

## СТРАТЕГИЧЕСКИЙ МЕНЕДЖМЕНТ

Ю. В. Лаптев

### СТРАТЕГИИ РОСТА РОССИЙСКИХ МНК: ИСПЫТАНИЕ КРИЗИСОМ

Кризис заставил российские МНК пересмотреть стратегии своего роста. В статье рассматривается изменение условий развития российских МНК в период кризиса, обосновывается необходимость поиска новой парадигмы их роста. Анализируются оправданность активной практики зарубежных слияний и поглощений, а также особенности реакции на кризис компаний с преобладанием государственного капитала.

*Ключевые слова:* кризис, стратегии роста, российские МНК.

#### ВВЕДЕНИЕ

Текущий экономический кризис стал серьезным испытанием «на прочность» стратегий роста российских многонациональных компаний (МНК). Он, в частности, сильно ударил по их международной экспансии, вскрыл слабости развития и ограниченность самой модели продвижения за рубеж. Стала очевидной необходимость пересмотра стратегии роста, выработки более адекватных и приемлемых подходов как к внутреннему развитию, так и к продвижению на мировые рынки.

Почти два года кризиса, достаточно драматическое его влияние на капитализацию и другие финансовые показатели деятельности крупных российских корпораций не могли не вызвать оживленной дискуссии относительно правильности выбранных ранее стратегий развития. Однако основной «площадкой» для этих дискуссий стали обзоры и прогнозы инвестиционных компаний и рейтинговых агентств, дискуссии в деловой прессе (газеты «Ведомости», «Коммерсантъ», журналы «Эксперт», «БООС» и др.), но не в научных журналах управленческого и экономического профиля. Одним из немногих исключений явился доклад известного российского уче-

ного — специалиста по стратегическому управлению, профессора ГУ–ВШЭ И. Б. Гуркова «Кризис стратегии и стратегия кризиса — поведение российских компаний накануне и в ходе экономической рецессии» [Гурков, 2009]. Однако не вызывает сомнения то обстоятельство, что данная проблематика нуждается в более глубоком изучении и осмыслении.

Достаточно драматическое влияние кризиса на капитализацию, выручку, прибыли и другие ключевые показатели деятельности российских МНК заставляет вновь обратиться к таким фундаментальным проблемам теории стратегического управления, как возможность прогнозирования будущего, допустимые уровни принятия рисков, целесообразность диверсификации своей деятельности, использование сценарного планирования и политики реальных опционов для управления рисками, и целому ряду других.

Наверное, первой теоретической проблемой, значение которой прослеживается применительно к последствиям нынешнего кризиса, является проблема прогнозируемости и предсказуемости будущего. Совершенно очевидно, что, представляя сроки и масштабы разразившегося кризиса, многие российские компании принимали бы другие решения относительно своей политики экспансии, заимствований, допустимых стратегических рисков и многие другие. Могли ли они предвидеть кризис?

Как известно, теоретики стратегического менеджмента не дают однозначного ответа на этот вопрос. В классических работах по данной проблеме, Г. Минцберга [Mintzberg, 1990] и И. Ансоффа [Ansoff, 1991], обосновываются прямо противоположные видения и рекомендации по указанным подходам. Многочисленные последующие эмпирические исследования проблемы так и не позволили сформулировать достаточно убедительные выводы по этой проблеме (см., напр.: [Wiggins, Timothy, 2005]).

Другой фундаментальной дихотомией теории стратегического управления является вопрос о величине допустимого уровня риска, который может принять на себя фирма, и ролью процесса диверсификации в управлении рисками/прибыльностью фирмы. Классический «мейнстрим» теории стратегического управления, представленный, например, в работах Р. Рамелта [Rumelt, 1982] и М. Портера [Porter, 1987], осуждает диверсификацию как способ управления рисками и повышения прибыльности. Однако в ряде более поздних исследований отмечается положительное воздействие «правильной» диверсификации на управление рисками и повышение доходности активов фирмы (см., напр.: [Kampa, Simi, 2002; Villalonga, 2004]).

В настоящей статье предпринята попытка изучить влияние экономического кризиса на стратегии развития российских МНК и протестировать ряд гипотез этого воздействия, кажущихся справедливыми автору данной работы. На основе полученных результатов приводится авторское видение ряда спорных подходов в теории стратегического управления.

В качестве статистической базы исследования использованы годовые и квартальные отчеты ведущих российских корпораций, данные международных рейтинговых агентств, аналитические отчеты инвестиционных банков и брокерских фирм, выступления и доклады топ-менеджеров и акционеров российских МНК на конференциях и их интервью российским и зарубежным СМИ.

#### ИСХОДНЫЕ УСЛОВИЯ

Десятилетие, прошедшее между пиком предыдущего экономического кризиса в России (август 1998 г.) и началом активной фазы текущего кризиса (сентябрь 2008 г.), было воистину «золотым» в экономическом и социальном развитии страны. После почти десяти лет экономического упадка были достигнуты выдающиеся результаты в области экономического роста, преодоления бедности и решения других социально-экономических проблем.

Это был период самого быстрого экономического развития страны как минимум за последние 30 лет. Реальный ВВП России за этот период практически удвоился. Номинальный ВВП в долларовом выражении вырос почти в 7 раз — больше, чем в любой крупной стране мира [Экономический обзор ОЭСР..., 2009].

Существенно увеличились производительность основных факторов производства, реальная заработная плата, золотовалютные резервы (почти до уровня 600 млрд долл. США). Страна погасила почти всю государственную задолженность перед зарубежными кредиторами, сократив ее до уровня менее 6% от ВВП. Радикально снизилась бедность и безработица, и даже возник определенный дефицит рабочей силы, что обычно свидетельствует о «перегреве» экономики. Пожалуй, единственный макроэкономический показатель — уровень инфляции — не удалось привести к желаемой «норме». Но и он снизился примерно с 85% в 1998 г. до 12% в 2007 г.

Какие факторы лежали в основе экономического бума «нулевых» годов?

Во-первых, почти 50%-я в реальном выражении девальвация рубля в 1998 г. Девальвация резко усилила конкурентоспособность российских производителей и открыла дорогу широкому процессу импортозамещения. Она буквально «подняла» российскую экономику.

Во-вторых, наличие и доступность в тот период свободных факторов производства — незагруженных производственных мощностей, рабочей силы, сырья и т. д.

В-третьих, доступность дешевых кредитных ресурсов в десятилетие «дешевых» денег, каким оказалась большая часть «нулевых» годов.

И наконец, в-четвертых, исключительно благоприятная конъюнктура на мировых сырьевых рынках, которая основывалась как на достаточно стабильном росте экономик развитых стран, так и на стремительном развитии экономик Китая, Индии и ряда других развивающихся стран.

Одним из следствий «бума» 1999–2008 гг. стали зарождение и достаточно быстрое развитие российских МНК, включая и рост их прямых инвестиций за рубежом. Правда, отраслевой состав этих компании оставался весьма ограниченным. Речь шла почти исключительно о компаниях всего четырех отраслей — нефтегазовой, металлургической, химической и телекоммуникационной. Эти компании быстро наращивали свое производство и экспорт, а где-то примерно с 2005 г. начали энергично вкладываться в зарубежные активы. За период с 2005 по 2007 г. зарубежные активы российских МНК увеличились примерно в 4 раза (до 90 млрд долл. США), зарубежные продажи при этом выросли в 2,5 раза (до 220 млрд долл.), а занятость в подразделениях за пределами России — до 140 тыс. человек [Skolkovo Research: Emerging Russian Multinationals..., 2008].

Индекс транснациональности российских МНК за этот период увеличился весьма значительно (табл. 1).

*Таблица 1*

**Рост индекса транснациональности ведущих российских МНК, 2004 и 2007 гг.**

<b>Компания</b>	<b>2004 г.</b>	<b>2007 г.</b>
«ЛУКОЙЛ»	41	44
«ТНК-ВР»	21	30
«ГМК „Норильский никель“»	34	44
«РУСАЛ»	34	39
«Евраз»	15	34
«Северсталь»	23	33
«НЛМК»	22	26

С о с т а в л е н о п о: [Skolkovo Research: Emerging Russian Multinationals..., 2008, p. 4].

В 2008 и даже в 2009 г. происходило дальнейшее наращивание зарубежных активов российских компаний, прежде всего за счет «закрытия» сделок по M&A, начатых в предыдущие годы. В результате развития этих процессов около двух десятков отечественных компаний полноправно заняли свои места в мировом «клубе» МНК.

**УДАР КРИЗИСА**

Статистика свидетельствует о том, что кризис значительно «больнее» ударил по большинству российских компаний по сравнению с их зарубежными конкурентами. Начнем с того, что ВВП России в 2009 г. сократился существенно, чем в любой развитой стране. На фоне «родственных» стран

БРИК ситуация выглядит еще хуже — везде, кроме России, ВВП вырос, а не упал.

Российские МНК в полной мере «поддержали» эту тенденцию. Их капитализация сократилась значительно больше, чем в родственных им по сфере деятельности зарубежных компаниях. Так, в списке FT-500 в 2009 г. осталось всего 6 российских компаний по сравнению с 13 в 2008 г. За это время средняя капитализация компаний списка FT-500 снизилась на 42%, в то время как у ведущих российских МНК — значительно больше: у «Сургутнефтегаза» — на 56%, «Роснефти» — на 61, «ЛУКОЙЛа» — на 63, а у «Газпрома» — даже на 78%! [FT 500 the World's Largest Companies, 2009].

Российские МНК в большей степени, чем конкуренты, утратили свои позиции в ряду ведущих мировых корпораций. Единственной российской компанией, которой удалось укрепиться, оказалась «Сургутнефтегаз». При этом 7 компаний вообще покинули список «FT-500» («МТС», «ВымпелКом», «Северсталь», «НЛМК», «Новатэк» и «ВТБ»), а «РАО ЕС» вышла из него в силу реорганизации (табл. 2)

Таблица 2

**Изменение рейтинга российских компаний  
в списке «FT-500» в 2009 г. по сравнению с 2008 г.**

Компания	Рейтинг в 2008 г.	Рейтинг в 2009 г.
«Газпром»	4	36
«Роснефть»	65	76
«ЛУКОЙЛ»	89	125
«Сбербанк России»	91	374
«ГМК „Норильский никель“»	141	430
«Сургутнефтегаз»	216	174

С о с т а в л е н о п о: [FT 500 the World's Largest Companies, 2009].

Почему российские компании понесли такие значительные потери в капитализации? Этот вопрос, очевидно, еще долго будет обсуждаться специалистами.

На наш взгляд, сыграли свою роль и психологические моменты — отношение к ним как к новичкам в «клубе богатых». Также на капитализацию существенно повлияли представления инвесторов о возможности рекапитализации их задолженностей, структура активов и целый ряд других обстоятельств.

В настоящей работе автор поставил перед собой задачу протестировать три предположения о влиянии кризиса на стратегии развития российских МНК, которые представляются наиболее существенными.

#### ТЕСТИРУЕМЫЕ ГИПОТЕЗЫ

Автор данной статьи на протяжении нескольких лет отслеживал сделки M&A, совершаемыми российскими компаниями. Приходилось констатировать, что зарубежные активы уступали нашим компаниям очень неохотно и за них приходилось платить премию к продажной цене, значительно превышающую среднерыночную. Например, цена производственных мощностей по выплавке 1 млн т стали у приобретаемых компанией «Северсталь» североамериканских активов в среднем превышала рыночную примерно на 100%, а у компании «Евраз» — доходила до 200%!

Финансировались подобные сделки главным образом за счет заемных средств, что не могло не сказываться негативно на балансах российских покупателей. Рыночные позиции приобретаемых фирм также находились не в лучшем состоянии. Как правило, приобретаемые компании длительное время несли убытки, были обременены большими долгами. Кроме того, почти всегда при заключении сделок российским компаниям приходилось принимать на себя значительные социальные обязательства перед их трудовыми коллективами и профсоюзами.

Из сказанного вытекает *гипотеза H1: российские компании, проводившие в 2004–2008 гг. агрессивную политику по скупке зарубежных активов, пострадали от кризиса больше, чем их более консервативные конкуренты.*

Стремительный экономический рост середины «нулевых» годов породил у многих российских предпринимателей и менеджеров иллюзию того, что рыночный спрос и цены будут расти «всегда». Такими же «неисчерпаемыми», дешевыми и доступными казались и кредитные ресурсы.

Подобные взгляды привели к формированию достаточно рискованных стратегий развития, основанных на безудержной экспансии и кредитной базе их финансирования.

На этом основана *гипотеза H2: экономический кризис заставил компании существенно изменить свои модели развития.*

Наблюдая за действиями, предпринимаемыми российскими МНК в условиях кризиса, автор пришел к выводу, что реакция на кризис у частных корпораций существенно отличается от таковой у компаний с преобладанием государственного капитала. Данное обстоятельство породило третью, тестируемую в работе, гипотезу.

*Гипотеза H3: частные компании более радикально изменили свои стратегии развития в сравнении с компаниями, в которых преобладает государственный капитал.*

Следующая часть статьи посвящена эмпирическому тестированию выдвинутых гипотез.

**Тестирование гипотезы H1 (на примере компаний черной металлургии).** Черная металлургия занимает второе место после нефтегазовой отра-

сли по величине и размаху зарубежной деятельности. В 2007 г. металлургия и горнодобывающая промышленность в целом осуществили 47% всех российских сделок по приобретению зарубежных активов. Таким образом, эта отрасль может быть охарактеризована как лидер российских сделок M&A за рубежом.

Ведущими компаниями отрасли являются фирмы «большой четверки» — «Северсталь», «Евраз», «Новолипецкий металлургический комбинат» («НЛМК») и «Магнитогорский металлургический комбинат» («ММК»). Эти компании все последние 20 лет сбывают большую часть своей продукции за рубежом. Все они в «нулевые» годы проводили политику зарубежной экспансии, в том числе и в области приобретения активов за пределами России. Однако масштабы этой деятельности у перечисленных фирм существенно различались.

Компании «Северсталь» и «Евраз» составили группу «агрессивных» компаний в области M&A. В период с 2004 по 2009 г. они приобрели значительные производственные мощности за рубежом, прежде всего в Европе и Северной Америке. Сегодня, например, у компании «Северсталь» совокупные производственные мощности по выплавке стали за рубежом превышают таковые в России. «Северсталь» даже боролась за покупку европейского лидера металлургической промышленности — компании «Акселор». «Евраз» за последние четыре-пять лет приобрела целый ряд металлургических активов за рубежом и старается позиционировать себя на мировых рынках как международная, а не национальная (российская) компания.

В основе стратегии зарубежной экспансии лежали вполне здравые суждения. Сегодня российские металлургические компании продают большую часть своей продукции на спотовом рынке. Это, главным образом, стандартная продукция среднего качества и невысокого передела (слябы, рулоны горяче- и холоднокатаной стали). В отличие от них ведущие металлургические компании развитых стран имеют тесные связи с производителями конечной продукции, выпускают изделия высокой степени готовности (например, части кузовов автомобилей) и продают их по долгосрочным контрактам машиностроительным корпорациям. Таким образом, интеграция этих фирм в производственно-сбытовые цепочки российских металлургических компаний позволила бы им повысить степень обработки своей продукции и выйти с ней на ведущих конечных потребителей, например таких, как компании «большой тройки» автомобильной промышленности США.

Однако подобная стратегия имела и значительные изъяны. Во-первых, большая часть приобретений осуществлялась на заемные средства, причем кредиты получались на сроки меньшие, чем срок окупаемости соответствующих проектов. Это делалось в условиях высокой доступности кредитных ресурсов на мировом рынке, причем по достаточно низким ценам.

Предполагалось, что в будущем краткосрочные кредиты можно будет легко перекредитовать. Залогами по кредитам выступали российские активы компаний, капитализация которых непрерывно росла.

Во-вторых, рентабельность приобретаемых североамериканских активов была существенно ниже, чем базовых российских. Данное обстоятельство было обусловлено более высокой стоимостью основных факторов производства в США по сравнению с Россией.

В-третьих, как отмечалось выше, приобретение североамериканских активов происходило с большим трудом и, как правило, могло быть реализовано только при уплате повышенной премиальной цены в 100–200% от рыночной стоимости при 30–50% премии обычно в среднем по рынку.

И наконец, в-четвертых, при заключении сделок российские компании принимали на себя существенные социальные и долговые обязательства.

Подобная агрессивная стратегия зарубежной экспансии, возможно, оправдала бы себя в условиях непрерывного экономического роста. Однако циклический характер развития рыночной экономики еще никто не отменял. Топ-менеджеры двух рассматриваемых металлургических компаний, очевидно, неправильно оценили сроки и размах возможного экономического спада, чем поставили свои фирмы в сложное положение.

Напротив, компании «НЛМК» и «ММК» проводили более осторожную, «консервативную» политику зарубежных поглощений. Основной упор они делали на техническом перевооружении своих производственных мощностей, расположенных на базовых российских промплощадках, в результате чего значительно дальше продвинулись в модернизации своих российских производств. Так, например, «НЛМК» стал мировым лидером в производстве трансформаторной стали. Это продукция высокой степени обработки, и средняя маржа при ее реализации составляет 2700 долл./т при 567 долл./т в среднем по комбинату.

В конце 2009 г. на комбинате был запущен в эксплуатацию агрегат непрерывного горячего оцинкования листа мощностью в 300 тыс. т/год. Летом 2010 г. планируется ввести в эксплуатацию агрегат по нанесению полимерных покрытий № 3 мощностью в 200 тыс. т/год. В 2011 г. предполагается запустить электропечь на 1,5 млн т, а в 2012 г. — доменную печь № 7 на 3,4 млн т. Общая мощность комбината по выплавке стали увеличится к тому времени на 5 млн т (до 17,4 млн т). Осуществляются и крупные капиталовложения в горнодобывающие подразделения компании, в частности в Стойленский ГОК [Черная металлургия..., 2010].

«ММК» вел в эксплуатацию в 2009 г. сталепрокатный стан «5000» для выпуска толстого горячекатаного листа (капиталовложения в проект — 1,4 млрд долл., проектная рентабельность по EBITDA — 25%). Это обеспечило ему крупные заказы со стороны «Газпрома», «Транснефти» и мостостроительных



компаний. Ведется сооружение стана «2000» для производства холоднокатаного листа для автомобильной промышленности. Для него в Колпино строят металлоцентр и завод штампованных компонентов для локализации производства кузовов зарубежных автопроизводителей в Санкт-Петербурге.

Комбинату удалось значительно улучшить свое сырьевое обеспечение путем приобретения горнодобывающих и угольных предприятий (компания «Белон»). Ранее лишенный собственной сырьевой базы комбинат довел свое самообеспечение коксующимся углем до 50%, рудой — до 30 и электроэнергией — до 85%.

Очень интересна политика зарубежных капиталовложений компании. Например, «ММК» строит металлургический завод в Турции — совместное предприятие с турецкой компанией Atakas (в равной доле собственности), мощностью 2,3 млн т. Завод будет введен в строй в 2011–12 гг. Очень удобно расположенный с точки зрения логистики (в порту г. Искендерун), он откроет партнерам весьма перспективный рынок Турции и Ближнего Востока. При этом капиталовложения ММК в данный объект составят скромные 615 млн долл. при EBITDA проекта в 30%! Это — разительное отличие в рентабельности от зарубежных приобретений «Евраз» и «Северстали» [ММК. Неплохо, но могло быть и лучше, 2010].

Компания «НЛМК» также реализовала несколько проектов покупки зарубежных активов. Но ее подход к этим сделкам, не в пример компаниям «агрессивной» группы, был намного более осторожным. Так, в 2008 г. «НЛМК» предпочла заплатить почти 250 млн долл. неустойки, но все же отказаться от согласованной сделки по приобретению американской компании John Maneeley за 3,5 млрд долл. [Хейфец, Байков, 2009].

Разразившийся экономический кризис больно ударил по «Северстали» и «Евразу» при значительно более скромных потерях у «НЛМК» и «ММК». Фирмы, проводившие агрессивную политику поглощений, обременены большей задолженностью, имеют более низкую рентабельность активов (а часто и операционную), более низкие инвестиционные рейтинги по сравнению с их более консервативными конкурентами.

Так, доля долга в общей стоимости компании по состоянию на конец первого полугодия 2009 г. («дно» кризиса) составила: у компании «Евраз» — 57%, у «Северстали» — 48, у компании «НЛМК» — 10,5, у «ММК» — 8% [Черная металлургия..., 2009]. Следует отметить, что у компаний «агрессивной» группы хуже и соотношение долгосрочной и краткосрочной задолженности по сравнению с компаниями «консервативной» группы. Иными словами, в кризис, в период значительного ухудшения условий кредитования, компании — лидеры М&А имели уровень кредиторской задолженности, равный половине их капитализации. Обслуживание такой большой задолженности в условиях резкого падения спроса и цен на их продукцию, а так-

же возросшие трудности с перекредитованием или привлечением средств с фондового рынка (облигационные займы) поставили их в весьма затруднительное положение. В числе прочего, это имело следствием резкое замедление темпов реализации их инвестиционных программ. Напротив, компании «консервативной» группы успешно продолжали свою модернизацию.

Большая задолженность компаний-«агрессоров» привела к существенному снижению их инвестиционных рейтингов. Так, по состоянию на начало 2010 г. инвестиционные рейтинги S&P у компаний «большой четверки» российской черной металлургии составляли: BBB- у «НЛМК», BB — у «ММК», BB- у «Северстали» и B+ — у «Евраз» (в феврале 2010 г. понижен до B) [Standard & Poor's, 2009]. Это привело к дальнейшему удорожанию их кредитных заимствований.

Может возникнуть предположение о том, что компании, активно скупавшие зарубежные активы, добились каких-то улучшений в своей операционной деятельности.

Анализ показывает, что это далеко не так. Проанализируем результаты деятельности этих компаний в 2009 г. (табл. 3).

Таблица 3

**Финансовые результаты работы металлургических компаний в 2009 г.**

Показатель \ Компания	«Евраз»	«Северсталь»	«НЛМК»	«ММК»
Выручка (к 2008 г.), млн долл.	9772 (-52,1%)	13 054 (-41,7%)	6140 (-48,0%)	5081 (-51,8%)
Затраты (к 2008 г.), млн долл.	8756 (-35,0%)	11 356 (-31,2%)	3672 (-37,0%)	3940 (-49,7%)
ЕБИТДА (к 2008 г.), млн долл.	1237 (-81%)	844 (-84,2%)	1444 (-77,0%)	1023 (-49,7%)
Рентабельность по ЕБИТДА, %	12,7	6,5	22,0	20,1
Чистые процентные расходы, млн долл.	637	497	—	76
Чистая прибыль, млн долл.	-1251	-1037	215	232
Чистый долг на конец года, млн долл.	7248	4278	796	1688

С о с т а в л е н о п о: сайты компаний, материалы аналитических департаментов Банка Москвы, Московского фондового центра, ИДФ «КапиталЪ».

Как видно из данных таблицы, все рассматриваемые металлургические компании серьезно пострадали от кризиса (выручка в среднем упала вдвое). Но именно компании «консервативной» группы в период кризиса продемонстрировали бóльшую рентабельность по ЕБИТДА. Только они получили чистую прибыль (у компаний «агрессивной» группы — миллиардные убытки). Операционная рентабельность компании «Северсталь» в 2009 г. вообще

была отрицательной! Причем российские активы «Северстали» показали положительную динамику операционной рентабельности, а общие отрицательные показатели были «обеспечены» работой североамериканских подразделений и европейской «дочки» компании — фирмы «Лукини».

Каждой компании «агрессивной» группы пришлось отдать по полмиллиарда долларов и более в виде процентных платежей по кредитам. Низкие показатели операционной рентабельности осложнили обслуживание внешней задолженности, в результате чего в ряде случаев были практически аннулированы существовавшие кредитные договора. По условиям большинства из них соотношение долга к показателю EBITDA не должно было превышать коэффициента 3. На конец 2009 г. соотношение чистого долга к EBITDA составило у компании «Евраз» — 5,9, у «Северстали» — 5,1, в то время как у «ММК» — 1,7, а у «НЛМК» — всего 0,7 [Черная металлургия..., 2010].

Таким образом, анализ показывает, что фирмы российской черной металлургии, активно проводившие политику покупки зарубежных активов в середине 2000-х гг., не смогли адекватно оценить перспективы развития мировой экономики и значительно ухудшили финансовые параметры своей деятельности.

Интересно, что аналогичная ситуация сложилась и в цветной металлургии. Лидеры этой отрасли — компании «РУСАЛ» и «Норильский никель» — так же, как и «Северсталь» и «Евраз», активно приобретали зарубежные активы в течение последних пяти лет. Однако результаты этой деятельности разочаровывают. Например, компания «Норильский никель» в 2007 г. после долгих и сложных переговоров приобрела канадскую горнодобывающую компанию LionOre почти за 6 млрд долл.

В 2008 г. практически все эти затраты пришлось списать в убытки (4,73 млрд долл. плюс 470 млн долл. стоимости нематериальных активов технологии обогащения «Activox»). В результате компания «Норильский никель» получила в 2008 г. чистый убыток в размере 555 млн долл. против прибыли в 5,3 млрд долл. в 2007 г. [LionOre: Norilsk Nickel..., 2009].

С большими проблемами, связанными как с управлением зарубежными активами, так и с рефинансированием драматически увеличившейся кредиторской задолженности, столкнулась и компания «РУСАЛ».

Подводя итог эмпирическому тестированию выдвинутой гипотезы *H1*, можно прийти к выводу о том, что фирмы российской металлургической промышленности, проводившие политику агрессивной скупки иностранных активов в период с 2004 по 2009 г., скорее всего, неверно оценили перспективы развития мировой экономики и существенно ухудшили свое финансовое положение. Высокая задолженность и низкая рентабельность еще долго будут негативно сказываться на их развитии. Напротив, те фирмы отрасли, которые проводили более осторожную политику зарубежных

приобретений и предпочитали инвестировать имеющиеся прибыли в модернизацию своих производственных мощностей на территории России, встретили мировой экономический кризис в значительно более предпочтительном финансовом и технологическом состоянии.

**Тестирование гипотезы H2.** В период «золотого» десятилетия ускоренного развития российской экономики (1999–2008 гг.) практически у всех крупных российских компаний независимо от их отраслевой принадлежности сложилась экспансионистская модель развития, основанная на следующих базовых предпосылках:

- ♦ рыночный спрос и цены будут расти неограниченно долго («всегда»);
- ♦ дешевые зарубежные кредитные ресурсы станут доступными при минимальных ограничениях;
- ♦ наилучшей стратегией развития является политика экспансии, финансируемая из заемных источников;
- ♦ роста кредиторской задолженности не следует опасаться, так как все долги удастся покрыть за счет IPO или будущей продажи бизнеса в условиях постоянного роста капитализации компаний.

Из сформулированных постулатов вытекала базовая стратегия развития компаний — рост продаж как главная и безусловная цель бизнеса.

Реализация этой стратегии в условиях роста внутренней и международной конкуренции подталкивала компании на осуществление инвестиционных проектов со все более длинными сроками окупаемости. Проекты реализовывались на основе заемного финансирования, причем очень часто — краткосрочного. Существовала уверенность в том, что разрыв в сроках окупаемости проектов и реальных возможностях долгосрочного финансирования не несет в себе больших рисков, так как ранее взятые кредиты можно будет легко перекредитовать по мере наступления сроков их погашения.

Основой стратегического «тагетирования» главным образом служило соотношение между продажами и кредиторской задолженностью. Причем со временем эта пропорция все более ухудшалась в сторону роста величины долговой нагрузки.

Интересно отметить, что подобная политика экспансии проводилась на фоне очень скромных показателей нормы накопления в российской экономике. Так, в 2006 г. уровень накопления в России составил всего 17% от ВВП по сравнению с 41% в Китае или, например, 34% — в Латвии [Гурков, 2009]. Не удивительно, что уровень корпоративной задолженности российского бизнеса перед зарубежными кредиторами в середине 2000-х гг. стремительно вырос, достигнув к концу 2008 г. почти полутриллиона долларов.

Важным элементом докризисной модели развития было и достаточно пренебрежительное отношение к необходимости развития собственных

компетенций компаний. Большинство инвестиционных проектов реализовывалось «под ключ», т. е. выбирался зарубежный генеральный подрядчик, который прорабатывал все детали проекта, занимался комплектованием оборудования и подбором технологий, «снимая» эту «головную боль» с российской компании. Бурно развивалось использование труда и профессиональных навыков «экспатов». Так, только в Москве к концу 2008 г. трудилось 50 тыс. таких дорогостоящих зарубежных специалистов.

Наступивший экономический кризис нанес сокрушительный удар по этой модели развития. Он характеризовался прежде всего:

- ♦ «схлопыванием» спроса — как внешнего, так и внутреннего (например, в черной металлургии к середине 2009 г. — на 40%);
- ♦ резким падением цен на большинство видов продукции российских МНК (например, в российской металлургии и нефтегазовом секторе летом 2009 г. — на 50% по сравнению с летом 2008 г.);
- ♦ исчезновением дешевого и доступного зарубежного кредитования.

Кризис привел к краху старой модели развития. Последствиями такого развития событий явились:

- ♦ резкое падение капитализации российских компаний и даже угроза потери бизнеса для ряда их собственников (например, ситуация с компанией «РУСАЛ»);
- ♦ необходимость репозиционирования российских компаний практически на всех рынках и прежде всего — рынках их базовых товаров и услуг, рынках труда и капитала;
- ♦ наступление «момента истины» в стратегическом планировании и управлении рисками.

Начались осмысление ситуации и поиск новой возможной модели развития. Этот процесс развивается достаточно трудно, и на сегодняшний день он далек от завершения. Первой реакцией крупного российского бизнеса на кризис стали:

- ♦ запуск активной работы по снижению всех видов издержек и замораживание части инвестиционных проектов;
- ♦ проведение переговоров с зарубежными кредиторами по поводу реструктуризации корпоративной кредиторской задолженности;
- ♦ продажа части активов с целью высвобождения средств для обслуживания долговой нагрузки;
- ♦ активизация «отношений» с государством в попытке переложить на него, а также на потребителя часть издержек по рефинансированию своих бизнесов.

Как показало совместное исследование компании IBS и Ассоциации менеджеров России, проведенное в январе 2009 г. (опрошены менеджеры 102 компаний), утратили свое значение старые проекты, направленные на

рост капитализации, прозрачности и инвестиционной привлекательности. Их место заняли программы по улучшению отношений с клиентами и повышению операционной эффективности [Управленческие инициативы лидеров..., 2009].

Принятые меры позволили снизить остроту кризисных явлений в российских корпорациях, но не решили фундаментальной задачи по принятию новой «парадигмы» развития. Лишь в последнее время стали вырисовываться некоторые элементы возможной будущей «догоняющей» модели развития российских МНК. Как представляется, составными элементами этой новой модели, проявившимися на сегодняшний день, являются:

- ♦ усиление внимания к развитию собственных корпоративных ресурсов и компетенций;
- ♦ изменение политики управления корпоративными стратегическими рисками;
- ♦ возврат многих собственников к оперативному управлению их бизнесами;
- ♦ более взвешенное отношение к политике зарубежной экспансии.

Завершая тестирование выдвинутой гипотезы *H2*, приходится констатировать, что на сегодняшний день очевидно лишь крушение старой модели развития российских МНК. Контуры их новых стратегий еще только вырисовываются и вряд ли вполне понятны основным акционерам и менеджерам. Предстоит достаточно длинный и далеко не простой путь их стратегического перепозиционирования с выходом на новую модель экономического развития.

**Тестирование гипотезы *H3*.** Представляет определенный интерес изучение особенностей реакции на кризис частных компаний и компаний с преобладанием государственного капитала. Наша гипотеза заключается в том, что частные компании более чутко прислушиваются к сигналам рынка и быстрее отреагировали на драматические изменения внешней среды в условиях экономического кризиса. Компании же с преобладанием государственного капитала в этом отношении более инерционными. Последние рассчитывают на поддержку государства в различных формах: льготных кредитов со стороны госбанков, госзаказа, разного рода дотаций, повышения тарифов или налоговых льгот. Они также более подвержены необходимости участия в реализации приоритетных государственных программ развития. Топ-менеджеры госкомпаний меньше зависят от реакции фондового рынка и показателей капитализации. Все это делает их более инерционными и побуждает к более ограниченным действиям по модификации стратегии своих компаний.

В качестве объекта для тестирования данной гипотезы автор выбрал реакцию на кризис двух крупнейших российских нефтяных компаний — «Роснефть» и «ЛУКОЙЛ». Компании схожи по своей величине (лидеры

отрасли) и размаху операций, но различаются по составу акционеров. Компания «ЛУКОЙЛ» является классической частной компанией с достаточно широким составом акционеров, включая наличие крупного зарубежного институционального акционера — американской компании ConocoPhillips принадлежит 20% акционерного капитала. В компании же «Роснефть» у всей совокупности частных акционеров нет даже блокирующего пакета — более 75% акций компании принадлежит государству. Сравнение данных компаний представляется вполне корректным для целей анализа выдвинутой гипотезы.

Первоначальная реакция компании «ЛУКОЙЛ» на кризис мало отличалась от таковой у других компаний отрасли и крупных компаний вообще. Были предприняты меры по снижению издержек операционной деятельности, пересмотрены отношения с поставщиками материалов и субподрядчиками, разработана политика по рефинансированию долговых обязательств, пересмотрена инвестиционная программа с переносом сроков реализации ряда проектов на более поздние сроки. Весь этот набор стандартных антикризисных мер встречается практически у всех компаний независимо от состава акционеров и отрасли деятельности.

Но год спустя после начала кризиса, в декабре 2009 г., компания обнародовала новую программу стратегического развития на 10-летний период (2010–2019 гг.), радикально отличающуюся от ранее принятой программы на 2008–2017 гг. [ЛУКОЙЛ: новая стратегия развития..., 2009]. В чем выражаются изменения стратегии в новой программе?

Во-первых, заметен достаточно резкий разворот в относительных пропорциях соотношения деятельности «Upstream» (геологоразведка и добыча нефти) и «Downstream» (переработка, транспортировка и торговля нефтепродуктами) в пользу последней.

Так, предыдущая программа предполагала наращивание объемов добычи нефти к 2017 г. до уровня 3,3 млн баррелей в день в нефтяном эквиваленте (компания добывает также и природный газ) по сравнению с 2,2 млн баррелей на сегодняшний день. В новой программе обозначены значительно более скромные цели — довести добычу до уровня 2,7 млн баррелей к 2019 г. Предполагается сокращение капиталовложений в геологоразведку и нефтедобычу с ранее планировавшегося уровня в 75,3 до 60 млрд долл. в течение 10 лет. При этом мощности компании по нефтепереработке возрастут с 70,1 до 72,6 млн т в год при значительном увеличении глубины переработки (доведение коэффициента Нельсона — показателя, измеряющего глубину нефтепереработки по 10-балльной шкале, — до 9,0).

Согласно новой программе, 78% всех капиталовложений в нефтепереработку придется на модернизацию нефтеперерабатывающих заводов на территории России. Компания планирует довести мощности своих нефтепе-

перерабатывающих предприятий в России до уровня, позволяющего перерабатывать 75% всей добываемой ею нефти (сегодня в среднем по отрасли в России только 46%). Предполагается резко увеличить глубину переработки с увеличением выхода светлых нефтепродуктов.

Компания скептически оценивает возможности роста сбыта природного газа и, в особенности, вероятность роста цен на него (куда более реалистичные оценки рынка в сравнении с видением ситуации государственной компанией «Газпром»). Поэтому весь добываемый компанией газ (месторождения в Астраханской области) предполагается использовать на электростанциях «ЛУКОЙЛа» на юге России (в ходе реформы электроэнергетики компания купила фирму ТГК-8, переименовав ее в «Южную генерирующую компанию»). Предполагается также развитие нефтехимического производства на базе добычи компанией собственного газа.

Главным образом новая стратегия сосредоточена на улучшении финансовых показателей и финансовой устойчивости бизнеса фирмы. Маневр ресурсами нацелен на увеличение свободного денежного потока компании в 3 раза! Это гарантирует существенный рост стоимости компании, ее финансовой устойчивости и уровня дивидендов для акционеров.

Следует отметить, что «ЛУКОЙЛ», несмотря на кризис, завершил в 2008–2009 г. свою программу приобретения нефтеперерабатывающих мощностей в Европе. В 2008 г. за 600 млн долл. был приобретен 45%-й пакет акций нефтеперерабатывающего завода TRN в Нидерландах (мощность по переработке — 7,9 млн т нефти). По условиям соглашения с основным владельцем завода французской компанией Total «ЛУКОЙЛ» сможет перерабатывать на заводе свою нефть пропорционально доле в капитале (т. е. 45% от мощностей завода).

В 2009 г. была завершена сделка по приобретению на аналогичных условиях 49% акций нефтеперерабатывающего комбината ISAB в Италии (мощность по переработке — 16 млн т нефти в год) за 1,83 млрд долл. Данные сделки обеспечили компании современные мощности по переработке своей нефти непосредственно на ее ведущих рынках сбыта и выгодно отличаются по своей схеме, например, от сделок M&A российских компаний металлургической промышленности.

Большое внимание в новой стратегической программе уделяется развитию трейдинга (оптовая торговля нефтепродуктами, бункеровка, постоянно приобретаемые компанией сети АЗС). Планируется, что доля выручки от продажи нефтепродуктов в общей выручке компании превысит 70%.

Необходимо подчеркнуть, что главное отличие российских нефтедобывающих компаний от ведущих зарубежных как раз заключается в пропорциях деятельности «Upstream» (разведка и добыча) и «Downstream»



(переработка и торговля нефтепродуктами). Так, мировой лидер отрасли — компания ExxonMobil — располагает мощностями по переработке, вдвое превышающими ее объемы добычи. Она активно перерабатывает и торгует «чужой» нефтью и нефтепродуктами. Это делает бизнес компании значительно менее зависимым от кризисных явлений, так как в случае падения цен они снижаются как «на входе», так и «на выходе». При этом маржа от трейдинговых операций может даже увеличиваться.

Компания «ЛУКОЙЛ» намного энергичнее, чем другие российские нефтяные фирмы, пытается следовать этой модели развития. Так, компания «Литаско» (100%-я дочерняя фирма «ЛУКОЙЛа», его эксклюзивный зарубежный трейдер) уже 35% всех своих операций проводит с нефтью и нефтепродуктами, не принадлежащими фирме «ЛУКОЙЛ».

В результате проводимой политики у компании «ЛУКОЙЛ» уже сегодня самый высокий среди российских компаний показатель свободного денежного потока в расчете на баррель добычи в нефтяном эквиваленте. Так в третьем квартале 2009 г. он составил 7,1 долл. по сравнению, например, с 5,9 — у «Газпром нефти» или с 4,6 долл. — у «Роснефти» [Аналитический отчет инвестиционной компании..., 2009].

Анализ новой стратегии развития компании «ЛУКОЙЛ» показывает, что ее акционеры и менеджмент достаточно быстро и адекватно отреагировали на изменение мировой конъюнктуры в отрасли и смогли разработать и предложить эффективную новую стратегическую программу развития компании.

Совершенно иначе развивались события в компании «Роснефть».

Во-первых, новая стратегическая программа развития будет объявлена только к концу первого полугодия 2010 г., т. е. реакция менеджмента на кризисные события в «Роснефти» существенно запаздывает в сравнении с компанией «ЛУКОЙЛ».

Во-вторых, судя по выступлениям топ-менеджеров компании на разного рода отраслевых форумах, международных конференциях и т. д., ее будущая стратегия мало отличается идеологически от ранее принятой. По-прежнему основной упор делается на развитие направления «Upstream». Так, предполагается рост добычи на новом месторождении в Восточной Сибири — Ванкорском (до 11,0–13,5 млн т в 2010 г.). Намечена реализация шельфовых проектов в бассейнах Охотского, Каспийского, Черного и Азовского морей. Вместе с компанией «Газпром» интенсифицируются работы по геологоразведке у побережья полуострова Камчатка. Доля собственной нефтепереработки остается достаточно скромной (порядка 45%), как и доля доходов от торговли нефтепродуктами (также около 45%), т. е. компания продолжает делать ставку на старую стратегию развития согласно идеологии «Upstream».

Как и другие крупные компании отрасли, «Роснефть» в 2009 г. реализовала достаточно обширную программу снижения издержек. Компании удалось снизить свои операционные расходы на 18 млрд руб., в том числе за счет сокращения численности занятых на 9 тыс. человек. Но эти действия менеджмента компании следует отнести скорее к тактическим, чем к стратегическим.

Компания отличается одним из самых высоких в отрасли уровней кредиторской задолженности. Ее сумма по состоянию на 1 января 2010 г. составляла 18,49 млрд долл. В феврале 2009 г. компания получила кредит от китайских госбанков на общую сумму в размере 15 млрд долл. Кредит, безусловно, улучшил текущее финансовое положение компании, например, позволил существенно снизить долю краткосрочной задолженности (с 58 до 33% за 2009 г.). Однако его условием является ежегодная гарантированная поставка в Китай 15 млн т сырой нефти на период в течение 20 лет, начиная с 2010 г., т. е. на десятилетия вперед за компанией закрепляется статус компании «Upstream» — фактически сырьевого придатка экономик стран с более развитой перерабатывающей промышленностью.

Проблема погашения огромной кредиторской задолженности решается компанией традиционными мерами посредством:

- ♦ распродажи части активов (продажа компании «Газпром нефть» дочерней фирмы «Роснефти» — «Томскнефти» за 3,66 млрд долл.; продажа «Газпрому» блокпакета «Дальтранса» за 7 млрд руб. и т. д.) [Восточный интерес, 2009];
- ♦ возможной реализации на рынке 20%-го пакета акций компании, принадлежащих на сегодня государству;
- ♦ получения от государства налоговых льгот, в частности «обнуления» с января 2010 г. пошлин на добычу нефти с восточно-сибирских месторождений (что выгодно прежде всего «Роснефти» и «Сургутнефтегазу»).

Проведенный сравнительный анализ влияния кризиса на эволюцию стратегий развития частных компаний и компаний с преобладанием государственного капитала (на примере компаний «ЛУКОЙЛ» и «Роснефть») подтвердил гипотезу о том, что частные компании значительно быстрее и более адекватно отреагировали на изменение условий развития.

Частные компании сделали в своих новых стратегиях упор на сбалансированное развитие и увеличение финансовой устойчивости. Они, по существу, наметили пути перехода от экстенсивной к интенсивной стратегии развития.

Компании же с преобладанием государственного капитала более инерционны и ориентируются по-прежнему на стратегию экспансии на основе продажи продукции низкого уровня переработки с учетом государственной поддержки.

## ЗАКЛЮЧЕНИЕ

Проведенный в работе анализ влияния кризиса на стратегии развития российских МНК позволяет сделать ряд обоснованных выводов.

Во-первых, можно констатировать, что десятилетие экономического развития страны и компаний, предшествовавшее кризису, стало периодом их исключительно быстрого и успешного развития — прежде всего за счет очень благоприятной рыночной конъюнктуры как на международных, так и на внутреннем рынках.

Во-вторых, сформировавшаяся в указанный период модель развития крупных российских компаний опиралась на факторы роста, которые исчезли с началом кризиса. Кризис продемонстрировал ограничения «старой» модели развития, необходимость поиска новой парадигмы их роста.

В-третьих, чрезмерно экспансионистская политика приобретения зарубежных активов российскими фирмами была не всегда оправдана, часто строилась на неверной оценке перспектив развития соответствующих отраслей и мировой экономики в целом и поставила их в период кризиса в затруднительное положение.

И наконец, в-четвертых, реакция на кризис российских компаний с преобладанием государственного капитала является более запоздалой и не всегда адекватна ситуации по сравнению с действиями в кризисных условиях частных фирм.

Полученные результаты эмпирического тестирования выдвинутых гипотез позволяют высказать ряд суждений и по более общим проблемам теории и практики стратегического менеджмента. Это касается прежде всего проблемы предсказуемости будущего. Могли ли российские компании предвидеть сроки и размах наступившего кризиса?

Практика показала, что не только российские МНК, но и подавляющее большинство крупных зарубежных компаний не сумели этого сделать. Несмотря на предупреждения отдельных специалистов, например лауреата Нобелевской премии профессора школы бизнеса Stern Нью-Йоркского университета Н. Рубини (N. Roubini), и не учитывая наличия макроэкономических предвестников спада (падение цен на недвижимость в США началось еще в августе 2006 г.), почти все крупные мировые компании продолжали политику экспансии как минимум до лета 2007 г. (российские — до лета 2008 г.).

О чем свидетельствуют эти факты? На наш взгляд, даже не столько о непредсказуемости будущего (автор только частично согласен с этим утверждением), сколько о трудности для бизнеса пойти «против течения» в период успеха. Как и на биржевом рынке, здесь проявляется определенный «стадный» инстинкт — пока все играют на повышение и хорошо зарабатывают на этом, очень сложно вовремя «выйти из игры».

Вместе с тем теория стратегического менеджмента предложила достаточно эффективные механизмы снижения рисков, связанных с неопределенностью и непредсказуемостью будущего. Прежде всего это использование инструментария сценарного планирования [Ringland, 1998]. Есть основания предполагать, что более широкое применение этих методов в практике стратегического планирования российских МНК позволило бы значительно смягчить последствия экономического кризиса.

Еще одна давно обсуждаемая проблема стратегического менеджмента — использование механизмов диверсификации как инструмента управления рисками. Автор в целом согласен с тем, что несвязанная диверсификация, скорее всего, приводит к падению общей эффективности бизнеса. Однако есть достаточно данных, позволяющих говорить о том, что теория стратегического управления предложила новый и действенный подход к управлению рисками и стратегической неопределенностью в виде создания и управления портфелем реальных опционов [Amram, Nalin, 2000]. По мнению автора, широкое и адекватное использование этого механизма позволило бы российским МНК проводить менее рисковую политику зарубежной экспансии и заимствований.

Результаты исследования могут помочь лучше осмыслить проблемы перепозиционирования российских МНК в новых, более сложных экономических условиях. Полученный опыт, как представляется, побудит наши компании более тщательно относиться к процессу своего стратегического планирования, шире использовать в его практике последние достижения теории стратегического управления.

### Литература

- Аналитический* отчет инвестиционной компании «Метрополь» по результатам работы компании «ЛУКОЙЛ» в 3 кв. 2009 г. [Электронный ресурс] — Режим доступа: <http://www.ib.metropol.ru/equity-research/sectors/wbp/>
- Восточный* интерес // Нефть России. 2009. 3 ноября.
- Гурков И. Б. Кризис стратегии и стратегия кризиса — поведение российских компаний накануне и в ходе экономической рецессии // Десятая международная научная конференция по проблемам развития экономики и общества. М.: ГУ-ВШЭ, 2009.
- ЛУКОЙЛ: новая стратегия развития, акцент на рост стоимости. 2009. Декабрь [Электронный ресурс] — Режим доступа: <http://www.lukoil.ru/materials/doc/annual-report-2009/>
- ММК. Неплохо, но могло быть и лучше // Банк Москвы. Аналитический отчет. 2010. 5 апреля [Электронный ресурс] — Режим доступа: <http://www.skrin.ru/analytics/reviews/documents/2010-04-05/>
- Управленческие* инициативы лидеров российского бизнеса // Ежедневная деловая газета. 2009. 8 декабря.

- Хейфец Б., Байков В. Апология беглого капитала // Эксперт. 2009. № 3 (642). 26 января. С. 26–30.
- Черная металлургия. Худшее позади // Банк Москвы. Аналитический отчет. 2009. 29 июня [Электронный ресурс] — Режим доступа: <http://www.skrin.ru/analytics/reviews/documents/2009-06-11/>
- Черная металлургия. Праздник продолжается // Банк Москвы. Аналитический отчет. 2010. 5 апреля [Электронный ресурс] — Режим доступа: <http://www.skrin.ru/analytics/reviews/documents/2010-04-05/>
- Экономический обзор ОЭСР по Российской Федерации, 2009 год // Вопросы экономики. 2009. № 8. С. 54–65.
- Amram N., Nalin K. Strategy and Shareholder Value Creation: The Real Option Frontier // Journal of Applied Corporate Finance. 2000. Vol. 13. N 2. P. 15–28.
- Ansoff I. Critique of Henry Mintzberg’s “The Design School: Reconsidering the Basic Premises of Strategic Management” // Strategic Management Journal. 1991. Vol. 12. N 6. P. 449–461.
- FT 500 the World’s Largest Companies // Financial Times. 2009. [Электронный ресурс] — Режим доступа: <http://www.ft.com/reports/ft-500-2009/>
- Kamra J., Simi K. Explaining the Diversification Discount // The Journal of Finance. 2002. Vol. 57. N 4. P. 1731–1762.
- LionOre: “Norilsk Nickel” Pays off for Purchase // Les Echos. 2009. 27th May.
- Mintzberg H. The Design School: Reconsidering the Basic Premises of Strategic Management // Strategic Management Journal. 1990. Vol. 11. N 3. P. 171–195.
- Porter M. From Competitive Advantage to Corporate Strategy // Harvard Business Review. 1987. Vol. 65. N 3. P. 43–59.
- Ringland G. Scenario Planning: Managing for the Future. West Sussex: John Wiley & Sons, 1998.
- Rumelt R. Diversification Strategy and Profitability // Strategic Management Journal. 1982. Vol. 3. N 4. P. 359–369.
- Skolkovo Research: Emerging Russian Multinationals: Achievements and Challenges. Report. Moscow School of Management Skolkovo, Nov. 2008.
- Standard & Poor’s. 2009. 24 сентября [Электронный ресурс]. — Режим доступа: <http://www.standartandpoors.ru>
- Villalonga B. Does Diversification Cause the Diversification Discount // Financial Management. 2004. Vol. 33. N 2. P. 5–27.
- Wiggins R., Timothy W. Schumpeter’s Ghost: Is Hipercompetition Making the Best of Times Shorter? // Strategic Management Journal. 2005. Vol. 26. N 10. P. 887–911.

Статья поступила в редакцию 29 мая 2010 г.