. The effect of number of clusters and cluster size on statistical power and Type I error rates when testing random effects variance components in multilevel linear and logistic regression models. *Journal of Statistical Computation and Simulation*. 2018;88(16):3151–3163. <https://doi.org/10.1080/00949655.2018.1504945>

60. Fu F, Lin L., Officer M.S. Acquisitions Driven by Stock Overvaluation: Are They Good Deals? *Journal of Financial Economics*. 2013;109:24-39. <https://doi.org/10.2139/ssrn.1328115>
61. Harford J., Humphery-Jenner M., Powell R.G. The Sources of Value Destruction in Acquisitions by Entrenched Managers. *Journal of Financial Economics*. 2012;106(2). <https://doi.org/10.2139/ssrn.1562247>
62. Malmendier U., Tate G. Who makes acquisitions? CEO overconfidence and the market's reaction. *Journal of Financial Economics*. 2008;89(1):20–43. <https://doi.org/10.1016/j.jfineco.2007.07.002>
63. Roll R. The Hubris Hypothesis of Corporate Takeovers. *The Journal of Business*. 1986;59(2):197-216. <https://doi.org/10.1086/296325>

ПРИЛОЖЕНИЕ А

Матрица корреляции

Таблица А.1. Матрица корреляции основных детерминант

	T_Value	Percent	SIC	Size	Year	T_age	A_age	Conf	Conf_all	RGDPG	RIR	CPI	EFI	Patent	NRI	Cult_D	Geo_D	Dir_Con	Econ_D	Mcap_c~p	Tigers	country	logV	INRI	L_T_Net	L_T_Eq~y
T_Value	1.00																									
Percent	0.05	1.00																								
SIC	0.02	0.07	1.00																							
Size	0.36	-0.20	0.09	1.00																						
Year	0.01	-0.02	0.02	-0.05	1.00																					
T_age	0.10	-0.16	-0.04	0.24	-0.12	1.00																				
A_age	0.05	-0.11	-0.07	0.23	-0.13	0.17	1.00																			
Conf	0.04	0.10	0.08	0.04	0.04	-0.11	-0.20	1.00																		
Conf_all	-0.01	-0.01	0.02	-0.04	0.05	-0.08	-0.18	0.40	1.00																	
RGDPG	-0.03	0.02	0.07	-0.02	-0.39	-0.09	-0.04	0.21	0.11	1.00																
RIR	0.01	-0.02	0.00	0.05	0.08	0.04	0.04	-0.20	-0.07	-0.16	1.00															
CPI	0.03	0.09	-0.09	-0.01	0.08	0.03	0.05	0.13	0.24	-0.33	0.07	1.00														
EFI	0.03	0.06	-0.10	0.00	0.14	0.06	0.07	0.01	0.15	-0.50	0.05	0.94	1.00													
Patent	0.01	0.06	0.11	0.04	0.31	-0.16	-0.16	0.49	0.19	0.23	-0.14	-0.32	-0.45	1.00												
NRI	0.02	0.03	-0.05	-0.05	0.10	0.01	0.00	0.10	0.21	-0.28	-0.11	0.57	0.58	-0.15	1.00											
Cult_D	-0.01	-0.03	0.04	-0.01	-0.04	-0.08	-0.07	0.30	0.37	0.22	-0.10	-0.12	-0.19	0.23	0.03	1.00										
Geo_D	0.00	-0.02	0.02	0.01	-0.03	-0.08	-0.09	0.16	0.24	0.18	-0.01	-0.13	-0.17	0.11	-0.13	0.60	1.00									
Dir_Con	-0.01	0.03	0.04	-0.01	0.00	0.02	-0.02	0.04	0.00	0.02	-0.04	-0.10	-0.10	0.13	-0.07	-0.22	-0.71	1.00								
Econ_D	-0.02	-0.04	0.05	0.01	-0.04	-0.06	-0.21	0.21	0.44	0.14	-0.04	-0.19	-0.21	0.12	-0.09	0.28	0.23	-0.01	1.00							
Mcap_comp	0.04	0.09	-0.06	0.04	0.12	-0.02	-0.01	0.22	0.15	-0.34	-0.05	0.67	0.74	-0.27	0.46	-0.12	-0.05	-0.11	-0.16	1.00						
Tigers	0.04	0.07	-0.09	0.01	0.05	0.05	0.04	0.21	0.21	-0.40	0.02	0.92	0.91	-0.35	0.56	-0.07	-0.08	-0.16	-0.21	0.70	1.00					
country	-0.02	-0.07	-0.08	-0.07	0.06	0.12	0.14	-0.45	-0.18	-0.49	0.01	0.32	0.44	-0.52	0.19	-0.21	-0.21	0.01	-0.14	-0.07	0.36	1.00				
logV	0.28	0.08	-0.01	0.66	0.07	0.22	0.11	0.13	-0.02	-0.01	0.00	0.03	0.01	0.09	0.00	0.00	-0.01	0.00	-0.13	0.05	0.05	-0.07	1.00			
INRI	0.02	0.03	-0.05	-0.05	0.12	0.00	0.00	0.12	0.21	-0.27	-0.09	0.55	0.55	-0.11	0.99	0.03	-0.12	-0.06	-0.08	0.44	0.52	0.17	0.00	1.00		
L_T_Net	0.30	-0.28	-0.01	0.83	0.00	0.23	0.17	-0.03	-0.05	-0.10	0.07	-0.01	0.01	-0.02	-0.05	-0.05	0.01	-0.05	-0.06	0.01	0.01	0.04	0.58	-0.06	1.00	
L_T_Equity	0.29	-0.33	-0.03	0.92	0.01	0.29	0.23	-0.01	-0.06	-0.08	0.02	-0.04	-0.02	0.02	-0.06	-0.03	0.03	-0.07	-0.08	-0.05	-0.01	0.06	0.72	-0.07	0.81	1.00

Вклад авторов: авторы внесли одинаковый вклад в настоящую статью.
Авторы заявляют об отсутствии конфликта интересов.
Статья была представлена 06.07.2023; одобрена после рецензирования 08.08.2023; принята для публикации 14.09.2023.