

**Monika Fiedorczyk\***

## **Struktura własności w rosyjskich grupach kapitałowych – wyniki badań**

### **Wstęp**

Gospodarka Rosji, podobnie jak innych krajów, zarówno rozwijających się, jak i wysoko rozwiniętych, charakteryzuje się znaczącą rolą grup kapitałowych w tworzeniu PKB, produkcji, sprzedaży, zatrudnieniu. Rozwój grup zapoczątkowany został wraz z rozpoczęciem procesu prywatyzacji i doprowadził do dominacji grup w wielu gałęziach przemysłu [Авдашева, 2007, s. 100]. Rosyjskie grupy kapitałowe są bardzo interesującym obiektem badawczym z punktu widzenia nadzoru korporacyjnego. Ich powstanie i rozwój, podobnie jak w innych krajach Europy Środkowej i Wschodniej, był ściśle zależny od głównych reform gospodarczych, w tym prywatyzacji. Skutkiem tych reform było wykształcenie się i ewolucja kluczowych wewnętrznych mechanizmów nadzoru korporacyjnego, jak również oddziaływanie zewnętrznych mechanizmów i instytucji nadzoru.

Celem artykułu jest odpowiedź na pytania badawcze dotyczące aktualnej struktury własności wybranych rosyjskich grup kapitałowych (typu holdingowego) oraz porównanie wyników badań z ogólną specyfiką struktury własności w rosyjskim sektorze korporacyjnym. Przeprowadzone badanie jest jednym z etapów projektu mającego na celu rozpoznanie najważniejszych dla grup kapitałowych w Rosji mechanizmów nadzoru korporacyjnego i zależności między tymi mechanizmami oraz instytucjami nadzoru. Przeprowadzone zostało na próbie określonej z wykorzystaniem listy Expert-400 – rankingu 400 największych pod względem wartości przychodów spółek i grup kapitałowych w Rosji w 2014 r. Podstawowym źródłem informacji jest rosyjska baza danych SPARK (System Profesjonalnej Analizy Rynków i Spółek, Система профессионального анализа рынков и компаний), z której uzyskano szczegółowe profile wybranych do badań grup i spółek wchodzących w ich skład.

---

\* Mgr, Zakład Międzynarodowych Stosunków Gospodarczych, Wydział Ekonomii i Zarządzania, Uniwersytet w Białymstoku, ul. Warszawska 63, 15-062 Białystok, monika.fiedorczyk@uwb.edu.pl

Opracowanie przyjmuje następującą strukturę. W punkcie pierwszym omówiono podstawowe kwestie teoretyczne dotyczące grup kapitałowych. W drugim punkcie opisane zostały kluczowe etapy i czynniki rozwoju grup kapitałowych w Rosji. Trzeci punkt zawiera analizę specyfiki struktury własności w rosyjskim sektorze korporacyjnym. W punkcie czwartym zaprezentowano wyniki badań struktury własności rosyjskich grup kapitałowych. W zakończeniu zawarto wnioski, próbę oceny oddziaływania określonej struktury własności na inne mechanizmy nadzoru korporacyjnego w grupach kapitałowych oraz kierunki przyszłych badań.

Artykuł przygotowany został w ramach projektu „Nadzór korporacyjny w grupach kapitałowych na przykładzie Rosji”, grant Badania Młodych Naukowców, Wydział Ekonomii i Zarządzania Uniwersytetu w Białymstoku.

## **1. Grupy kapitałowe – podstawowe aspekty teoretyczne**

Grupy kapitałowe są podmiotami występującymi powszechnie zarówno w krajach wysoko rozwiniętych, jak i rozwijających się [Grabowiecki, 2006, s. 8]. Podczas gdy w przypadku krajów rozwiniętych zostały dobrze rozpoznane i doczekały się znacznej liczby opracowań [m.in. Morck, 2004; 2005; La Porta i inni, 1998; Morck, Nakamura, 2007; Zattoni, 1999], z uwagi m.in. na fakt długiej historii ich rozwoju oraz dostępności danych statystycznych, to dla krajów rozwijających się ciągle są przedmiotem wielu badań i analiz przynoszących nowe wyniki dotyczące struktury wewnętrznej, znaczenia w gospodarce, produktywności, efektywności [m.in. Khanna, Rivkin, 2001; Khanna, Yafeh, 2007; Khanna, Palepu, 2000; Lu, Yao, 2006; Kedia i inni, 2006; Guriev, Rachinsky, 2004; Hainz, 2006; Shumilov, 2008].

W literaturze przedmiotu występuje wiele definicji grup kapitałowych. Wynika to z wielości terminów określających podmioty, jakie uznaje się za grupy kapitałowe, różnych możliwych perspektyw badawczych oraz typów, jakie przybierać mogą grupy [Aluchna, 2010, s. 20–23]. M. Trocki definiuje grupy kapitałowe jako zgrupowania utworzone dla realizacji wspólnych celów gospodarczych, składające się z samodzielnych prawnie podmiotów gospodarczych w formie spółek kapitałowych, powiązane w sposób trwały więziami kapitałowymi oraz ewentualnie dodatkowo innymi, w tym majątkowymi, kontraktowymi, personalnymi [Trocki, 2004, s. 15, 56–67]. Zgrupowania te posiadają możliwość realizacji

wspólnych celów, wynikającą z rodzaju i intensywności tworzących je powiązań.

Badacze grup kapitałowych z krajów rozwijających się T. Khanna i Y. Yafeh [2007, s. 331] definiują grupy jako składające się z prawnie niezależnych przedsiębiorstw, działających na zróżnicowanych (często niepowiązanych) rynkach, połączonych więziami formalnymi (kapitałowo) lub nieformalnymi (np. rodzinnymi).

Na potrzeby opracowania przyjęto definicję zaproponowaną przez S. Avdasheva, według której grupa kapitałowa lub holding jest strukturą obejmującą określoną grupę przedsiębiorstw i organizacji, samodzielnych pod względem prawnym, związanych własnościowymi, kontraktowymi lub innymi, w tym nieformalnymi, stosunkami [*Российская корпорация...*, 2009, s. 117]. Podmioty wchodzące w skład grupy mogą być kierowane przez jedno centrum podejmowania decyzji (spółkę holdingową), która posiada znaczący, w wielu przypadkach całościowy, udział we własności pozostałych firm-elementów holdingu (określanych z reguły jako spółki-córki, *дочерние компании*). Taką formę przyjęło większość grup kapitałowych, jakie wykształciły się w rosyjskiej gospodarce po kryzysie z 1998 r.<sup>1</sup>

Grupy kapitałowe w krajach rozwijających się przybierają różne formy: pod względem dywersyfikacji, stopnia zaangażowania banków i innych instytucji finansowych, typu integracji (wertikalnej lub horyzontalnej), typów więzi (finansowych, rodzinnych i innych), związków z władzami politycznymi [Khanna, Yafeh, 2007]. Szereg czynników sprzyja, a z drugiej strony utrudnia tworzenie się i rozwój grup w tych gospodarach. Do sprzyjających czynników należy zaliczyć m.in.: wysoką dynamikę wzrostu gospodarczego, prywatyzację, aktywność inwestorów zagranicznych, działalność podmiotów na rynku kontroli korporacyjnej (fuzji i przejęć), odpowiednie ustawodawstwo. Czynniki utrudniające to m.in.: relatywnie niski poziom rozwoju rynku kapitałowego, względnie

<sup>1</sup> Podczas gdy działalność tzw. grup finansowo-przemysłowych, jakie były rozpowszechnione w gospodarce rosyjskiej w latach 1993–1998, była regulowana specjalnie dla nich opracowanym aktem prawnym – ustawą federalną o grupach finansowo-przemysłowych z 30 listopada 1995 r. (Федеральный закон N 190-ФЗ „О финансово-промышленных группах”), nie ma jak dotąd jednego specjalnego aktu prawnego, regulującego funkcjonowanie grup kapitałowych, istniejących po kryzysie z 1998 r. Grupy podporządkowane są ogólnym regulacjom, dotyczącym sektora przedsiębiorstw, przede wszystkim ustawie federalnej o spółkach akcyjnych z 26 grudnia 1995 r. (Федеральный закон „Об акционерных обществах” N 208-ФЗ) oraz Kodeksowi cywilnemu (cz. 1) z 30 listopada 1994 r. (Гражданский кодекс Российской Федерации N 51-ФЗ).

słabo rozwinięty sektor bankowy, silne oddziaływanie władz na sektor przedsiębiorstw oraz własność państwowa<sup>2</sup>.

Za podstawowe motywy tworzenia grup kapitałowych uznać należy dążenie do podniesienia efektywności gospodarowania przedsiębiorstw, ekspansję rynkową czy też chęć zwiększenia siły ekonomicznej. Ogólnie wyróżniane są następujące motywy powstawania i rozwoju grup: operacyjne i techniczne, rynkowe i marketingowe, finansowe, menedżerskie i strategiczne [Sikacz, 2011, s. 60]. Powstawanie i funkcjonowanie grup kapitałowych może również rozwiązywać problemy, jakie ma za zadanie zmniejszać system nadzoru korporacyjnego – m.in. obniżanie kosztów transakcyjnych, monitorowanie kadry zarządzającej, monitorowanie efektywnego wykorzystania pozyskanych środków finansowych (tzw. nadzór wierzycielski). Grupy kapitałowe mają szereg mocnych stron: możliwość dywersyfikacji, ograniczenia ryzyka, odporność na wahania rynku, efektywne wykorzystanie zasobów, transfer wiedzy i in. W krajach rozwijających się mogą być ponadto niejako substytutami nierozwiniętych jeszcze lub brakujących instytucji. Zapewniają także korzystniejsze finansowanie inwestycji niż słabo rozwinięte rynki kapitałowe. Z drugiej jednak strony grupy kapitałowe mają wielu przeciwników i są posądzane m.in. o nieprzejrzystość działań czy też nieprzestrzeganie praw udziałowców mniejszościowych [Aluchna, 2008, s. 450].

Przytoczone definicje oraz motywy tworzenia grup kapitałowych wskazują na konieczność badania mechanizmów nadzoru korporacyjnego dotyczących omawianych podmiotów. Dla dokładnego rozpoznania specyfiki grup kapitałowych w danej gospodarce konieczne wydaje się zbadanie struktury własności, w tym głównych grup właścicieli, poziomu koncentracji własności w spółkach holdingowych i w spółkach podległych, grup podmiotów sprawujących kontrolę korporacyjną, oddziaływania zewnętrznych, rynkowych mechanizmów nadzoru korporacyjnego, czy też uczestnictwa państwa w funkcjonowaniu grup, m.in. jako właściciela [Aluchna, 2010, s. 61–69].

## **2. Główne etapy rozwoju grup kapitałowych w Rosji**

Analiza przemian gospodarczych w Rosji od początku transformacji gospodarczej pozwala na wyodrębnienie głównych etapów rozwoju rosyjskich grup kapitałowych. Kluczowym czynnikiem, który umożliwił rozwój rosyjskich grup, był rozpoczęty w 1992 r. proces prywatyzacji

<sup>2</sup> Dotyczy to prywatnych grup, w innych wypadkach czynnik może być sprzyjający.

przedsiębiorstw państwowych. Już w 1993 r. w gospodarce zaczęły pojawiać się pierwsze tzw. grupy finansowo-przemysłowe (*финансово-промышленные группы*)<sup>3</sup> [Паппе, 2000, s. 30–33]. Inicjatorami ich tworzenia i jednocześnie centralnymi podmiotami były: duże banki, duże przedsiębiorstwa lub specjalnie tworzone struktury finansowe (w formie jednego lub częściowej kilku podmiotów prawnych). Banki zostały właścicielami części dużych przedsiębiorstw w wyniku tzw. aukcji zastawnych lub w następstwie przejmowania udziałów firm za długi. W sytuacji gdy inicjatorem powstania i centralnym podmiotem grup kapitałowych były przedsiębiorstwa, one również dążyły w konsekwencji do utworzenia własnego banku lub przejmowały kontrolę nad istniejącym. Grupy takie tworzone były w przemyśle paliwowo-energetycznym i metalurgicznym. W ich przypadku inicjatorem tworzenia było również państwo, które w procesie prywatyzacji tworzyło wertykalnie zintegrowane grupy [Паппе, Галухина, 2009, s. 5–6]. Najrzadsze były natomiast przypadki, gdy w celu utworzenia grupy powoływano specjalne struktury finansowe.

Drugim ważnym etapem w rozwoju rosyjskich grup kapitałowych były tzw. aukcje zastawne (*залоговые аукционы*), mające miejsce w listopadzie i grudniu 1995 r. Dotyczyły one państwowych pakietów akcji dziesięciu 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. Formalnie aukcje zastawne były konkursowym mechanizmem uzyskania przez rząd kredytów od banków prywatnych pod zastaw kontrolnych pakietów akcji przedsiębiorstw przemysłowych, w celu likwidacji deficytu budżetu federalnego. Mechanizm i następstwa ich przeprowadzenia pozwalają jednak przypuszczać, iż rzeczywistym celem było obejście obowiązującego wówczas zakazu prywatyzacji przedsiębiorstw uznanych za strategiczne. Cele władz były przy tym następujące: trwałe alianse między bankami i przemysłem, pojawienie się w największych przedsiębiorstwach krajowych właścicieli strategicznych i zagwarantowanie politycznego związku między władzami federalnymi a przedsiębiorstwami [Паппе, 2002, s. 34].

Kolejnym znaczącym czynnikiem, jaki przesądził o zmianach i dalszej ewolucji grup kapitałowych w Rosji, był kryzys finansowy z 1998 r.

<sup>3</sup> Obecnie termin nie jest stosowany ani w literaturze przedmiotu, ani w praktyce gospodarczej.

W jego następstwie upadło szereg banków, również tych, które były centralnymi podmiotami grup finansowo-przemysłowych [Паппе, 2002, s. 35]. Pierwsze lata po kryzysie charakteryzowały się nasileniem procesów re-dystrybucji własności, w tym aktywności podmiotów (również państwa) na rynku kontroli korporacyjnej oraz koncentracji kapitału akcyjnego [ИЭПП, 2004, s. 338–339]. Dotyczyło to zarówno grup kapitałowych, jak i całego sektora korporacyjnego w Rosji. Nastąpiło znaczne zwiększenie liczby dużych przedsiębiorstw i grup kapitałowych oraz rozprzestrzenie-nie ich w większości gałęzi przemysłu i w sektorze usług. W wyniku zmian najbardziej powszechnym typem grup kapitałowych w Rosji są obecnie holdingi. Opierają się one o dwupoziomowy system funkcyjnowania (relatywnie rzadko występuje poziom trzeci), w ramach którego na pierwszym poziomie działa spółka nadrzędna (holdingowa), której zadaniem jest zarządzanie kapitałem, w tym zakup i tworzenie spółek-córek. Spółka holdingowa jest głównym właścicielem, zazwyczaj ma większościowe, a często całościowe, udziały w podległych firmach [Guriev, 2010, s. 536]. Jej zadaniem jest koordynacja funkcjonowania całej grupy. Drugi poziom zajmują z kolei przedsiębiorstwa przemysłowe i poszczególne fabryki, które koncentrują się na produkcji lub działalności operacyjnej.

Kryzys finansowy lat 2008–2009 miał również istotny wpływ na grupy kapitałowe w Rosji, choć nie wyzwolił całkowicie nowych tendencji w procesie ich rozwoju. Przede wszystkim skutkowało zwiększeniem udziału państwa we własności. Proces wzrostu udziału państwa we własności rozpoczął się w rosyjskim sektorze korporacyjnym już w połowie ubiegłej dekady. Po kryzysie państwo przejęło część udziałów firm będących w trudnej sytuacji finansowej. Wiele z nich używało swoich aktywów jako zabezpieczenie dalszej ekspansji, w związku z tym spadek wartości aktywów wymusił plan ratunkowy albo sprzedaż udziałów inwestorom zagranicznym lub rządowi. Jak ocenia A. Radygin, tendencje do zwiększenia kontroli państwowej w korporacyjnym sektorze rosyjskiej gospodarki w latach 2007–2008 i po kryzysie były silniejsze niż po kryzysie z 1998 r. i na początku ubiegłej dekady [Радыгин, 2008, s. 88–92]. Według ocen Alfa-banku część akcji rosyjskich spółek należących do państwa w 2006 r. wynosiła 29,6%, na początku 2007 r. 35,1%, natomiast na początku 2008 r. głębokość koncentracji własności w rękach państwa, wyznaczona na pod-

stawie rankingu Expert-400 (obejmującego największe pod względem wartości produkcji rosyjskie firmy), wyniosła ok. 40–45%<sup>4</sup>.

### 3. Główne cechy struktury własności w rosyjskim sektorze korporacyjnym

Kluczowa dla badań sektora korporacyjnego w Rosji jest struktura kapitału akcyjnego i charakterystyka głównych właścicieli, którzy odgrywają decydującą rolę w procesie kierowania spółkami. Analiza własności i jej roli jako mechanizmu nadzoru korporacyjnego wymaga z jednej strony badań struktury (procentowego udziału poszczególnych grup we własności spółki), a z drugiej strony stopnia koncentracji własności (wielkości pakietu udziałów w rękach dominującego właściciela lub grupy właścicieli). Struktura i koncentracja własności wyznacza bowiem z jednej strony podmioty dysponujące kontrolą korporacyjną, a z drugiej określa charakter i znaczenie innych wewnętrznych i zewnętrznych mechanizmów nadzoru korporacyjnego.

Badania przemian w strukturze własności w sektorze przedsiębiorstw pozwalają na wyróżnienie głównych etapów ewolucji oraz cech charakterystycznych tej struktury w rosyjskich firmach:

1. Okres po zakończonej prywatyzacji, w tym voucherowej i tzw. dużej prywatyzacji, tj. lata 1995–1998, który odznaczał się dominacją pracowników i menedżerów (insiderów) we własności spółek. W trakcie tego etapu menedżerowie stopniowo przejmowali udziały spółek [Аукуционек i inni, 1998, s. 108].
2. Okres po kryzysie finansowym z 1998 r. do połowy pierwszej dekady XXI wieku, w trakcie którego miał miejsce dynamiczny proces redystrybucji, koncentracji i konsolidacji własności, również w ramach grup kapitałowych. Nastąpiło znaczące zmniejszenie udziału banków we własności, a wzrósł udział przedsiębiorstw jako właścicieli spółek [Долгопятова, 2009, s. 118]. Przedsiębiorstwa stały się grupą podmiotów dominujących we własności rosyjskich przedsiębiorstw.
3. Okres od połowy ubiegłej dekady, w ramach którego odnotowywany jest systematyczny wzrost udziału państwa we własności, przejawiający się m.in. w konsolidacji własności w ramach państwowych holdingów [Мальгинов, 2000].

<sup>4</sup> Wartości te dotyczą nie tylko bezpośredniego udziału państwa we własności, ale również udziału państwowych przedsiębiorstw we własności innych spółek.

Badania struktury własności rosyjskich przedsiębiorstw prowadzone były już od połowy lat 90. Na uwagę zasługują zwłaszcza badania pracowników Instytutu Analizy Przedsiębiorstw i Rynków Wyższej Szkoły Ekonomii z Moskwy [*Российская корпорация...*, 2009; *Российская промышленность...*, 2002; Долгопятова, 2001, 2009], Rosyjskiego Barometru Ekonomicznego [Капелюшников, 2000, 2001; Kuznetsov i inni, 2008; Капелюшников, Дёмина, 2005], jak również zachodnich badaczy [m.in. Blasi i inni, 1997; Earle, 1998].

Obecnie dominującą grupą właścicieli w rosyjskich spółkach są przedsiębiorstwa. Jak wskazują dane Rosstat (głównego rosyjskiego urzędu statystycznego), w 2011 r. ich udział w kapitale założycielskim spółek wyniósł 56,7% [Федеральная служба..., 2012]. Drugim pod względem udziału we własności podmiotem było państwo (na szczeblu federalnym, regionalnym i municypalnym) – udział w kapitale założycielskim wyniósł 34,5%. Natomiast 5,7% udziału w kapitale założycielskim rosyjskich przedsiębiorstw dotyczy obywateli FR, 2% instytucji finansowych, głównie banków, a 1% tzw. organizacji niekomercyjnych.

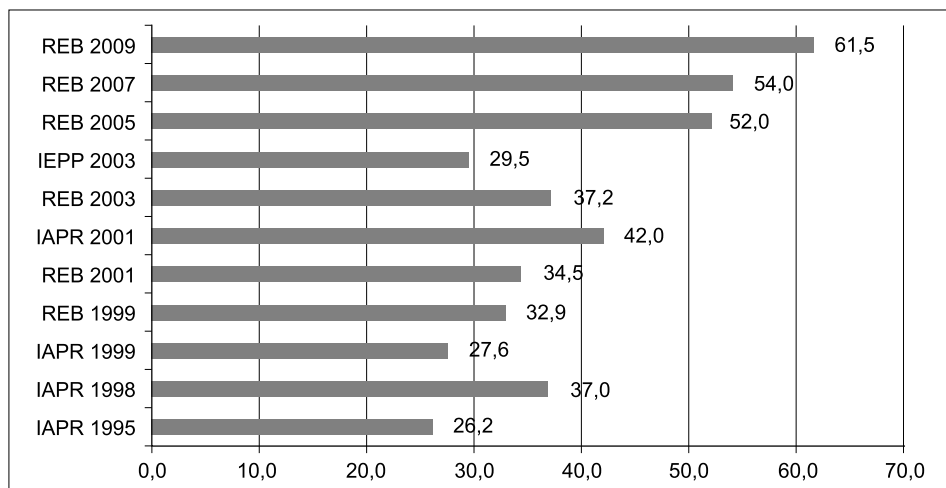
Stopień koncentracji własności w rosyjskim sektorze korporacyjnym należy uznać za bardzo wysoki. Rósł on systematycznie od połowy lat 90., kiedy zakończono zasadniczy etap prywatyzacji przedsiębiorstw państwowych. Jak wskazuje zestawienie wyników badań wiodących rosyjskich ośrodków naukowych zajmujących się badaniami nadzoru korporacyjnego w Rosji, średni poziom koncentracji własności w rękach akcjonariuszy dominujących w połowie lat 90. wynosił 26% (rysunek 1).

Już w połowie ubiegłej dekady największy akcjonariusz rosyjskich spółek zdobył średnio 52% udziałów, natomiast w końcu ubiegłego dziesięciolecia już nawet ponad 61% udziałów w kapitale akcyjnym.

Rosja nie jest wyjątkiem, jeśli chodzi o wysoki stopień koncentracji własności w przedsiębiorstwach. Jak wskazują liczne badania w wymiarze międzynarodowym, skoncentrowana struktura własności występuje w takich krajach, jak: Austria, Belgia, Niemcy, Holandia, Włochy, natomiast wysoce rozdrobniona m.in. w: Wielkiej Brytanii, USA, Japonii [La Porta i inni, 1998, s. 39–40; Becht, Röell, 1999, s. 1052].



**Rysunek 1. Średni udział największego akcjonariusza w kapitale akcyjnym spółek rosyjskich według danych z badań wybranych ośrodków badawczych w latach 1995–2009 (w %)**



Objaśnienia: IAPR – Instytut Analizy Przedsiębiorstw i Rynków, REB – Rosyjski Barometr Ekonomiczny, IEPP – Instytut Gospodarki Okresu Przejściowego.

Źródło: [Долгопятова, 2010, s. 83].

## 4. Struktura własności rosyjskich grup kapitałowych

### 4.1. Cel i metodologia badania

Badanie, którego wyniki prezentowane są w opracowaniu, miało na celu określenie podstawowych cech charakterystycznych struktury własności dotyczącej rosyjskich grup kapitałowych. Jest ważnym punktem wyjściowym do dalszych badań mechanizmów nadzoru korporacyjnego, funkcjonujących wewnątrz grup kapitałowych, lub oddziałujących na nie mechanizmów zewnętrznych. Podstawowe pytania badawcze dotyczyły:

- struktury własności spółek nadrzędnych (holdingowych) w odniesieniu do głównych grup właścicieli,
- struktury własności w odniesieniu do stopnia koncentracji własności w spółkach holdingowych oraz spółkach-córkach,
- porównania struktury własności grup kapitałowych z ogólną strukturą własności w rosyjskim sektorze korporacyjnym.

Badanie przeprowadzono na próbie 100 grup kapitałowych, wykazujących cechy struktury holdingowej<sup>5</sup>, określonej z wykorzystaniem listy

<sup>5</sup> To znaczy posiadające spółkę nadrzędną, często notowaną na giełdzie papierów wartościowych, spółki-córki oraz w części przypadków spółkę powołaną do zarządzania holdingiem.

Expert-400 – rankingu 400 największych pod względem wartości przychodów spółek i grup kapitałowych w Rosji w 2014 r., publikowanego od 1995 r. przez rosyjską agencję ratingową ExpertRA<sup>6</sup>. Podstawowym źródłem informacji była rosyjska baza danych SPARK agencji Interfax (System Profesjonalnej Analizy Rynków i Spółek, *Система профессионального анализа рынков и компаний*), z której uzyskano szczegółowe profile wybranych do badań grup i spółek wchodzących w ich skład, obejmujące informacje dotyczące m.in. struktury własności, zarządu i organów kontroli, polityki dywidendowej oraz wyników finansowych. Profile te oparte są o informacje Rosstat, państwowy rejestr podmiotów prawnych ЕПЮ/А oraz dane przekazywane przez same spółki. Ponadto wykorzystane zostały informacje zawarte na stronach internetowych grup, a w wybranych przypadkach raporty roczne spółek publicznych. Dobór próby badawczej podyktowany został wskazanym wyżej rankingiem i przedstawia się następująco:

- 48 grup kapitałowych z pierwszej setki rankingu,
- 30 grup kapitałowych z drugiej setki rankingu,
- 9 grup kapitałowych z trzeciej setki rankingu,
- 13 grup kapitałowych z czwartej setki rankingu.

Różne liczby grup z poszczególnych setek rankingu wynikają z przyjętego przez autora kryterium. Do próby badawczej zaliczone zostały te grupy, które wykazują cechy holdingu. W rankingu Expert-400 najwięcej holdingów zidentyfikować można w pierwszej setce. Wybrane grupy kapitałowe reprezentują 22 gałęzie przemysłu i różne regiony Rosji.

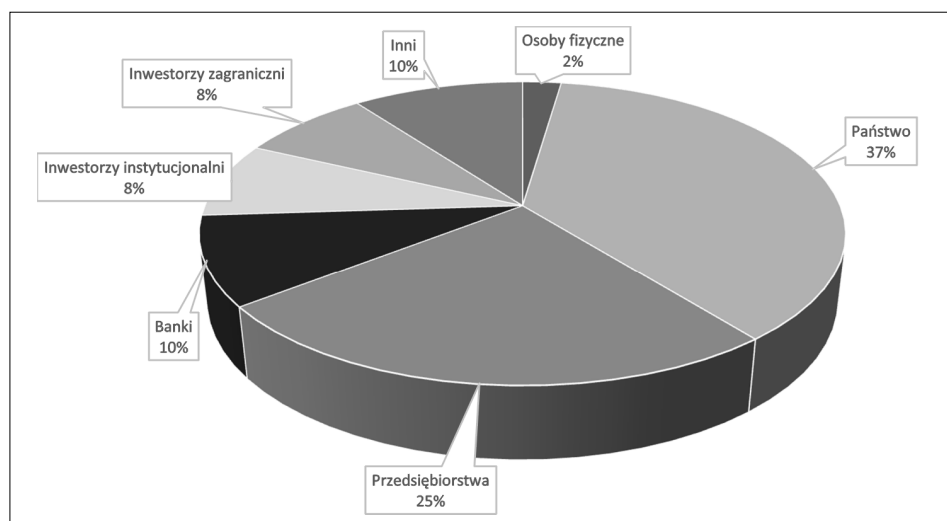
## 4.2. Wyniki badań

Głównym celem przeprowadzonego badania było określenie podmiotów dominujących aktualnie we własności rosyjskich grup kapitałowych. W związku z tym należało przede wszystkim określić głównych właścicieli spółek holdingowych badanych grup. Jak wskazują dane zawarte na rysunku 2, dominującym właścicielem w badanej grupie spółek jest państwo (na różnych szczeblach – federalnym, regionalnym i municypalnym), które w 2014 r. dysponowało 36,9% udziału w kapitale założycielskim firm. Wynik ten z jednej strony może być wytłumaczony faktem, iż państwo jest dominującym lub jedynym właścicielem kilku największych grup z przyjętej próby, a z drugiej strony posiada udziały w kapitale założycielskim dużych grup z próby badawczej, w których do-

<sup>6</sup> Szczegółowe informacje dotyczące rankingu: [РЕЙТИНГ „ЭКСПЕРТ-400” Ежегодный рейтинг крупнейших компаний, [http://www.raexpert.ru/rankings/#r\\_845](http://www.raexpert.ru/rankings/#r_845)].

minują właściciele prywatni. Udział państwa w rzeczywistości jest zaniżony, z uwagi na fakt, iż w sytuacji gdy wśród właścicieli pojawiały się tzw. państwowe korporacje (*закорпорация*), m.in. Rosneftiegaz, Rosneft i Rosatom, zaliczone zostały do grupy przedsiębiorstw<sup>7</sup>. Podobna sytuacja dotyczyła banków – nawet jeśli były to podmioty państwowe, zostały zaliczone do grupy banków. Państwo, zwłaszcza na poziomie federalnym, okazuje się być głównym właścicielem największych grup kapitałowych w Rosji.

**Rysunek 2. Struktura własności spółek holdingowych grup kapitałowych w Rosji w 2014 r. (w %)**



Źródło: Opracowanie własne.

Drugą pod względem udziału w kapitale założycielskim badanych podmiotów grupą właścicieli są inne przedsiębiorstwa. Ich udział we własności badanych spółek holdingowych wynosi 25,2%. Relatywnie znaczącą grupą podmiotów są banki i inwestorzy instytucjonalni – ich udział w kapitale założycielskim badanych spółek holdingowych wynosi odpowiednio 9,5 i 8%. Są to zarówno podmioty prywatne, jak i państwowe. Niecałe 8% udziału we własności dotyczy inwestorów zagranicznych. Wynika to przede wszystkim z faktu, iż w części badanych spółek holdingowych właścicielem jest podmiot zarejestrowany w krajach o korzystnym systemie podatkowym. Do grupy „inni właściciele” zaliczono

<sup>7</sup> Taka metodologia stosowana jest przez Rosstat.

podmioty, których nie można zidentyfikować (10,2% udziału we własności badanych spółek holdingowych). Natomiast udział osób fizycznych w kapitale założycielskim badanych podmiotów wyniósł 2,3%.

Kolejnym elementem badania było określenie stopnia koncentracji własności w badanych grupach kapitałowych. Przeprowadzona analiza potwierdza bardzo wysoki stopień koncentracji własności w spółkach holdingowych. W badanej grupie zaledwie w 12 firmach największy akcjonariusz posiadał mniej niż 25% udziałów (tablica 1). W 20 spółkach największy właściciel dysponował udziałami w przedziale 25–50%, w 20 w przedziale 50–75%, natomiast aż w 48 firmach największy akcjonariusz miał co najmniej 75% akcji. Średni udział największego akcjonariusza w kapitale założycielskim badanych przedsiębiorstw wyniósł 70,3%.

**Tablica 1. Koncentracja własności w badanych spółkach holdingowych w 2014 r.**

Udział największego akcjonariusza	Liczba spółek o danym udziale największego akcjonariusza we własności
do 25%	12
25–50%	20
50–75%	20
75–99,99%	26
100%	22

Źródło: Opracowanie własne.

Skoncentrowana struktura własności dotyczy również spółek-córek (*дочерние общества, дочерние предприятия*). W próbie badawczej zidentyfikowano 2675 podmiotów, w ogromnej większości przedsiębiorstw przemysłowych, w których kapitale założycielskim spółki holdingowe mają udziały. 49,7% przypadków to takie spółki-córki, w których spółki holdingowe posiadają 100% udziału we własności. Spółki holdingowe w 26,5% spółek-córek posiadają co najmniej 50% udziału w kapitale założycielskim (przyjęty przedział 50,01–99,99%). Oznacza to, iż w 3/4 przypadków badanych spółek-córek spółka holdingowa jest właścicielem dominującym lub posiada całkowitą kontrolę. W 12,2% spółek-córek spółka nadrzędna posiada co najmniej 25% udziałów, a w 11,6% mniej niż 25% udziału w kapitale założycielskim.

Wysoka koncentracja własności w rękach dominującego akcjonariusza w badanych podmiotach przekłada się na pozycję akcjonariuszy mniejszościowych. Rosyjski sektor korporacyjny charakteryzuje się znaczącymi nadużyciami w sferze przestrzegania praw akcjonariuszy mniejszościowych, do których należy zaliczyć m.in.: 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 [ЯКОВЛЕВ, 2006, s. 100]<sup>8</sup>.

Należy więc uznać, że podczas gdy udział państwa we własności badanych spółek holdingowych odpowiada rozmiarom szacowanym przez Rosstat ogólnie w gospodarce rosyjskiej (punkt 3), to udział przedsiębiorstw jest zdecydowanie niższy (25,2% wobec 56,7%). W przypadku grup kapitałowych znaczącymi właścicielami są banki, inwestorzy instytucjonalni i zagraniczni, co odróżnia grupy od sektora przedsiębiorstw w ujęciu ogólnym. Z kolei stopień koncentracji własności zarówno w spółkach holdingowych, jak i spółkach-córkach należących do grup kapitałowych, jest wyższy niż średnio dla całego sektora korporacyjnego w Rosji.

## Zakończenie

Podstawowym celem opracowania było opisanie wyników badań struktury własności przeprowadzonych na próbie 100 rosyjskich grup kapitałowych typu holdingowego, klasyfikowanych na liście Expert-400 – rankingu 400 największych pod względem wartości przychodów spółek i grup kapitałowych w Rosji w 2014 r. Wyniki pozwoliły odpowiedzieć na pytania badawcze dotyczące struktury własności spółek wchodzących w skład holdingów, zarówno pod względem głównych grup właścicieli, jak i stopnia koncentracji. Grupy kapitałowe w Rosji odznaczają się wysokim stopniem koncentracji własności, tak na poziomie spółek holdingowych, jak i spółek-córek. Główne grupy właścicieli spółek holdingowych

---

<sup>8</sup> Niski poziom przestrzegania praw akcjonariuszy mniejszościowych w rosyjskich przedsiębiorstwach potwierdzają również badania takich instytucji międzynarodowych, jak Bank Światowy (raporty Doing Business), czy Property Rights Alliance (Międzynarodowy Indeks Praw Własności (International Property Rights Index, IPRI).

to państwo (na poziomie federalnym, regionalnym i municypalnym) oraz inne spółki.

Odnosząc się do wyników badań wiodących rosyjskich ośrodków naukowych wobec sektora korporacyjnego w Rosji, można przyjąć, iż dana struktura własności w grupach kapitałowych może wywierać decydujący wpływ na inne mechanizmy nadzoru korporacyjnego. Może ona determinować strukturę i rolę wewnętrznych mechanizmów nadzoru i kontroli (w rosyjskich spółkach radę dyrektorów), wykorzystywanie mechanizmu nadzoru wierzycielskiego, czy też oddziaływanie zewnętrznych mechanizmów nadzoru. Wynika stąd konieczność kontynuowania badań rosyjskich grup kapitałowych, w celu rozpoznania ogólnej specyfiki nadzoru korporacyjnego dotyczącej tych podmiotów.

Opisane badania są ponadto jedynie częścią analiz, jakie mogą zostać przeprowadzone w odniesieniu do struktury własności. Dalsze badania mogą dotyczyć próby sprawdzenia, czy w przypadku rosyjskich grup można mówić o strukturach piramidowych oraz czy w grupach występują powiązania inne niż jedynie kapitałowe (tzn. bez udziału spółek holdingowych we własności innych spółek należących do grupy). Ponadto badania mogą dotyczyć obecności w strukturze grup spółek zagranicznych. Z wymienionych względów badania rosyjskich grup kapitałowych w obszarze nadzoru korporacyjnego będą kontynuowane.

## Literatura

1. Aluchna M. (2008), *Współczesne wyzwania grup kapitałowych*, w: *O nowy ład gospodarczy w Polsce*, Bartkowiak R., Ostaszewski J. (red.), Szkoła Główna Handlowa w Warszawie, Warszawa.
2. Aluchna M. (2010), *Kierunki rozwoju współczesnych grup kapitałowych. Perspektywa międzynarodowa*, Szkoła Główna Handlowa w Warszawie, Warszawa.
3. Аукуционек С., Жуков В. Капелюшников Р. (1998), *Доминирующие категории собственников и их влияние на хозяйственное поведение предприятий*, „Вопросы экономики”, No. 12.
4. Авдашева С. Б. (2007), *Российские холдинги новые эмпирические свидетельства*, „Вопросы экономики”, No. 1.
5. Becht M., Röell A. (1999), *Blockholdings in Europe: An International Comparison*, „European Economic Review”, Vol. 43, No. 4.
6. Blasi J., Kroumova M., Kruse D. (1997), *Kremlin Capitalism. Privatizing the Russian Economy*, Cornell University Press, Ithaca, NY.

7. Долгопятова Т. (2001), *Модэли и механизмы корпоративного контроля в российской промышленности*, „Вопросы экономики”, No. 5.
8. Долгопятова Т. (2009), *Изменение структуры собственности на предприятиях обрабатывающей промышленности*, „Вопросы экономики”, No. 12.
9. Долгопятова Т. Г. (2010), *Концентрация собственности в российской промышленности: эволюционные изменения на микроуровне*, „Журнал новой экономической ассоциации”, No. 8.
10. Earle J. S. (1998), *Post-Privatization Ownership Structure and Productivity in Russia Industrial Enterprises*, European Corporate Governance Institute, [www.ecgi.org/conferences/economic\\_performance/documents/pap\\_tab6.pdf](http://www.ecgi.org/conferences/economic_performance/documents/pap_tab6.pdf).
11. Федеральная служба государственной статистики (2012), *Промышленность России 2012*, [http://www.gks.ru/wps/wcm/connect/rosstat\\_main/rosstat/ru/statistics/publications/catalog/doc\\_1139918730234](http://www.gks.ru/wps/wcm/connect/rosstat_main/rosstat/ru/statistics/publications/catalog/doc_1139918730234), dostęp dnia 20.02.2014.
12. Grabowiecki J. (2006), *Grupy kapitałowo-przemysłowe keiretsu w nowych warunkowaniach rozwojowych gospodarki Japonii. Przyczyny regresu*, Wydawnictwo UwB, Białystok.
13. Guriev S., Rachinsky A. (2004), *Ownership concentration in Russian industry*, Center for Economic and Financial Research (CEFIR), Moscow, Working Papers, No. 45, October.
14. Guriev S. (2010), *Business Groups in Russia*, w: *The Oxford Handbook of Business Groups*, Oxford University Press, New York.
15. Hainz Ch. (2006), *Business Groups in Emerging Markets – Financial Control and Sequential Investment*, CESifo Working Paper, No. 1763.
16. Институт экономики переходного периода ИЭПП (2004), *Российская экономика в 2003 году. Тенденции и перспективы (Выпуск 25)*, Москва, <http://iep.ru/ru/rossiiskaya-ekonomika-v-2003-godu-tendenicii-i-perspektivy-vypusk-25.html>, dostęp dnia 20.09.2013.
17. Яковлев А. А. (2006), *Агенты модернизации*, Издательский дом Государственного университета Высшей школы экономики, Москва.
18. 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. 1.
19. Капелушников Р. (2000), *Крупнейшие и доминирующие собственники в российской экономике*, „Вопросы экономики”, No. 1.

20. Капедушников Р. (2001), *Собственность и контроль в российской промышленности*, „Вопросы экономики”, No. 12.
21. Капедушников Р. И., Дёмма Н. В. (2005), *Обновление высшего менеджмента российских промышленных предприятий: свидетельства „Российского экономического барометра”*, „Российский журнал менеджмента”, Т. 3, No. 3.
22. Kedia V., Mukherjee D., Lahiri S. (2006), *Indian business groups: evolution and transformation*, „Asia Pacific Journal of Management”, Vol. 23.
23. Khanna T., Palepu K. (2000), *In group affiliation profitable in emerging markets? An analysis of diversified Indian business groups*, „Journal of Finance”, Vol. 55.
24. Khanna T., Rivkin J. W. (2001), *Estimating the performance effects of business groups in emerging markets*, „Strategic Management Journal”, Vol. 22, Issue 1.
25. Khanna T., Yafeh Y. (2007), *Business Groups in Emerging Markets: Paragons or Parasites?*, „Journal of Economic Literature”, Vol. 14.
26. 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, No. 4.
27. La Porta R. F., Lopez de Silanes F., Shleifer A. (1998), *Corporate Ownership Around the World*, NBER, Working Paper Series, Working Paper 6625.
28. Lu Y., Yao J. (2006), *Impact of state ownership and control mechanisms on the performance of group affiliated companies in China*, „Asia Pacific Journal of Management”, Vol. 23.
29. Мальгинов Г. (2000), *Участие государства в управлении корпоративными структурами России*, „Вопросы экономики”, No. 9.
30. Morck R. (2004), *How to Eliminate Pyramidal Business Groups – The Double Taxation of Inter-Corporate Dividends and Other Incisive Uses of Tax Policy*, NBER Working Paper Series, Working Paper 10944.
31. Morck R. (red.) (2005), *A History of Corporate Governance around the World: Family Business Groups to Professional Managers*, Chicago University Press, Chicago.
32. Morck R., Nakamura M. (2007), *Business Groups and the Big Push: Meiji Japan's Mass Privatization and Subsequent Growth*, NBER Working Paper Series, Working Paper 13171.



33. Паппе Я. Ш. (2000), *Олигархи. Экономическая хроника 1992–2000*, Государственный Университет „Высшая школа экономики”, Москва.
34. Паппе Я. Ш. (2002), *Российский крупный бизнес как экономический феномен: особенности становления и цовременного этапа разбития*, „Проблемы прогнозирования”, No. 1.
35. Паппе Я. Ш., Галухина Я. Ц. (2009), *Российский крупный бизнес – первые 15 лет. Экономические хроники 1993–2008*, Издательский Дом ГУ-БШЭ, Москва.
36. Радыгин А. (2008), *Государственный капитализм и финансовый кризис: факторы взаимодействия, издержки и перспективы*, „Экономическая политика” No. 6.
37. *Российская корпорация: Внутренняя организация, внешние взаимодействия, перспективы развития* (2009), Т. Г. Долгопятова, И. Ивасаки, А. А. Яковлев (ред.), Издательский Дом Государственного университета Высшей школы экономики, Москва.
38. *Российская промышленность: институциональное развитие* (2002), под ред. Т. Г. Долгопятовой, Государственный Университет „Высшая Школа Экономики”, Москва.
39. Shumilov A. (2008), *Performance of business groups: Evidence from post-crisis Russia*, Bank of Finland, Institute for Economies in Transition, Helsinki, Discussion Papers, No. 24.
40. Sikacz H. (2011), *Ocena sytuacji finansowej operacyjnych grup kapitałowych*, Oficyna a Wolters Kluwer, Warszawa.
41. SPARK, *Professional Market and Companies Analysis System*, profile wybranych rosyjskich spółek, <http://www.spark-interfax.ru/Front/Index.aspx>, dostęp dnia 16.12.2014–17.03.2015.
42. Trocki M. (2004), *Grupy kapitałowe. Tworzenie i funkcjonowanie*, Wydawnictwo Naukowe PWN, Warszawa.
43. Zattoni A. (1999), *The Structure of Corporate Groups: the Italian case*, „Corporate Governance: An International Review”, Vol. 7, Issue 1.

## Streszczenie

Grupy kapitałowe odgrywają w rosyjskiej gospodarce znaczącą rolę, są również bardzo interesującym przedmiotem badań w kontekście badań nadzoru korporacyjnego. Struktura własności jest jednym z kluczowych mechanizmów nadzoru korporacyjnego. Niniejsze opracowanie zawiera omówienie wyników badań struktury własności w grupie 100 rosyjskich grup kapitałowych. W struk-

turze własności największych grup kapitałowych w Rosji dominują państwo oraz inne przedsiębiorstwa. Struktura własności wykazuje ponadto bardzo wysoki stopień koncentracji, zarówno na poziomie spółek holdingowych, jak i spółek-córek badanych grup kapitałowych.

### **Słowa kluczowe**

grupy kapitałowe, Rosja, holding, koncentracja własności

### **Corporate governance in Russian business groups – ownership structure (Summary)**

Business groups play significant role in Russian economy. They are also very interesting research subject in corporate governance context. The ownership structure is one of the crucial corporate governance mechanisms. The article discusses results of ownership structure research in Russian business groups. The state and other companies are main owners of the greatest business groups in Russia. Ownership structure in business groups is very concentrated, including holding and subsidiary companies.

### **Keywords**

business groups, Russia, holding, ownership concentration