

**Развитие новых российских предприятий западных корпораций в 2012-2016 гг.
– взгляд сквозь призму финансовой отчетности***

Гурков И.Б.¹, Аршавский А.Ю.², Кокорина А.О.³

1 – д.э.н., профессор НИУ ВШЭ; 2 –к.э.н., доцент РАНХиГС; 3 –руководитель управления,
НИУ ВШЭ

Аннотация

Данная работа посвящена результатам деятельности российских предприятий западных корпораций, открытых в 2012-2016 гг. На основе годовых балансов, отчетов о финансовых результатах, а также отчетах об изменении капитала и о движении денежных средств, которые мы собрали по 141 заводу за период после их открытия до конца 2016 года, мы провели анализ особенностей их развития. Наиболее интересным выявленным нами феноменом была массовый переход от убыточности к рентабельности по чистой прибыли заводов, открытых в 2012-2015 гг., произошедший в 2016 г. Кроме того, мы провели сравнение по результатам 2016 г. предприятий, открытых в 2012 г. и в 2016 г., и обнаружили высокий уровень изоморфизма в общем построении структуры капитала, а также использование опыта «старших коллег» в планировании уровня коммерческих, управленческих и прочих расходов. В целом проведенный анализ показал присутствие стратегической гибкости в области финансового менеджмента новых промышленных проектов зарубежных корпораций, а также высокий уровень межфирменного переноса знаний и практик, что подтверждается селективным копированием поздних стадий более ранних проектов иных корпораций.

Ключевые слова: промышленное производство, международные корпорации, новые промышленные проекты, экономический кризис, Россия

* Данная работа выполнена при финансовой поддержке Школы бизнеса и делового администрирования Факультета бизнеса и менеджмента НИУ ВШЭ

Введение

Несмотря на разнообразие мотивов интернационализации фирмы (см. Cuervo-Cazurra and Narula, 2015), общим смыслом иностранных инвестиций является получение должной финансовой отдачи либо от самого инвестиционного проекта, либо от последствий реализации данного инвестиционного проекта для материнской компании в целом. “Мировой отчет об иностранных инвестициях” прямо связывает снижение объема иностранных инвестиций в 2012-2016 гг. со снижением уровня отдачи на инвестиции (UNCTAD, 2018, p. 26).

В отношении инвестиций в новые промышленные предприятия за рубежом (greenfield foreign industrial investments) финансовый императив действует еще более явно. Частные мотивы инвестиций (получение доступа к уникальным ресурсам, выход на новые рынки и получение на данных рынках существенной доли, повышение эффективности производства корпорации в целом) должны отражаться в позитивных финансовых результатах деятельности не только корпорации в целом, но и отдельного подразделения. Таким образом, становление и развитие нового зарубежного предприятия в составе международной корпорации можно представить как двуединый процесс – процесс достижения (или превышения) запланированных объемов производства и качества выпускаемой продукции и процесс достижения позитивной финансовой отдачи от самого производства.

Оба процесса резко усложняются, если в стране, в которой функционирует предприятие международной компании, происходят различные экономические неурядицы (экономический спад, резкое падение курса национальной валюты, усложнение условий внешней торговли из-за тарифных и нетарифных барьеров и т.д.). Наша статья представляет собой отчет о «естественном эксперименте», поставленном самой жизнью над вновь открытыми российскими предприятиями зарубежных компаний, испытавшими двукратное падение местной валюты (декабрь 2014 г.), спад на большинстве местных потребительских и иных рынках (2015 г.), ухудшение отношения властей большинства стран происхождения материнских компаний к инвестициям в Россию.

Чтобы максимально четко отразить ход и результаты данного эксперимента, мы выделили группу российских подразделений западных компаний, открытых «в чистом поле» (greenfield investments) в 2012-2016 гг., то есть предприятия, которых

вскоре после открытия застал системный кризис, либо которые были открыты уже в ходе кризиса.

Соответственно, мы

- 1) идентифицировали все промышленные предприятия, открытые в 2012-2016 гг. в России зарубежными корпорациями,
- 2) смогли собрать для большинства из данных предприятий формы годовой финансовой отчетности и
- 3) проанализировали динамику основных параметров, характеризующих хозяйственную деятельность предприятия – фондоотдачу (отношение продаж к основным средствам), рентабельность продаж и капитала по валовой прибыли, рентабельность продаж и капитала по прибыли от продаж, рентабельность продаж и капитала по чистой прибыли, размеры финансового рычага и т.д., долю прибыльных предприятий в различных цепочках стоимости.

Статья построена следующим образом. В первой части мы даем краткий обзор существующей литературы по деятельности дочерних компаний международных корпораций в «тяжелых локациях», особенно в странах, переживающих общеэкономический спад, а также литературы по общей оценке деятельности зарубежных подразделений. Мы пытались объединить результаты исследований в нескольких областях (международный менеджмент, корпоративные финансы, поведенческая теория фирмы). Вторая часть статьи знакомит читателя с предприятиями, открытыми в 2012-2016 гг. Третья часть статьи содержит результаты проведенного нами анализа динамики финансового положения предприятий в 2012-2016 гг. Четвертая часть статьи сравнивает структуру капитала и издержек предприятий, открытых в 2012 и в 2016 гг. и описывает степень подобия и отличия проектов разного года запуска. Заключение обобщает полученные результаты и предлагает ряд направлений для дальнейших исследований.

Функционирование промышленных подразделений международных корпораций в сложных условиях принимающей страны

Если исключить литературу, посвященную продаже или иным формам выхода международных корпораций из зарубежных активов (divestment) (Boddewyn and

Torneden 1973, Boddewyn 1979, Mata and Portugal 1994, Benito 1997, Mata and Portugal 2000, Benito 2005, Belderbos and Zou 2009, McDermott 2010, Berry 2010, Berry 2013, Song 2013, Song 2014, Song and Lee 2017), число исследований, посвященных именно *функционированию* подразделений корпорации в сложных экономических условиях страны нахождения, окажется весьма ограниченным. В рамках исследований в области международного бизнеса большинство подобных исследований посвящено острому, но короткому Азиатскому кризису 1997 года (Chung et al. 2008, Lee et al. 2009, Chung et al. 2010), к которому Lee et al. (2009) и применили понятие «естественный эксперимент по результативности зарубежных подразделений международных корпораций в условиях кризиса». Большинство данных исследований посвящено результатам деятельности дочерних подразделений японских корпораций. При этом рентабельность подразделений оценивалась по результатам опросов менеджеров, обычно по трехбалльной шкале (убыточное по чистой прибыли, с нулевой прибылью, прибыльное по чистой прибыли). Кроме исследования зарубежных подразделений японских корпораций, предпринимались попытки использовать базы данных о зарубежных подразделениях корейских корпораций (Lee and Song 2012, Song 2013, Song, 2014, Song et al. 2014, Song 2015). Здесь подразделения оценивались по абсолютным параметрам – по отдаче на активы, динамике продаж и по проценту предприятий, прекративших свою деятельность в условиях кризиса («exit rate»).

Литературы, посвященной поведению подразделений западных корпораций во время иных экономических кризисов, совсем мало. Можно выделить статью Williamson and Zeng (2009), которая рекомендовала резкое снижение цен во время кризисов для сохранения доли на рынке, допуская даже работу в убыток, и статью Schuh (2012), посвященную поведению подразделений западных корпораций в Восточной Европе во время глобального финансового кризиса 2008-2009 гг.

Стоит упомянуть, что, за исключением исследования зарубежных подразделений корейских корпораций, не предпринималось попыток проследить динамику результативности зарубежных подразделений международных корпораций «в сложных условиях». Отсутствие работ, посвященных динамике результативности зарубежных подразделений международных корпораций «в сложных условиях» приводит нас к более общей проблеме – как вообще оценивается результативность зарубежных подразделений международных компаний, и, соответственно, какие

параметры должны учитываться в оценке деятельности подразделения и принятия управленческих решений в «сложных условиях».

Исследования способов и мер оценки деятельности иностранных подразделений международных корпораций бурно развивались в 1960-1980-е гг., когда международные корпорации только нащупывали путем проб и ошибок оптимальные системы стратегического и оперативного контроля и оценки деятельности зарубежных подразделений (см. Schmid and Kretschmer 2010). В 1960-1990-е гг. публиковались обзоры существующих практик оценки зарубежных подразделений, писались капитальные монографии по построению систем управленческого и финансового контроля подразделений. К концу 1990-х гг. большинство корпораций научилось строить системы оценки своих зарубежных подразделений, и число публикаций на данную тему резко упало, монографии-руководства на английском языке по данному вопросу издаваться перестали (последняя монография относится к 1999 году). Дольше всего продержались немцы, продолжавшие издавать монографии-руководства в 2000-е гг. (последняя монография по тематике оценки зарубежных подразделений вышла в 2009 г. (Kretzhemer 2009)), так как в Германии в условиях экспортной направленности экономики идет постоянный процесс интернационализации средних (в основном семейных) компаний, которым необходимо осваивать системы контроля зарубежных подразделений.

По результатам анализа академической литературы, а также многочисленных «кейсов», посвященным системам стратегического и операционного контроля в отдельных крупных зарубежных корпораций, можно сделать следующий вывод -- после непродолжительного эксперимента начала 2000-х гг. с наделением подразделений статуса «центров инвестиций» и оценкой их деятельности по различным мерам эффективности использования капитала (EVA и т.п.) все вернулось в привычное русло – производственные подразделения имеют статус «центров доходов» и, изредка, «центров прибыли» (при высокой интенсивности специфических/локальных продуктовых инноваций, требующих локальных решений по ценообразованию, продвижению и т.д.); в обоих случаях любые инвестиции в основные средства жестко, и, главное, детально, контролируются штаб-квартирами (см. Gurkov and Morely, 2017). В данных условиях естественным становится оценка подразделения на основе данных отчета о доходах и расходах, соответственно, основное внимание уделяется валовой выручке, темпам прироста валовой выручки

(см. Borkovski 1999), валовой прибыли, а также EBIT (чистой прибыли до вычета процентов по кредитам и налогов) (см. Kretzhemer 2009, p. 155). Параметр EBIT, применяемый при оценке подразделения (а значит, и его менеджеров), автоматически уводит их интересы от вопросов чистой прибыли и от вопросов структуры капитала – объем кредитов, выделяемых подразделению, определяется в штаб-квартире, а банкротства не будет при любом уровне за кредитованности подразделения (всегда найдется способ оперативно получить средства на удовлетворение требований отдельных кредиторов).

Однако, помимо менеджеров страновых подразделений, имеется еще высший менеджмент корпораций, чьи решения определяют общий объем инвестиций и структуру капитала страновых подразделений. Согласно поведенческому подходу к процессу иностранных инвестиций (см. Aharoni, 2010, 2011, 2013), чьи теоретические аргументы базируются на поведенческой теории фирмы (см. Gavetti et al. 2012), «когда высшие менеджеры корпорации сталкиваются с быстрым спадом рынка, они часто оказываются слишком медлительными в своем ответе на такое снижение». Самоуверенность (Biais, Mazurier and Puget 2005, Köszegi 2006) и высокомерие, наблюдающиеся в «высших эшелонах корпорации» (Hayward and Hambrick 1997), приводят к задержке реакции высшего руководства корпорации на действительно разрушительные события в отдельной стране, в которой оперирует корпорация (Taleb 2007).

Хотя вышеперечисленные работы могут преувеличивать инерционность высшего менеджмента материнской компании по принятию решений относительно «попавшим в шторм» зарубежным подразделениям, существует еще один, психологический, аспект, который следует учитывать, анализируя функционирование зарубежных подразделений корпорации, попавшие в сложные условия – личную вовлеченность и, особенно, *публичность личной вовлеченности высшего менеджмента материнских компаний (а также собственников) в процесс запуска новых зарубежных производств*. Если покупка предприятий и фирм – непубличный шаг, и отношение к приобретенным корпорацией промышленным предприятиям может быть самым различным, вплоть до отношения «купили в нагрузку к действительно необходимым активам» (см. Gurkov 2015a), то открытие вновь построенного предприятия – существенное событие для корпорации любого размера, которое почти всегда (в России – всегда) сопровождается публичной торжественной церемонией, в которой активно участвуют либо

собственники, либо генеральные директора материнских корпораций (см. Gurkov and Kokorina 2017). Очень тяжело решиться закрыть предприятие, если совсем недавно ты публично расписывал радужные перспективы его развития в присутствии представителей властей принимающей страны и местной прессы и заявлял: «Мы пришли сюда навсегда!» (см. Gurkov et al. 2018a). Именно поэтому при общем невысоком уровне закрытия российских заводов западных корпораций 2014-2016 гг. (см. Gurkov et al. 2017), фактов закрытие недавно открытых вновь построенных заводов не наблюдалось вообще.

Итак, «для соблюдения чистоты эксперимента» для дальнейшего анализа нами были отобраны российские предприятия западных корпораций

- 1) построенные «с нуля»,
- 2) открытые в 2012-2016 гг.,
- 3) чье открытие происходило публично в присутствии высокопоставленных представителей материнской компании и представителей местных властей.

Всего в 2012-2016 гг. западными компаниями было открыто в России 196 новых промышленных предприятий (см. Таблицу 1) в девяти основных сферах деятельности.

Таблица 1. Вновь открытые заводы западных компаний в разных сферах деятельности

Сфера деятельности	Год					Всего
	2012	2013	2014	2015	2016	
Строительное оборудование и материалы	12	10	12	15	7	56
Производство автокомплекующих и сборка легковых автомобилей и грузовиков	3	6	10	9	6	34
Продукты питания и напитки	5	6	7	6	4	28
Промышленная химия	5	1	4	5	5	20
Оборудование и услуги в области топливно-энергетического комплекса	5	5	3	3	1	17
Общее машиностроение	0	3	3	4	2	11
Косметика и фармацевтика	1	1	2	5	1	10
Бытовые приборы	1	0	2	0	2	5
Иное	2	2	2	7	1	14
Всего	34	34	45	54	29	196

Мы смогли найти полный набор годовых балансов и отчетов о финансовых результатах с момента официального открытия предприятия до конца 2016 года для 141 предприятия (предприятия, входящие в состав особенно крупных корпораций, имеющих в России 5 заводов и более, обычно находятся на положении филиалов, и информация о результатах финансовой деятельности отдельных предприятиях недоступна). Вся отчетность была представлена в соответствии с российскими стандартами финансовой отчетности. Это позволило нам сравнивать российские заводы западных корпораций с «обычными» российскими заводами, не представляющими отчетность по МСФО.

Общая характеристика введенных в строй предприятий

Прежде, чем переходить к описанию результатов хозяйственной деятельности российских предприятий западных корпораций, введенных в строй в 2012-2016 гг., имеет смысл дать общее представление о нашей выборке.

По результатам 2016 г. общая сумма реализованной продукции 141 изученного предприятия составила 384,4 млрд. руб., балансовая стоимость основных фондов – 280,5 млрд. руб., совокупная ЕВИТ – 63,8 млрд. руб., совокупная чистая прибыль – 45,7 млрд. руб.

У пяти предприятий, введенных в строй в 2012-2016 г., размеры балансовой стоимости основных фондов в 2016 г. превышали 10 млрд. руб., еще у 10 предприятий размеры основных фондов в 2016 году были между 5 и 10 млрд. руб. Что касается выручки, то у 10 российских предприятий западных корпораций, введенных в строй в 2012-2016 г., объемы выручки в 2016 г. превышали 10 млрд. руб., еще у 11 компаний они были между 5 и 10 млрд. руб. Рост объема совокупной выручки предприятий (с учетом увеличения общего числа предприятий за счет предприятий, открытых в 2016 году, и роста продаж ранее открытых предприятий) составил в 2016 г. 35,6%.

Размещение изученных нами предприятий вполне соответствует общим паттернам размещения российских предприятий зарубежных корпораций (см. Gurkov 2016) – более 60% предприятий (90 из 141 предприятия) размещены в семи регионах – Калужская область (16 предприятий), Московская область (15 предприятий), Республика Татарстан (15 предприятий), Ленинградская область (10 предприятий), Нижегородская область (9 предприятий), Ульяновская область (8 предприятий), Липецкая область (7 предприятий).

Относительно технического уровня вновь введенных предприятий, следует отметить, что и по опросам менеджеров самих предприятий (см. Gurkov 2015b), и по заявлениям высшего руководства материнской компании и представителей российских властей, присутствовавших на торжественных открытиях заводов (см. Gurkov et al. 2018a), он является весьма высоким. Это особенно относится к корпорациям, имеющим в целом по миру ограниченное число заводов в собственности. Как рассказал в интервью директор одного из заводов, официально открытым в 2012 г., «последний завод в нашей корпорации был спроектирован десятилетие назад. При запуске нового производства в России мы приняли подход “завод мечты”, где постарались реализовать все недавно найденные в корпорации эффективные решения» (см. Гурков и др. 2014, с. 38).

Разумеется, не всегда корпорация имеет желание и средства соорудить в России «завод мечты», но, с учетом того, что продукция во многих случаях

отгружается на предприятия, также принадлежащих иностранным корпорациям, общий технологический уровень и порядок на производстве российских заводов зарубежных корпораций приходится поддерживать на должном уровне. Как выразился В.В.Путин после посещения предприятия «РУСВИНИЛ»: «Предприятие шикарное!» (цит. по Гурков, Моргунов, 2018, с. 100).

Следует указать и на стандартные параметры цикла строительства, запуска и освоения мощностей российских предприятий зарубежных компаний. Анализируя отчетность данных предприятий, мы могли убедиться, что юридическое лицо – строящееся предприятие, организуется за 4-5 лет до года торжественного открытия предприятия – так, почти половина из предприятий, официально открытых в 2016 г., представляла свои годовые балансы и отчеты о финансовых результатах уже в 2012 г. К моменту официального открытия предприятия практически полностью формируются основные средства (увеличение основных средств *после* открытия предприятия наблюдалось в незначительном объеме, массивные дополнительные вложения собственников *после* открытия предприятия и активное приобретение внеоборотных активов, то есть достройка предприятия, наблюдалась лишь для предприятий, открытых в 2016 г.) Также практически «с колес», за 3-4 года до официального открытия предприятия, начинаются тестовые отгрузки, а затем и регулярная реализация продукции. За 3-4 года до официального открытия в отчете о прибылях и убытках появляются строки «управленческие расходы» (отражающие затраты на внецеховой аппарат управления) и «коммерческие расходы» (отражающие как затраты на упаковку и доставку товаров, так и затраты на рекламу и поддержание собственной сбытовой сети). Таким образом, официальное открытие предприятия является во многом символическим актом, свидетельствующем о том, что «все процессы (снабжения, производства, контроля качества, реализации продукции) работают в штатном режиме».

Анализ результативности деятельности предприятий

Мы построили логику анализа параметров функционирования и результативности вновь открытых российских предприятий иностранных корпораций в логике их оценки материнскими компаниями – по параметрам динамики валовой выручки, валовой прибыли, уровня EBIT и чистой прибыли. Только затем мы перейдем к

анализу особенностей управленческих практик предприятий с использованием анализа структуры затрат и анализа структуры капитала.

Динамика выручки

В Таблице 2 представлены темпы прироста суммарной выручки для предприятий, введенных в строй в 2012-2015 гг. по годам, и доли предприятий, уменьшивших объем выручки по сравнению с предыдущим годом (подобное сравнение для предприятий, официально открытых в 2016 г, было бы некорректным).

Таблица 2. Динамика выручки предприятий, открытых в 2012-2015 гг.

Год официального открытия предприятия	Темпы прироста суммарной выручки по предприятиям (проценты) и доля предприятий, уменьшивших объем выручки по сравнению к предыдущему году (проценты)			
	2013 к 2012	2014 к 2013	2015 к 2014	2016 к 2015
2012	38/10	8/22	5/30	18/32
2013	Н.д.	6/13	-8/24	23/28
2014	Н.д.	Н.д.	77/21	44/15
2015	Н.д.	Н.д.	Н.д.	80/12

Мы не сразу поверили цифрам, полученным относительно стремительного роста выручки предприятиями, открытыми в 2014 г. и в 2015 г. При детальном анализе данных выяснилось, что, прирост кумулятивной выручки был вызван открытием в 2014 г. нескольких особо крупных и динамичных предприятий.

В целом отраслевая специфика (точнее, участие в определенной цепочке стоимости) определила динамику продаж в 2015 г. В общем машиностроении *рублевую* выручку снизили в 2015 году 60% предприятий, открытых в 2012-2014 гг., в пищевом производстве и в химической отрасли – четверть предприятий, в строительной и автомобильной отрасли – 22% предприятий, открытых в 2012-2014 гг. В тоже время лишь 11% предприятий, связанных с топливно-энергетическим комплексом и *ни одно* предприятие в фармацевтике и выпуске «домашних устройств» (home appliances) не снизили продажи в 2015 г. В 2016 г. продолжили

падение выручки 35% из предприятий, сокративших рублевую выручку в 2015 г., в то время как 65% переломили тенденцию спада производства (по крайней мере, в денежном выражении) и перешли к позитивной динамике продаж.

Валовая маржа

Следующим моментом анализа стало определение положения вновь открытых предприятий относительно валовой прибыли – то есть способности покрывать текущие издержки производства (см. Таблицу 3). Мы видим, что российским предприятиям зарубежных корпораций потребовалось 4 года после официального открытия, чтобы добиться полного покрытия производственных затрат. При этом валовая маржа в целом остается невысокой на большинстве вновь открытых предприятий. Обращает на себя внимание тот факт, что предприятия, открытые в 2012 году, смогли добиться позитивной валовой прибыли даже при существенном снижении объемов выпуска на значительной части предприятий в 2015 г.

Таблица 3. Доля предприятий, открытых в 2012-2016 гг., с позитивной валовой прибылью (%%) и уровень валовой маржи (%%)

Год официального открытия предприятия	Отчетный год				
	2012	2013	2014	2015	2016
2012	70/13,5	74/7,0	74/8,0	88/13,4	100/21,8
2013	п.а.	75/13,2	76/13,0	88/18,7	83/16,4
2014	п.а.	п.а.	70/11,8	84/13,1	85/14,8
2015	п.а.	п.а.	п.а.	89/15,8	76/14,9
2016	п.а.	п.а.	п.а.	п.а.	63/7,4

ЕВИТ

Мы переходим к следующему параметру оценки финансовой результативности предприятий – ЕВИТ. В Таблице 4 представлены доли предприятий с позитивной ЕВИТ по годам официального открытия заводов и годам наблюдений.

Таблица 4. Доли предприятий с позитивной ЕВІТ (%%)

Год официального открытия предприятия	Отчетный год				
	2012	2013	2014	2015	2016
2012	58	29	42	46	92
2013	Н.д.	28	36	56	88
2014	Н.д.	Н.д.	18	26	71
2015	Н.д.	Н.д.	Н.д.	35	70
2016	Н.д.	Н.д.	Н.д.	Н.д.	78

Поражает разительный контраст между поступательным движением в сторону наращивания доли предприятий с позитивной валовой прибылью (Таблица 3), и весьма слабые результаты по ЕВІТ, то есть при учете управленческих, коммерческих расходов, а также прочих доходов и расходов. Также разительным оказался контраст между долей предприятий, имевших позитивную ЕВІТ в 2015 и в 2016 гг.

Чистая прибыль

Крайне сумрачные результаты по ЕВІТ не могли не привести к еще более мрачным результатам деятельности вновь открытых предприятий в отношении чистой прибыли (см. Таблицу 5).

Таблица 5. Доли предприятий, открытых в 2012-2016 гг. с позитивной чистой прибылью (%%)

Год официального открытия предприятия	Отчетный год				
	2012	2013	2014	2015	2016
2012	59	25	25	25	66
2013	п.а.	28	28	48	80
2014	п.а.	п.а.	15	24	59
2015	п.а.	п.а.	п.а.	25	62

2016	п.а.	п.а.	п.а.	п.а.	78
Справочно -- Доля рентабельных предприятий в российской обрабатывающей промышленности в целом	76.6	75.0	71.9	73.4	77.2

В результате, кумулятивный финансовый результат вновь открытых предприятий был негативным в 2013-2015 гг. и стал позитивным лишь в 2016.

Кроме того, доля прибыльных и убыточных предприятий резко отличалась даже для 2016 г. в различных цепочках стоимости.

Еще одним очень важным моментом длительного нахождения вновь открытых предприятий в зоне убыточности по чистой прибыли стал накопленный в балансах непокрытый убыток. Даже по результатам 2016 г., при частичной нормализации ситуации с рентабельностью по чистой прибыли (достижении общероссийских стандартов доли рентабельных предприятий в обрабатывающей промышленности) доля предприятий, открытых в 2012-2016 г., у которых в балансах вместо нераспределенной прибыли значился «непокрытый убыток» составила **64%** всех предприятий. При этом у 25% всех предприятий в 2016 г. объем непокрытого убытка в балансах превышал объем валовой выручки в 2016 году.

Переход от крайне низкой доли рентабельных предприятий по чистой прибыли в 2012-2015 гг. к вполне приличным результатам в 2016 г. (независимо от года открытия предприятий) был поразителен – серьезных изменений в налоговой политике между 2015 и 2016 годами не наблюдалось, средняя валовая маржа практически не изменилась (за исключением предприятий, открытых в 2012 году), сумма коммерческих расходов относительно суммы выручки оказалась абсолютно одинаковой – 5,97% в 2015 году и 5,96% в 2016 году (для предприятий, открытых в 2012-2015 гг.). Однако, в 2016 году несколько снизилась процентная нагрузка на предприятия -- если в 2015 году сумма процентов к уплате составляла почти 8% суммарной выручки (для предприятий, открытых в 2012-2015 гг.), то в 2016 г. сумма процентов к уплате составила (по тем же предприятиям) всего 5% суммарной выручки. И, наконец, полный переворот произошел с «прочими расходами» -- в 2015 году суммарные «прочие расходы» предприятий, открытых в 2012-2015 гг., составили 50,2% их суммарной выручки, а в 2016 г. – только 15,3% суммарной выручки. В абсолютном выражении «прочие расходы» сократились в 2016 году по

сравнению с 2015 г. у 78% предприятий, открытых в 2012-2015 годах, при этом у 54% из этих предприятий абсолютный объем «прочих расходов» в 2016 году сократился по сравнению с 2015 г. вдвое, в том числе у четверти предприятий – более чем в 4 раза. Предприятия, открытые в 2016 г., вообще начали жизнь в совершенно другой реальности – их суммарный объем «прочих расходов» в 2016 г. составил всего 7,3% от суммарной выручки того же года.

Итак, мы видим, что «сложное положение» вновь открытых российских предприятий зарубежных корпораций наблюдалось на вполне благоприятном экономическом фоне 2012-2013 гг. Экономический кризис 2014-2015 г., наоборот, подтолкнул к неординарным мерам в политике изменения структуры издержек, которые в конечном счете привели к массовому переходу от убыточности к прибыльности (в 2016 г.).

Здесь мы переходим от простой констатации фактов к попыткам описать изменения в управленческих практиках российских предприятий западных корпораций на фоне кризиса, чему будет посвящен следующий раздел нашей работы.

Эволюция основных параметров издержек и капитала предприятий

Для анализа эволюции основных параметров деятельности предприятий мы использовали следующий прием – мы отобрали все предприятия, открытые в 2012 г. (24 шт.) (они имели максимальную глубину наблюдения – пять лет) и проследили суммы основных показателей из их годовых отчетов о финансовых результатах и из годовых балансов за 2012-2016 гг. в абсолютном выражении, в сравнении с предыдущим годом и в сравнении с суммарной выручкой. Кроме того, используя тот же прием (сравнение кумулятивных данных) были построены ряд иных показателей, например, размер собственного капитала к основным средствам, размер собственного капитала к долгосрочным кредитам, фондоотдача (размер выручки на объем основных фондов и др.). При всей условности нарисованного «группового портрета в интерьере» мы смогли получить крайне интересные результаты (см. Таблицы 6 и 7).

Во-первых, при том, что суммарная балансовая стоимость основных средств увеличилась лишь в 2013 г. (на 3,6%), что было связано с достройкой предприятий после их официального открытия, а далее происходило снижение балансовой

стоимости основных средств пропорционально темпам амортизации, на всем протяжении 2012-2016 гг. неуклонно росла фондоотдача – она увеличилась с 1,17 в 2012 г. до 2,52 в 2016 г. Данное увеличение фондоотдачи поддерживалось абсолютно не очень большими (на уровне 3-8% от стоимости основных средств) вложениями во внеоборотные активы. Закономерно, что относительный уровень вложений во внеоборотные активы был максимальным (более 8% от стоимости основных фондов) в 2012 году – в год открытия предприятия, когда требовалась доводка оборудования, и в 2016 г., через 4 года после открытия, когда были исчерпаны резервы роста эффективности использования существующего оборудования, и потребовались точечные вложения в КиП и отдельные новые агрегаты и производственные линии. Расширение вложений и расширение производства на четвертом году после открытия характерно в целом для всех российских предприятий западных корпораций (см. Gurkov et al. 2017, p. 542).

Вторым показательным моментом является стабильность абсолютного объема управленческих расходов – они увеличились с 2012 по 2016 г. всего на 17%, намного ниже кумулятивного уровня роста цен, не говоря уже о курсе доллара. Стабильность абсолютного объема управленческих расходов дала значительную экономию – доля управленческих расходов в выручке уменьшилась с 2012 по 2016 г. с 9,5 до 6 процентов.

Третьим моментом явилась высокая доля «прочих доходов», достигшая максимума в 2015 г.— 31,5% от выручки в 2015 г. и практически сравнявшаяся с «прочими расходами» в том же году (31,7%). В 2016 г. «прочие доходы» резко сократились (до 15,5% от выручки), но зато более чем в 2 раза перекрыли «прочие расходы» (упавшие за год с 31,7 до 7,2% выручки).

На всем протяжении рассматриваемого периода уровень процентов к уплате оставался достаточно низким (от 3 до 6% выручки), при этом абсолютный, и особенно относительный уровень долгосрочных заимствований неуклонно снижался – с 60,3% годовой выручки в 2012 г. до 18,6% годовой выручки в 2016 г. Это отражает постепенный переход предприятий на самофинансирование, что подтверждается крайне редкими и незначительными прямыми поступлениями от собственников -- они наблюдались в 2012-2016 гг. лишь на четверти предприятий и были крайне невелики по объему (не более 1% от совокупной выручки в каждый из годов наблюдений). При этом активно увеличивался в 2012-2014 гг. уровень

краткосрочных заимствований (с 16,6% от годовой выручки в 2012 г. до 32,6% годовой выручки в 2014 г.), в 2015-2016 гг. уровень краткосрочных заимствований начал снижаться.

Крайне интересно обстояло дело с коммерческими расходами – они неуклонно увеличивались в 2012-2016 гг., но именно в 2016 г. произошел подлинный прорыв – если в 2015 г. совокупные коммерческие расходы составляли 2,6% выручки, то в 2016 г. – 5,2% выручки. К сожалению, корреляция между изменением коммерческих расходов в 2016 г. по сравнению с 2015 г. и изменением выручки в 2016 г. по сравнению с 2015 г. оказалась незначимой как для группы предприятий, открытых в 2012 г., так и для всех изученных предприятий.

Таблица 6. Кумулятивное значение показателей и их соотношение с суммарной выручкой от продаж того же отчетного года для предприятий, открытых в 2012 г.

Показатель	Сумма (тыс. руб.)					% изменения к предыдущему году				Доля (соотношение) к выручке				
	2012	2013	2014	2015	2016	2013	2014	2015	2016	2012	2013	2014	2015	2016
Выручка	53803942	74167165	80146665	84505508	99997207	38	8	5	18	Н.д.	Н.д.	Н.д.	Н.д.	Н.д.
Основные средства	45960223	47612295	45952195	43438680	39693500	4	10	9	9	1,17*	1,56*	1,746*	1,95*	2,52*
Валовая прибыль	4514232	6139071	6381064	10345271	14169934	36	3	62	37	0,084	0,084	0,080	0,122	0,14
Коммерческие расходы	563834	1260682	1518189	2252555	5228390	123	20	48	132	0,01	0,017	0,019	0,027	0,052
Управленческие расходы	5092549	5360218	5147030	5529195	5966852	5	10	7	8	0,095	0,072	0,064	0,065	0,060
Прибыль от продаж	-1352277	-246038	-9436	3056200	3329198	-72	-96	н.р.	9	-0,025	-0,0332	-0,0001	0,036	0,033
Проценты к уплате	1738044	2573203	3482967	5088022	3509394	48	35	47	-31	0,032	0,035	0,043	0,060	0,035
Прочие доходы	12128290	14296781	20260141	26581306	15519967	18	42	31	-42	0,225	0,193	0,253	0,315	0,155
Прочие расходы	11757362	16322094	29181334	26792589	7185208	39	79	-9	-73	0,218	0,220	0,364	0,317	0,072
Чистая прибыль (убыток)	-2789466	-4262669	-10681090	-1136670	7946409	48	150	11	н.р.	-0,052	-0,057	-0,133	-0,013	0,079
Собственный капитал	17633028	19798581	20862391	25082834	27167898	13	5	20	8	0,328	0,267	0,260	0,297	0,272
Нераспределенная прибыль (непокрытый убыток)	-5464800	-10325809	-23379810	-25827190	-12825402	89	126	10	-50	-0,102	-0,139	-0,292	-0,306	-0,128
Заёмные средства долгосрочные	32426935	29971380	30108276	24351816	18568256	-8	14	-19	-24	0,603	0,4043	0,376	0,288	0,186
Заёмные средства краткосрочные	8919753	18114377	26152544	26382431	21232396	103	44	18	-20	0,166	0,244	0,326	0,312	0,212
Приобретение внеоборотных активов	4363055	2041698	1556615	1668168	3218438	-53	-24	7	93	0,081	0,026	0,019	0,020	0,032
Поступления от собственников	157352	994823	388521	1076985	1200000	432	-61	177	11	0,002	0,013	0,005	0,013	0,012

Примечание: * обозначает обратный показатель – соотношение выручки от продаж к основным средствам (фондоотдачу).

Таблица 7. Дополнительные показатели, характеризующие деятельность предприятий, открытых в 2012 г.

Показатель	Значение
Рентабельность собственного капитала в 2012 г.	-0,158
Рентабельность собственного капитала в 2013 г.	-0,215
Рентабельность собственного капитала в 2014 г.	-0,512
Рентабельность собственного капитала в 2015 г.	-0,045
Рентабельность собственного капитала в 2016 г.	0,292
Соотношение собственных средств и долгосрочных кредитов в 2012 году	1,839
Соотношение собственных средств и долгосрочных кредитов в 2013 году	1,514
Соотношение собственных средств и долгосрочных кредитов в 2014 году	1,443
Соотношение собственных средств и долгосрочных кредитов в 2015 году	0,971
Соотношение собственных средств и долгосрочных кредитов в 2016 году	0,683
Соотношение балансовой стоимости основных средств к собственным средствам в 2012 году	0,384
Соотношение балансовой стоимости основных средств к собственным средствам в 2013 году	0,416
Соотношение балансовой стоимости основных средств к собственным средствам в 2014 году	0,454
Соотношение балансовой стоимости основных средств к собственным средствам в 2015 году	0,577
Соотношение балансовой стоимости основных средств к собственным средствам в 2016 году	0,684

Предприятия, открытые в 2012 г. и предприятия, открытые в 2016 г. – сравнение по результатам 2016 года

Крайне интересным оказалось сравнение по результатам 2016 года предприятий, открытых в 2012 г. и предприятий, открытых в 2016 году (см. Таблицу 8). Таблица 8. Сравнение показателей деятельности предприятий, открытых в 2012 г. и в 2016 г., по результатам 2016 года

Показатель	Значение для предприятий, открытых в 2012 году	Значение для предприятий, открытых в 2016 году
Суммарный объем управленческих расходов по отношению к выручке от продаж (%%)	5,97	4,56
Суммарный объем коммерческих расходов по отношению к выручке от продаж (%%)	5,23	7,42
Суммарный объем прочих расходов по отношению к выручке от продаж (%%)	7,19	7,30
Суммарный объем прочих доходов по отношению к выручке от продаж (%%)	15,51	9,49
Суммарный объем процентов к выплате по отношению к выручке от продаж (%%)	3,5	3,3
Соотношение балансовой стоимости основных средств к собственным средствам в 2016 году	68,4	69,1
Дополнительные вложения собственников по отношению к выручке от продаж (%%)	1,2	21,9
Приобретение внеоборотных активов по отношению к выручке от продаж (%%)	3,2	10,5
Фондоотдача (соотношение выручки от продаж к основным средствам)	2,52	1,78
Соотношение долгосрочных кредитов к собственным средствам в 2016 году (%%)	68,3	48,4
Рентабельность собственного капитала в 2016 г. (%%)	29,2	0,0

Складывается ощущение, что предприятия, открытые в 2016 г., многому научились у своих «старших коллег». Во-первых, они сразу начали «открытую» работу с более низкими управленческими расходами и более высокими коммерческими расходами (напомним, в которые входят расходы на рекламу и поддержание собственной сбытовой сети). Во-вторых, в год открытия продолжалась особо активная «достройка» предприятий – вложения во внеоборотные активы составили 10,5 совокупной выручки или более 9% основных фондов. В-третьих, наблюдался невысокий, по сравнению с первыми годами существования предприятий, открытых в 2012 г., уровне долгосрочных заимствований (в 2016 г. совокупный уровень долгосрочных заимствований предприятий, открытых в 2016 г., составил 37,8% от совокупной выручки), а уровень краткосрочных заимствований оказался вообще предельно низким (6% от совокупной выручки). При этом шло активное «доинвестирование»-- прямые поступления от собственников в 2016 г. для предприятий, открытых в 2016 г., составили почти 22% от их совокупной выручки. Кроме того, соотношение основных средств и собственного капитала в 2016 г. было практически одинаковым для предприятий, открытых в 2012 и в 2016 гг. – соответственно 68,4% и 69,1%, но мы должны помнить, что предприятия, открытые в 2012 г., имели в 2012 г. соотношение основных средств и собственного капитала всего 38,4%.

Итак, мы наблюдаем сочетание четырех явлений. Во-первых, высокий уровень *изоморфизма* – предприятия, открытые в 2016 г., копируют структуру капитала (более низкий уровень долгосрочных заимствований, более высокий уровень собственного капитала), реализованный предприятиями, открытыми в 2012 г. путем продолжительной и сложной эволюции. Во-вторых, *предприятия, открытые в 2016 г. используют опыт своих старших коллег* и сразу закладывают более высокий уровень коммерческих расходов и поистине спартанский уровень управленческих расходов и особенно «прочих расходов». В-третьих, если открытие предприятия в 2012 г. означало практически полное завершение строительства и запуска промышленного объекта, то *церемония торжественного открытия предприятия в 2016 г. – лишь констатация факт начала стабильного производства* – в год формального открытия продолжают массивные вложения собственников и приобретение в значительных объемах внеоборотных активов. В-четвертых, *продолжают действовать общие закономерности развития промышленного проекта* – уровень фондоотдачи предприятий, открытых в 2016 г.,

значительно уступает уровню фондоотдачи, достигнутому предприятиями, открытыми в 2012 г. (фондоотдача предприятий, открытых в 2016 г., примерно равна фондоотдаче предприятий, открытых в 2012 г., которую они достигли в 2014 году, на 3-й год работы). Наконец, при том, что доля рентабельных предприятий, открытых в 2016 г. была выше в 2016 г., чем доля рентабельных предприятий в том же году, открытых в 2012 г., кумулятивный финансовый результат разительно отличался – предприятия, открытые в 2012 г., в целом продемонстрировали неплохую отдачу на собственный капитал, в то время как предприятия, открытые в 2016 г., получили нулевой кумулятивный результат по чистой прибыли.

Закономерности и разнообразие вариантов развития российских производственных подразделений западных корпораций

Из предыдущего параграфа нашей статьи может создаться впечатление о высокой однородности параметров деятельности российских производственных подразделений западных корпораций. ***Мы должны специально указать, что изоморфизм в структурах издержек и структуре капитала прослеживаются лишь на высоком уровне агрегации.*** На уровне отдельных предприятий сохраняется колоссальный разброс в отдельных параметрах результативности и в структуре пассивов. Так, например, разброс уровня объемов продаж в 2016 г. по отношению к уровню 2015 г. составил от 19% до 3100% при медианном значении 132%; рентабельность продаж по чистой прибыли по кругу всех обследованных нами предприятий находилась в 2016 г. в диапазоне от минус 3100% до плюс 46% с медианой 8%. Долгосрочные заемные средства отсутствовали в 2016 г. в балансах 46% обследованных предприятий, и в том же году у шести предприятий объем долгосрочных заемных средств превышал общую сумму пассивов (данный феномен объясняется громадными объемами непокрытых убытков прошлых лет, уменьшающими валюту баланса, и, соответственно, суммарные пассивы).

Возвращаясь же к ключевому вопросу о результативности и общей успешности проектов строительства и запуска новых промышленных предприятий, реализованных западными корпорациями в России в 2012-2016 гг., мы ввели три критерия успешности промышленного проекта. Во-первых, объем продаж в 2016 г. должен был быть не ниже уровня 2015 г. (в текущих рублевых ценах предприятий). Во-вторых, предприятие не должно было быть убыточно по чистой прибыли. В-

третьих, у предприятия в балансе должны была находиться балансовая прибыль, а не непокрытый убыток прошлых лет. Применяв к данным финансовой отчетности 2016 года все эти три критерия, мы смогли обнаружить лишь 28 предприятий из 141, которых безусловно можно было назвать «благополучными» в сложившейся макроэкономической ситуации. По отраслевой принадлежности подобных благополучных предприятий было больше всего в общем машиностроении (3 из 10) и в пищевой промышленности (8 из 40). Что касается страны происхождения материнской компании, то в состав благополучных компаний попали (возможно, случайно), предприятия из стран, имевших небольшое число открытых в России предприятий (единственное открытое в 2012-2016 гг. предприятие израильской корпорации, единственное открытое в 2012-2016 гг. предприятие испанской корпорации, 2 из трех открытых в 2012-2016 гг. предприятий голландских корпораций). Среди стран, корпорации которых открыли в 2012-2016 гг. много российских заводов (Германия – 40 заводов, США – 17 заводов, Франция – 10 заводов, Италия – 8 заводов, Япония – 7 заводов), в категорию «успешных» попали лишь 9 заводов немецких корпораций, 4 завода американских корпораций, 2 завода французских корпораций, 2 завода итальянских корпораций и 1 завод японской корпорации.

Интересно, что в состав «успешных проектов» вошли предприятия всех лет запуска – 5 предприятий, открытых в 2012 г., 7 предприятий, открытых в 2013 г., по 6 предприятий, открытых в 2014 и в 2015 гг. и 4 предприятия, открытых в 2016 г.

Мы провели аналогичный поиск успешных предприятий по данным 2015 г. – успешными признавалось предприятие, не снизившее в 2015 г. рублевой выручки, не получившее убытка по чистой прибыли и не имевшее непокрытых убытков прошлых лет в балансе. Таковых среди 124 предприятий, открытых в 2012-2015 гг. оказалось 17. При этом лишь 7 предприятий были успешным и в 2015, и в 2016 гг. по выбранным нами критериями.

Заключение

Мы провели первую в отечественной литературе попытку провести анализ динамики финансового положения российских предприятий, открытых зарубежными корпорациями в 2012-2016 гг. По необходимости данный анализ носил

характер «первой пристрелки» к теме – хотя мы могли получить полные данные о 72% объектах генеральной совокупности (141 из 196 предприятий, открытых в 2012-2016 гг.), характер собранных материалов (годовые балансы и годовые отчеты и финансовых результатах, а также отчеты о движении капитала и денежных средств) не позволил нам прояснить ряд важных моментов – так, из собранной нами отчетности было неясно, какого рода долгосрочные кредиты получают российские предприятия зарубежных компаний (прямые кредиты материнских и «сестринских» компаний, кредиты российских филиалов западных банков, обслуживающих деятельность материнской компании, кредиты российских банков, кредиты российских нефинансовых организаций). Также невозможно по доступным нам данным было разделить проценты, уплаченные по долгосрочным и по краткосрочным кредитам. Наконец, по многим предприятиям качество составления отчетности по российским стандартам оставляло желать лучшего – например, какие-то строчки баланса или отчетов о финансовых результатах исчезали в одном году и вновь появлялись в следующем году и т.д.

Тем не менее, мы смогли проследить динамику текущего финансового положения вновь открываемых предприятий, а также, применив прием сравнения суммарных показателей предприятий, открытых в 2012 и в 2016 гг., установить общую структуру издержек и капитала в исследуемой нами совокупности. Основные результаты проведенного нами технического анализа представлены в предыдущем разделе работы. Здесь же мы хотим обратить внимание на два момента, относящихся не столько к финансовому анализу, сколько к финансовому менеджменту российских предприятий зарубежных корпораций в целом. Первый момент можно характеризовать как высокую *подвижность* (agility) как состава издержек, так и состава капитала. В 2016 г. предприятия, открытые в 2012-2015 гг. смогли в массе резко сократить абсолютные и особенно относительные объемы «прочих издержек» и добиться массового перехода к рентабельности по чистой прибыли. Также большинство предприятий могло сократить либо полностью избавиться от зависимости от долгосрочных кредитов. Предприятия же, открытые в 2016 г., в целом представили совершенно иную «модель старта» – с относительно невысокой долгосрочной задолженностью, минимальными управленческими и прочими расходами, но с существенными коммерческими расходами, а также со значительными вложениями собственников и высоким уровнем затрат «на приобретение, создание, модернизацию, реконструкцию и подготовку к

использованию внеоборотных активов», потраченными в год официального открытия предприятия.

Высокая подвижность (agility) как структуры издержек, так и структуры капитала российских предприятий зарубежных корпораций настоятельно требует дальнейшего изучения по нескольким направлениям. Во-первых, совершенно необходимым является продолжение наблюдения динамики финансового положения предприятий по мере появления данных финансовой отчетности за 2017 год. Продолжение наблюдений позволит подтвердить ряд выявленных нами явлений, в частности, явление «суммарного изоморфизма» предприятий разных лет запуска при сохраняющемся высоком разбросе положения отдельных предприятий. Вторым вопросом, требующим прояснения, является прояснение механизма «подвижности» -- каким образом удалось в течение одного года резко сократить «прочие расходы», в какой степени был применен метод списания долгосрочных кредитов материнских и «сестринских» компаний или конвертации кредитов в собственный капитал. Наконец, требует прояснения степень удовлетворенности материнских компаний результатами деятельности своих российских производственных подразделений. По нашим экспертным оценкам в 2016 г. лишь 20% всех предприятий отвечали достаточно мягким критериям успешности деятельности (позитивная динамика продаж, отсутствие убыточности, отсутствие непокрытых убытков прошлых лет в балансе), но материнские компании могут иметь совершенно иную конфигурацию критериев успеха производственного подразделения «в сложных условиях», и, соответственно, относить в категорию успешных большую либо меньшую долю проектов запуска новых заводов, реализованных в России в 2012-2016 гг. (см. Gurkov et al. 2018b).

Наконец, примененные нами методы анализа, включая анализ суммарных статей затрат и др., могут быть применены не только к проектам строительства новых заводов, но и ко всей совокупности западных корпораций, имеющих в России существенные производственные активы. Подобный анализ может быть использован в межстрановых сравнениях результативности дочерних предприятий международных корпораций, а также может послужить основой для оценки пределов устойчивости российских подразделений западных корпораций и их реакции на возможное ухудшение экономической ситуации в России.

Библиография

- Гурков И.Б., Коссов В.В., Моргунов Е.Б., Саидов З.Б. 2014. Российские обрабатывающие производства зарубежных корпораций: глобальные управленческие практики и воздействие на местные институты. М.: Изд. дом Высшей школы экономики.
- Гурков И.Б., Моргунов Е.Б. 2018. Ритуалы торжественного открытия новых российских заводов зарубежных корпораций: смысл, содержание и приёмы церемоний. *Организационная психология*, Т. 8 № 2, С. 86-118.
- Aharoni, Yair. 2010. "Behavioral elements in foreign direct investments." *Advances in International Management* 23: 73-111.
- Aharoni, Yair. 2011. "Behavioral elements in foreign direct investment decisions." *Research in Global Strategic Management* 15: 23-60.
- Aharoni, Yair. 2013. "The road to relevance." *Advances in International Management* 26: 127-169.
- Belderbos, Rene, and Jianglei Zou. 2009. "Real options and foreign affiliate divestments: A portfolio perspective." *Journal of International Business Studies* 40: 600-620.
- Benito, Gabriel R.G. 1997. "Divestment of foreign production operations." *Journal Applied Economics* 29: 1365-1378.
- Benito, Gabriel R.G. 2005. "Divestment and international business strategy." *Journal of Economic Geography* 5: 235-251.
- Berry, Heather. 2010. "Why do firms divest?" *Organization Science* 21: 380-396.
- Berry, Heather. 2013. "When do firms divest foreign operations?" *Organization Science* 24: 246-261.
- Biais Bruno, Denis Hilton, Karine, Mazurier and Sébastien Puget. 2005. "Judgmental overconfidence, self-monitoring and trading performance in an experimental financial market." *Review of Economic Studies* 72: 287-312.
- Boddewyn, Jean J. 1979. "Foreign divestment: magnitude and factors." *Journal of International Business Studies* 10: 21-26.

- Boddewyn, Jean J., and Roger Torneden. 1973. "US foreign divestment-preliminary survey." *Columbia Journal of World Business* 8: 25-29.
- Borkovski, Susan C. 1999. "International management performance evaluation: A five-country comparison." *Journal of International Business Studies* 30: 533-555.
- Chung, Chris Changwha, Jane W. Lu, and Paul W. Beamish. 2008. "Multinational networks during times of economic crisis versus stability." *Management International Review* 48: 279-296.
- Chung, Chris Changwha, Seung Hyun Lee, Paul W. Beamish, and Takehiko Isobe. 2010. "Subsidiary expansion/contraction during times of economic crisis." *Journal of International Business Studies* 41: 500-516.
- Cuervo-Cazurra, Alvaro, and Rajneesh Narula. 2015. "A set of motives to unite them all?: Revisiting the principles and typology of internationalization motives." *The Multinational Business Review*, **23**: 2-14
- Gavetti, Giovanni, Henrich R. Greve, Daniel A. Levinthal, and William Ocasio. 2012. "The behavioral theory of the firm: Assessment and prospects." *Academy of Management Annals*, 6, 1-40.
- Gurkov, Igor. 2014. "Management practices in Russian manufacturing subsidiaries of foreign multinational corporations: challenging some beliefs about contemporary Russian industrial management." *Post-Communist Economies* 26: 220-240.
- Gurkov, Igor. 2015a. "Corporate parenting styles of the multinational corporation: A subsidiary view." In *The Future of Global Organizing* (Progress in International Business Research, 10) edited by Rob Van Tulder, Alain Verbeke, Rian Drogendijk: 57-78. Emerald Group Publishing Limited.
- Gurkov, Igor. 2015b. "Russian Manufacturing Subsidiaries of Western Multinational Corporations: Support from Parents and Cooperation with Sister-Subsidiaries." *Journal of East-West Business*, 21: 157-181.
- Gurkov, Igor. 2016a. "Human resource management in Russian manufacturing subsidiaries of multinational corporations." *Post-Communist Economies* 28: 353-372.
- Gurkov, Igor. 2016b. "Oriflame CIS: The successful evolution of a regional subsidiary's mandate." *Global Business and Organizational Excellence* 35: 44-54.

- Gurkov, Igor. 2016c. "Against the wind—new factories of Russian manufacturing subsidiaries of Western multinational corporations." *Eurasian Geography and Economics* 57: 161-179.
- Gurkov, Igor, and Sergey Filippov. 2013. "Innovation processes in the Russian manufacturing subsidiaries of multinational corporations: An integrated view from case studies." *Journal of East-West Business* 19: 260-290.
- Gurkov, Igor, and Alexandra Kokorina. 2017. "Who cut the ribbon? A quantitative analysis of formal opening ceremonies of new plants of multinational corporations in Russia." *Eurasian Geography and Economics* 58: 258-277.
- Gurkov, Igor, and Vladimir Kossov. 2014. "Combining Contemporary and Soviet-Era Management Practices to Achieve Excellence at Knauf CIS." *Global Business and Organizational Excellence* 33: 21-34.
- Gurkov, Igor, and Michael Morely. 2017. "Divinity Rules: Towards a Revised Typology of Multinational Corporate Parenting Styles." *European Journal of International Management* 11: 490-510
- Gurkov, Igor, and Zokirshon Saidov. 2017a. "Communications between managers of manufacturing units of multinational corporations." *International Journal of Organizational Analysis* 25: 894-908.
- Gurkov, Igor, and Zokirzhon Saidov. 2017b. "Current strategic actions of Russian manufacturing subsidiaries of Western multinational corporations." *Journal of East-West Business* 23: 171-193.
- Gurkov, Igor, Alexandra Kokorina, and Zokirzhon Saidov. 2017. "The cul-de-sac of foreign industrial investments to Russia." *Post-Communist Economies* 29: 538-548.
- Gurkov, Igor, Alexandra Kokorina, and Zokirzhon Saidov. 2018. "Beyond ribbon cutting: Lessons from Russian manufacturers on the nuances of opening ceremonies." *Global Business and Organizational Excellence* 37.4: 538-548.
- Gurkov, Igor, Evgeny Morgunov, Alexander Arshavsky, and Zokirzhon Saidov. 2018. "Perspectives of Manufacturing Subsidiaries of Foreign Companies in Russia: Frontier, Faubourg or Sticks?" *Foresight and STI Governance* 12.2: 24-35.

- Hayward, Mathew L.A., and Donald C. Hambrick. 1997. "Explaining the premiums paid for large acquisitions: Evidence of CEO hubris." *Administrative Science Quarterly*: 103-127.
- Köszegi, Botond. 2006. "Ego utility, overconfidence, and task choice." *Journal of the European Economic Association* 4: 673-707.
- Kretzhemer, Katharina. 2009. *Performance evaluation of foreign subsidiaries*. Wiesbaden: Gabler.
- Lee, Seung-Hyun, and Sangcheol Song. 2012. "Host country uncertainty, intra-MNC production shifts, and subsidiary performance." *Strategic Management Journal* 33: 1331-1340.
- Lee, Seung-Hyun, Paul W. Beamish, Ho-Uk Lee, and Jong-Hun Park. 2009. "Strategic choice during economic crisis: Domestic market position, organizational capabilities and export flexibility." *Journal of World Business* 44: 1-15.
- Mata, Jose, and Pedro Portugal. 1994. "Life duration of new firms." *The Journal of Industrial Economics*: 227-245.
- Mata, José, and Pedro Portugal. 2000. "Closure and divestiture by foreign entrants: The impact of entry and post-entry strategies." *Strategic Management Journal*: 549-562.
- McDermott, Michael C. 2010. "Foreign divestment: The neglected area of international business?" *International Studies of Management & Organization* 40: 37-53.
- Schmid, Stefan and Katharina Kretschmer. 2010. "Performance evaluation of foreign subsidiaries: A Review of the literature and a contingency framework." *International Journal of Management Reviews* 12: 219-258.
- Schuh, A. (2012). "Strategic Responses to the Global Financial and Economic Crisis in Central and Eastern Europe – The Foreign Multinational Company Perspective." In *New Policy Challenges for European Multinationals* (Progress in International Business Research, Volume 7), edited by Rob Van Tulder, Alain Verbeke, LiviuVoinea: 393 – 419. Emerald Group Publishing Limited.
- Song, Sangcheol. 2013. "FDI structure, investment specificity, and multinationality value under host market uncertainty." *Management International Review* 53: 795-817.

- Song, Sangcheol. 2014. "Unfavorable Market Conditions, Institutional and Financial Development, and Exits of Foreign Subsidiaries." *Journal of International Management* 20: 279–289.
- Song, Sangcheol. 2015. "Exchange rate challenges, flexible intra-firm adjustments, and subsidiary longevity." *Journal of World Business* 50: 36-45.
- Song, Sangcheol, and Jeoung Yul Lee. 2017. "Relationship with headquarters and divestments of foreign subsidiaries: The hysteresis perspective." *Management International Review* 57: 545-570.
- Song, Sangcheol, Mona Makhija, and Seung-Hyun Lee. 2014. "Within-Country Growth Options Versus Across-Country Switching Options in Foreign Direct Investment." *Global Strategy Journal* 4: 127-142.
- Taleb, Nassim Nicholas. 2007. *The black swan: The impact of the highly improbable*. Vol. 2. New York, NY: Random house.
- UNCTAD. 2018. *World Investment Report 2018*. New York and Geneva: UNCTAD
- Williamson, Peter J., and Ming Zeng. 2009. "Value-for-money strategies for recessionary times." *Harvard Business Review* 87.3: 66-74.