

Struktura własności i prawa akcjonariuszy jako mechanizm nadzoru korporacyjnego na przykładzie spółek rosyjskich

Wstęp

Rozwój systemów nadzoru korporacyjnego (corporate governance) w krajach Europy Środkowej i Wschodniej zdeterminowany został transformacją gospodarczą i oddziaływaniem procesu prywatyzacji przedsiębiorstw państwowych. Państwa te są bardzo interesującym obiektem badawczym w kontekście nadzoru korporacyjnego z uwagi na fakt, iż transformacja gospodarcza i prywatyzacja umożliwiły obserwację powstania i ewolucji systemów nadzoru od samego początku, co nie jest możliwe w przypadku krajów o rozwiniętych gospodarkach rynkowych. W krajach Europy Środkowej i Wschodniej wprowadzone zostały bowiem nieobecne wcześniej regulacje prawne, a w wyniku kolejnych reform powstał sektor przedsiębiorstw prywatnych i wykształciły się konieczne dla nich określone mechanizmy nadzoru korporacyjnego.

Systemy nadzoru korporacyjnego w omawianych krajach wykazują znaczne podobieństwo do zamkniętego modelu nadzoru, co wynika z roli mechanizmów wewnętrznych. Wśród nich znaczącą, niekiedy dominującą, pozycję odgrywa struktura własności, udział państwa w tej własności oraz standardy przestrzegania praw akcjonariuszy, w tym mniejszościowych. Kraje Europy Środkowej i Wschodniej wykazują określone podobieństwa i różnice w tym obszarze, mające swoje podstawy w przyjętych na początku lat 90. XX wieku programach prywatyzacji, jej następstwach, wdrażanych regulacjach prawnych czy określonych uwarunkowaniach ekonomicznych, politycznych i kulturowych.

Głównym celem artykułu jest analiza struktury własności i jej roli jako mechanizmu nadzoru w ramach systemu nadzoru korporacyjnego w Rosji. Realizacja postawionego celu możliwa była dzięki studiom krajowej i zagranicznej, głównie rosyjskojęzycznej, literatury naukowej dotyczącej znaczenia określonej struktury własności w systemie nadzoru korpora-

* Mgr, Zakład Międzynarodowych Stosunków Gospodarczych, Wydział Ekonomii i Zarządzania, Uniwersytet w Białymstoku, ul. Sybiraków 15/13, 15-204 Białystok, monika.fiedorczyk@uwb.edu.pl

cyjnego ogólnie oraz struktury własności rosyjskich przedsiębiorstw. W pierwszej części artykułu opisana została rola struktury własności jako mechanizmu nadzoru korporacyjnego. Główna część artykułu dotyczy analizy struktury własności przedsiębiorstw w Rosji, dokonanej w oparciu o badania wiodących rosyjskich ośrodków naukowych. Ponadto omówione zostały implikacje struktury własności dla innych mechanizmów nadzoru korporacyjnego w Rosji. Uzupełnieniem jest omówienie wynikających ze struktury własności głównych aspektów dotyczących roli i praw akcjonariuszy, zarówno większościowych, jak i mniejszościowych w Rosji.

1. Struktura własności jako mechanizm nadzoru korporacyjnego

System nadzoru korporacyjnego można zdefiniować jako określoną kombinację mechanizmów i instytucji nadzoru, zależnych od struktury własności spółek, dominujących sposobów ich finansowania oraz stopnia rozwoju instytucji rynku finansowego, w tym głównie kapitałowego [Oplustil, 2010, s. 183]. Kształt systemom nadzoru korporacyjnego nadają regulacje prawne dotyczące funkcjonowania spółek kapitałowych w gospodarce, kodeksy dobrych praktyk oraz instytucje nieformalne, głównie kultura ekonomiczna. System nadzoru korporacyjnego jest wypadkową określonych uwarunkowań historycznych, prawnych, społecznych, kulturowych i politycznych danej gospodarki, a jego efektywność zależy od ram prawno-instytucjonalnych systemu gospodarczego [Zalega, 2003, s. 9–10].

W praktyce nadzór korporacyjny realizowany jest przez szereg wewnętrznych i zewnętrznych mechanizmów i instytucji. Działanie wewnętrznych mechanizmów jest wynikiem przede wszystkim regulacji prawnych określających kompetencje organów spółek i ich wzajemne relacje. Zaliczane są do nich: struktura własności, zarząd (rada dyrektorów i rada nadzorcza), powiązania kapitałowe (mechanizm występujący w grupach kapitałowych), kredytodawcy, pracownicy i wynagrodzenia menedżerów [Aluchna, 2009, s. 100]. Większość mechanizmów ma charakter kontrolny, wynagrodzenia menedżerów charakter motywacyjny i wiążący.

Zewnętrzne mechanizmy i instytucje nadzoru korporacyjnego związane są z dyscyplinującym i motywującym oddziaływaniem zewnętrznego otoczenia przedsiębiorstwa, tzn. popytowych i podażowych sił rynkowych [Oplustil, 2010, s. 42]. Zaliczane są do nich mechanizmy kontrolne: rynek kapitałowy, rynek kontroli korporacji (przejęć), rynek talentów menedżerskich, rynek produktów, rynek informacji i rynek długu oraz

mechanizmy regulacyjne, w tym państwo, ustawodawstwo, tzw. kodeksy dobrych praktyk oraz kultura narodowa.

Struktura własności, która dotyczy wysokości i stopnia koncentracji udziałów posiadanych przez poszczególnych właścicieli spółki, jest punktem wyjścia do analizy systemów nadzoru korporacyjnego i roli innych mechanizmów. Określa ona, które grupy i w jakim stopniu mogą decydować o działaniach podejmowanych przez przedsiębiorstwo [Aluchna, 2007, s. 70]. W praktyce stopień koncentracji własności określa siłę i rodzaj wpływu akcjonariuszy na możliwości monitorowania działalności spółki jako całości i kadry zarządzającej [Zalega, 2003, s. 106].

Badacze wyróżniają kilka typów struktury własności [Rudolf, 2002, s. 192]:

- własność rozproszoną (brak właściciela posiadającego co najmniej 20% udziałów),
- własność skoncentrowaną (jeden największy akcjonariusz dysponuje 20–50% udziałów i głosów spółki),
- własność rodzinną (jedna osoba lub rodzina jest właścicielem większości udziałów i głosów spółki),
- własność państwową (gdzie władze lokalne lub centralne posiadają większość udziałów i głosów spółki).

Skoncentrowana lub rozproszona własność pociąga za sobą określoną rolę tego mechanizmu oraz implikacje dla innych mechanizmów nadzoru korporacyjnego. Rozproszona struktura własności oznacza ograniczenie wpływu właścicieli na podejmowane decyzje – tzw. zjawisko rozdzielania własności od kontroli. Inwestorów charakteryzuje brak motywacji do bezpośredniego monitorowania menedżerów oraz krótkoterminowa perspektywa działań kadry zarządzającej [Bogacz-Miętka, 2011, s. 44–45]. Akcjonariuszom zależy przede wszystkim na maksymalizacji wartości posiadanych akcji. Z reguły wiąże się to ze znaczącą rolą rynku kapitałowego i rynku kontroli korporacji, jako mechanizmów kontrolowania i motywowania menedżerów.

Własność skoncentrowana również wykazuje określone zalety i wady. Główną korzyścią z koncentracji własności jest fakt, iż redukuje ona oddzielenie własności od kontroli, typowe dla firm w krajach anglosaskich. W momencie, gdy kontrolujący właściciel posiada duże udziały w firmie, jego interesy są analogiczne do interesów tych innych udziałowców, których głównym celem jest maksymalizacja wartości firmy. Gdy dominujący udziałowiec sam nie jest menedżerem, posiada duże możliwości monitorowania menedżerów i ewentualnych ich zwolnień [Lazareva i inni, 2007, s. 14]. Ponadto zasada rządów większości, stanowiąca jedną z podstawowo-

wych cech spółki akcyjnej, zapewnia sprawniejsze podejmowanie uchwał niż w sytuacji, gdyby wymagana była jednomyślność [Wnorowski, 2009, s. 381].

Obecność udziałowca dominującego spotyka się jednak w literaturze częściej z krytyczną oceną. Przede wszystkim inwestorom dominującym zarzuca się dążenie do realizacji własnego interesu kosztem pozostałych udziałowców [Aluchna, 2007, s. 80]. Naruszanie praw jednych inwestorów (zwłaszcza mniejszościowych) przez innych może zostać uznane za jeden z najważniejszych problemów w przedsiębiorstwie. Inne możliwe koszty z tytułu koncentracji własności to nadmierna kontrola menedżerów, która może pozbawić ich wymiernych prywatnych korzyści i powstrzymać inicjatywę. Pojawia się również wiele wątpliwości co do tego, czy koncentracja własności przyczynia się do wzrostu wartości firmy i czy służy również pozostałym udziałowcom.

2. Sektor przedsiębiorstw w Rosji

Podstawowym czynnikiem, który wyzwolił proces tworzenia sektora przedsiębiorstw i zmian struktury własności w Rosji była transformacja gospodarcza i prywatyzacja przedsiębiorstw państwowych, która rozpoczęta została w 1992 roku [Долгопятава, 1995, s. 147]. Najintensywniejszy okres prywatyzacji przypada na lata 1992–1994, kiedy to sprywatyzowanych zostało ponad 112 tys. firm.

Wyróżnić można następujące rodzaje prywatyzacji, które miały miejsce w gospodarce rosyjskiej [Jermakowicz, Pańków, 1995, s. 66–93]:

- małą prywatyzację – objęte nią zostały głównie przedsiębiorstwa handlu detalicznego i hurtowego, przedsiębiorstwa budowlane, transportowe i przemysłu spożywczego, których załoga nie przekracza 200 osób;
- dużą prywatyzację – objęła duże i średnie przedsiębiorstwa zatrudniające więcej niż 200 pracowników, o kapitale własnym przekraczającym 10 mln rubli (oprócz firm z sektora wydobywczego i infrastruktury), udziały w wielu firmach prywatyzowanych według tego programu stały się własnością tzw. insiderów, z uwagi na możliwości wykupywania akcji przez menedżerów i pracowników w ramach tzw. MBOs – *manager buyouts* oraz EBOs – *employee buyouts*) [Mallin, 2007, s. 189];
- prywatyzację voucherową, w wyniku której wszyscy obywatele otrzymali bezpłatne czeki prywatyzacyjne, za które mogli wykupywać akcje przedsiębiorstw, w konsekwencji czeki trafiły w znacznej mierze na rynek wtórny lub w ręce menedżerów.

Na strukturę własności przedsiębiorstw w Rosji znaczący wpływ miały ponadto zorganizowane przez państwo pod koniec 1995 roku tzw. au-

kcje zastawne (*залоговые аукционы*)¹. Dotyczyły one państwowych pakietów akcji dziewięciu naftowych i metalurgicznych przedsiębiorstw oraz trzech dużych przedsiębiorstw transportu wodnego [Яковлев, Данилов, 2007, s. 11]. Aukcje te pozwoliły kilku wiodącym bankom zostać właścicielami kontrolnych pakietów akcji dużych przedsiębiorstw przemysłowych. W ich wyniku możliwe stało się przetransferowanie znaczącej części własności państwowej w ręce ograniczonej liczby osób (oligarchów) i wykształcenie się grup finansowo-przemysłowych (*финансово-промышленные группы*).

Dominującą formą własności w rosyjskiej gospodarce jest własność prywatna, której udział na przestrzeni lat 1995–2010 wzrósł z 63,4% do 85,1% [Россия в цифрах..., 2011]. Pod względem ilości dominują przedsiębiorstwa prywatne, stosunkowo znaczący jest jednak udział przedsiębiorstw państwowych, zwłaszcza w wybranych sektorach przemysłu, np. wydobywczym, i pod względem ich siły ekonomicznej, a nierzadko też politycznej.

Znaczącą rolę w gospodarce rosyjskiej odgrywają grupy kapitałowe. W 2003 roku 22 największe grupy kapitałowe kontrolowały 42,4% zatrudnienia i 39,1% sprzedaży w Rosji [Guriey, 2010, s. 526]. Badania S.B. Avdashevey z 2005 roku wykazują na dominujący udział grup kapitałowych w strukturze przedsiębiorstw i zatrudnieniu w przemysłach: naftowym i gazowym, chemicznym i petrochemicznym, energetycznym, metalurgicznym, stalowym i maszynowym [Avdasheva, 2009, s. 198].

3. Struktura własności w Rosji w kontekście nadzoru korporacyjnego

Jak wskazują wyniki badań wszystkich wiodących rosyjskich ośrodków naukowych, struktura własności spółek w Rosji charakteryzuje się relatywnie bardzo wysokim stopniem koncentracji, co skutkuje sprawowaniem kontroli nad firmą przez dominującego właściciela lub skonsolidowaną grupę takich właścicieli² [Российская корпорация..., 2009, s. 27]. Koncentracja własności dotyczy przy tym firm o różnych rozmiarach,

¹ Istota programu opierała się na organizacji szczególnej formy aukcji, na których zwycięski bank zobowiązywał się do udzielenia rządowi kredytu pod zastaw danego przedsiębiorstwa. Następnie akcje te mogły być wykupione przez rząd, sprzedane na podstawie kolejnego konkursu lub przechodziły w ręce kredytodawcy.

² Badania dotyczące struktury własności przedsiębiorstw w Rosji prowadzone były m.in. przez: Институт анализа предприятий и рынков Высшей школы экономики (Москва), Центр экономических и финансовых исследований и разработок в Российской экономической школе (Москва), Институт экономики переходного периода (Москва), Российский экономический барометр (Москва).

z różnych gałęzi przemysłu oraz o różnych typach organizacji: otwartych spółek akcyjnych, zamkniętych spółek akcyjnych i spółek z ograniczoną odpowiedzialnością (*открытое акционерное общество ОАО, закрытое акционерное общество ЗАО, общество с ограниченной ответственностью ООО*) [Долгопятова, 2010, s. 80].

Badania przeprowadzone w latach 2005–2006 przez naukowców z Instytutu Analizy Przedsiębiorstw i Rynków Wyższej Szkoły Ekonomiki w Moskwie (Институт анализа предприятий и рынков Высшей школы экономики) w grupie 822 rosyjskich spółek akcyjnych (ОАО i ЗАО) z 64 regionów Rosji wykazały, iż niemal 70% badanych firm jest we władaniu dominującego akcjonariusza, posiadającego powyżej 50% udziałów [Российская корпорация..., 2009, s. 31]. W 48% spółek brak było drugiego znaczącego akcjonariusza, natomiast 21% firm posiadało więcej niż jednego dominującego akcjonariusza.

Wyniki badań T. Dolgopyatovoy, dotyczące lat 2005 i 2009, również wskazują na bardzo wysoką koncentrację własności w rosyjskich firmach, jednak ujawniają tendencję do stopniowego obniżania się tej koncentracji w ostatnich latach ubiegłej dekady [Долгопятова, 2010, s. 85]. W badaniach uwzględniono spółki o wszystkich trzech typach organizacji: w 2005 roku 405 firm, w 2009 roku 368 firm. Przedsiębiorstwa podzielone zostały na grupy: o niskim stopniu koncentracji (brak właściciela posiadającego 25% akcji), średnim stopniu koncentracji (dominujący właściciel posiada 25–50% akcji) oraz wysokim stopniu koncentracji (dominujący właściciel posiada powyżej 50% udziałów). Wyniki badań wskazują, iż w 2005 roku prawie 74% przedsiębiorstw było w posiadaniu akcjonariusza, posiadającego ponad połowę udziałów. W 2009 roku ich udział zmniejszył się do niecałych 68% (tablica 1). Największa zmiana dotyczy wzrostu udziału firm o średniej koncentracji własności.

Tablica 1. Koncentracja własności w rosyjskich przedsiębiorstwach w latach 2005 i 2009 (w %)

Przedsiębiorstwa wg stopnia koncentracji własności	2005 r.	2009 r.
Niska	15,4 (16,8)	15,7 (18,5)
Średnia	11,0 (9,4)	15,0 (13,9)
Wysoka, w tym:	73,6 (73,9)	69,3 (67,7)
z udziałem drugiego dominującego akcjonariusza	33,2 (30,4)	28,7 (27,2)
bez udziału drugiego dominującego akcjonariusza	40,4 (43,5)	40,6 (40,5)
Liczba przedsiębiorstw	337 (405)	286 (368)

Wartości w nawiasach dotyczą grupy przedsiębiorstw z włączeniem ООО.

Źródło: [Долгопятова, 2010, s. 86].

Proces koncentracji własności w rosyjskiej gospodarce może zostać podzielony na kilka etapów. Pierwszy etap rozpoczął się w pierwszej połowie lat 90. XX wieku, po rozdysponowaniu czeków (voucherów) prywatyzacyjnych i gromadzeniu własności w przedsiębiorstwach głównie przez menedżerów [Chen, 2009, s. 42]. Podczas masowej prywatyzacji wielu menedżerów (w tym tzw. czerwonych, którzy kierowali jeszcze przedsiębiorstwami państwowymi przed rozpoczęciem procesu prywatyzacji) stało się rzeczywistymi właścicielami przedsiębiorstw, gromadząc udziały po cenach nominalnych, wzbogacali się i zmniejszali prawa własności pracowników i innych inwestorów. Głównym czynnikiem koncentracji własności były bardzo niskie (lub wręcz ich brak) standardy nadzoru korporacyjnego. Podczas gdy w 1995 roku udziałowcy wewnętrzni posiadali ok. 55% udziałów w spółkach rosyjskich (w tym menedżerowie 11%), w 2005 roku było to 46% (wzrósł przy tym znacznie udział menedżerów – do 31,5%) [Kuznetsov i inni, 2008, s. 342].

Podczas drugiego etapu prywatyzacji, a zwłaszcza pod koniec lat 90. XX wieku, menedżerowie i inni właściciele kontynuowali akumulowanie udziałów (m.in. dzięki omówionym aukcjom zastawnym). Analiza efektów prywatyzacji w Rosji sugeruje, że menedżerowie prywatyzowanych przedsiębiorstw postrzegali banki, fundusze inwestycyjne i inne instytucje finansowe jako krótkoterminowych inwestorów portfelowych. To w konsekwencji powodowało wrogość w stosunku do inwestorów zewnętrznych.

Połowa pierwszej dekady XXI wieku okazała się być kulminacyjnym punktem dotyczącym koncentracji własności przedsiębiorstw w Rosji. Według danych Standard&Poor's w 75 rosyjskich spółkach (o łącznej kapitalizacji wynoszącej 90% kapitalizacji wszystkich publicznych spółek) dominujący akcjonariusz posiadał średnio 58% udziałów [Dolgopyatova, 2009, s. 42]. Ponadto w 70% badanych spółek dominujący akcjonariusz posiadał ponad połowę udziałów, a jedynie w 8% firm nie było udziałowca dominującego.

Ostatnim etapem dotyczącym zmian w strukturze własności rosyjskich firm jest okres drugiej połowy pierwszej dekady XXI wieku [Долгопятова, 2010, s. 81]. Następuje w nim bardzo stopniowo zmniejszanie koncentracji własności w przedsiębiorstwach. Okres ten (do wybuchu kryzysu) odznaczał się szybką dynamiką wzrostu gospodarczego, co skłaniało spółki do restrukturyzacji, wydłużenia horyzontu podejmowanych przez właścicieli i kadre zarządzającą decyzji. Instytucjonalnym narzędziem zmian była

poprawa standardów ustawodawstwa z zakresu nadzoru korporacyjnego [Национальный доклад..., 2008, s. 36].

W drugiej połowie ubiegłej dekady ujawniła się ponadto nowa tendencja w zakresie własności grup kapitałowych i wielkich przedsiębiorstw i zarządzania nimi. Jest to przejście od modelu jednego właściciela do modelu aliansu współwłaścicieli [Паппе, Антоненко, 2011, Антоненко i inni, 2013, s. 123–126]. Podczas gdy w latach 90. ubiegłego wieku typowym dla rosyjskich spółek był jeden dominujący akcjonariusz i właściciel, w ostatnich latach wzrasta liczba przedsiębiorstw, w których dwóch lub kilku dużych akcjonariuszy aktywnie współuczestniczy w zarządzaniu. Postępuje w wyniku tego proces przechodzenia od przedsiębiorców zarządzających w pojedynkę (*предприниматели-одиночки*) w kierunku konfiguracji przedsiębiorców-partnerów (*предприниматели-партнёры*).

Znaczącym aspektem w analizie struktury własności przedsiębiorstw w Rosji jest udział państwa w tej własności. Przedsiębiorstwa państwowe funkcjonują we wszystkich sektorach gospodarki, a dominują w następujących sektorach [Шипенгер, 2010a, s. 120–121]: infrastruktury, wydobywczym, zbrojeniowym, usług finansowych i mediów. W 2007 roku według danych Rosstat³ 9% firm w Rosji było w całości w posiadaniu państwa, a w kolejnych 2% państwo było znaczącym akcjonariuszem. Według ocen banku inwestycyjnego Troika Dialog federalne i regionalne władze w 2007 roku kontrolowały ok. 40% kapitalizacji rosyjskiego rynku kapitałowego (przy 24% w 2004 roku).

Podkreślenia wymaga fakt rosnącej w ostatnich latach roli państwa w rosyjskiej gospodarce, z jednej strony w wyniku wzrostu udziału we własności firm (renacjonalizacja), z drugiej przez łatwiejszy dostęp firm będących w posiadaniu państwa do środków inwestycyjnych i wzrost aktywności inwestycyjnej [Яковлев, Данилов, 2007, s. 18].

W kontekście struktury własności spółek rosyjskich analizy wymaga ponadto ta struktura w odniesieniu do grup kapitałowych, które intensywnie rozwijały się i w latach 90. XX wieku, i w pierwszej dekadzie XXI wieku. Grupy kapitałowe również odznaczają się wysoką koncentracją własności [Guriev, 2010, s. 536]. Funkcjonują w ramach dwupoziomowego systemu. W ramach pierwszego poziomu działa spółka nadrzędna, której zadaniem jest zarządzanie kapitałem, co oznacza zakup i tworzenie spółek, podwyższanie ich wartości i dochodowości i wyprowadzenie akcji na rynek kapitałowy lub ich sprzedaż. Spółka ta jest głównym właścicielem, zazwyczaj ma większościowe, a często całościowe, udziały w podległych firmach. Drugi poziom zajmują z kolei przedsiębiorstwa przemysłowe

³ Федеральная служба государственной статистики.

i poszczególne fabryki, które koncentrują się na produkcji lub działalności operacyjnej.

Wysoka koncentracja własności w przedsiębiorstwach rosyjskich sprawia, iż dominujący akcjonariusze są podstawowymi „aktorami” nadzoru korporacyjnego. Główne efekty skoncentrowanej własności dotyczą zmniejszenia tzw. konfliktu agencji, dotyczącego rozbieżności interesów między właścicielami a menedżerami. Ponadto skoncentrowana struktura własności oddziałuje w znacznym stopniu na wiele innych mechanizmów nadzoru korporacyjnego.

Dominujący właściciele (w wielu przypadkach menedżerowie) uczestniczą bezpośrednio w zarządzaniu przedsiębiorstwami, w wyniku czego występuje zjawisko połączenia własności i kontroli (*combination of ownership and control*) [Dolgopyatova, 2009, s. 39]. Znacznie ograniczony jest ponadto popyt na „zewnętrznych” menedżerów, niebędących właścicielami firm.

Wspomniane już badania Instytutu Analizy Przedsiębiorstw i Rynków Wyższej Szkoły Ekonomiki w Moskwie wskazują, że w 40% badanych spółek dominujący akcjonariusze byli jednocześnie menedżerami, a przewodniczący rady dyrektorów również był akcjonariuszem [*Российская корпорация...*, 2009, s. 46]. W jedynie 30% firm dominujący akcjonariusze nie byli menedżerami, a przewodniczący rady dyrektorów nie był akcjonariuszem.

Obecność państwa w strukturze własności spółek wywołuje określone implikacje wybranych mechanizmów nadzoru korporacyjnego. Sprawia, że mniej skutecznie działają takie mechanizmy, jak bankructwo, konkurencja na rynkach talentów menedżerskich czy produktów [Шпиренгер, 2010б, s. 95–98]. Zmniejsza się ponadto przejrzystość działania takich spółek.

4. Prawa akcjonariuszy w rosyjskich przedsiębiorstwach

Wysoka koncentracja własności w sektorze przedsiębiorstw w Rosji wywołuje określone konflikty interesów, bardzo istotne z punktu widzenia nadzoru korporacyjnego [Lazareva i inni, 2007, s. 4, 13]:

- konflikt pomiędzy dużymi i małymi udziałowcami (inaczej aniżeli w Stanach Zjednoczonych czy Wielkiej Brytanii, gdzie najczęściej obserwowane są konflikty pomiędzy menedżerami a dużą liczbą rozproszonych udziałowców),
- konflikt pomiędzy dużymi udziałowcami,
- konflikt pomiędzy państwem jako właścicielem a udziałowcami prywatnymi,

– w latach 90. istotny konflikt dotyczył tzw. czerwonych menedżerów, którzy silnie bronili swoich pozycji i możliwości sprawowania kontroli nad przedsiębiorstwem.

Koncentracja własności, jako główny mechanizm nadzoru korporacyjnego w Rosji, służy jako substytut (choć niedoskonały) słabej ochrony praw akcjonariuszy. W przypadku firm rosyjskich koncentracja własności wyzwoliła potrzebę rozwoju mechanizmów i instrumentów, zabezpieczających prawa dominujących właścicieli [Яковлев, 2006, s. 125]. Najważniejszymi okazały się mechanizmy obrony przed wrogimi przejęciami ze strony innych firm.

Najczęściej omawianym w literaturze zagadnieniem związanym z nieprzestrzeganiem praw akcjonariuszy w przypadku rosyjskich spółek jest naruszanie praw udziałowców mniejszościowych. Nieskuteczne instytucje prawne w połączeniu ze słabo rozwiniętymi rynkami finansowymi i kontroli korporacji powodują pojawianie się oportunistycznych zachowań w stosunku do udziałowców mniejszościowych. Wyróżnić można następujące sposoby nieprzestrzegania praw udziałowców, występujące w rosyjskich przedsiębiorstwach, zwłaszcza w latach 90. XX wieku [Яковлев, 2006, s. 100]:

- przekazywanie niepełnych lub nieprawdziwych informacji dotyczących spółki, w tym nieinformowanie o walnych zgromadzeniach akcjonariuszy,
- opóźnianie lub brak wypłaty dywidendy,
- tzw. rozcieńczanie pakietów akcji, należących do udziałowców mniejszościowych, tzn. zmniejszanie dochodów z jednej akcji, np. poprzez emisję dodatkowych,
- manipulacje przy rejestrach akcjonariuszy,
- nieuczestniczenie przedstawicieli udziałowców mniejszościowych w pracach rad dyrektorów.

Pierwsza dekada XXI wieku wskazuje na możliwości poprawy standardów nadzoru korporacyjnego w Rosji, zwłaszcza w kontekście ochrony praw akcjonariuszy mniejszościowych. Służyć temu ma: rosyjski kodeks nadzoru korporacyjnego z 2002 r., kodeksy nadzoru wprowadzane przez wiele największych rosyjskich spółek, w tym OAO i spółek notowanych na zagranicznych giełdach papierów wartościowych. Poprawiła się przejrzystość działań spółek oraz praktyki w zakresie wypłaty dywidend [Яковлев, Данилов, 2007, s. 4]. Ponadto poprawie ochrony praw akcjonariuszy ma służyć projektowany nowy kodeks cywilny (*Гражданский кодекс Российской Федерации*), mający na celu m.in. wprowadzenie zasady proporcjonalności w obszarze udziałów i praw głosu [*Национальный доклад...*, 2012, s. 287–288].

Zakończenie

Struktura własności przedsiębiorstw w gospodarce rosyjskiej charakteryzuje się wysokim stopniem koncentracji. Jest to wynikiem przede wszystkim przyjętego programu prywatyzacji oraz jej tempa i następstw. Wysoka koncentracja własności oraz znacząca rola państwa w tej własności sprawiają, iż można je uznać za nadrzędny mechanizm nadzoru korporacyjnego w Rosji. Skutkiem tego jest oddziaływanie na wiele innych mechanizmów, zarówno wewnętrznych, jak i zewnętrznych, zwłaszcza poziom rozwoju rynku kapitałowego czy rynku kontroli korporacji.

Druga połowa ubiegłej dekady wykazuje jednak określone tendencje mogące zmieniać stopniowo rolę tego mechanizmu nadzoru korporacyjnego. Zmniejsza się nieznacznie stopień koncentracji własności. W części przedsiębiorstw pojawia się tendencja oddzielania własności od zarządzania wykonawczego i zwiększenie liczby dyrektorów, niebędących akcjonariuszami spółek. Dotyczy to głównie firm wchodzących w skład grup kapitałowych. Część największych firm coraz aktywniej wchodzi na zagraniczne giełdy papierów wartościowych, szukając w ten sposób nowych źródeł pozyskania kapitału.

Literatura

1. Aluchna M. (2007), *Mechanizmy corporate governance w spółkach giełdowych*, Szkoła Główna Handlowa w Warszawie, Warszawa.
2. Aluchna M. (2009), *Corporate governance a procesy globalizacji i internacjonalizacji. Współczesne wyzwania i tendencje zmian*, *Studia i Prace Kolegium Zarządzania i Finansów Zeszyt Naukowy 94*, Szkoła Główna Handlowa w Warszawie, Warszawa.
3. Антоненко Н.С., Галухина Я.С., Паппе Я.Ш., *Основные тенденции развития российского крупного бизнеса в 2000-е годы*, „Журнал Новой Экономической Ассоциации”, No. 1(17) 2013.
4. Avdasheva S.B. (2009), *Corporate Governance and Decision-Making in Business Groups* [w:] *Organization and Development of Russian Business. A Firm-Level Analysis*, Dolgopyatova T., Iwasaki I., Yakovlev A.A. (eds.), Palgrave Macmillan, New York.
5. Bogacz-Miętka O. (2011), *Kompendium wiedzy o nadzorze i kontroli nad przedsiębiorstwem*, CeDeWu, Warszawa.
6. Chen A. (2009), *Corporate Governance in Russia and Some Points of Comparison with China*, „The Chinese Economy”, vol. 42, no. 3.
7. Dolgopyatova T.G. (2009), *Stock Ownership and Corporate Control* [w:] *Organization and Development of Russian Business. A Firm-Level Analysis*,

- Dolgopyatova T., Iwasaki I., Yakovlev A.A. (eds.), Palgrave Macmillan, New York.
8. Долгопятова Т.Г. (1995), *Российские предприятия в переходной экономике: экономические проблемы и поведение*, Дело Лтд, Москва.
 9. Долгопятова Т.Г. (2010), *Концентрация собственности в российской промышленности: эволюционные изменения на микроуровне*, „Журнал Новой Экономической Ассоциации“, No. 8.
 10. Guriev S. (2010), *Business Groups in Russia* [w:] *The Oxford Handbook of Business Groups*, Oxford University Press, New York.
 11. Яковлев А.А. (2006), *Агенты модернизации*, Издательский дом Государственного университета Высшей Школы Экономики, Москва.
 12. Яковлев А.А., Данилов Ю.А. (2007), *Российская корпорация на 20-летнем горизонте: структура собственности, роль государства и корпоративное финансирование*, „Российский журнал менеджмента“, Том 5, No. 7.
 13. Jermakowicz W., Pańków J. (1995), *Prywatyzacja w Federacji Rosyjskiej*, CASE, Wydawnictwo Naukowe PWN, Warszawa.
 14. Kuznetsov A., Kapelyushnikov R., Dyomina N. (2008), *Performance of closely held firms in Russia: evidence from firm level data*, „The European Journal of Finance“, vol. 14.
 15. Lazareva O., Rachinsky A., Stepanov S. (2007), *A Survey of Corporate Governance in Russia*, Centre for Economic and Financial Research at New Economic School, Working Paper No. 103, Moscow, <http://www.cefir.ru/papers/WP103.pdf>, dostęp dnia 5.01.2010.
 16. Mallin C.A. (2007), *Corporate Governance. Second Edition*, Oxford University Press, Inc., New York.
 17. *Национальный доклад по корпоративному управлению* (2008), Выпуск 1, Национальный совет по корпоративному управлению, Москва.
 18. *Национальный доклад по корпоративному управлению* (2012), Выпуск 5, Национальный совет по корпоративному управлению, Москва.
 19. Oplustil K. (2010), *Instrumenty nadzoru korporacyjnego (corporate governance) w spółce akcyjnej*, Wydawnictwo C.H. Beck, Warszawa.
 20. Паппе Я.Ш., Антоненко Н.С., *О новых конфигурациях собственников в российском крупном бизнесе*, „Вопросы экономики“, No. 6, 2011.
 21. *Российская корпорация: внутренняя организация, внешние взаимодействия, перспективы развития* (2009), Долгопятова Т.Г., Ивасаки И., Яковлев А.А. (ред.), Издательский Дом Государственного университета Высшей Школы Экономики, Москва.

22. *Россия в цифрах 2011*, Федеральная служба государственной статистики, www.gks.ru, dostęp dnia 20.09.2011.
23. Rudolf S. (2002), *Nadzór korporacyjny a struktura własności* [w:] *Strategiczne obszary nadzoru korporacyjnego zewnętrznego i wewnętrznego*, Rudolf S. (red.), Wydawnictwo Uniwersytetu Łódzkiego, Łódź.
24. Шпренгер К. (2010а), *Государственная собственность в российской экономике. Часть 1. Масштаб и распределение по секторам*, „Журнал Новой Экономической Ассоциации”, No. 6.
25. Шпренгер К. (2010б), *Государственная собственность в российской экономике. Часть 2. Проблемы управления и влияние на эффективность*, „Журнал Новой Экономической Ассоциации”, No 7.
26. Wnorowski H. (2009), *Spółeczna gospodarka rynkowa a grupy interesów w przedsiębiorstwie* [w:] *Spółeczna gospodarka rynkowa. W poszukiwaniu modelu rozwoju gospodarczego krajów postsocjalistycznych*, Lis S. (red.), Studia i Prace Uniwersytetu Ekonomicznego w Krakowie, Kraków.
27. Zalega K. (2003), *Systemy corporate governance a efektywność zarządzania spółką kapitałową*, Szkoła Główna Handlowa w Warszawie, Warszawa.

Streszczenie

Celem artykułu jest omówienie podstawowych aspektów dotyczących struktury własności przedsiębiorstw w Rosji oraz roli tego mechanizmu w systemie nadzoru korporacyjnego.

W pierwszej części autorka opisuje znaczenie określonej struktury własności (rozproszonej i skoncentrowanej) w grupie mechanizmów nadzoru korporacyjnego. W dalszej kolejności omówione zostały główne aspekty dotyczące sektora przedsiębiorstw w Rosji. Odznacza się on dominacją własności prywatnej oraz znaczącą rolą grup kapitałowych.

Struktura własności spółek rosyjskich charakteryzuje się relatywnie wysokim stopniem koncentracji. W wielu największych spółkach jeden największy akcjonariusz posiada ponad połowę udziałów. Znacząca jest ponadto rola państwa jako właściciela przedsiębiorstw w Rosji. Koncentracja własności i znacząca rola państwa wywołują określony wpływ na inne mechanizmy nadzoru korporacyjnego, w tym na radę dyrektorów i mechanizmy rynkowe, jak rynek kapitałowy, rynek kontroli korporacji. Ważnym problemem wynikającym ze skoncentrowanej struktury własności w gospodarce rosyjskiej jest nieprzestrzeganie praw udziałowców mniejszościowych.

Słowa kluczowe

struktura własności, Rosja, prywatyzacja, ład korporacyjny

Ownership structure and shareholders rights as a corporate governance mechanism in Russia (Summary)

The paper focuses on ownership structure in Russia and its role in Russian corporate governance system.

In the first part, the author explains the role of dispersed and concentrated ownership structure in corporate governance. Next part of the paper provides a description of enterprises sector in Russia. Its main features are: the domination of private ownership and enterprises and significant role of business groups.

Ownership structure of Russian corporations is relatively highly concentrated. In many corporations there is one majority shareholder, who owns more than a half of shares. There is a significant role on state ownership in Russian economy too. Ownership concentration and the role of the state affects on the other corporate governance mechanisms, including board of directors, capital market, mergers and acquisitions. Important problem in Russian economy is weak protection of minority shareholders rights.

Keywords

ownership structure, Russia, privatization, corporate governance