

Санкт-Петербургский государственный университет  
Высшая школа менеджмента

**НАУЧНЫЕ ДОКЛАДЫ**

**Ю.В.Лаптев**

**ВЛИЯНИЕ КРИЗИСА НА СТРАТЕГИИ РАЗВИТИЯ  
РОССИЙСКИХ МНК**

**№ 3 (R)–2010**

Санкт-Петербург

2010

*Ю.В.Лаптев.* Влияние кризиса на стратегии развития российских МНК. Научные доклады, № 3 (R)–2010. СПб.: ВШМ СПбГУ, 2010.

**Ключевые слова и фразы:** кризис, российские МНК.

Кризис заставил российские МНК поменять стратегии своего развития. В докладе рассматриваются докризисные условия развития российских МНК, воздействие кризиса на их положение, поиск новой модели развития. Тестируются гипотезы о связи глубины проблем компаний с интенсивностью их участия в процессах М&А, особенности реакции на кризис частных компаний и компаний с участием государственных акционеров.

*Лаптев Юрий Валентинович* — кандидат экономических наук, доцент кафедры стратегического и международного менеджмента Высшей школы менеджмента Санкт-Петербургского государственного университета.

*e-mail:* [laptev@som.pu.ru](mailto:laptev@som.pu.ru)

© Лаптев Ю.В., 2010

© Высшая школа менеджмента СПбГУ, 2010

St. Petersburg State University  
Graduate School of Management

**WORKING PAPER**

**J.V. Laptev**

**CRISIS INFLUENCE ON THE STRATEGIES  
OF RUSSIAN MNC'S**

**# 3 (R)–2010**

Saint Petersburg  
2010

*J.V. Laptev*. Crisis influence on the strategies of Russian MNC's. Working Paper # 3 (R)–2010. Graduate School of Management, St. Petersburg State University: SPb, 2010.

**Keywords and phrases:** Crisis, Russian MNC's.

**Abstract:** The crisis made Russian MNE's<sup>1</sup> change their development strategies. The paper considers pre-crisis conditions of Russian MNE's development, the way the crisis influenced their status, the search for a new model of development. The hypotheses of the companies' problems depth connection to the intensity of their participation in M&A processes are tested along with the specifics of private companies' and partially state-owned companies' reaction on the crisis. Executive summary is available at pp. 25.

*Jury V. Laptev* — Candidate of economic sciences, Associate Professor, Graduate School of Management, St. Petersburg State University

*e-mail* : [laptev@som.pu.ru](mailto:laptev@som.pu.ru)

---

<sup>1</sup> MNE – Multinational Enterprise.

## Содержание

<b>ВВЕДЕНИЕ.....</b>	<b>6</b>
<b>ИСХОДНЫЕ УСЛОВИЯ .....</b>	<b>6</b>
<b>УДАР КРИЗИСА.....</b>	<b>8</b>
<b>ТЕСТИРУЕМЫЕ ГИПОТЕЗЫ.....</b>	<b>9</b>
<b>ТЕСТИРОВАНИЕ ГИПОТЕЗЫ №1</b>	
<b>НА ПРИМЕРЕ КОМПАНИЙ ЧЕРНОЙ МЕТАЛЛУРГИИ.....</b>	<b>10</b>
<b>ТЕСТИРОВАНИЕ ГИПОТЕЗЫ №2</b>	
<b>О СМЕНЕ МОДЕЛЕЙ РАЗВИТИЯ БИЗНЕСА.....</b>	<b>15</b>
<b>ТЕСТИРОВАНИЕ ГИПОТЕЗЫ №3 — ЧАСТНЫЕ КОМПАНИИ</b>	
<b>БЫСТРЕЕ И БОЛЕЕ РАДИКАЛЬНО ИЗМЕНИЛИ СВОИ</b>	
<b>СТРАТЕГИИ РАЗВИТИЯ В СРАВНЕНИИ С КОМПАНИЯМИ С</b>	
<b>ПРЕОБЛАДАНИЕМ ГОСУДАРСТВЕННОГО КАПИТАЛА.....</b>	<b>17</b>
<b>ЗАКЛЮЧЕНИЕ .....</b>	<b>22</b>
<b>СПИСОК ЛИТЕРАТУРЫ .....</b>	<b>24</b>
<b>EXECUTIVE SUMMARY .....</b>	<b>25</b>

## **Введение**

Текущий экономический кризис самым серьезным образом изменил саму парадигму развития всей мировой экономики. Его последствия, по нашему мнению, еще не в полной мере осознаны агентами экономической жизни и будут сказываться на мировой экономике и политике в течение длительного периода времени.

Кризис сильно ударил по международной экспансии нарождающихся российских МНК. Он вскрыл слабости их развития и ограниченность самой модели продвижения за рубеж. Стала очевидной необходимость пересмотра стратегии их развития и выработки более адекватных и приемлемых подходов, как к внутреннему развитию, так и к продвижению на мировые рынки.

В настоящей работе делается попытка изучить влияние экономического кризиса на стратегии развития российских МНК и протестировать ряд гипотез этого воздействия, кажущихся справедливыми автору данной работы.

В качестве статистической базы для исследования были 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.), были воистину «золотым» десятилетием 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 [1].

Существенно выросла производительность основных факторов производства, реальная заработная плата, золотовалютные резервы

(почти до уровня 600 млрд. долларов США). Страна погасила почти всю государственную задолженность перед зарубежными кредиторами, снизив ее до уровня менее 6% от ВВП. Радикально снизились бедность и безработица и, даже, возник определенный дефицит рабочей силы, что обычно свидетельствует о «перегреве» экономики. Пожару, единственный макроэкономический показатель — уровень инфляции, не удалось привести к желаемой «норме». Но и он снизился с примерно 85% в 1998 г. до около 12% в 2007 г.

Что лежало в основе экономического бума «нулевых» годов?

Во-первых, это почти 50% 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, это наличие и доступность свободных факторов производства — незагруженных производственных мощностей, рабочей силы, сырья и т.д.

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

И, наконец, это исключительно благоприятная конъюнктура на мировых сырьевых рынках. В основе данного обстоятельства лежали как достаточно стабильный рост экономик развитых стран, так и, прежде всего стремительное развитие экономик Китая, Индии и ряда других развивающихся стран.

Одним из следствий «бума» 1999/2008 гг. стало 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 гг. 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. чел. [2].

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

**Рост индекса транснациональности ведущих российских МНК  
за период 2004–2007 гг.**

<b>Компания</b>	<b>2004</b>	<b>2007</b>
«Лукойл»	41	44
«ГНК-ВР»	21	30
«Норильский никель»	34	44
«Русал»	34	39
«Евраз»	15	34
«Северсталь»	23	33
«НЛМК»	22	26

Источник: Skolkovo ranking of Russian multinationals, Nov. 2008.

В 2008 и даже в 2009 гг. происходило дальнейшее наращивание зарубежных активов российских компаний, прежде всего за счет «закрытия» сделок по М&А, 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 существенно «больнее» ударил по большинству российских компаний в сравнение с их зарубежными конкурентами. Начнем с того, что ВВП России в 2009 г. сократился больше, 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 упала значительно больше, чем у родственных им по сфере деятельности зарубежных компаний. Так в списке FT-500 в 2009 г. осталось всего 6 российских компаний в сравнение с 13 годом ранее. За это время средняя капитализация компаний списка FT-500 упала на 42%, в то время как у ведущих российских МНК значительно больше: у «Сургутнефтегаза» на 56%, «Роснефти» — 61%, «Лукойла» — 63%, а у «Газпрома» даже на 78%! [3].

Российские МНК значительно сильнее, чем их конкуренты потеряли свои позиции в ряду ведущих мировых корпораций. Единственной российской компанией, которой удалось улучшить свои позиции, оказалась «Сургутнефтегаз». При этом 7 компаний вообще покинули список «FT-500» («МТС», «Вымпелком», «Северсталь», «НЛМК», «Новатэк» и «ВТБ»). «РАО ЕС» покинула список в силу реорганизации (см. табл. 2).



**Изменение места российских компаний в списке «FT-500» в  
2009 г. в сравнение с 2008 г.**

<b>Компания</b>	<b>Место в 2008 г.</b>	<b>Место в 2009 г.</b>
«Газпром»	4	36
«Роснефть»	65	76
«Лукойл»	89	125
«Сбербанк»	91	374
«Норильский никель»	141	430
«Сургутнефтегаз»	216	174

Источник: 500 компаний мира по версии «FT-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 представлялись ему наиболее существенными.

### **Тестируемые гипотезы**

Автор данной работы на протяжении нескольких лет следил за сделками M&A совершаемыми российскими компаниями. Приходилось констатировать, что зарубежные активы уступали нашим компаниям очень неохотно и, что 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 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 авторская *гипотеза №1* — *российские компании, проводившие в 2004–2008 агрессивную политику по скупке зарубежных активов пострадали от кризиса больше, чем их более консервативные конкуренты.*

Стремительный экономический рост середины «нулевых» гг. 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 авторская *гипотеза №2* — *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 №3* — *частные компании более радикально изменили свои стратегии развития в сравнении с компаниями с преобладанием государственного капитала.*

Дальнейшая работа посвящена эмпирическому тестированию выдвинутых гипотез.

## **Тестирование гипотезы №1 на примере компаний черной металлургии**

Черная металлургия занимает второе место после нефтегазовой отрасли по величине и размаху зарубежной деятельности. В 2007 г. металлургия и горнодобывающая промышленность в целом дали 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. Они в период 2004–2008 гг. приобрели значительные производственные мощности за рубежом, прежде всего в Северной Америке. «Северсталь» даже боролась за приобретение европейского лидера металлургической промышленности — компании «Акселор». «Евраз» старается позиционировать себя на мировых рынках как международную, а не национальную компанию.

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 не высокого передела (слябы, рулоны горяче- и холоднокатанной 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 существенные 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 легко можно будет перекредитовать. Залогам 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 в сравнении с Россией.

В-третьих, как уже 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. Стратегии рассматриваемых двух 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 они дальше продвинулись в модернизации своих производственных мощностей.

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 в среднем по комбинату.

«ММК» вел в эксплуатацию в 2009 г. сталепрокатный стан «5000» для выпуска толстого горячекатанного листа. Это обеспечило ему крупные заказы со стороны «Газпрома», «Транснефти» и мостостроительных компаний. Ведется сооружение стана «2000» для производства холоднокатанного листа для автомобильной промышленности. Комбинату удалось значительно улучшить свое сырьевое обеспечение путем приобретения горнодобывающих и угольных предприятий. При этом комбинат реализует и ряд зарубежных инвестиционных программ. Например, строит металлургический завод в Турции (совместное предприятие с турецкой компанией). Однако объем зарубежных инвестиции значительно ниже, чем у компаний «агрессивной» группы.

Компания «НЛМК», также реализовала несколько проектов покупки зарубежных активов. Но ее подход к этим сделкам, не в пример компаний «Евраз» и «Северсталь», был намного более осторожным. Так, в 2008 г «НЛМК» предпочел заплатить более 250 млн. долл. неустойки, но отказаться от согласованной сделки по приобретению американской компании John Maneely за 3,5 млрд. долл. [4].

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 в сравнение с их более консервативными конкурентами.

Так доля долга в общей стоимости компании по состоянию на конец первого полугодия 2009 г. составила — у компании «Евраз» — 57% (14,474 млрд. долл.), у компании «Северсталь» — 48% (12,926 млрд. долл.), у компании «НЛМК» — 10,5% (4,345 млрд. долл.), у компании «ММК» — 8% (5,342 млрд. долл.) [5]. Что важно, у компаний «агрессивной» группы хуже и соотношение долгосрочной и краткосрочной задолженности в сравнение с компаниями «консервативной» группы.

То есть в кризис, в период значительного ухудшения условий кредитования, компании лидеры M&A оказались с уровнем кредиторской задолженности в районе половины их капитализации. Обслуживание такой большой задолженности в условиях резкого падения спроса и цен на их продукцию, а также 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) [6]. 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. Как раз компании «консервативной» группы продемонстрировали большую операционную рентабельность в период кризиса. Это показатель по состоянию на лето 2009 г. составлял у компаний «НЛМК» и «ММК» — по 18%, у компании «Евраз» — 10%, а у компании «Северсталь» вообще был отрицательным! Причем российские активы «Северстали» показали положительную динамику операционной рентабельности, а общие отрицательные показатели были «обеспечены» работой североамери-

канских подразделений и европейской «дочки» компании — фирмы «Лукини».

Низкие показатели операционной рентабельности осложнили обслуживание внешней задолжности, а в ряде случаев поставили на грань аннулирования, существующие кредитные договора. По условиям большинства из них соотношение долга к показателю EBITDA не должно превышать коэффициента 3. Например, у компании «ММК» по состоянию на середину 2009 г. этот показатель составлял 2, а у компании «Евраз» — 8,7[6].

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

Интересно, что аналогичное положение сложилось и в цветной металлургии. Лидеры этой отрасли, компании «Русал» и «Норильский никель», также как фирмы «Северсталь» и «Евраз» активно приобретали зарубежные активы в течение последних пяти лет. Результаты этой деятельности разочаровывают.

Так, например, компания «Норильский никель» в 2007 г. после долгих и сложных переговоров приобрела канадскую горнодобывающую компанию «LionOre» за 6 млрд. долл. США.

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 555 млн. долл. против прибыли в 5,3 млрд. долл. годом ранее [7].

С большими проблемами как в управлении своими зарубежными активами, так и рефинансирования своей драматически увеличившейся кредиторской задолжности столкнулась и компания «Русал».

Подводя итог эмпирическому тестированию выдвинутой гипотезы №1 можно прийти к выводу о том, что фирмы российской металлургической промышленности проводившие политику агрессивной скупки иностранных активов в период с 2004 по 2008 гг., скорее всего, неверно оценили перспективы развития мировой экономики и существенно ухудшили свое финансовое положение. 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 положении.

## Тестирование гипотезы №2 о смене моделей развития бизнеса

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

1. Рыночный спрос и цены будут расти неограниченно долго («всегда»);
2. Дешевые зарубежные кредитные ресурсы будут доступны при минимальных ограничениях;
3. Наилучшей стратегией развития является политика экспансии, финансируемая из заемных источников;
4. Роста кредиторской задолженности не надо бояться, так как все долги удастся покрыть путем IPO или будущей продажей 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 толкала компании на осуществление инвестиционных проектов с все более длинными сроками окупаемости. Проекты реализовывались на основе заемного финансирования, причем очень часто краткосрочного. Существовала уверенность, 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 в сравнение с 41% в Китае или, например, 34% в Латвии [8]. Не удивительно при этом, что уровень корпоративной задолженности российского бизнеса перед зарубежными кредиторами в середине 2000-х годов стремительно рос, 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», то есть 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 зарубежных специалистов.

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

1. «Схлопыванием» спроса, как внешнего, так и внутреннего (например, в черной металлургии к середине 2009 г. на 40%);
2. Резким падением цен на большинство видов продукции российских МНК (например, в российской металлургии и нефтегазовом секторе летом 2009 г. на 50% по отношению к лету 2008 г.);
3. Исчезновением дешевого и доступного зарубежного кредитования.

Кризис привел к краху старой модели развития. Последствием такого развития событий стало:

1. Резкое падение капитализации российских компаний и даже угроза потери бизнеса для некоторых их собственников (например, ситуация с компанией «Русал»);
2. Необходимость для российских компаний репозиционирования практически на всех рынках и, прежде всего, рынках их базовых товаров и услуг, рынках труда и капитала;
3. Наступление «момента истины» в стратегическом планировании и управлении рисками.

Началось осмысление ситуации и поиск возможной новой модели развития. Процесс этот развивается достаточно трудно и на сегодняшний день далек от завершения. Первой реакцией крупного российского бизнеса на кризис стали:

1. Запуск активной работы по снижению всех видов издержек и замораживание части инвестиционных проектов;
2. Проведение переговоров с зарубежными кредиторами по поводу реструктуризации корпоративной кредиторской задолженности;
3. Продажа части активов с целью высвобождения средств для обслуживания долговой нагрузки;



4. 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 [9].

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

1. Усиление внимания к развитию собственных корпоративных ресурсов и компетенций;
2. Изменение политики управления корпоративными стратегическими рисками;
3. Возврат многих собственников к оперативному управлению их бизнесами;
4. Более взвешенное отношение к политике зарубежной экспансии.

Завершая тестирование выдвинутой гипотезы №2, приходится констатировать, что на сегодняшний день очевидно только крушение «старой» модели развития российских МНК. Контуры их новых стратегий еще только проявляются и вряд ли вполне понятны их основным акционерам и менеджерам. Предстоит достаточно длинный и не простой путь их стратегического перепозиционирования с выходом на новую модель экономического развития.

### **Тестирование гипотезы №3 — частные компании быстрее и более радикально изменили свои стратегии развития в сравнении с компаниями с преобладанием государственного капитала**

Представляет определенный интерес изучение особенностей реакции на кризис частных компаний и компаний с преобладанием го-

сударственного 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 инерционны.

Они 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 «КонокоФилипс» 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 нам 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. Приняты меры по рефинансированию долговых обязательств, пересмотрена инвестиционная программа с переносом сроков реализации ряда проектов на более поздние сроки. Весь этот набор стандартных антикризисных мер, мы встречаем практически у всех компаний не зависимо 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. [10]. 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), в сравнение с 2,2 млн. барр. на сегодняшний день. В новой программе обозначены значительно более скромные цели — довести добычу до уровня 2,7 млн. барр. в н.э. к 2019 г.

Предполагается сокращение капиталовложений в геологоразведку и нефтедобычу с ранее планировавшегося уровня 75,3 до 60 млрд. долл. за 10 лет.

Зато мощности компании по нефтепереработке будут увеличены 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).

78% всех капиталовложений в нефтепереработку придется на модернизацию нефтеперерабатывающих заводов на территории России. Компания предполагает довести мощности своих нефтеперерабатывающих 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, особенно, 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.

Но главный фокус внимания в новой стратегии сосредоточен на улучшении финансовых показателей и финансовой устойчивости бизнеса фирмы. Маневр ресурсами нацелен на рост 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» не смотря на кризис, завершил в 2008–2009 гг. свою программу приобретения нефтеперерабатываю-

щих мощностей в Европе. В 2008 г. за 600 млн. долл. был приобретен 45% 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%.

Следует отметить, 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 снижения цен они снижаются как «на входе», так и «на выходе». При этом маржа от трейдинговых операций может даже увеличиваться.

Компания «Лукойл» наиболее энергично из российских нефтяных фирм пытается следовать этой модели развития. Так компания «Литаско» (100% дочерняя фирма «Лукойла», его эксклюзивный зарубежный трейдер) уже 35% всех своих операций проводит с нефтью и нефтепродуктами, не принадлежащими фирме «Лукойл».

Результатом проводимой политики является то, что у компании «Лукойл» уже сегодня самый высокий среди российских компаний показатель свободного денежного потока в расчете на баррель добычи в нефтяном эквиваленте. Так в 3 квартале 2009 г. он составил 7,1 доллара против, например, 5,9 у «Газпром нефти» или 4,6 у «Роснефти»[11].

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. То есть реакция менеджмента на кризисные события существенно запаздывает в сравнение с компанией «Лукойл».

Во-вторых, судя по выступлениям топ менеджеров компании на разного рода отраслевых форумах, международных конференциях и интервью СМИ, 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.). 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 (так же около 45%). То есть компания продолжает делать ставку на старую стратегию развития в идеологии «Upstream».

Как и другие крупные компании отрасли, «Роснефть» в 2009 г. реализовала достаточно обширную программу снижения издержек. Компании удалось сократить свои операционные расходы на 18 млрд. руб., в том числе за счет сокращения численности занятых на 9 тыс. чел. 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 31.03.2009 г. составляла 19,2 млрд. долл. В феврале 2009 г. компания получила кредит от китайских госбанков на общую сумму в 15 млрд. долл. Кредит, безусловно, улучшил текущее финансовое положение компании, но его условием является гарантированная поставка в Китай по 15 млн. т сырой нефти в год на период в 20 лет начиная с 2010 г. То есть 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.

Во-первых, распродажей 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.) [12].

Во-вторых, возможной реализацией на рынке 20% пакета акций компании, принадлежащих на сегодня государству.

В-третьих, получением от государства налоговых льгот, в частности «обнуления» с января 2010 г. пошлин на добычу нефти с Восточносибирских месторождений (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, на наш взгляд, гипотезу о том, что частные компании куда 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 на основе государственной поддержки.

## **Заключение**

Проведенный в работе анализ влияния кризиса на стратегии развития российских МНК позволил автору прийти к ряду, как нам кажется, обоснованных выводов.

Во-первых, это констатация того обстоятельства, 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 внутренних рынках.

Во-вторых, это вывод о том, что сформировавшаяся в этот 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, мы пришли к выводу о том, что 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, мы констатируем, что реакция на кризис российских компаний с преобладанием государственного капитала является более запоздалой и не всегда адекватной обстановке в сравнение с действиями в кризисных условиях частных фирм.

Полученные в ходе исследования результаты могут помочь лучше осмыслить проблемы репозиционирования российских МНК в новых, более сложных экономических условиях, формированию их обновленных стратегий развития.

## Список литературы

1. Экономический обзор ОЭСР по Российской Федерации, 2009 год, «Вопросы экономики», 2009, №8.
2. Skolkovo Emerging Russian multinationals, Nov. 2008
3. 500 компаний мира по версии «FT-2009».
4. Несостоявшиеся проекты внешних поглощений-приобретений российскими компаниями в 2008 г., «Эксперт», 26 января 2009 г.
5. Банк Москвы. Аналитический отчет «Черная металлургия. Худшее позади», 29.06.2009.
6. Standard & Poor's, <http://www.standartandpoors.ru>, 24.09.2009
7. LionOre: «Норильский никель» расплачивается за покупку, «Les Echos», 27.05.09.
8. Гурков И.Б. «Кризис стратегии и стратегия кризиса — поведение российских компаний накануне и в ходе экономической рецессии».
9. Управленческие инициативы лидеров российского бизнеса, «Ежедневная деловая газета», 08.12.2009
10. Лукойл: новая стратегия развития, акцент на рост стоимости. Декабрь 2009 г.
11. Аналитический отчет инвестиционной компании «Метрополь» по результатам работы компании «Лукойл» в 3 кв. 2009 г.
12. Восточный интерес, «Нефть России», 03.11.2009.



## **Executive summary**

The paper describes the research on the current economic crisis influence on the strategies of Russian MNE's development. During the rapid economic growth in Russia (2000–2008) the sprouting Russian MNE's chose to acquire assets abroad. The process was not an easy one. The actual price of a purchase of the majority of assets was far above the market price. Assets were acquired mainly on loan funds, which sufficiently decreased companies' balance sheets.

The crisis inflicted a sickly injury on the plans and status of Russian MNE's, made them start the process of reconsidering their development strategies. At present, one could reveal only the preliminary results of this research.

The paper tests a number of hypotheses in relation to the economic crisis influence on the Russian MNE's development strategies.

Hypothesis No. 1 — Russian companies, which in 2004–2008 conducted aggressive policy of buying out foreign assets, suffered more from the crisis, than their more conservative competitors.

Hypothesis No. 2 — the economic crisis made companies significantly change their development models.

Hypothesis No. 3 — private companies radically changed their development strategies, compared to partially state-owned companies.

The paper reveals the analysis of the crisis influence on Russian MNE's development strategies, which allows the author to arrive at a number of well-grounded, in the author's point of view, conclusions.

Firstly, it is the affirmation of the following condition: the economic development of the country and companies during the decade preceding the crisis, became the period of their exceptionally rapid and successful development, first of all, at the cost of very favorable market conditions, both in international and domestic markets.

Secondly, it is a conclusion on the fact that the model of large Russian companies development formed in that period was based on the growth factors, which disappeared with the beginning of the crisis. The crisis showed the limitations of the “old” model of development, the necessity of searching for a new paradigm of their growth.

Thirdly, we came to the conclusion, that an overly invasive policy of acquiring foreign assets by Russian firms was not always feasible, it was often built upon the false evaluation of development prospective of corresponding industries and world economy on the whole, and it placed them in a difficult position during the crisis.

And finally, we acknowledge that the reaction of Russian partially state-owned companies on the crisis was delayed and not always suitable to the environment, compared to the actions of private companies during the crisis.

The results received in the course of the research can help acknowledge better the problems of re-positioning of Russian MNE's under new, more complex economic conditions and form new development strategies.

## Опубликованные научные доклады

- |                  |                                    |  |
|------------------|------------------------------------|--|
| № 1(R)–2005      | А. В. Бухвалов<br>Д. Л. Волков     | Фундаментальная ценность собственного капитала: использование в управлении компанией   |
| № 2(R)–2005      | В. М. Полтерович<br>О. Ю. Старков  | Создание массовой ипотеки в России: проблема трансплантации  |
| №1(E)–2006       | I. S. Merkurjeva                   | The Structure and Determinants of Informal Employment in Russia: Evidence From NOBUS Data  |
| № 2(R)–2006      | Т. Е. Андреева<br>В. А. Чайка      | Динамические способности фирмы: что необходимо, чтобы они были динамическими?  |
| № 3(R)–2006      | Д. Л. Волков<br>И. В. Березинец    | Управление ценностью: анализ основанных на бухгалтерских показателях моделей оценки  |
| № 4(R)–2006      | С. А. Вавилов<br>К. Ю. Ермоленко   | Управление инвестиционным портфелем на финансовых рынках в рамках подхода, альтернативного стратегии самофинансирования                    |
| № 5(R)–2006      | Г. В. Широкова                     | Стратегии российских компаний на разных стадиях жизненного цикла: попытка эмпирического анализа  |
| № 6(R)–2006      | Д. В. Овсянко<br>В. А. Чайка       | Особенности организации процесса непрерывного улучшения качества в российских компаниях и его связь с процессами стратегического поведения |
| № 7(R)–2006      | А. Н. Козырев                      | Экономика интеллектуального капитала   |
| № 8(R)–2006      | Н. А. Зенкевич,<br>Л. А. Петросян  | Проблема временной состоятельности кооперативных решений   |
| № 9(R)–2006      | Е. А. Дорофеев,<br>О. А. Лапшина   | Облигации с переменным купоном: принципы ценообразования   |
| № 10(E)–<br>2006 | Т. Е. Andreeva<br>V. A. Chaika     | Dynamic Capabilities: what they need to be dynamic?  |
| №11(E)–2006      | G. V. Shirokova                    | Strategies of Russian Companies at Different Stages of Organizational Life Cycle: an Attempt of Empirical Analysis                         |
| №12(R)–2006      | А. Е. Лукьянова,<br>Т. Г. Тумарова | Хеджевые фонды как инструменты снижения рисков и роста ценности компании   |
| №13(R)–2006      | Л. Н. Богомолова                   | Применение этнографических методов для изучения процессов принятия потребительских решений   |

№14(R)–2006	Е. К. Завьялова	Особенности профессионально-личностного потенциала и развития карьеры линейных менеджеров отечественных производственных предприятий
№15(R)–2006	С. В. Кошелева	Удовлетворенность трудом как комплексный диагностический показатель организационных проблем в управлении персоналом
№16(R)–2006	А. А. Румянцев, Ю. В. Федотов	Экономико-статистический анализ результатов инновационной деятельности в промышленности Санкт-Петербурга
№17(R)–2006	Е. К. Завьялова	Взаимосвязь организационной культуры и систем мотивации и стимулирования персонала
№18(R)–2006	А. Д. Чанько	Алгебра и гармония HR-менеджмента. Эффективность обучения персонала и диагностика организационной культуры
№19(E)–2006	T. E. Andreeva	Organizational change in Russian companies: findings from research project
№20(E)–2006	N. E. Zenkevich, L. A. Petrosjan	Time-consistency of Cooperative Solutions
№21(R)–2006	Т. Е. Андреева	Организационные изменения в российских компаниях: результаты эмпирического исследования
№22(R)–2006	Д. Л. Волков, Т. А. Гаранина	Оценивание интеллектуального капитала российских компаний
№23(R)–2006	А. В. Бухвалов, Ю. Б. Ильина, О. В. Бандалюк	Электронное корпоративное управление и проблемы раскрытия информации: сравнительное пилотное исследование
№24(R)–2006	С. В. Кошелева	Особенности командно-ролевого взаимодействия менеджеров среднего и высшего звена международной и российских компаний
№25(R)–2006	Ю. В. Федотов, Н. В. Хованов	Методы построения сводных оценок эффективности деятельности сложных производственных систем
#26(E)–2006	S. Kouchtch, M. Smirnova, K. Krotov, A. Starkov	Managing Relationships in Russian Companies: Results of an Empirical Study
№27(R)–2006	А. Н. Андреева	Портфельный подход к управлению люксовыми брендами в фэшн-бизнесе: базовые концепции, ретроспектива и возможные сценарии

- №28(R)–2006 Н. В. Хованов,  
Ю. В. Федотов Модели учета неопределенности при построении сводных показателей эффективности деятельности сложных производственных систем
- №29(R)–2006 Е. В. Соколова,  
Ю. В. Федотов,  
Н. В. Хованов. Построение сводной оценки эффективности комплексов мероприятий по повышению надежности функционирования объектов электроэнергетики
- #30(E)–2006 M. Smirnova Managing Buyer-Seller Relationships in Industrial Markets: A Value Creation Perspective
- №31(R)–2006 С. П. Куш,  
М. М. Смирнова Управление взаимоотношениями в российских компаниях: разработка концептуальной модели исследования
- №32(R)–2006 М. О. Латуха,  
В. А. Чайка,  
А. И. Шаталов Влияние «жестких» и «мягких» факторов на успешность внедрения системы менеджмента качества: опыт российских компаний
- №33(R)–2006 А. К. Казанцев,  
Л. С. Серова,  
Е. Г. Серова,  
Е. А. Руденко Индикаторы мониторинга информационно-технологических ресурсов регионов России
- №34(R)–2006 Т. Е. Андреева,  
Е. Е. Юртайкин,  
Т. А. Солтицкая Практики развития персонала как инструмент привлечения, мотивации и удержания интеллектуальных работников
- #35(E)–2006 T. Andreeva,  
E. Yurtaikin,  
T. Soltitskaya Human resources development practices as a key tool to attract, motivate and retain knowledge workers
- №36(R)–2006 А. В. Бухвалов,  
В. Л. Окулов. Классические модели ценообразования на капитальные активы и российский финансовый рынок. Часть 1. Эмпирическая проверка модели CAPM. Часть 2. Возможность применения вариантов модели CAPM
- №37(R)–2006 Е. Л. Шекова Развитие корпоративной социальной ответственности в России: позиция бизнеса (на примере благотворительной деятельности компаний Северо-Западного региона)
- №38(R)–2006 Н. А. Зенкевич,  
Л. А. Петросян Дифференциальные игры в менеджменте
- №39(R)–2006 В. Г. Беляков,  
О. Р. Верховская,  
В. К. Дерманов,  
М. Н. Румянцева Глобальный мониторинг предпринимательской активности Россия: итоги 2006 года
- №40(R)–2006 В. А. Чайка,  
А. В. Куликов Динамические способности компании: введение в проблему

№41(R)–2006	Ю. Е. Благов	Институционализация менеджмента заинтересованных сторон в российских компаниях: проблемы и перспективы использования модели «Арктурус»
№42(R)–2006	И. С. Меркурьева, Е. Н. Парамонова, Ю. М. Битина, В. Л. Гильченко	Экономический анализ на основе связанных данных по занятым и работодателям: методология сбора и использования данных
#43(E)–2006	I.Merkuryeva, E. Paramonova, J. Bitina, V. Gilchenok	Economic Analysis Based on Matched Employer-Employee Data: Methodology of Data Collection and Research
№44(R)–2006	Н. П. Дроздова	Российская «артельность» — мифологема или реальность' (Артельные формы хозяйства в России в XIX — начале XX в.: историко-институциональный анализ)
№1(R)–2007	Е. В.Соколова	Бенчмаркинг в инфраструктурных отраслях: анализ методологии и практики применения (на примере электроэнергетики).
№2(R)–2007	С. П.Куш, М. М.Смирнова	Управление поставками в российских компаниях: стратегия или тактика
№3(R)–2007	Т. М. Скляр	Проблема ленивой монополии в российском здравоохранении
№4(R)–2007	Т. Е. Андреева	Индивидуальные предпочтения работников к созданию и обмену знаниями: первые результаты исследования
№5(R)–2007	А. А. Голубева	Оценка порталов органов государственного управления на основе концепции общественной ценности
№6(R)–2007	С. П. Куш, М. М. Смирнова	Механизм координации процессов управления взаимоотношениями компании с партнерами
#7(E)–2007	D.Volkov, I.Berezinets	Accounting-based valuations and market prices of equity: case of Russian market
№8(R)–2007	М. Н.Барышников	Баланс интересов в структуре собственности и управления российской фирмы в XIX – начале XX века
#9(E)–2007	D.Volkov, T.Garanina	Intellectual capital valuation: case of Russian companies
№10(R)–2007	К. В. Кротов	Управление цепями поставок: изучение концепции в контексте теории стратегического управления и маркетинга.

№11(R)–2007	Г. В. Широкова, А. И. Шаталов	Характеристики компаний на ранних стадиях жизненного цикла: анализ факторов, влияющих на показатели результативности их деятельности
№12(R)–2007	А. Е. Иванов	Размещение государственного заказа как задача разработки и принятия управленческого решения
№ 13(R)–2007	О. М. Удовиченко	Понятие, классификация, измерение и оценка нематериальных активов (объектов) компании: подходы к проблеме
№14(R)–2007	Г. В. Широкова, Д. М. Кнатько	Влияние основателя на развитие организации: сравнительный анализ компаний управляемых основателями и наемными менеджерами
#15(E)–2007	G.Shirokova, A.Shatalov	Characteristics of companies at the early stages of the lifecycle: analysis of factors influencing new venture performance in Russia
#16(E)–2007	N.Drozdova	Russian “Artel’nost” — Myth or Reality? Artel’ as an Organizational Form in the XIX — Early XX Century Russian Economy: Comparative and Historical Institutional Analysis
#1(E)–2008	S.Commander, J. Svejnar, K. Tinn	Explaining the Performance of Firms and Countries: What Does the Business Environment Play'
№1(R)–2008	Г. В. Широкова, В. А. Сарычева, Е. Ю. Благов, А. В. Куликов	Внутрифирменное предпринимательство: подходы к изучению вопроса
№1A(R)– 2008	Г. В. Широкова, А. И. Шаталов, Д. М. Кнатько	Факторы, влияющие на принятие решения основателем компании о передаче полномочий профессиональному менеджеру: опыт стран СНГ и Центральной и Восточной Европы
№ 2(R)–2008	Г. В. Широкова, А. И. Шаталов	Факторы роста российских предпринимательских фирм: результаты эмпирического анализа
№ 1(R)–2009	Н.А. Зенкевич	Моделирование устойчивого совместного предприятия
№ 2 (R)–2009	Г. В. Широкова, И. В. Березинец, А. И. Шаталов	Влияние организационных изменений на рост фирмы

- № 3 (R)–2009 Г.В. Широкова,  
М.Ю. Молодцова,  
М.А. Арепьева Влияние социальных сетей на разных этапах  
развития предпринимательской фирмы:  
результаты анализа данных Глобального  
мониторинга предпринимательства в России
- # 4 (E)–2009 N. Drozdova Russian Artel Revisited through the Lens of the  
New Institutional Economics
- № 5 (R)–2009 Л.Е. Шепелёв Проблемы организации нефтяного  
производства в дореволюционной России
- № 6 (R)–2009 Е.В. Соколова Влияние государственной политики на  
инновационность рынков: постановка  
проблемы
- № 7 (R)–2009 А.А. Голубева,  
Е.В. Соколова Инновации в общественном секторе:  
введение в проблему
- # 8 (E)–2009 A. Damodaran Climate Financing Approaches and Systems:  
An Emerging Country Perspective
- № 1 (R)–2010 И.Н. Баранов Конкуренция в сфере здравоохранения
- № 2 (R)–2010 Т.А. Пустовалова Построение модели оценки кредитного риска  
кредитного портфеля коммерческого банка  
(на основе методологии VAR)