

Ю. В. Лаптев

ПРОБЛЕМЫ ВЕРТИКАЛЬНОЙ ИНТЕГРАЦИИ В КОРПОРАТИВНОЙ СТРАТЕГИИ РОССИЙСКИХ КОМПАНИЙ

(на примере нефтегазовой и металлургической промышленности)

В статье анализируется один из известных аспектов корпоративной стратегии — проблема вертикальной интеграции. Исследуются российские многонациональные компании нефтегазовой и металлургической отраслей: рассмотрены статистические данные о компаниях за период с 2006 по 2010 г. Приведены различия стратегий интеграции, используемых компаниями.

Ключевые слова: вертикальная интеграция, российские многонациональные корпорации, нефтегазовая промышленность, металлургическая промышленность.

ВВЕДЕНИЕ

Два десятилетия развития экономики «новой» России явили миру становление ряда корпораций, претендующих на значимую роль в отдельных отраслях мировой экономики. Прежде всего это российские компании нефтегазовой и металлургической промышленности; в меньшей степени к ним можно отнести ряд фирм лесной и целлюлозно-бумажной, химической промышленности, машиностроения (например, Государственная корпорация по атомной энергетике «Росатом») и даже сферы услуг (телекоммуникационные компании).

Все эти компании прошли непростой путь становления и сегодня ставят перед собой достаточно серьезные задачи дальнейшей экспансии на мировом рынке. С учетом углубляющейся интеграции в международное разделение труда, охвата своей деятельностью разных стран и континентов, с определенными допущениями их можно назвать российскими многонациональными корпорациями (РМНК)¹. Вопрос выбора оптимальных стратегий развития компании становится одним из ключевых в их деятельности.

¹ Подробное обоснование корректности отнесения данных компаний к категории МНК не является целью настоящей работы.

© Ю. В. Лаптев, 2011

Одной из проблем стратегического развития, которую приходится решать РМНК, является проблема охвата различных видов деятельности в своих отраслях. В теории стратегического менеджмента она известна как проблема вертикальной интеграции (vertical integration) из области выбора направлений корпоративных стратегий. Фирмы решают вопрос о целесообразности охвата всех звеньев цепочки создания стоимости в своей отрасли или концентрации усилий на углубленном освоении ее отдельных сегментов (переделов).

Теория вертикальной интеграции основана на классических трудах А. Чандлера [Chandler, 1977], Р. Коуза [Coase, 1937] и других авторов в области теории экономической организации. Особую роль среди них занимают работы О. Уильямсона, посвященные анализу трансакционных издержек [Williamson, 1975; 1985].

Ресурсная концепция как основная современная парадигма стратегического менеджмента оказала большое влияние на представления о целесообразности полного охвата фирмой всей цепочки создания стоимости в своей отрасли. Как пишет один из ведущих современных исследователей стратегического менеджмента Р. Грант, «сегодня господствует представление, согласно которому преимущество специализации в узком диапазоне вертикальной деятельности способно перевесить любые выгоды вертикальной интеграции» [Грант, 2008, с. 385]. Эту точку зрения разделяют и многие авторы ряда отраслевых исследований по вопросам вертикальной интеграции (см., напр.: [Johnston, Lawrence, 1988]). Результаты их анализа свидетельствуют о том, что развитие таких процессов, как аутосорсинг, альянсинг, даунсайзинг и рефокусинг, подталкивает многие фирмы к отказу от реализации даже основных звеньев отраслевой цепочки создания стоимости собственными силами. Они фокусируют свою деятельность на тех ее частях, где в наибольшей степени реализуются их ключевые компетенции. Даже признанные мировые лидеры ряда высокотехнологичных отраслей отказываются от собственного производства изделий в пользу их закупок у контрактных производителей (пример — цепочка производства планшетных компьютеров iPad у фирмы Apple), оставляя за собой решающие для коммерческого успеха сферы деятельности, такие как разработка и маркетинг продукции.

Однако результаты других отраслевых исследований по проблеме вертикальной интеграции указывают на выгоды этого процесса, например, на снижение затрат в результате физической интеграции процессов, издержек на транспортировку, координацию деятельности и т. д. (см., напр.: [Joskow, 1985; Monteverde, Teece, 1982; Masten, 1984; Macher, 2004]).

Таким образом, теория стратегического менеджмента не дает однозначного ответа на вопрос о преимуществах вертикальной интеграции, при которой весьма велика роль конкретной ситуации на том или ином рынке,

в конкретной стране или отрасли. Это свидетельствует о необходимости дальнейших исследований отраслевых и национальных особенностей решения данной проблемы.

ЗАДАЧИ ЭМПИРИЧЕСКОГО ИССЛЕДОВАНИЯ

Главной целью настоящей статьи является рассмотрение особенностей и практики реализации политики вертикальной интеграции применительно к РМНК нефтегазовой и металлургической промышленности. Мы исходим из предположения о рациональном характере деятельности менеджмента этих фирм, направленном на рост эффективности и конкурентных преимуществ изучаемых компаний. Поэтому проводимые ими сделки и реализуемые инвестиционные программы выступают индикатором целесообразности реализации политики вертикальной интеграции в соответствующих отраслях и на национальных (и международных) рынках.

Исследование призвано ответить на вопрос об особенностях реализации стратегии вертикальной интеграции РМНК, роли сделок M&A в осуществлении этих процессов, нацеленности их инвестиционных программ на развитие тех или иных переделов (звеньев отраслевой цепочки создания стоимости), использования для этих целей заемных средств и их влияния на результаты работы компаний.

В статье выдвигаются и тестируются две базовые гипотезы.

Гипотеза 1. РМНК нефтегазовой и металлургической отраслей стремятся к высокой степени вертикальной интеграции своих бизнесов вследствие повышенных транзакционных издержек на российском и высокой степени конкуренции — на зарубежных рынках.

Вертикальная интеграция рассматривается ими как инструмент повышения устойчивости и эффективности бизнеса, снижения рисков, а также доступа к конечным потребителям их продукции.

Гипотеза 2. В силу преимущественно сырьевого характера деятельности (добыча и переработка сырья у нефтегазовых, производство базовых конструкционных материалов — у металлургических компаний) и биржевой природы ценообразования на продукцию РМНК, они больше тяготеют к обратной, нежели прямой, вертикальной интеграции их деятельности.

На наш взгляд, это объясняется тем, что основой их конкурентных преимуществ на мировом рынке являются доступ к источникам сырья и относительно низкие издержки производства.

Основным методом исследования выступает изучение фактически проводимой компаниями политики в области вертикальной интеграции

(эмпирическое исследование). Мы исходим из того, что действия менеджмента этих компаний не являются оппортунистическими, т. е. они проистекают из интересов их акционеров и других стейкхолдеров и, следовательно, направлены на рост капитализации, операционной прибыли и рыночной доли изучаемых компаний. Соответственно, практические решения и действия менеджмента в этой сфере рассматриваются нами как направленные на повышение эффективности использования ресурсов компаний.

В литературе встречаются разные варианты обозначения частей и процессов вертикальной интеграции. Так, в русском переводе известного труда Р. Гранта отмечается, что «вертикальная интеграция может идти в двух направлениях:

- 1) *интеграция вниз* — фирма приобретает в собственность и контролирует производство собственных ресурсов;
- 2) *интеграция вверх* — фирма приобретает в собственность своих же покупателей и контролирует их» [Грант, 2008, с. 386].

В рамках настоящей статьи используется более строгий перевод определений направлений вертикальной интеграции:

- ♦ «прямая интеграция» (*forward integration*) — движение вперед по цепочке создания стоимости;
- ♦ «обратная интеграция» (*backward integration*) — движение назад по цепочке создания стоимости.

В качестве вспомогательных терминов, обозначающих стадии процесса вертикальной интеграции, в работе применяются широко используемые в нефтегазовом бизнесе понятия *Upstream* (геологоразведка и добыча, т. е. исходная часть цепочки создания стоимости в отрасли) и *Downstream* (транспортировка, переработка и торговля нефтепродуктами).

Объект исследования — РМНК нефтегазовой и металлургической отрасли как наиболее успешные и признанные мировым рынком российские компании. В нефтегазовой промышленности это две компании, специализирующиеся на добыче газа, — ОАО «Газпром» (мировой лидер отрасли) и крупнейший российский независимый производитель газа, ОАО «НОВАТЭК». Нефтяная отрасль рассматривается на примере пяти лидирующих компаний, таких как ОАО «Роснефть», ОАО «ЛУКОЙЛ», ТНК-ВР, ОАО «Сургутнефтегаз» и ОАО «Газпром нефть».

В металлургической промышленности это две ведущие компании цветной металлургии (ОАО «ГМК «Норильский никель»» и ОАО «РУСАЛ»), а также «большая пятерка» компаний черной металлургии (ЕВРАЗ Груп С.А., ОАО «Северсталь», ОАО «Новолипецкий металлургический комбинат» (НЛМК), ОАО «Магнитогорский металлургический комбинат» (ММК) и ОАО «Мечел»).

Базой данных настоящего исследования являются официальные материалы указанных корпораций (годовые и квартальные отчеты, презентации и выступления представителей менеджмента компаний, материалы, подготовленные в связи с публичным размещением ценных бумаг, и т. д.), а также аналитические обзоры и исследования российских и зарубежных инвестиционных институтов. Эти материалы дают достаточную фактическую базу для заявленных исследований и выводов.

Временной интервал исследования — период с 2005 по 2010 г. До 2005 г. указанные российские компании в значительной мере решали вопросы своего становления (консолидация контрольных пакетов в руках основных акционеров, реструктуризация доставшихся в ходе приватизации активов, налаживание регулярного менеджмента и т. д.). 2005–2006 гг. могут, с известной долей условности, рассматриваться как старт их экспансии на мировые рынки, трансформации компаний в МНК (см.: [Лаптев, 2010]). Выбранный временной интервал также интересен тем, что включает в себя разные периоды развития мировой экономики — период бурного роста (2005 г. — первая половина 2008 г.), мирового экономического кризиса (2008–2009 гг.) и послекризисного восстановления (2010 г.). Данный отрезок времени позволяет проследить эволюцию стратегий развития компаний в разных условиях мировой конъюнктуры.

Следует отметить, что изложение стратегий развития российских МНК в их официальных публичных документах носит достаточно общий характер. Практически все из них начинаются с декларации цели стать одним из лидеров мирового рынка в соответствующей отрасли (как вариант — лидером отрасли для таких компаний, как «Газпром» или «Русал»). Для этого предполагается повышать эффективность использования ресурсов, снижать затраты на операционную деятельность и т. д., при соблюдении определенных ограничений (экология, социальная ответственность, развитие регионов базирования и др.).

Все рассматриваемые компании декларируют и фактически реализуют стратегию отраслевой вертикальной интеграции, т. е. стремятся иметь под своим контролем все стадии производства — от добычи первичного сырья до поставки конечной продукции ее потребителям. Для рассматриваемых отраслей речь идет о классической цепочке — геологоразведка и добыча полезных ископаемых (нефть, газ, руда, уголь), их транспортировка, переработка (производство нефтепродуктов, прокат черных и цветных металлов), иногда доведение его до конфигурации конечного потребления (металло-сервисная деятельность в черной металлургии) и торговля (как оптовая, так и розничная, например через сети АЗС).

Не все российские МНК добились желаемой степени вертикальной интеграции. Для нефтегазовой отрасли характерно отставание переработки

(в дополнение к небольшой глубине переработки нефти по сравнению с основными зарубежными конкурентами). В металлургии имеет место неполное обеспечение сталеплавильного производства собственным сырьем, а также преобладание торговли полуфабрикатами, например металлами в слитках. Достижение более полного уровня вертикальной интеграции может быть охарактеризовано, скорее всего, как главное направление стратегического развития РМНК в рассматриваемый период.

Далее исследуются особенности процесса вертикальной интеграции на примере российских компаний нефтегазовой и металлургической промышленности.

Компании нефтегазовой промышленности. Российские МНК нефтегазовой отрасли сформировались на основе активов, созданных в советский период, и унаследовали их структурные особенности. Это прежде всего ориентация на экспорт значительных объемов газа и сырой нефти, а также отставание сферы переработки как по объемам, так и по ее глубине и степени выхода светлых нефтепродуктов. За 20 лет постсоветского периода в стране не было построено ни одного нового крупного нефтеперерабатывающего предприятия.

В 2010 г. в Российской Федерации было добыто и переработано рекордное количество нефти — 505 и 249 млн т соответственно. Россия занимает второе место в мире (после США) по установленным мощностям в нефтепереработке (279 млн т). Однако, как хорошо видно из приведенных данных, в стране перерабатывается менее половины добываемой нефти (2010 г. — 49,4%) [Alemar Investment Group..., 2011].

Ситуация усугубляется тем, что большая часть используемого на нефтеперерабатывающих заводах (НПЗ) оборудования была установлена в середине XX в. и не обеспечивает достаточной глубины переработки нефти. Среднее значение глубины переработки по отрасли составляет 71,2% (2010 г.). Основным объемом готовой продукции российских НПЗ являются тяжелые нефтепродукты — дизельное топливо и топочный мазут (объемы производства в 2010 г. 69,9 и 69,5 млн т соответственно) [ОАО «Сургутнефтегаз», 2010]. Производство бензина в 2010 г. составило всего 36 млн т, притом что его качество существенно отстает от зарубежных стандартов (сроки перехода на использование бензинов марок «Евро-3» и «Евро-4» неоднократно переносились Правительством РФ под давлением нефтедобывающих компаний). Значительные объемы произведенных на российских НПЗ дизельного топлива и мазута экспортируются для дальнейшей переработки.

Для сравнения: нефтяные компании развитых стран имеют избыточные мощности в сфере нефтепереработки. Например, у лидера рынка, компании ExxonMobil, мощности по переработке более чем вдвое превышают мощ-

ности по добыче. Глубина переработки нефти у этих компаний в среднем составляет 95%.

Другой серьезной структурной проблемой российских нефтегазовых МНК является недостаточное развитие сферы торговли газом и нефтепродуктами. Зарубежные нефтяные компании являются прежде всего нефтетрейдерскими компаниями. Они закупают сырую нефть и тяжелые нефтепродукты по всему миру, перерабатывают их на своих мощностях и доводят до конечных потребителей через систему оптовых и розничных сетей продаж (бункеровка судов, обеспечение авиакомпаний авиационным топливом, сети АЗС и т. д.). Хотя в течение последних десяти лет проявилась тенденция к падению маржинальности нефтепереработки, зарубежные нефтяные МНК большую часть своей прибыли получают от проектов Downstream (нефтепереработка и в особенности трейдинг).

Все без исключения российские нефтегазовые МНК ставят перед собой задачу интеграции «вперед» — активного освоения сектора переработки и доставки продукции конечным потребителям. Можно констатировать, что они добились определенных успехов в ее решении. В газовой отрасли компания «Газпром» достигла наибольших успехов в вертикальной интеграции на внутреннем российском рынке.

Во-первых, ей удалось сделать этот рынок прибыльным. Десятилетие опережающих темпов роста тарифов на газ в сравнении с темпами роста инфляции привело к тому, что «Газпром» в 2010 г. впервые получил прибыль от операций на российском рынке. С учетом того, что на внутреннем рынке компания реализует более половины добываемого ею газа (в 2010 г. — 262 млрд м³ из 508,6 общей добычи), это очень важное достижение для экономики фирмы.

Во-вторых, в России «Газпром» начал интенсивную прямую интеграцию через покупку электроэнергетических активов. Получив контроль над ведущими генерирующими компаниями страны (ОАО «Мосэнерго», ТГК-1, ОГК-2 и ОГК-6), «Газпром» сосредоточил в своих руках 17% российской генерации электроэнергии (37 ГВт установленных мощностей) [ОАО «Газпром»..., 2010] при обширных планах дальнейшего расширения присутствия на этом рынке.

«Газпром» уделяет значительное внимание и такому направлению интеграции «вперед», как развитие газохимии.

В-третьих, «Газпром» интенсивно интегрируется «вперед» и на нефтяном рынке (через свою дочернюю нефтяную компанию «Газпром нефть»). Последняя имеет лучшее в России соотношение добычи и переработки нефти (перерабатывается более 70% добываемой нефти), активно модернизирует свои нефтеперерабатывающие заводы (НПЗ). Так, на Омском НПЗ (второй по величине в России; объем переработки в 2010 г. — 18,98 млн т) глубина

переработки доведена до 83,3%. С 2012 г. комбинат начинает выпуск бензина стандарта «Евро-4», с 2015 г. — «Евро-5». С 2010 г. запущена аналогичная программа модернизации мощностей Московского НПЗ (ввод первой очереди — в 2012 г.) и на Ярославском НПЗ [ОАО «Газпром нефть»..., 2010].

Компания быстро развивает сеть АЗС (1596 ед. в 2010 г.) и деятельность специализированных дочерних фирм ЗАО «Газпромнефть-Аэро» (российский лидер на рынке поставок авиатоплива), ООО «Газпромнефть Марин Бункер» (российский лидер по бункеровке судов) и ООО «Газпромнефть-смазочные материалы».

Таким образом, можно констатировать, что группа компаний «Газпром» добилась значительных успехов в области прямой вертикальной интеграции на внутреннем рынке Российской Федерации.

Значительно сложнее ситуация с аналогичной экспансией «Газпрома» на международных рынках. Компания практически не имеет контрактов с конечными потребителями газа (газ продается крупным электроэнергетическим компаниям Европы), а также доступа к газораспределительным сетям в странах ЕС. Более того, так называемый третий энергетический пакет директив Комиссии ЕС юридически запрещает «Газпрому» владеть газотранспортной инфраструктурой на территории стран Европейского союза.

Трудно прогнозировать, удастся ли «Газпрому» преодолеть эти препятствия на европейском рынке. По нашему мнению, существует достаточно аргументированная экономическая логика относительно возможности повышения эффективности интегрированных поставок газа и электроэнергии его прямым производителем за счет устранения посредников на этом рынке. Недавнее подписание «Газпромом» меморандума о взаимопонимании относительно совместного строительства электростанций со второй по значению германской энергокорпорацией RWE открывает определенные перспективы в этом направлении. Скорее всего, компромисс с ЕС может быть найден при практически неизбежной корректировке формулы ценообразования на газпромовский газ (с его большей привязкой к спотовым ценам), что укрепит позиции компании на европейском рынке и сделает экономически более привлекательными совместные проекты в области электроэнергетики.

Пока же «Газпром» достаточно успешно повышает степень своей интеграции на европейском рынке посредством развития новой газотранспортной инфраструктуры. Первая очередь газопровода «Северный поток» введена в 2011 г. В этом же году завершилось приобретение «Газпромом» компании ОАО «Белтрансгаз». Осенью 2011 г. одобрен проект «Южный поток». В рамках «Восточной программы» компании в 2010 г. вышел на проектную мощность завод по производству сжиженного природного газа (СПГ) в проекте «Сахалин-2» (9,6 млн т СПГ в год). Завершается строительство газопровода Сахалин — Владивосток (с перспективой экспорт-

ных поставок по нему). Капиталовложения концерна в газотранспортную инфраструктуру увеличились в 2010 г. на 75,9%, составив 407,6 млрд руб. В 2011–2013 гг. предполагается очень существенный рост общих капиталовложений компании (до 1,2 трлн руб. в год), значительная часть которых будет использована для инфраструктурного развития.

В целом можно констатировать, что, несмотря на имеющиеся трудности, группа компаний «Газпром» успешно реализует стратегию роста прямой вертикальной интеграции к конечному потребителю.

Определенных успехов на этом поприще добился и крупнейший независимый производитель газа в России — компания «НОВАТЭК» (6% добычи газа в РФ в 2010 г.) [НОВАТЭК: движение вперед..., 2010]. Она уже длительное время поставляет газ конечным потребителям в России (электростанции и крупные промышленные предприятия), правда, транзитом через газотранспортную систему «Газпрома». Компания построила крупный газоперерабатывающий завод, экспортирует стабильный газовый конденсат через свой экспортный терминал в порту Витино (Белое море) и строит аналогичный комплекс (завод по переработке и фракционированию газового конденсата) в порту Усть-Луга.

В 2011 г. компания приступила к реализации очень объемного и амбициозного проекта по добычи и экспорту сжиженного природного газа с месторождений полуострова Ямал в Азию с транспортировкой по Северному морскому пути (собирается выйти на экспорт по этому маршруту в объеме 15 млн т СПГ в год уже к 2015 г.).

Более сложно и неоднозначно развивается процесс вертикальной интеграции в нефтяной промышленности России. С одной стороны, все ведущие компании этой отрасли ставят перед собой задачу и вкладывают крупные средства в развитие нефтепереработки и доставку нефтепродуктов конечным потребителям. С другой — их капитализация в решающей степени зависит от объемов доказанных запасов нефти и газа. На фоне продолжающегося истощения запасов в традиционных районах российской нефтедобычи (прежде всего Западная Сибирь и Поволжье) им приходится вкладывать все больше средств в геологоразведку и освоение новых месторождений. Отсутствие новых крупных месторождений в освоенных районах добычи в России заставляет нефтяные РМНК внимательно изучать возможности капиталовложений в добычу за рубежом.

Существенное влияние на инвестиционную и структурную политику российских нефтяных МНК оказывает и падающая рентабельность нефтепереработки. Поэтому их реальная деятельность в развитии процессов вертикальной интеграции за последние пять лет демонстрирует очень сложную и неоднозначную картину динамики приоритетов корпоративных проектов Upstream и Downstream.

Наиболее отчетливо данную проблему можно продемонстрировать на примере смены приоритетов развития ведущей частной российской нефтяной МНК «ЛУКОЙЛ». Компания традиционно считается самой «продвинутой» компанией отрасли как в сфере применяемых технологий (например, развитие горизонтального бурения, шельфовой нефтедобычи), так и в области структурной политики. Компания всегда ставила перед собой задачу приблизиться по структуре деятельности к ведущим мировым игрокам отрасли.

Так, еще в начале текущего столетия ею была приобретена сеть АЗС в США (у компании Getty Oil). Позже розничная сеть в США пополнилась путем покупки АЗС у компании ConocoPhillips. В 2008 г. «ЛУКОЙЛ» удачно приобрел турецкую компанию Akpet (689 АЗС, 8 нефтераспределительных терминалов, 5 хранилищ СПГ, 3 авиазаправочных комплекса, завод моторных масел) [ЛУКОЙЛ: отчет о деятельности..., 2010].

Образцовой сделкой можно считать приобретение компанией нефтеперерабатывающих мощностей в Западной Европе. На этом рынке существует выраженный избыток мощностей НПЗ, однако попытки прямых их покупок со стороны российских компаний встречали сопротивление, имеет место явное завышение покупных цен со стороны потенциальных продавцов. «ЛУКОЙЛ» в 2008 г. приобрел 49%-ю долю в расположенном на о. Сицилия комплексе ISAB (мощности по нефтепереработке — 16 млн т) у компании ERG по разумным среднерыночным ценам. В 2011 г. доля «ЛУКОЙЛа» была доведена до 60%. По аналогичной схеме в 2009 г. была приобретена 45%-я доля в НПЗ TRN в Нидерландах у компании Total (мощность комбината — переработка 7,9 млн т нефти в год). В результате реализации этих сделок компания получила возможность гарантированно перерабатывать на своих мощностях в Западной Европе примерно 13,5 млн т нефти без переплат, характерных для обычных сделок M&A.

Компания «ЛУКОЙЛ» владеет тремя НПЗ в Восточной Европе — в Болгарии, Румынии и на Украине (в том числе Бургаским НПЗ в Болгарии, крупнейшим на Балканах).

«ЛУКОЙЛ» активно занимается модернизацией своих нефтеперерабатывающих комбинатов в России. Так, в декабре 2010 г. был запущен комплекс каталитического крекинга в Нижнем Новгороде (это крупнейший подобный проект в РФ за последние 25 лет; с мая 2011 г. на комбинате начался выпуск бензина стандарта «Евро-5»). Крупные проекты по модернизации реализуются на Ухтинском, Волгоградском и Пермском НПЗ компании.

В ходе реформы российской электроэнергетики «ЛУКОЙЛ» приобрел электроэнергетическую компанию ТГК-8 (с переименованием ее в «Южную генерирующую компанию»). Большая часть добываемого «ЛУКОЙЛом»

природного газа потребляется на электростанциях «ЮГК» и на принадлежащем компании нефтехимическом заводе «Ставролен».

Отличительной особенностью компании «ЛУКОЙЛ», по сравнению с другими российскими нефтяными МНК, является размах ее оптовой торговли «чужой» нефтью и нефтепродуктами на мировом рынке (порядка 20 млн т в год) [ЛУКОЙЛ: отчет о деятельности..., 2009].

Эти и другие факты свидетельствуют о том, что «ЛУКОЙЛ» был явным лидером в реализации интеграционных процессов в звене Downstream среди российских МНК в первом десятилетии XXI в. Тем более примечательным на этом фоне выглядит кардинальное изменение его стратегического курса в виде переноса центра усилий на проекты Upstream начиная с 2010 г. (декларировано как главное направление стратегии развития на новое десятилетие). Чем может быть обусловлена такая смена приоритетов в стратегическом развитии компании?

Как отмечалось, объем разведанных и доказанных запасов нефти и газа является главным фактором, влияющим на величину капитализации компаний нефтегазовой отрасли. У компании «ЛУКОЙЛ» эти запасы непрерывно сокращаются уже на протяжении пяти лет. Это обусловлено прогрессирующим истощением запасов компании в районах традиционной нефтедобычи в Российской Федерации (прежде всего в Западной Сибири).

Компания предпринимает энергичные меры по повышению отдачи пластов на существующих месторождениях. Так, она является лидером среди российских нефтедобывающих компаний по применению прогрессивной технологии горизонтального бурения (уменьшает затраты и увеличивает дебит скважин в 3–4 раза; в 2010 г. компания добыла дополнительно 22 млн т нефти благодаря использованию данных технологий). Но, несмотря на эти усилия, добыча на месторождениях компании в Западной Сибири, Предуралье, Поволжье будет падать и впредь. Новые месторождения, лицензии на разработку которых выставляются на торги Федеральным агентством по недропользованию (Роснедрами), не относятся к категории крупных. Добыча нефти и газа на континентальном шельфе России в Арктике и на Дальнем Востоке частными компаниями ограничена законодательно. В этих условиях компании не остается другого выбора, кроме как расширять геологоразведку и добычу (проекты Upstream) за рубежом.

«ЛУКОЙЛ» реализует целый ряд проектов по геологоразведке и добыче нефти и газа в 12 иностранных государствах. Ряд из них, например проекты в Египте, Колумбии, Венесуэле, пока носят в большей степени имиджевый характер. Главные реальные проекты компании сосредоточены на сегодняшний день в странах ближнего зарубежья (Казахстан и Узбекистан). Здесь компания предполагает увеличить добычу нефти и газа к 2015 г. в 2,6 раза.

Но главным стратегическим зарубежным проектом компании на второе десятилетие XXI в. является ее проект в Ираке — разработка месторождения Западная Курна-2.

Данное месторождение обладает доказанными запасами нефти в объеме 12,9 млрд бар. нефтяного эквивалента, что сравнимо со всеми запасами «ЛУКОЙЛа» (13,7 млрд бар. н. э. на 1 января 2010 г. по стандарту SEC). После выхода на проектную мощность (2017 г.) на месторождении будет добываться до 95 млн т нефти в год на протяжении 13 лет (вся добыча «ЛУКОЙЛа» в 2010 г. составила 98 млн т). Первый контракт компании на разработку данного месторождения был получен еще в 1997 г., но позже он был аннулирован Правительством Ирака из-за медленных темпов подготовки к работам со стороны «ЛУКОЙЛа». Новый контракт был выигран компанией в сложной борьбе в конце 2009 г. Участниками консорциума по добыче являются российский «ЛУКОЙЛ» (56,25% участия), норвежская компания Statoil (18,75%) и иракская государственная «Южная нефтяная компания» (25% участия) [Лукойл летом приступит к бурению в Ираке, 2011].

Контракт является сервисным, следовательно, собственником всей добываемой нефти будет Ирак, а члены консорциума будут получать только фиксированную плату за добычу нефти (0,42 долл. за бар.). Тем не менее этот проект стал для «ЛУКОЙЛа» главным стратегическим зарубежным проектом и наиболее ярко характеризует долгосрочную перефокусировку компании на проекты интеграционного сегмента Upstream.

Кроме проекта в Ираке, «ЛУКОЙЛ» активно запускает новые проекты геологоразведки и добычи на шельфе Гвинейского залива в Западной Африке, во Вьетнаме, Румынии и ряд других.

Еще одним любопытным фактом является сравнительная рентабельность проектов по добыче и переработке нефти. В компании «ЛУКОЙЛ» в 2010 г. она составляла соответственно 17 и 3% [ЛУКОЙЛ: up или down?, 2011]. В целом это соответствует мировым тенденциям в отрасли, но явно противоречит классическим представлениям, согласно которым по мере передвижения «вперед» по технологической цепочке увеличиваются величина добавочной стоимости и прибыльность операций. С нашей точки зрения, данная ситуация объясняется прежде всего обостряющейся конкуренцией за ограниченные ресурсы на фоне резкого роста потребления нефти такими развивающимися странами, как Индия и Китай. Именно растущая цена нефти как биржевого товара (т. е. не связанная непосредственно с издержками на его производство) приводит к опережающему росту рентабельности нефтедобычи в сравнении с нефтепереработкой.

Правительству России приходится прибегать к принудительным административным и налоговым мерам, чтобы заставить нефтяные компании

модернизировать свои НПЗ. Так, вводятся новые правила доступа к трубопроводной сети компании «Транснефть», когда гарантированный доступ к трубопроводу получают только те НПЗ, которые имеют глубину переработки нефти не ниже 70%. Новые экспортные пошлины по темным и светлым нефтепродуктам также будут стимулировать компании к выпуску более высококачественных продуктов (сегодня им выгоднее экспортировать продукты первичной переработки, прежде всего мазут).

Ситуация в компании «ЛУКОЙЛ» является самым ярким примером смены стратегических приоритетов развития — с проектов переработки и трейдинга на геологоразведку и добычу. Другие российские вертикально интегрированные нефтяные компании (ВИНК) изначально отдавали приоритет проектам Upstream.

«Роснефть», крупнейшая нефтяная компания России, реализует большую часть своих инвестиционных проектов в сфере разведки и добычи нефти в Восточной Сибири, на Дальнем Востоке и в проектах шельфовой добычи. Самый яркий пример успехов компании в этом направлении — развитие добычи нефти на восточносибирском месторождении Ванкор (12 млн т в 2010 г., с перспективой выхода на добычу 25 млн т к 2012 г.). При добыче нефти в 115,8 млн т ее переработка на собственных мощностях составила всего 50,5 млн т (все данные за 2010 г.). Рост добычи нефти в 2010 г. достиг 6,4% при росте переработки всего в 1,3% [Роснефть..., 2010].

Вместе с тем нельзя сказать, что компания не уделяет должного внимания своему перерабатывающему сегменту. Например, ведутся модернизация и расширение мощностей Туапсинского НПЗ (с 5 до 12 млн т). Принято принципиальное решение о строительстве новых НПЗ на Дальнем Востоке (3,4 млн т), в Грозном (1 млн т) и Китае (13 млн т). Очень интересной является сделка по приобретению 50% акций немецкой компании Ruhr Oel GmbH (это доли в четырех крупных НПЗ в Германии). Компания активно развивает деятельность по бункеровке судов и расширению сети АЗС (вторая по величине сеть в России — 1728 АЗС с ростом розничной реализации нефтепродуктов в 2010 г. до 5,26 млн т, или на 10,3%, при росте добычи на 6,4%). Однако анализ инвестиционных программ компании на протяжении последних пяти лет однозначно указывает на стратегический приоритет развития сектора геологоразведки и добычи (т. е. проектов звена Upstream).

Примерно аналогичная ситуация складывается и в других ведущих российских ВИНК.

Так, компания «ТНК-ВР», третья по величине российская нефтяная компания, до 80% своих капиталовложений направляет в сектор разведки и добычи. В результате реализации такой политики компания за последние

7 лет обеспечила коэффициент замещения своих запасов, равный 140%. Это достижение мирового класса. При этом она имеет лучший среди нефтяных компаний Российской Федерации показатель отдачи на капитал (ROACE — 26,3%) [ТНК-ВР..., 2010].

Очень интересным событием является приобретение компанией «ТНК-ВР» добывающих активов фирмы «ВР» в Венесуэле, и особенно — во Вьетнаме. Эти сделки вполне укладываются в описанную выше политику преимущественного развития добывающего сектора компании.

Компания «Сургутнефтегаз», четвертый игрок российского нефтяного рынка, всегда тяготела к преимущественному развитию сектора геологоразведки и добычи. Практически на протяжении всех лет своего существования она являлась и остается лидером по разведке и эксплуатационному бурению, вводу в эксплуатацию новых скважин. На ее долю приходится 30% поисково-разведочного бурения в России. В результате этой работы компания за последние пять лет обеспечила себе полуторакратное превышение роста запасов в сравнении с ростом добычи.

«Сургутнефтегаз» реализует программу перемещения своих добывающих мощностей из Западной в Восточную Сибирь. Так, в последние годы были запущены в промышленную эксплуатацию достаточно крупные месторождения (Талаканское и Алинское; добыча в 2010 г. — 3,3 млн т; план добычи на 2011 г. — 5,4 млн т). Ведутся подготовительные работы на новых месторождениях в Якутии и Иркутской области.

Компания является лидером среди российских нефтяных компаний по освоению новых месторождений (в 2010 г. — 47% эксплуатационного бурения и 46% ввода скважин на новых месторождениях). У компании самая низкая в отрасли доля неработающих скважин — 6,7% (в среднем по отрасли — 15%).

При этом компания не пренебрегает проблемами переработки добываемой нефти. На единственном принадлежащем компании НПЗ в г. Кириши (самый крупный завод в России, план переработки нефти в 2011 г. — 21,1 млн т, или 9% общей переработки России) в 2011 г. завершается процесс строительства комплекса глубокой переработки нефти. Это крупнейший из подобных проектов не только в России, но и в Европе. Тем не менее изучение структуры и направленности инвестиционных программ компании однозначно указывает на ее преимущественную концентрацию на развитие добывающих мощностей, т. е. на процесс обратной вертикальной интеграции.

Другой интересной особенностью стратегического развития компании является ее курс на самообеспечение сервисными услугами. Компания владеет пятью собственными строительными трестами, двумя отраслевыми научно-исследовательскими и проектными институтами, практически

полностью обеспечивает себя подрядными работами. Насколько такой курс является стратегически оптимальным? Этот вопрос требует специального изучения (большая часть других российских ВИНК идет по пути развития аутсорсинга подобного рода услуг).

Деятельность последней из «большой пятерки» российских ВИНК — компании «Газпром нефть» — следует рассматривать с позиции общей стратегии группы компаний «Газпром». Последняя предполагает большое внимание к работе с конечными потребителями на российских и зарубежных рынках. Для этого предполагается активно наращивать добычу (до 90–100 млн т к 2020 г.), переработку (до 80–90 млн т, в том числе до 30 млн т — в Европе) и оптовый и розничный сбыт нефти и нефтепродуктов по всему миру.

Компания ориентируется на достаточно сбалансированный курс развития своих добывающих и перерабатывающих подразделений (и, кстати, имеет лучшее в России соотношение добычи и переработки — более 70%). Среди последних сделок M&A компании в секторе Downstream можно отметить приобретение у компании Chevron завода масел и смазок в г. Бари (Италия), покупку компании «СТС-сервис» (Швеция), сети автозаправочных станций в Казахстане, начало реконструкции НПЗ в г. Пачево (Сербия) и ряд других.

Однако и применительно к этой компании общий вывод из анализа реализуемого и планируемого курса развития разных секторов деятельности сводится к преобладанию стратегии развития добывающих подразделений. Особо следует выделить такие перспективные проекты компании, как разработка месторождений полуострова Ямал (совместно с компанией «НОВАТЭК»), проекты добычи в Ираке, Венесуэле, Экваториальной Гвинее и на Кубе.

Почему российские ВИНК идут по пути развития в первую очередь своих добывающих подразделений? В чем причины того, что практически единственная попытка среди крупных российских нефтяных компаний приблизить свою структуру к аналогичной у нефтяных компаний развитых стран (десятилетие реализации преимущественно стратегии прямой вертикальной интеграции компании «ЛУКОЙЛ») завершилась радикальной переориентацией на проекты Upstream?

По нашему мнению, подобное развитие событий отражает прежде всего мировую тенденцию к усилению конкурентной борьбы за ресурсы в условиях резкого ускорения темпов роста экономик развивающихся стран в 2000–2010 гг. Цены на первичное сырье стали расти быстрее цен на готовую продукцию. Ситуацию усугубили также рост производства более дешевой продукции обрабатывающих отраслей в развивающихся странах и усиление конкуренции на этих рынках. В результате в нефте-

газовой промышленности повсеместно произошло существенное опережение роста рентабельности добывающего производства по сравнению с перерабатывающим. Это и стало главной причиной переориентации политики вертикальной интеграции ВИНК с прямой на обратную. РМНК наиболее ярко отразили эти процессы в своей стратегии развития.

Компании черной металлургии. Процессы вертикальной интеграции в российской металлургии во многом напоминают аналогичные процессы в нефтегазовой отрасли. Ведущие российские металлургические компании возникли на базе советских комбинатов. Они, конечно, имели кооперационные связи с рудниками и угольными шахтами, но процесс их приватизации носил изолированный характер. Поэтому изначально, за редкими исключениями (горно-металлургический комбинат «Норильский никель»), компании были лишены своей сырьевой базы. Эту проблему пришлось решать уже в ходе развития созданных на базе комбинатов акционерных обществ.

Схожая ситуация прослеживается и в сфере интеграции «вперед» в виде создания производств с более высокой степенью обработки (например, металлосервисных центров). Резкий спад объемов производства в России в 1990-е гг. привел к не менее резкой переориентации сбыта металлургических комбинатов на экспортные поставки. Здесь до сих пор преобладают поставки полуфабрикатов — главным образом металлов в слитках и горячекатаного листа.

Все без исключения крупные российские металлургические компании проводят политику создания вертикально интегрированных отраслевых холдингов. Они покупают добывающие активы, в том числе за рубежом, модернизируют свое оборудование с целью снижения издержек и повышения качества и степени обработки готовой продукции. Практически все эти компании приобретают или создают обрабатывающие активы за рубежом, строят центры дополнительной обработки металлов (металлосервисные центры). Однако эти процессы у компаний отрасли развиваются неодинаково и с разной степенью эффективности, что и является предметом исследования в настоящей статье.

Очень показательной в этом отношении выступает история развития компании «Северсталь» (в чем-то она перекликается с аналогичной историей компании «ЛУКОЙЛ» в нефтегазовой промышленности). Потратив крупные средства во второй половине «нулевых» годов на приобретение обрабатывающих активов в Европе и Северной Америке и получив от этого не менее крупные убытки, компания продала существенную часть этих активов, переориентировавшись на зарубежные проекты Greenfield в сфере добычи. Таким образом, она, по аналогии с нефтяной компанией «ЛУКОЙЛ», сменила приоритеты в вертикальной интеграции с проектов прямой интеграции по модели Brownfield на проекты обратной интеграции в варианте Greenfield.

В политике «Северстали» по покупке обрабатывающих активов в Европе и Северной Америке, безусловно, была экономическая логика. «Северсталь» поставляла на эти рынки полуфабрикаты, т. е. продукцию с низкой добавочной стоимостью (главным образом слябы). Из этого сырья американские и европейские компании производили продукцию, необходимую конечным потребителям, например холоднокатаный прокат с оцинкованным или полимерным покрытием для автомобильной промышленности. Приобретаемые компании имели хорошо отлаженные многолетние связи с компаниями-потребителями, соответствующие долгосрочные контракты. Приобретая их, «Северсталь» существенно продвигалась по технологической цепочке «вперед», поставляя им свои слябы, и получала возможность улавливать дополнительную добавочную стоимость на более высоких переделах.

В рамках этой стратегической логики уже в 2004 г. в США была приобретена обанкротившаяся компания Rouge Industries, а в 2005 г. за 340 млн евро (62% крупнейшего в Европе производителя железнодорожных рельсов) — итальянская компания Lucchini (к марту 2010 г. доля владения в компании была доведена до 100%). За ними последовали новые покупки в США — в 2007 г. компания Severcorp (переименована в Severstal Columbus), а в 2008 г. (пик покупательной активности «Северстали» в Северной Америке) целый ряд компаний и отдельных предприятий — компания Sparrows Point (мощности по выплавке стали — 3,9 млн т, переименована в Severstal Sparrows Point), компания WCI Steel, Огайо (переименована в Severstal Warren), компания Esmark Ink, Западная Виргиния (переименована в Severstal Wheeling) и др. [Северсталь..., 2010]. В результате этих приобретений зарубежные мощности «Северстали» по выплавке металлов превысили соответствующие мощности дивизиона «Российская сталь» (Череповецкий комбинат — 11,6 млн т). Компания стала действительно международной с точки зрения географии расположения своих производственных мощностей.

Но сделанные покупки не повысили эффективность деятельности «Северстали». Будучи одной из самых прибыльных российских компаний в период до 2008 г., в 2009 и 2010 гг. «Северсталь» понесла крупные убытки (1037 млн долл. США чистых убытков в 2009 г. и 577 млн долл. — в 2010 г.). Следует отметить, что убытки образовались исключительно по вине европейских и североамериканских подразделений компании. Так, даже в кризисном 2009 г. дивизион «Российская сталь» принес 1 млрд долл. чистой прибыли, однако ее не хватило для перекрытия 2 млрд долл. чистых убытков зарубежных подразделений компании.

В чем причина подобных негативных последствий указанных сделок? Конечно, «Северстали» не повезло с макроэкономической конъюнктурой. Кризис сильно ударил по американской и европейской автопромышлен-

ности и значительно уменьшил спрос на продукцию приобретенных предприятий (три завода в США в 2009 г. пришлось остановить). Но, как представляется, главной причиной этих неудач были определенные просчеты в стратегии развития и политике реализации зарубежной экспансии компании.

Во-первых, европейские, а в большей степени североамериканские активы приобретались по необоснованно завышенным ценам. Сделки M&A вообще являются весьма затратным путем развития для компаний (нормальной «премией» при них считается превышение покупной цены над среднерыночной на 30–50%). Не случайно в 50% этих сделок фирмам не удается получить запланированного результата, а 30% вообще оказываются убыточными. Специфика рассматриваемых сделок у «Северстали» заключалась в том, что «премии» по ним доходили до 200%, а сами активы отягощались большими долгами и социальными обязательствами.

Во-вторых, менеджмент компании «Северсталь» переоценил свои возможности по реструктуризации и достижению безубыточности этих активов и грубо ошибся со временем проведения сделок (максимальные цены на активы имеют место в конце фазы циклического подъема).

Акционеры и представители менеджмента компании «Северсталь» сделали необходимые выводы из полученного опыта. Уже в 2009 г. был продан завод Alpenport и четыре компании по обработке и дистрибуции в США. В первом квартале 2011 г. были закрыты сделки по продаже основной части убыточных активов (проданы заводы S. Sparrows Point, S. Warren и S. Wheeling в США, а контрольный пакет фирмы Lucchini за символическую сумму в 1 евро был продан основному акционеру компании — А. Мордашеву). Компания понесла убытки в сумме не менее 1,5 млрд долл. только от продажи североамериканских активов (по оценкам, сумма затрат на приобретение трех проданных компаний составила порядка 2,7 млрд долл. при выручке от продажи в 1,2 млрд долл.). Однако эти действия позволили компании показать чистую прибыль уже в первом полугодии 2011 г. Сделки по продаже активов были очень хорошо приняты биржевыми аналитиками (прогнозы по акциям компании резко пошли вверх) [Фиксация рентабельных активов..., 2011].

Несмотря на понесенные убытки, «Северсталь» явно не отказалась от своих планов зарубежной экспансии, но теперь ее характер существенно изменился. Вместо ранее преобладавших проектов прямой вертикальной интеграции по модели Brownfield компания перешла к реализации политики обратной вертикальной интеграции по модели Greenfield, т. е. к приобретению активов в сфере добычи сырья и, главным образом, на условиях нового строительства. Примером реализации компанией этой новой стратегии может служить приобретение ею 25% крупного железорудного место-

рождения в Бразилии (покупка в 2011 г. 1/4 акций бразильской компании SPG Minasasao за 49 млн долл. с опционом еще на 50%). Данная компания владеет лицензиями на ряд высокоперспективных железорудных участков (извлекаемые запасы оцениваются в 0,5–1,5 млрд т при содержании в руде железа в 40–45%). Предполагаемая ежегодная добыча оценивается в 20–40 млн т железорудного концентрата при капиталовложениях в разработку рудников в размере 1,5–2,0 млрд долл. [Северсталь — увеличение добывающих мощностей, 2011].

Данная сделка демонстрирует резкое изменение стратегии зарубежной экспансии — от приобретения низкомаржинальных сталелитейных мощностей в развитых странах к Greenfield добывающим проектам в развивающихся странах. При этом используется классический механизм «реальных опционов»: сначала малозатратный вход в проект, затем — его тщательное изучение и только в дальнейшем — принятие решения о возможной реализации.

Другие российские компании черной металлургии в период с 2005 по 2010 г. также предприняли энергичные усилия по выстраиванию своих активов как самодостаточных вертикально интегрированных холдингов. Вся «большая пятерка» российских компаний этой отрасли существенно продвинулась в решении данной задачи. Однако выбранные схемы решения проблемы существенно различались, равно как и полученные результаты.

Безусловным лидером программы зарубежной экспансии среди компаний черной металлургии стала компания «ЕВРАЗ Груш С.А.». На сегодня это одна из крупнейших в мире вертикально интегрированных металлургических и горнодобывающих компаний с активами в России, на Украине, в Европе, США, Канаде и Южной Африке. В 2010 г. компания заняла 20-е место в мире по выплавке стали (16,3 млн т). Горнодобывающие подразделения компании на 100% обеспечивают ее потребности в железной руде и на 58% — в коксующихся углях. Численность занятых на предприятиях компании превысила 110 тыс. человек [EVRAZ..., 2010].

Компания имеет достаточно четкую отраслевую специализацию — производство продукции для развития инфраструктуры. Например, в России она обеспечивает 90% производства железнодорожных рельсов, 86% — балки, 56% — швеллеров и т. д. Предприятия компании «ЕВРАЗ» в США и Канаде специализируются на производстве рельсов и труб. Они в меньшей степени пострадали в период кризиса, чем, например, североамериканские предприятия «Северстали» (основная специализация — прокат для автомобильной промышленности), в том числе из-за бурного роста потребителей — компаний по добычи сланцевого газа.

Однако реализация программы зарубежной экспансии потребовала крупных заимствований. По величине задолженности компания является

лидером среди российских фирм отрасли. Стратегия покупки за заемные средства низкомаржинальных активов в обрабатывающей промышленности развитых стран привела к падению ее прибыльности (по сравнению с конкурентами). У компании «ЕВРАЗ» самые низкие инвестиционные рейтинги из компаний «большой пятерки», самая высокая стоимость обслуживания долга, самая низкая норма прибыли по EBITDA и самые низкие темпы роста курса акций в 2010 г. Не будем утверждать, что стратегия развития компании относительно менее оптимальна, но и игнорировать данные различия в показателях деятельности было бы не правильно.

В отличие от группы лидеров в области приобретения зарубежных активов в 2005–2010 гг. (компании «Северсталь» и «ЕВРАЗ») такие фирмы, как «НЛМК» и «ММК», проводили более консервативную политику, больше инвестировали в развитие своих мощностей в России.

Компания «НЛМК» является лидером по рентабельности в российской и мировой сталелитейной промышленности (рентабельность по EBITDA в 2010 г. — 28%). Низкозатратность производства стала ее основным конкурентным преимуществом. На наш взгляд, компания реализует очень правильную стратегию развития, всемерно инвестируя свои ресурсы в закрепление этого преимущества.

Компания достаточно равномерно и сбалансированно инвестирует в свои активы по переделам. Так, ее главное железорудное подразделение — Стойленский ГОК (Курская магнитная аномалия, расположен в 350 км от комбината) — реализует программу расширения своих мощностей на 30% (к концу 2011 г.) для поддержания 100% обеспеченности комбината железной рудой. На самом комбинате в 2011 г. завершилось сооружение доменной печи № 7 (3,4 млн т чугуна, единственная крупная доменная печь, построенная в стране в постсоветский период). Увеличение сталеплавильных мощностей к 2012 г. на 40% (до 17,4 млн т стали в год) проводится с упором на повышение качества выпускаемой продукции, расширение сортамента (комбинат производит 30 марок стали), роста ее маржинальности (например, комбинат является европейским лидером по производству трансформаторной стали).

Будучи преимущественно экспортером своей продукции (доля отгрузок комбината на внутренний рынок — 30% — является самой низкой в отрасли), компания заинтересована в приобретении предприятий финишного передела на своих основных рынках сбыта (Европа и США). Но, в отличие от своих более агрессивных конкурентов («Северсталь» и «ЕВРАЗ»), проводит более осторожную и сбалансированную политику приобретения зарубежных активов. Например, в августе 2008 г. она подписала договор на приобретение американской компании John Maneele Co (11 заводов в США и Канаде, производство более 3 млн т труб) за 3,53 млрд долл. Однако,

столкнувшись с ухудшением мировой конъюнктуры, предпочла в октябре 2008 г. расторгнуть данную сделку, заплатив 234 млн долл. компенсации [НЛМК..., 2010].

Примером более осторожной и поэтапной стратегии компании в приобретении прокатных активов за рубежом является ее сделка с итальянской компанией Dufenco. Сначала в ноябре 2006 г. с компанией было подписано соглашение о партнерстве и создано совместное предприятие SIF (зарегистрировано в Люксембурге с равными долями партнеров 50 на 50). Компания «НЛМК» оплатила свою долю деньгами (805 млн долл.). Dufenco внесла в СП шесть сталепрокатных производств во Франции, Бельгии, Италии и США, а также девять сервисных металлоцентров. Далее фирмы осуществили совместную инвестиционную программу объемом в 400 млн долл., и, наконец, в апреле 2011 г. был подписан договор о выкупе НЛМК 100% долей партнера в СП. Таким образом, процесс «узнавания и освоения» активов растянулся почти на пять лет. Сделка была проведена по ценам, близким к среднерыночным [НЛМК — реновация бизнес-модели, 2011].

Большую часть новых мощностей компания вводит на территории России (пуск в 2010 г. прокатного стана в Березовском мощностью в 1 млн т, строительство завода в г. Калуге на 1,5 млн т и т. д.). Весьма активно модернизируются мощности компании на ее основной производственной площадке в г. Липецке.

На наш взгляд, есть все основания для характеристики стратегии развития компании «НЛМК» как самой успешной среди крупных фирм черной металлургии России.

Безусловно, как весьма успешную и продуманную можно охарактеризовать и стратегию развития активов компании «ММК». «Магнитка» отличалась от других рассматриваемых компаний наихудшими стартовыми условиями с точки зрения как обеспеченности собственным сырьем, так и степени изношенности установленного оборудования. Продуманная стратегия развития компании, особенно в течение последних пяти лет, позволила решить большую часть проблем, сделала компанию одним из лидеров отрасли [Магнитогорский металлургический комбинат..., 2010].

Компания в качестве своих стратегических целей провозглашает сохранение долговременной конкурентоспособности на рынке металлопроката, достижение самообеспеченности сырьем, лидерства в области внедрения новых технологий и повышения эффективности производства.

Следует констатировать, что заявленные цели не являются дежурной декларацией, а последовательно реализуются менеджментом компании. Основные инвестиции компании за эти годы направлялись либо на покупку добывающих активов в России, либо на модернизацию своих сталепрокатных мощностей.

Главным успехом первого направления стало приобретение контрольного пакета акций крупной российской угольной компании «Белон» (покупка 41,3% акций в 2008 г. с доведением пакета до 82,6% в 2009 г.). В состав компании входят четыре шахты, разрез, две обогатительные фабрики. Она почти полностью обеспечила потребности компании «ММК» в коксующихся углях.

Особый интерес представляет то, как компания «ММК» использовала вновь приобретенный актив. Во-первых, она перекредитовала практически все долги компании «Белон» за счет выпуска своих облигаций, а во-вторых, продала бизнес по добыче энергетических углей (шахта «Листвяжная»). Последний приносил до 35% выручки «Белона», но снижал общую маржинальность бизнеса (рентабельность продажи коксующихся углей — 50%, энергетических — 10%) [Белон / ММК — продажа энергетического бизнеса, 2011]. Вырученные средства были направлены на расширение добычи коксующихся углей, что позволит «ММК» в ближайшие годы повысить свою самообеспеченность этим видом сырья с нынешних 50 до 80%.

Очень крупные инвестиции были сделаны компанией «ММК» в развитие своих сталепрокатных мощностей. Летом 2009 г. был введен в эксплуатацию прокатный стан толстолистовой стали «5000» (мощностью 1,5 млн т проката в год), что позволило компании существенно улучшить позиции на рынке трубной, мостовой и судостроительной стали.

Летом 2011 г. была введена в эксплуатацию первая очередь стана холодной прокатки стали «2000» (ввод второй очереди — 2012 г. — с выходом на производства 2 млн т проката в год). Стан производит прокат для кузовов легковых автомобилей, более тонкий, чем существующий в стране, при сохранении прочности кузова (конструкция автомобиля облегчается). Компания рассчитывает, что с вводом стана в строй действующие в России иностранные автопроизводители переключатся с импорта стального листа на его покупку у компании «ММК» (стан прошел позитивный аудит у крупнейших мировых автомобильных фирм, например у фирмы «Рено-Ниссан»).

Компания активно занимается развитием финишных переделов путем строительства сервисных металлоцентров. Так, еще в 2007 г. был приобретен 75%-й пакет производителя штампов — санкт-петербургской компании «Интеркос-IV». «ММК» превратил его в крупного производителя прессформ, стального и чугунного литья, производителя сварочного и нестандартного оборудования. В рамках этого же проекта в 2010 г. в г. Колпино был построен завод штампованных автокомпонентов с ориентацией на таких клиентов, как фирмы «Форд», «Дженерал моторс», «Фольксваген», «Рено-Ниссан», «Сименс-Бохп», «Индесит», «Самсунг» и другие именитые компании. В 2012 г. предполагается ввод в эксплуатацию аналогичного центра в г. Набережные Челны.

Компания «ММК» делает основную ставку на обеспечение потребителей стали на внутреннем российском рынке (у нее самая высокая доля продаж на внутреннем рынке из всех российских металлопроизводителей — 69% в 2010 г.). Для вытеснения конкурентов на этом рынке сделан упор на применение самого современного оборудования (основная часть смонтированного на производствах «ММК» оборудования выпущена немецкой фирмой SMS-DEMAG), высокого качества металлопроката и привлекательных цен. Такую стратегию можно охарактеризовать как весьма продуманную и успешную.

Упор на внутренний рынок не означает отказа компании «ММК» от зарубежной экспансии. Но и здесь ее политику можно признать близкой к образцовой. Вместо приобретения низкомаржинальных обрабатывающих активов в развитых странах она реализовала эффективный инвестиционный проект в Турции. Сначала в рамках СП с турецкой компанией Atakas (старт проекта в 2007 г., доля «ММК» — 50% + 1 акция) был простроен самый современный в Турции завод металлопроката (в г. Искандерун) и два металлосервисных центра (в Искандеруне и Стамбуле). В марте 2011 г. компания «ММК» выкупила у турецкой стороны ее долю за 485 млн долл. при общих инвестициях в проект в 2,1 млрд долл.

В результате реализации этого проекта компания «ММК» получила один из самых современных металлургических заводов на Ближнем Востоке (быстроразвивающийся рынок металлопродукции) по нормальным рыночным ценам.

Подводя итог краткому рассмотрению специфики реализации стратегии развития компании «ММК», можно констатировать, что она была весьма разумной, сбалансированной и эффективной. Компания не имела убытков в кризисные годы (в отличие от компаний «ЕВРАЗ» и «Северсталь»), смогла существенно улучшить ситуацию с самообеспечением сырьем (хотя и не на 100%), значительно модернизировать свои мощности с применением самого современного оборудования, реализовать ряд эффективных инвестиционных проектов за рубежом. При этом компания не допустила драматического роста своей внешней задолженности, имеет хороший инвестиционный рейтинг, превосходит большую часть своих зарубежных конкурентов по показателям эффективности.

Несколько обособленное положение среди крупных российских компаний черной металлургии занимает фирма «Мечел». Это обусловлено прежде всего тем, что она является больше горнодобывающей, чем металлургической, компанией (на добывающий сегмент приходится 62,7% прибыли, в то время как на металлургический — только 32%). Фирма показала самые высокие среди компаний «большой пятерки» темпы роста выручки в 2010 г. (69,4%) и роста прибыли по EBITDA (в 2,9 раза) именно из-за опережа-

ющих темпов роста цен на руду и особенно — на коксующийся уголь. «Мечел» занимает первое место в России по производству коксующихся углей (более 60% общего объема производства) и не только полностью обеспечивает свои потребности в этом сырье, но и снабжает им многие другие металлургические фирмы России (а также много экспортирует).

Весьма привлекательны и металлургические активы компании. В частности, она является лидером в стране в области производства спецсталей и ферросплавов.

«Мечел» имеет активы в США, Казахстане, Румынии, Литве, Болгарии, но безусловное первенство уделяет развитию своих производств в России, в большей степени — Эльгинскому месторождению коксующихся углей в Якутии. Последнее является одним из двух новых крупных проектов в мире, способных удовлетворить резко возросший спрос (и получить премиальные цены) на этот вид сырья на мировом рынке в ближайшей перспективе. Проекты по расширению добычи угля являются весьма длительными и инерционными. Эльгинское месторождение начало резко наращивать добычу во время наметившегося дефицита этого вида сырья на мировом рынке (добыча коксующегося угля на месторождении достигнет 30–31 млн т уже в 2011 г.), что ставит компанию в чрезвычайно выигрышное положение [Мечел..., 2010].

Компания «Мечел» много заимствует для финансирования развития указанного месторождения (включая строительство железной дороги от Байкало-Амурской магистрали до Якутска), но эксперты финансовых институтов положительно оценивают этот рост долговой нагрузки, учитывая повышенную рентабельность от экспорта коксующихся углей на рынке.

Характеризуя стратегию развития компании «Мечел», в целом можно признать ее сбалансированной и успешной.

Рассмотрим показатели сравнительной рентабельности металлургического (выплавка стали и производство проката) и горно-добывающего (добыча железной руды и коксующегося угля) секторов в «большой пятерке» российских компаний черной металлургии (таблица).

Таблица

Сравнительные показатели рентабельности металлургических и добывающих производств РМНК черной металлургии в 2010 г., %

Компания/Отрасль	«ЕВРАЗ»	«Северсталь»	«НЛМК»	«ММК»	«Мечел»
Металлургия	17,3	19,0	24,3	18,0	5,4
Горно-добывающее производство	37,4	44,5	45,4	49,0	37,2

С о с т а в л е н о по: расчеты на основании данных компаний.

Из данных таблицы видно, что рентабельность «первичного» сектора бизнеса этих компаний (добыча сырья) имеет значительно более высокое значение по сравнению с этим показателем в переделе выплавки стали и производства проката (переработка). Данный феномен, на наш взгляд, обусловлен биржевым характером ценообразования на первичное сырье, т. е. его малой привязкой к себестоимости добычи как таковой в сравнении с соотношением спроса и предложения на сырье на мировом рынке. В структуре совокупной прибыли всех без исключения РНМК черной металлургии доля добывающего сегмента значительно превосходит его долю в выручке компании. Это подталкивает фирмы отрасли к борьбе за самообеспечение сырьем или даже к его экспорту как преобладающему виду деятельности (ситуация с компанией «Мечел»).

Более того, рентабельность производства проката в России значительно выше, чем в Европе и Северной Америке, и приобретение прокатных активов в этих регионах почти всегда влечет за собой сокращение общей маржинальности деятельности компаний.

Например, компания «НЛМК» выкупила остававшуюся 50%-ю долю в совместном предприятии SIF (Steel Invest & Finance S.A.) у ее западноевропейского партнера компании Duferco. Договор о выкупе был подписан 25 апреля 2011 г. Компания «НЛМК» начала демонстрировать финансовые результаты деятельности фирмы SIF в своей консолидированной отчетности, начиная с третьего квартала 2011 г. Это неизбежно приведет к снижению общей прибыльности «НЛМК». Компания известна как национальный и один из мировых лидеров в области рентабельности работы (удельный вес прибыли по EBITDA в выручке в 2010 г. составил 28%). Однако маржа в деятельности компании SIF никогда не превышала 10% (например, в первом квартале 2011 г. она составляла всего 1%). Консолидация отчетности SIF приведет к снижению общей маржинальности операций «НЛМК», при этом что за данный актив было уплачено 2,5 млрд долл.

Почему российские компании черной металлургии жертвуют своей нормой прибыли ради приобретения перерабатывающих активов за рубежом? На наш взгляд, мотивом их деятельности является прямая вертикальная интеграция, обеспечивающая гарантированный выход на конечных потребителей металлопродукции в США и странах ЕС. Это снижает общие риски их деятельности и привлекает акционеров и менеджмент компании в большей степени, чем возможность иметь более высокие показатели отдачи на капитал при более узкой специализации.

Компании цветной металлургии. В России действуют как минимум две компании мирового класса в отрасли производства цветных металлов — «Норильский никель» и «РУСАЛ». Обе фирмы имеют лидирующие позиции в мире в производстве никеля и алюминия соответственно.

Компания «Норильский никель» занимает первое место в мире в области производства никеля (297 тыс. т — 22% мирового производства) и палладия (2861 тыс. унций — 38% мирового производства), а также является одним из ведущих производителей меди (389 тыс. т — 3% мирового производства), платины (693 тыс. унций — 4-й в мире производитель, 9% мирового производства), кобальта, хрома, серебра, золота и целого ряда редкоземельных металлов. Она владеет активами в России, Финляндии, Ботсване, ЮАР и Австралии [Годовой обзор ГМК «Норильский никель»..., 2010].

Компания располагает самой уникальной в мире минерально-сырьевой базой по своей группе металлов, полностью обеспечивает себя сырьем, и поэтому проблемы обратной вертикальной интеграции для нее не так актуальны, как для российских компаний черной металлургии. Мощности по выплавке металлов сбалансированы с сырьевой базой. Все переделы отличаются одними из самых низких в отрасли издержками. Продукция компании высокомаржинальна, валовая прибыль составляет 53%. Приобретение активов за рубежом по своей структуре скорее преследует цель наращивания объемов производства и доли на мировом рынке.

Не все зарубежные проекты компании оказались эффективными. Так, ее крупнейшее приобретение в Австралии и Южной Африке (компания LionOre — 2007 г.) принесло компании крупные убытки. В период кризиса все производства в Австралии пришлось остановить. Новая уникальная технология добычи компании LionOre — гидрометаллургическая технология окисления мелкоизмельченного сульфидного сырья под низким давлением Activoх, на которую возлагались большие надежды, — оказалась не пригодной к российским условиям.

Отчасти под влиянием этой неудачи новые проекты компании в основном носят характер Greenfield-проектов и сосредоточены на территории России (Кингашский никелевый проект — Красноярский край, Читинский проект — Забайкальский край). Как представляется, компания осознала низкокзатратное производство в России на основе уникальной минерально-сырьевой базы как свое главное конкурентное преимущество и сосредоточила внимание на его закреплении и развитии.

Большой интерес представляет изучение стратегии развития и особенностей ее реализации у компании «РУСАЛ». Компания является лидером мировой алюминиевой отрасли. В 2010 г. она произвела 4,08 млн т алюминия и 7,8 млн т глинозема, что вкупе составляет 10% мирового производства. Фирма имеет активы в 19 странах на пяти континентах (72 тыс. занятых). В состав компании «РУСАЛ» входят 16 заводов по выплавке алюминия, 13 предприятий по производству глинозема, 8 рудников по добыче бокситов, 3 предприятия по производству металлических порошков,

3 — кремния, 3 — вторичного алюминия, 3 фольгопрокатных завода и целый ряд других активов [Русал..., 2010].

Классической является стратегия компании по созданию самообеспеченного горно-металлургического вертикально интегрированного холдинга. Ее главным конкурентным преимуществом выступает низкая себестоимость продукции в силу наличия собственной дешевой электроэнергии (в 2010 г. — 0,0192 долл. за кВт · ч по сравнению 0,0376 долл. за кВт · ч в среднем в мире). Это делает компанию самой высокоприбыльной в отрасли (показатель Profit margin в 2010 г. — 19,6% против 4,56% у главного конкурента компании — американской компании Alcoa).

В первое десятилетие текущего столетия компания реализовала крупную программу по приобретению как добывающих, так и обрабатывающих активов. В плане прямой вертикальной интеграции компания ставит перед собой задачу увеличить долю производства продукции с высокой добавочной стоимостью (алюминий высокой частоты, катанка, фольга, сплавы) — до 50% в объеме продаж. Следует отметить, что основные инвестиции компании идут в наращивание сырьевой базы и увеличение объемов производства первичного алюминия.

Главной проблемой развития компании в последние годы является ее высокая долговая нагрузка. В 2009 г. она достигала 13,633 млрд долл. Основной причиной образования такой задолженности стало приобретение в 2008 г. блокирующего пакета акций компании «Норильский никель». В начале экономического кризиса 2008–2009 гг. существовала реальная угроза перехода контроля над компанией в руки иностранных кредиторов. Однако компании «Русал», в том числе с помощью российских государственных банков, удалось перекредитовать свою задолженность в самый сложный период кризиса.

Позже, в 2010 г., было проведено успешное IPO компании на Гонконгской фондовой бирже. Вместе с улучшением мировой конъюнктуры на рынке цветных металлов это позволило компании существенно снизить уровень долга. К концу первого квартала 2011 г. величина чистого долга компании упала до уровня четырех значений EBITDA. Однако до сих пор по условиям кредитных договоров компания не способна полноценно финансировать свои проекты развития (строительство Богучанского электрометаллургического комбината и Тайшетского алюминиевого завода) и выплачивать дивиденды. Это станет возможным только после снижения величины чистого долга до уровня менее трех значений EBITDA.

Вся существующая задолженность компании может быть погашена единовременно при условии продажи принадлежащего компании «РУСАЛ» 25%-го пакета акций ОАО «Норильский никель» (Совет директоров «Норильского никеля» уже несколько раз вносил соответствующие официаль-

ные предложения акционерам компании «РУСАЛ»). Тем не менее, главный собственник компании «РУСАЛ» О. Дерипаска (47,41% акций компании) твердо настроен на объединение активов указанных компаний и не идет на предложенную сделку. Подобная позиция даже вызвала конфликт между акционерами. Другие крупные акционеры (М. Прохоров — 17,02% акций и В. Вексельберг и Л. Блаватник — 15,8%), обеспокоенные отсутствием выплат дивидендов с 2008 г., настаивают на продаже пакета акций «Норильского никеля». Конфликт принял такие масштабы, что акционеры компании В. Вексельберг и Л. Блаватник заявили о возможности продажи своего пакета акций компании «РУСАЛ» (возможным претендентом на их приобретение рассматривается известный российский предприниматель А. Усманов).

Ситуация с задолженностью компании «РУСАЛ» делает актуальным обсуждение проблемы относительной эффективности развития российских МНК за счет собственных и заемных средств, допустимого и целесообразного уровня долговой нагрузки с точки зрения эффективности реализации их стратегических программ.

Все без исключения ведущие мировые компании используют для своего развития кредитные ресурсы. Это является нормальной деловой практикой, особенно при финансировании сделок M&A. Проблемой выступает допустимый уровень долговой нагрузки с точки зрения его влияния на темпы роста компаний, а также эффективность сделок M&A с позиции оправданности роста долговой нагрузки, стоимости ее обслуживания.

Представляется, что определяющим фактором решения проблемы допустимого уровня долговой нагрузки выступает четкое понимание компаниями источников своих конкурентных преимуществ. Если заемные средства вкладываются в проекты, увеличивающие конкурентные преимущества компании, то даже существенное повышение уровня долговой нагрузки (по нашему мнению, таковым является превышение коэффициента ND/EBITDA до уровня более трех), не несет стратегической угрозы положению компании и благоприятно воспринимается финансовыми институтами и рынком (рисунок).

В качестве примера можно привести ситуацию с долговой нагрузкой компании «Мечел». Она по состоянию на конец 2010 г. была наивысшей в компаниях «большой пятерки» российской черной металлургии (значение коэффициента ND/EBITDA составляет 3,46). В абсолютных цифрах долг достиг величины 7,318 млрд долл., увеличившись за год на 22%. Однако финансовые институты и биржевые аналитики весьма спокойно реагируют на этот рост, так как подавляющая доля капиталовложений компании идет на развитие добычи коксующихся углей на Эльгинском месторождении в Якутии.

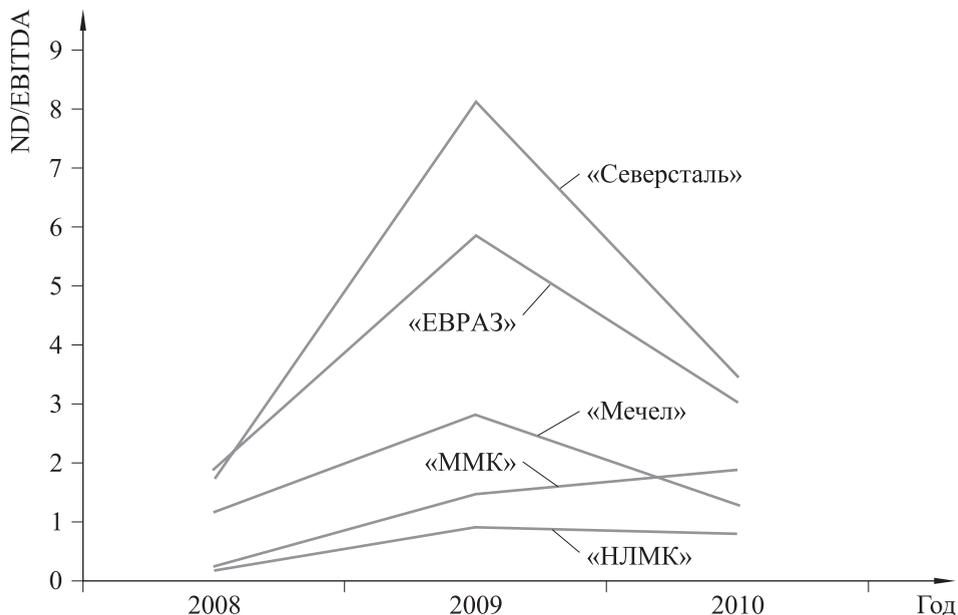


Рисунок. Динамика коэффициента ND/EBITDA в 2008–2010 гг.
Составлено по: [UFS Investment Company..., 2001], данные компаний.

Как отмечалось, в 2010 г. на этом рынке возник острый дефицит сырья, приведший к существенному росту цен. Из-за высокой инерционности и капиталоемкости добычи коксующихся углей Эльгинский проект является одним из двух крупных месторождений в мире, способных удовлетворить возросший спрос на уголь. В развитие данного месторождения «Мечел» инвестировал в 2010 г. более 700 млн долл. (из общей программы капиталовложений в размере 990 млн долл.) и собирается потратить еще 1,3 млрд долл. в 2011 г. (из общего объема запланированных капиталовложений в 2,3 млрд долл.). Добыча угля на месторождении уже в 2011 г. должна достичь 30–31 млн т. Продукция преимущественно идет на экспорт.

Компания «Мечел» продемонстрировала в 2010 г. самый высокий из компаний «большой пятерки» темп роста выручки (69,4% — до 9,746 млрд долл.). При этом ее горнорудный дивизион принес 31% выручки и 71% EBITDA (металлургический — 57 и 21% соответственно). Итоговый показатель EBITDA вырос более чем втрое (до 2,016 млрд долл.), причем маржа по EBITDA составила 20,7% (38% — для добывающего сегмента и всего 7,1% — для сталелитейного).

Данный пример, на наш взгляд, демонстрирует правильный стратегический курс компании в области управления капиталовложениями и

долговой нагрузкой. Долговое финансирование инвестиционных программ, направленных на расширение и укрепление ключевых ресурсов и компетенций компании, является оправданной стратегией роста.

Об обоснованности подобной стратегии свидетельствует и сравнение политики в этой области двух пар российских металлургических компаний: «ЕВРАЗ» и «Северсталь», с одной стороны, и «НЛМК» и «ММК» — с другой.

Первая группа компаний осуществила в период с 2005 по 2010 г. крупную программу приобретения зарубежных активов, главным образом сталепрокатных мощностей, в Европе и Северной Америке. Результатом этих сделок стали чистые убытки рассматриваемых компаний в 2009–2010 гг., падение общей маржинальности их деятельности, снижение инвестиционных рейтингов и ряд других негативных последствий.

Сделки M&A этих компаний финансировались по смешанной схеме, но со значительным использованием заемных средств. В результате их задолженность достигла критических величин в период экономического кризиса 2008–2009 гг., несколько снизившись лишь в более благоприятном 2010 г. (до 7,8 млрд долл. — у «ЕВРАЗ» и 6,1 млрд долл. — у «Северсталь»). Приобретенные активы оказались низкомаржинальными, что снизило общую эффективность деятельности компаний. Падение их инвестиционных рейтингов имело следствием удорожание обслуживания накопленной задолженности.

Компании «НЛМК» и «ММК» в рассматриваемый период сосредоточились на наращивании мощностей в России (наиболее эффективный сегмент их деятельности), их обновлении и модернизации, а также на решении проблемы роста самообеспеченности сырьем. При этом они либо преимущественно финансировали свои программы капиталовложений за собственный счет («НЛМК»), либо не допустили критического роста задолженности («ММК»). В результате компании имели прибыль от деятельности и в кризисные годы, более высокие показатели рентабельности по сравнению с компаниями предыдущей группы, более высокие инвестиционные рейтинги и т. д.

Сравнение эффективности и полученных результатов реализации двух указанных альтернативных курсов явно свидетельствует в пользу второй модели. Компании «ЕВРАЗ» удалось увеличить присутствие за рубежом, но за счет снижения общей маржинальности своих операций, существенного увеличения величины долговой нагрузки и стоимости ее обслуживания. В 2009 г. компания имела операционные убытки. Компания «Северсталь» вообще была вынуждена продать большую часть приобретенных активов с существенными для себя убытками и показала операционные убытки в 2009 и 2010 гг.

В отличие от этого компания «НЛМК» в ближайшие годы примерно в 1,5 раза увеличит свои производственные мощности, имея самый высокий в отрасли показатель операционной рентабельности, самую низкую долговую нагрузку (коэффициент ND/EBITDA в 2010 г. — 0,8) и при этом уверенно расширяя свои «финишные» сталепрокатные активы в Европе (речь о выкупе доли у своего партнера, компании Dufenco, шла ранее).

Компания «ММК» за этот период добилась существенного прогресса в решении своей основной проблемы — обеспечила себя собственным сырьем (покупка компании «Белон»), значительно расширила и модернизировала мощности в России (прокатные станы «2000» и «5000»), реализовала очень интересный и конкурентоспособный проект строительства металлургического завода в Турции. При этом величина задолженности (3,528 млрд долл. в 2010 г.) и величина коэффициента долговой нагрузки (соотношение ND/EBITDA — 1,88) остались на абсолютно приемлемых уровнях.

Таким образом, рост долговой нагрузки допустим при инвестировании привлеченных средств в активы и компетенции, составляющие основу конкурентоспособности компании, при этом он вряд ли оправдан в том случае, если сопровождается общим падением показателей рентабельности и инвестиционных рейтингов компаний.

ЗАКЛЮЧЕНИЕ

Основной целью данной работы являлось рассмотрение особенностей и практики реализации политики вертикальной интеграции применительно к российским компаниям нефтегазовой и металлургической промышленности. Методом исследования было выбрано изучение реальной политики развития процессов вертикальной интеграции. При этом мы исходили из рациональных мотивов деятельности менеджмента компаний, направленных на укрепление их конкурентоспособности, рентабельности деятельности и рыночной доли.

Как показал анализ политики компаний в области вертикальной интеграции, практически все из них направляли свои усилия на выстраивание вертикально интегрированных компаний, охватывающих в своей деятельности все звенья их отраслевой цепочки создания стоимости. При этом генеральным направлением развития выступала попытка достижения сбалансированности производства по всем переделам данной цепочки создания стоимости.

Нами не было обнаружено явных примеров реализации противоположной политики — выраженной преимущественной концентрации усилий на развитии отдельных звеньев цепи создания стоимости, где бы фирмы обладали особыми ресурсами и компетенциями, обеспечивающими им повышенную конкурентоспособность.

Противоречат ли подобные результаты исследования базовым установкам ресурсной концепции стратегического менеджмента? На наш взгляд, нет. Они, скорее всего, обусловлены отраслевой принадлежностью изучаемых компаний. Главное конкурентное преимущество нефтегазовых и горно-металлургических компаний объясняется доступом к относительно дешевым источникам сырья и возможностью их переработки с умеренными издержками. Стремясь закрепить эти конкурентные преимущества и обезопасить себя от давления факторов роста издержек, изучаемые компании стремятся к возможно более полному контролю над всей цепочкой создания стоимости.

На наш взгляд, это подтверждает первую из выдвинутых в работе гипотез о том, что российские компании нефтегазовой и металлургической отраслей стремятся к высокой степени вертикальной интеграции бизнеса как способу защиты своих конкурентных преимуществ низкокзатратных производителей. Вертикальная интеграция рассматривается ими как инструмент повышения устойчивости и эффективности бизнеса, снижения рисков, а также гарантированного доступа к конечным потребителям продукции.

Рассмотрение практической политики означенных компаний в области реализации их инвестиционных программ (включая сделки M&A) приводит к выводу о том, что проекты, направленные на обратную интеграцию и повышение технологического уровня основных производств, оказываются более рентабельными, чем усилия по развитию прямой интеграции (подтверждение гипотезы 2). В частности, приобретение «финишных» переделов в развитых странах способствовало снижению общей рентабельности работы компаний, которые приобрели подобные активы.

Объяснение данного феномена, очевидно, кроется в опережающем росте цен на сырье по сравнению с ростом цен на готовую продукцию в рассматриваемых отраслях в последние годы. Эта тенденция, в свою очередь, обусловлена прежде всего ускоренным ростом экономик развивающихся стран (особенно Китая и Индии), предъявляющих повышенный спрос на сырье на фоне предложения ими дешевых товаров обрабатывающей промышленности. Данная тенденция заставляет российские компании уделять особое внимание самообеспеченности конкурентными по затратам на добычу сырьевыми ресурсами, по сравнению с развитием переработки более высоких переделов, где конкуренция на мировом рынке велика и имеет тенденцию к росту, а рентабельность деятельности, напротив, к снижению.

Примеры радикального смещения стратегических приоритетов у российских компаний — лидеров прямой вертикальной интеграции («ЛУК-Ойл» — в нефтегазовой и «Северсталь» — в металлургической промыш-

ленности) с покупки активов завершающих переделов в развитых странах на реализацию сырьевых проектов в развивающихся странах наиболее наглядно подтверждают эту тенденцию.

Следовательно, итоговым результатом исследования выступает констатация приверженности ведущих РМНК нефтегазовой и металлургической промышленности к построению сбалансированных по переделам вертикально интегрированных бизнесов с приоритетным вниманием к базовым добывающим активам.

Литература

- Белон* / ММК — продажа энергетического бизнеса // ИГ Энергокапитал. 2011. 28 марта [Электронный ресурс]. — Режим доступа: <http://www.energ.ru/upload/iblock/b40/b400640bb8593c0a34e22f2454ac5857.pdf>
- Годовой обзор* ГМК «Норильский никель» за 2010 г. 2010 [Электронный ресурс]. — Режим доступа: http://www.nornik.ru/_upload/editor_files/file1693.pdf
- Грант Р.* Современный стратегический анализ. 5-е изд. СПб.: Питер, 2008.
- Лантев Ю. В.* Стратегии роста российских МНК: испытания кризисом // Вестн. С.-Петерб. ун-та. Сер. Менеджмент. 2010. Вып. 2. С. 3–23.
- ЛУКОЙЛ* летом приступит к бурению в Ираке // ИГ Энергокапитал. 2011. 21 апреля [Электронный ресурс]. — Режим доступа: <http://www.energ.ru/upload/iblock/968/968c8812261fb783b857a8aa9f414e64.pdf>
- ЛУКОЙЛ*: up или down? // Инвесткафе. 2011. 17 февраля [Электронный ресурс]. — Режим доступа: <http://investcafe.ru/blogs/sosnova/post/6778/>
- ЛУКОЙЛ*: Отчет о деятельности 2010: Годовой отчет. 2010 [Электронный ресурс]. — Режим доступа: http://www.lukoil.ru/materials/doc/annual_report_2010/LUKOIL_AR_2010_RUS.pdf
- ЛУКОЙЛ*: Отчет о деятельности 2009: Годовой отчет. 2009 [Электронный ресурс]. — Режим доступа: http://www.lukoil.ru/materials/doc/annual_report_2009/LUKOIL_AR_2009_RUS.pdf
- Магнитогорский* металлургический комбинат: Годовой отчет. 2010 [Электронный ресурс]. — Режим доступа: http://www.mmk.ru/upload/iblock/78a/Annual_Report_2010_MMK.pdf
- Мечел*. Годовой отчет. 2010 [Электронный ресурс]. — Режим доступа: <http://www.mechel.ru>
- НЛМК*: Годовой отчет. 2010 [Электронный ресурс]. — Режим доступа: <http://www.nlmkgroup.com/1TREERU/Annual%20reports/AR%202010%20RUS.pdf>
- НЛМК* — реновация бизнес-модели // ИГ Энергокапитал. 2011. 21 апреля [Электронный ресурс]. — Режим доступа: <http://www.energ.ru/upload/iblock/0d3/0d31a95217e19cceb6cfc40ab68d5abfc.pdf>
- НОВАТЭК*: Движение вперед; Годовой отчет. 2010. [Электронный ресурс]. — Режим доступа: <http://www.novatek.ru/ru/investors/reviews/>
- ОАО «Газпром»*: Годовой отчет. 2010. [Электронный ресурс]. — Режим доступа: <http://gazprom.ru/f/posts/05/298369/gazprom-annual-report-2010-rus.pdf>

- ОАО «Газпром нефть»: Годовой отчет. 2010 [Электронный ресурс]. — Режим доступа: http://ir.gazprom-neft.ru/fileadmin/user_upload/documents/shareholders_meetings/rus/GPN_Annual_report_2010_rus.pdf
- ОАО «Сургутнефтегаз»: Годовой отчет. 2010 [Электронный ресурс]. — Режим доступа: <http://www.surgutneftegas.ru/ru/investors/reports/annual/>
- Прайм-ТАСС*: Северсталь: все внимание к североамериканским активам // Метрополь. 2011. 1 марта [Электронный ресурс]. — Режим доступа: http://www.metropol.ru/news/about_us/article.wbp?article_id=f0cf9627-81a4-432b-95b4-2bde41da819a
- Роснефть*: Годовой отчет. 2010 [Электронный ресурс]. — Режим доступа: http://www.rosneft.ru/attach/0/57/88/a_report_2010.pdf
- РУСАЛ*: Годовой отчет. 2010 [Электронный ресурс]. — Режим доступа: <http://www.rusal.ru>
- Северсталь*: Годовой отчет. 2010 [Электронный ресурс]. — Режим доступа: http://www.severstal.com/rus/ir/results_reports/
- Северсталь* — увеличение добывающих мощностей // ИГ Энергокапитал. 2011. 2011. 12 мая [Электронный ресурс]. — Режим доступа: <http://www.energ.ru/upload/iblock/904/9048db06f915c5b1b42b6c355dbdd449.pdf>
- ТНК-ВР*: Годовой отчет. 2010 [Электронный ресурс]. — Режим доступа: <http://annual-report-2010.tnk-bp.ru/ru/>
- Фиксация рентабельных активов — верное решение* // Банк Петрокоммерц. 2011. 5 марта [Электронный ресурс]. — Режим доступа: <http://peterburg.pkb.ru/>
- Alemar Investment Group*. Прогнознефть-газ 2011. 2011 [Электронный ресурс]. — Режим доступа: http://www.alemar.ru/investment_banking/
- Chandler A., Jr.* *The Visible Hand: The Managerial Revolution in American Business*. Cambridge: MIT Press, 1977.
- Coase R. H.* *The Nature of the Firm* // *Economica*. 1937. Vol. 4. N 16. P. 386–405.
- EVRAZ*: Guide to the World of EVRAZ: Annual Report and Accounts 2010. 2010 [Электронный ресурс]. — Режим доступа: <http://www.evraz.com/upload/iblock/059/059e3520725c11daba79959b10998a5d.pdf>
- Johnston R., Lawrence P. R.* *Beyond Vertical Integration — The Rise of the Value-Adding Partnership* // *Harvard Business Review*. 1988. Vol. 66. July-August. N 4. P. 94–101.
- Joscow P.* *Vertical Integration and Long-term Contracts: The Case of Coal-Burning Electricity Generation Plants* // *Journal of Law, Economics and Organization*. 1985. Vol. 1. N 1. P. 33–81.
- Macher J.* *Vertical Disintegration and Process Innovation in Semiconductor Manufacturing*. Washington DC: McDonough School of Business, Georgetown University, 2004.
- Masten S.* *The Organization of Production: Evidence from the Aerospace Industry* // *Journal of Law and Economics*. 1984. Vol. 27. October. N 2. P. 403–418.
- Monteverde K., Teece D. J.* *Supplier Switching Costs and Vertical Integration in the Automobile Industry* // *Bell Journal of Economics*. 1982. Vol. 13. Spring. N 1. P. 206–213.
- Williamson O. E.* *Markets and Hierarchies: Analysis and Antitrust Implications*. N. Y.: Free Press, 1975.
- Williamson O. E.* *The Economic Institutions of Capitalism: Firms, Markets and Relational Contracting*. N. Y.: Free Press, 1985.

UFS Investment Company. Отраслевой аналитический обзор эмитентов металлургического сектора России по результатам 2010 года (от 19 мая 2011 г). [Электронный ресурс]. — Режим доступа: <http://www.ufs-federation.com/>

Латинская транслитерация литературы, набранной на кириллице
The List of References in Cyrillic Transliterated into Latin Alphabet

- Belon / MMK* — prodazha energeticheskogo biznesa // IG Energokapital. 2011. 28 marta [Elektronnyj resurs]. — Rezhim dostupa: <http://www.energ.ru/upload/iblock/b40/b400640bb8593c0a34e22f2454ac5857.pdf>
- Godovoj obzor GMK «Noril'skij nikel'» za 2010 g.* 2010 [Elektronnyj resurs]. — Rezhim dostupa: http://www.nornik.ru/_upload/editor_files/file1693.pdf
- Grant R.* Sovremennyy strategicheskij analiz. 5-e izd. SPb.: Piter, 2008.
- Lapteva Yu. V.* Strategii rosta rossijskikh MNK: ispytaniya krizisom // Vestn. S.-Peterb. un-ta. Ser. Menedzhment. 2010. Vyp. 2. S. 3–23.
- LUKOIL* letom pristupit k bureniyu v Irake // IG Energokapital. 2011. 21 aprelya [Elektronnyj resurs]. — Rezhim dostupa: <http://www.energ.ru/upload/iblock/968/968c8812261fb783b857a8aa9f414e64.pdf>
- LUKOIL: up ili down?* // Investkafe. 2011. 17 fevralya [Elektronnyj resurs]. — Rezhim dostupa: <http://investcafe.ru/blogs/sosnova/post/6778/>
- LUKOIL: Otchet o deyatel'nosti 2010: Godovoj otchet.* 2010 [Elektronnyj resurs]. — Rezhim dostupa: http://www.lukoil.ru/materials/doc/annual_report_2010/LUKOIL_AR_2010_RUS.pdf
- LUKOIL: Otchet o deyatel'nosti 2009: Godovoj otchet.* 2009 [Elektronnyj resurs]. — Rezhim dostupa: http://www.lukoil.ru/materials/doc/annual_report_2009/LUKOIL_AR_2009_RUS.pdf
- Magnitogorskij metallurgicheskij kombinat: Godovoj otchet.* 2010 [Elektronnyj resurs]. — Rezhim dostupa: http://www.mmk.ru/upload/iblock/78a/Annual_Report_2010_MMK.pdf
- Mechel: Godovoj otchet.* 2010 [Elektronnyj resurs]. — Rezhim dostupa: <http://www.mechel.ru>
- NLMK: Godovoj otchet.* 2010 [Elektronnyj resurs]. — Rezhim dostupa: <http://www.nlmkgroup.com/1TREERU/Annual%20reports/AR%202010%20RUS.pdf>
- NLMK — renovatsiya biznes-modeli* // IG Energokapital. 2011. 21 aprelya [Elektronnyj resurs]. — Rezhim dostupa: <http://www.energ.ru/upload/iblock/0d3/0d31a95217e19cce6cfc40ab68d5abfc.pdf>
- NOVATEHK: Dvizhenie vpered: Godovoj otchet.* 2010 [Elektronnyj resurs]. — Rezhim dostupa: <http://www.novatek.ru/ru/investors/reviews/>
- OAO «Gazprom»: Godovoj otchet.* 2010. [Elektronnyj resurs]. — Rezhim dostupa: <http://gazprom.ru/f/posts/05/298369/gazprom-annual-report-2010-rus.pdf>
- OAO «Gazprom nef't»: Godovoj otchet.* 2010 [Elektronnyj resurs]. — Rezhim dostupa: http://ir.gazprom-neft.ru/fileadmin/user_upload/documents/shareholders_meetings/rus/GPN_Annual_report_2010_rus.pdf
- OAO «Surgutneftegaz»: Godovoj otchet.* 2010 [Elektronnyj resurs]. — Rezhim dostupa: <http://www.surgutneftegas.ru/ru/investors/reports/annual/>

- Prajm-TASS*: Severstal': vse внимание k severoamerikanskim aktivam // Metropol'. 2011. 1 marta [Elektronnyj resurs]. — Rezhim dostupa: http://www.metropol.ru/news/about_us/article.wbp?article_id=f0cf9627-81a4-432b-95b4-2bde41da819a
- Rosneft'*: Godovoj otchet. 2010 [Elektronnyj resurs]. — Rezhim dostupa: http://www.rosneft.ru/attach/0/57/88/a_report_2010.pdf
- RUSAL*: Godovoj otchet. 2010 [Elektronnyj resurs]. — Rezhim dostupa: <http://www.rusal.ru>
- Severstal'*: Godovoj otchet. 2010 [Elektronnyj resurs]. — Rezhim dostupa: http://www.severstal.com/rus/ir/results_reports/
- Severstal'* — uvelichenie dobyvayushhikh moshhnostej // IG EHnergokapital. 2011. 2011. 12 maya [Elektronnyj resurs]. — Rezhim dostupa: <http://www.ener.ru/upload/iblock/904/9048db06f915c5b1b42b6c355dbdd449.pdf>
- TNK-VR*: Godovoj otchet. 2010 [Elektronnyj resurs]. — Rezhim dostupa: <http://annual-report-2010.tnk-bp.ru/ru/>
- Fiksatsiya* rentabel'nykh aktivov — verное reshenie // Bank Petrokommerts. 2011. 5 marta [Elektronnyj resurs]. — Rezhim dostupa: <http://peterburg.pkb.ru/>

Статья поступила в редакцию 6 сентября 2011 г.