



Monika Fiedorczyk

Uniwersytet w Białymstoku
Wydział Ekonomii i Zarządzania
Zakład Międzynarodowych Stosunków Gospodarczych
monika.fiedorczyk@uwb.edu.pl

WŁASNOŚĆ PAŃSTWOWA A MODEL NADZORU KORPORACYJNEGO W ROSJI¹

Streszczenie: Celem artykułu jest analiza znaczenia własności państwowej w sektorze korporacyjnym w Rosji w kontekście nadzoru korporacyjnego. W gospodarce rosyjskiej, pomimo przeprowadzonej w pierwszej połowie lat 90. prywatyzacji, państwo nadal pozostaje znaczącym akcjonariuszem. Wynika to po pierwsze z przyjętych specyficznych rozwiązań prawnych, w tym możliwości zatrzymania pakietów akcji lub posiadania tzw. złotej akcji. Ponadto państwo w połowie ubiegłej dekady rozpoczęło gromadzenie własności, m.in. w celu zwiększenia rozmiarów posiadanych holdingów. Proces ten został wzmocniony kryzysem gospodarczym z 2008 r. Uczestnictwo państwa we własności rosyjskich korporacji wywołuje znaczące implikacje dla wybranych mechanizmów nadzoru korporacyjnego, w tym rady dyrektorów, rynku kontroli korporacyjnej oraz rynku kapitałowego. Przesądza również o specyfice rosyjskiego systemu nadzoru korporacyjnego.

Słowa kluczowe: państwo, struktura własności, nadzór korporacyjny, Rosja.

Wprowadzenie

Przemiany polityczne i gospodarcze, jakie rozpoczęły się w Rosji pod koniec lat 80. XX w. sprawiły, że pojawiły się w tym kraju całkowicie nowe możliwości i warunki dla powstania i rozwoju sektora prywatnego. Reformy ekonomiczne skutkowały powstaniem i rozwojem kluczowych mechanizmów nadzoru korporacyjnego. W tym obszarze podstawowe efekty przemian gospodarczych

¹ Praca powstała w ramach projektu pt. *Ewolucja systemu nadzoru korporacyjnego w Rosji*, sfinansowanego ze środków Narodowego Centrum Nauki przyznanych na podstawie decyzji nr DEC-2013/11/N/HS4/03327.

dotyczyły zmian w strukturze własności i umożliwiły przejęcie znacznej części tej własności przez nowych właścicieli.

Struktura własności w Rosji, podobnie jak w innych krajach Europy Środkowej i Wschodniej, charakteryzuje się wysokim stopniem koncentracji i obecnością dominujących właścicieli. Początkowo dominującą grupą właścicieli byli menedżerowie i szeregowi pracownicy, w kolejnych latach, w następstwie intensywnych procesów redystrybucji i koncentracji własności, zostały nimi inne przedsiębiorstwa. Znaczącym właścicielem rosyjskich spółek na różnych szczeblach pozostaje państwo. Wywołuje to określone konsekwencje zarówno dla samej struktury własności, jak i innych mechanizmów nadzoru korporacyjnego.

Celem artykułu jest ocena głównych aspektów dotyczących obecności państwa we własności w rosyjskim sektorze korporacyjnym oraz implikacji własności państwowej dla innych mechanizmów nadzoru korporacyjnego. W pierwszej części artykułu opisana została rola struktury własności jako mechanizmu nadzoru korporacyjnego. Część druga zawiera opis kluczowych etapów ewolucji oraz cechy charakterystyczne struktury własności w rosyjskim sektorze korporacyjnym. Główna część artykułu dotyczy analizy roli państwa jako właściciela w rosyjskich przedsiębiorstwach. Ponadto omówione zostały implikacje udziału państwa we własności dla innych mechanizmów nadzoru korporacyjnego w Rosji.

1. Struktura własności jako mechanizm nadzoru korporacyjnego

Nadzór korporacyjny (*corporate governance*), według definicji zawartej w *Zasadach nadzoru korporacyjnego OECD* z 2004 r., oznacza sieć relacji między kadrą zarządzającą spółek, ich organami zarządzająco-nadzorczymi, akcjonariuszami i innymi interesariuszami [OECD, 2004, s. 11]. Nadzór oferuje strukturę, za pośrednictwem której ustalane są cele spółki, środki realizacji tych celów oraz środki umożliwiające śledzenie wyników spółki. W praktyce na system nadzoru korporacyjnego składa się szereg mechanizmów wewnętrznych o charakterze kontrolnym i motywacyjnym, w tym struktura własności, zarząd (rada dyrektorów i rada nadzorcza), powiązania kapitałowe, kredytodawcy, pracownicy i wynagrodzenia menedżerów [Aluchna, 2009, s. 100]. Zewnętrzne mechanizmy i instytucje nadzoru korporacyjnego związane są z dyscyplinującym i motywującym oddziaływaniem sił rynkowych [Oplustil, 2010, s. 42]. Zaliczane są do nich mechanizmy rynkowe: rynek kapitałowy, rynek kontroli korporacji (fuzji i przejęć), rynek długu, rynek talentów menedżerskich, rynek produktów, rynek informacji oraz mechanizmy regulacyjne, w tym ustawodawstwo, tzw. kodeksy dobrych praktyk oraz instytucje nieformalne.

Kluczową dla analizy nadzoru korporacyjnego i jego wewnętrznych mechanizmów jest struktura własności przedsiębiorstw [Zalega, 2003, s. 106]. Stopień koncentracji własności określa siłę i rodzaj oddziaływania akcjonariuszy na działalność firmy, możliwości jej monitorowania i kontroli menedżerów. Wpływa też na cele i oczekiwania posiadaczy akcji wobec spółki. Struktura własności, dotycząca wysokości posiadanych udziałów w firmie oraz stopnia koncentracji udziałów przez różnych właścicieli, określa możliwości decydowania o działaniach podejmowanych przez spółkę [Aluchna, 2007, s. 72]. Do grona właścicieli można przy tym zaliczyć: inwestorów, osoby prywatne, rodziny, państwo, inwestorów instytucjonalnych (fundusze emerytalne, inwestycyjne, towarzystwa ubezpieczeniowe), banki, menedżerów, pracowników, fundusze *private equity/venture capital*, inne spółki [Jeżak, 2010, s. 45-83].

Stopień koncentracji własności znacząco oddziałuje na nadzór korporacyjny. Rozproszona struktura własności z reguły oznacza ograniczenie wpływu inwestorów na decyzje podejmowane w spółce, wysokie koszty i brak motywacji do bezpośredniego monitorowania menedżerów [Bogacz-Miętka, 2011, s. 44-45]. Pociąga to za sobą krótkoterminową perspektywę działania kadry zarządzającej, większą rolę zarządu w kierowaniu spółką i monitorowaniu działań menedżerów, znaczącą rolę rynku kapitałowego i rynku kontroli korporacji jako mechanizmów nadzoru korporacyjnego. Skoncentrowana struktura własności i obecność akcjonariusza dominującego wpływa na kształtowanie się długoterminowych relacji między spółką a inwestorami. Redukowane jest zjawisko oddzielenia własności od kontroli. Właściciel dominujący jest silnie zmotywowany do monitorowania działań menedżerów i ich ewentualnych zwolnień. Mniejszą lub znikomą rolę odgrywają zewnętrzne mechanizmy nadzoru korporacyjnego. Negatywne strony obecności akcjonariusza dominującego w spółce to dążenie do realizacji własnego interesu kosztem pozostałych udziałowców, naruszanie praw innych inwestorów, nadmierna kontrola menedżerów, która może pozbawić ich wymiernych prywatnych korzyści i zabić inicjatywę [Aluchna, 2007, s. 80].

2. Struktura własności w rosyjskim sektorze korporacyjnym

Strukturę własności dużych i średnich przedsiębiorstw w Rosji w pierwszej połowie lat 90. XX w. określiły dwa typy prywatyzacji: masowa (voucherowa), jaka miała miejsce w latach 1992-1994, oraz tzw. duża prywatyzacja. Prywatyzacja voucherowa polegała na bezpłatnym przekazaniu rosyjskim obywatelom specjalnych czeków prywatyzacyjnych (voucherów), które następnie mogły być

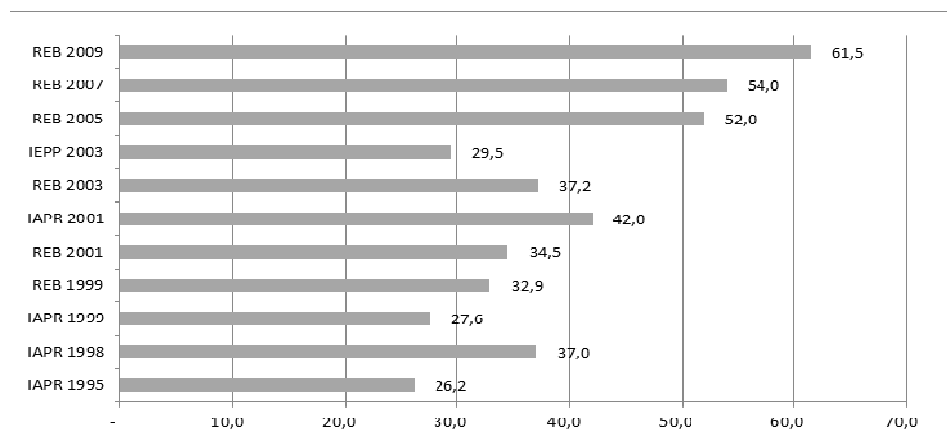
zamieniane na akcje prywatyzowanych przedsiębiorstw lub udziały w tzw. czekowych funduszach inwestycyjnych, jak również sprzedawane na rynku wtórnym [Jermakowicz i Pańków, 1995, s. 92-93]. Duża prywatyzacja objęła średnie oraz duże przedsiębiorstwa, które mogły być prywatyzowane na aukcjach, targach inwestycyjnych i w konkursach komercyjnych. W przypadku dużych przedsiębiorstw możliwa była jedynie prywatyzacja w celu przekształcenia ich w spółki akcyjne i następnie obrót akcjami na rynku kapitałowym. Z metody tej wyłączone zostały przedsiębiorstwa, których prywatyzacja została zabroniona². W programie dużej prywatyzacji zaproponowano trzy jej warianty, które w praktyce oznaczały bardzo znaczące przywileje dla menedżerów i szeregowych pracowników (m.in. polegały na nieodpłatnym przekazaniu im dużej części udziałów lub opcji zakupu nawet połowy udziałów za vouchery).

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 zakończeniu zasadniczego etapu prywatyzacji, tj. lata 1995-1998, który odznaczał się dominacją początkowo pracowników, następnie menedżerów i banków we własności spółek [Аукционек и in., 1998, s. 108].
2. Okres po kryzysie finansowym z 1998 r. do połowy pierwszej dekady XXI w. – miał wówczas miejsce dynamiczny proces redystrybucji, koncentracji i konsolidacji własności. Nastąpiło znaczące zmniejszenie udziału banków we własności, a wzrósł udział przedsiębiorstw jako właścicieli spółek [Долгопятова, 2009, s. 118]. Przedsiębiorstwa stały się dominującą grupą właścicieli.
3. Okres od połowy ubiegłej dekady, w ramach którego ma miejsce systematyczny wzrost udziału państwa we własności, przejawiający się m.in. w konsolidacji własności w ramach państwowych holdingów [Мальгинов, 2000].

Stopień koncentracji własności w rosyjskim sektorze korporacyjnym należy uznać za bardzo wysoki. Rósł on systematycznie od połowy lat 90. XX w., 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% (rys. 1).

² Wyłączone z prywatyzacji zostały m.in. przedsiębiorstwa z branż: leśnictwo, eksploatacja zasobów morskich, produkcja i przesyłanie energii elektrycznej, wydobywanie, przetwórstwo oraz zbyt ropy naftowej, gazu ziemnego, drogocennych metali, kamieni i radioaktywnych oraz rzadkich komponentów, produkcja zbrojeniowa, spirytusowa, transport kolejowy, wodny i lotniczy, przedsiębiorstwa badawczo-rozwojowe i projektowo-konstrukcyjne, obiekty bezpieczeństwa narodowego, wybrane przedsiębiorstwa sprzedaży hurtowej [Jermakowicz i Pańków, 1995, s. 28, 77].



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

Rys. 1. Średni udział największego akcjonariusza w kapitale akcyjnym spółek rosyjskich wg danych z badań wybranych ośrodków badawczych w latach 1995-2009 (w %)

Źródło: Долгопятова [2010, s. 83].

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.

3. Własność państwowa w rosyjskich korporacjach

Państwo, pomimo prowadzonej w gospodarce Rosji przez dwie dekady prywatyzacji, pozostaje nadal właścicielem lub współwłaścicielem znaczącej liczby przedsiębiorstw, zarówno na poziomie federalnym, regionalnym, jak i municypalnym. Najobszerniejsze dane dotyczące liczby państwowych przedsiębiorstw w gospodarce rosyjskiej udostępnia Rosstat (główny rosyjski urząd statystyczny). W 2013 r. liczba państwowych i municypalnych podmiotów wynosiła ok. 334 tys., co stanowiło ok. 7% wszystkich podmiotów funkcjonujących na terenie Rosji. Udział ten spada systematycznie od momentu rozpoczęcia procesu prywatyzacji (tabela 1).

Tabela 1. Liczba i struktura ogółu przedsiębiorstw i organizacji wg form własności w Rosji w latach 1995-2013

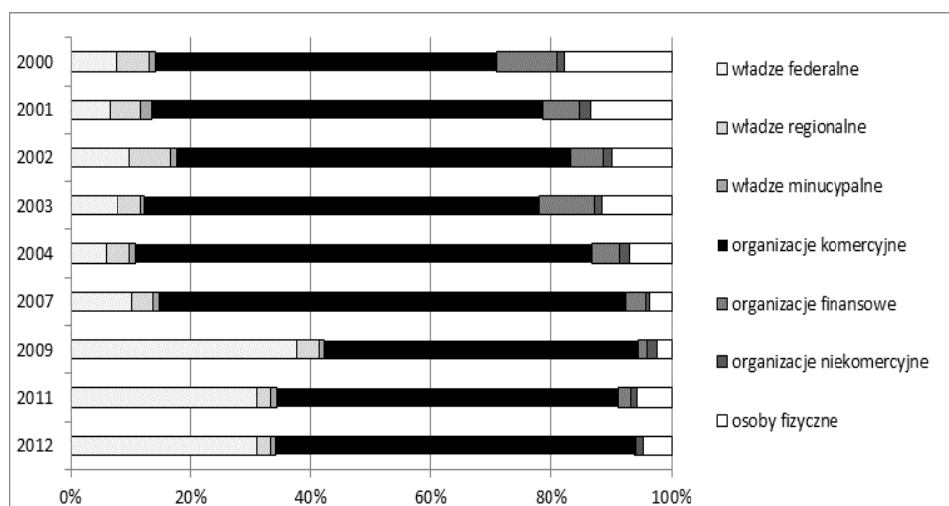
Liczba przedsiębiorstw i organizacji (w tys.)	1995	1996	1998	1999	2000	2002	2005	2007	2008	2009	2010	2011	2013
		1946	2250	2727	2901	3106	3594	4767	4675	4772	4908	4823	4867
w tym według form własności (w %)													
państwowa	16,7	14,3	5,4	5,1	4,8	4,3	3,4	3,0	2,8	2,6	2,5	2,4	2,4
municipalna	8,8	8,8	6,5	6,3	6,4	6,4	5,3	5,6	5,4	5,2	5,1	4,9	4,7
prywatna	62,5	63,4	73,9	74,0	74,4	75,8	80,5	82,5	83,3	84,1	85,1	85,6	85,9
własność organizacji społecznych i religijnych	2,7	4,2	5,8	6,3	6,9	6,6	5,3	4,6	4,1	3,8	3,3	3,1	3,0
inne	9,3	9,3	8,6	8,3	7,5	6,8	5,6	4,3	4,4	4,3	4,1	4,1	4,1

Objaśnienia: Własność państwowa: na poziomie federalnym i regionalnym; inne formy własności: własność mieszana, w tym rosyjska państwowa i prywatna, zagraniczna, rosyjska i zagraniczna. Za lata 1995-2004 dane na 1 stycznia, za lata 2005-2012 dane na koniec roku.

Źródło: Opracowanie własne na podstawie [www 3].

Rosstat nie publikuje jednak danych dotyczących udziału przedsiębiorstw o własności mieszanej, ponadto statystyka obejmuje jedynie bezpośrednią własność państwową, a firmy będące własnością spółek państwowych są traktowane jako prywatne, stąd wskaźniki zawarte w powyższej tabeli należy uznać za zaniżone. Dane nie pokazują również rozmiarów podmiotów będących własnością organów władz.

Dominującą grupą właścicieli w rosyjskich spółkach są obecnie inne przedsiębiorstwa. Jak wskazują dane Rosstatu, w 2012 r. ich udział w kapitale założycielskim spółek wyniósł 58,5% (rys. 2). Drugim pod względem udziału we własności podmiotem było państwo (na szczeblu federalnym, regionalnym i municypalnym) – łączny udział w kapitale założycielskim wyniósł 33,3%. 4,5% udziału w kapitale założycielskim rosyjskich przedsiębiorstw posiadali obywatele Federacji Rosyjskiej, 4,2% instytucje finansowe, głównie banki, a 1,2% tzw. organizacje niekomercyjne.



Objaśnienia: Struktura dotyczy wszystkich podmiotów gospodarczych funkcjonujących na terytorium FR (z wyłączeniem podmiotów zagranicznych), w tym przedsiębiorstw unitarnych, urzędów, podmiotów będących własnością organizacji społecznych i religijnych.

Rys. 2. Struktura kapitału założycielskiego podmiotów gospodarczych Federacji Rosyjskiej wg akcjonariuszy (założycieli) w latach 2000-2012 (w %)

Źródło: Opracowanie własne na podstawie [www 2].

Funkcjonowanie państwowych przedsiębiorstw w rosyjskiej gospodarce ma swoje źródło w wyłączeniu z prywatyzacji wybranych przedsiębiorstw, zaliczanych do strategicznych sektorów gospodarki. Ponadto ograniczenia w sferze

prywatyzacji umożliwiły pojawienie się własności mieszanej i państwowych pakietów akcji [Мальгинов и Радыгин, 2007, s. 26, 109]. Na podstawie przyjętych rozwiązań wyznaczono grupę przedsiębiorstw, których prywatyzacja możliwa była dzięki specjalnym postanowieniom rządu lub powołanego Państwowego Komitetu ds. Zarządzania Majątkiem Narodowym (GKI). W przypadku takiego postanowienia rząd lub GKI zatrzymywały w swoich rękach pakiet 25, 38 lub 51% akcji przeznaczonych dla przedsiębiorstw (tzw. pakiety zabezpieczone) [Муравьев, 2003a, s. 5-6]. Początkowo okres zabezpieczenia określonego pakietu akcji wynosił 3 lata, ale państwo mogło go wydłużyć. W 1997 r. nowa ustawa o prywatyzacji przekształciła wszystkie pakiety zabezpieczone w bezterminowo pozostające we własności państwa. Część z przeznaczonych do sprzedaży państwowych pakietów akcji nie znalazła odbiorców, stąd stały się tzw. resztowymi pakietami akcji. Pozostały we własności Rosyjskiego Funduszu Majątku Federalnego lub jego regionalnych oddziałów.

Jeszcze jednym sposobem na utrzymanie kontroli w prywatyzowanych przedsiębiorstwach, uznanych za strategicznie ważne, ale podlegających prywatyzacji, była emisja tzw. złotej akcji, właścicielem której mogło być tylko państwo [Муравьев, 2003b, s. 103-104]. Oprócz wszystkich podstawowych praw dawała ona prawo weta w ważnych postanowieniach dotyczących spółki. Okres ważności złotej akcji wynosił trzy lata, ale rząd rezerwował sobie prawo jego wydłużenia.

Nowa ustawa o prywatyzacji z 1997 r. zmieniła charakter złotej akcji – z papieru wartościowego stała się ona specjalnym prawem do udziału w zarządzaniu spółkami akcyjnymi [Мальгинов и Радыгин, 2007, s. 68-69]. Państwo otrzymało prawo wyznaczania jednego członka rady dyrektorów i jednego członka komisji rewizyjnej bez konieczności uzyskania aprobaty nadzwyczajnego zgromadzenia akcjonariuszy, możliwość zablokowania dużych transakcji oraz możliwość wglądu do wszystkich dokumentów spółki. W praktyce prawo złotej akcji było równorzędne z prawami przysługującymi posiadaczom pakietów blokujących.

W latach 1993-1994 państwo na wszystkich poziomach (federalnym, regionalnym i municypalnym) zatrzymało pakiety w prawie 2 tys. spółek (ok. 18% wszystkich prywatyzowanych w tym okresie firm, tabela 2). Zauważalny spadek liczby zatrzymanych pakietów nastąpił w 1996 r., choć w kolejnych latach udział tych pakietów w liczbie prywatyzowanych firm był relatywnie wysoki (w latach 1998-2002 średnio 40%).

Tabela 2. Dynamika liczby otwartych spółek akcyjnych (OAO) z udziałem państwa we własności w latach 1993-2002

Rok	Spółki, w których państwo posiadało zabezpieczony pakiet akcji		Spółki, wobec których państwo wykorzystywało prawo złotej akcji		Spółki, w których państwo posiadało resztowy pakiet akcji	
	Liczba	Udział (w %)	Liczba	Udział (w %)	Liczba	Udział (w %)
1993	439	3,2	204	1,5	11 305	83,5
1994	1 496	15,2	792	8,1	6 753	68,8
1995	698	24,8	429	15,2	1 745	62,0
1996	190	16,9	132	11,8	591	52,6
1997	84	16,9	58	11,7	290	58,5
1998	142	39,4	28	7,8	236	65,6
1999	101	39,1	42	16,3	157	60,9
2000	72	36,2	8	4,2	103	51,8
2001	59	47,2	2	1,6	70	56,0
2002	38	30,4	1	0,8	81	64,8
Razem	3 259	-	1 696	-	21 331	-

Objaśnienia: Udział oznacza część ze wszystkich OAO, w których państwo posiadało jakąkolwiek własność.

Źródło: Институт экономики переходного периода [2009, s. 19].

W analizowanym okresie państwo było również posiadaczem prawie 1700 złotych akcji, przy czym większość z nich ustanowiono przed 1997 r. Resztowe pakiety akcji obejmowały największą liczbę firm (ponad 21 tys.), choć już po 1995 r. odnotowywano systematyczny spadek ich udziału w ogólnej liczbie prywatyzowanych przedsiębiorstw. Łącznie w okresie 1993-2002 pozostało w gospodarce Rosji ok. 5 tys. spółek akcyjnych, w przypadku których państwo pozostawiło w swoich rękach kontrolę nad własnością w formie pakietów zabezpieczonych lub złotej akcji. Brak jest jednak odpowiednich danych statystycznych, które wykazałyby, w ilu przedsiębiorstwach państwo posiadało w tym okresie jednocześnie pakiet zabezpieczony i złotą akcję.

Tabela 3. Własność państwowa w sektorze korporacyjnym w latach 1992-2014 (wg ocen Ministerstwa Własności Państwowej FR)

Rok	Liczba spółek z udziałem państwa w kapitale	Udział państwa w kapitale akcyjnym spółek (w %)				Liczba przedsiębiorstw, w których państwo było posiadaczem złotej akcji
		do 25%	25-50%	50-100% minus 1 akcja	100%	
1	2	3	4	5	6	7
1992-1994	b. d.	b. d.	b. d.	1976*	b. d.	1004
1995 (lato)	b. d.	b. d.	b. d.	2300*	b. d.	1004
1996	b. d.	b. d.	b. d.	698*	b. d.	1317
1997	6490	531*	1037*	286*	b. d.	1351
1998	4866	1400*	2004*	831*	b. d.	631
1998 (1.11)	4476	1173*	1291*	470*	382*	580

cd. tabeli 3

1	2	3	4	5	6	7
1999	3316	26,0	48,3	14,2	11,5	580
2001	3524	49,5	34,4	14,3	1,7	b. d.
2002	4407	51,5	31,8	14,6	2,1	750
2003	4222	51,0	32,7	13,9	2,4	118**
2004	3704	47,7	33,4	14,6	4,3	251**
2005	4705	44,8	30,4	12,8	12,0	284**
2006	3724	30,5	25,4	11,4	32,6	243**
2007	3997	24,4	21,3	9,6	44,6	181**
2008	3674	21,0	17,6	7,3	54,1	b. d.
2009	3337	23,0	15,3	6,0	55,7	136**
2010	2949	24,3	12,8	5,7	57,2	b. d.
2011	2957	21,9	11,3	4,6	62,2	b. d.
2013	2337	32,3	9,7	4,3	53,7	b. d.
2014	2203	37,6	10,6	4,5	47,3	b. d.

Objaśnienia: Za lata 1992-1998 dane dotyczą spółek wszystkich typów, za lata 1999-2014 jedynie spółek akcyjnych (otwartych i zamkniętych); dane dotyczące złotej akcji skumulowane.

* – liczba spółek,

** – liczba oznacza spółki, w których własność państwa ograniczała się jedynie do złotej akcji.

Źródło: Opracowanie własne na podstawie Радыгин, Мальгинов [2001, s. 26]; Институт экономической политики имени Е.Т. Гайдара.

Podczas gdy okres lat 90. XX w. charakteryzuje się systematycznym spadkiem liczby spółek, w których państwo posiadało pakiety akcji, to w ubiegłej dekadzie państwo okresowo wyraźnie zwiększało swój udział we własności (najbardziej zauważalne zmiany w latach 2002, 2005 i w mniejszym stopniu w 2007 r., tabela 3). Od 2005 r. spada liczba spółek, w których państwo posiadało pakiety akcji – obecnie jest to ok. 2200 podmiotów. Zaobserwować można fakt przewagi spółek, w których państwo posiada 100% udziałów (w 2011 r. było ich 1840 – ponad 60% udziału we wszystkich, w ostatnich dwóch latach nastąpił jednak spadek tego udziału).

W ewolucji udziału państwa we własności przedsiębiorstw w Rosji wyróżnić można kilka etapów, analogicznych z omówionymi w poprzednim punkcie etapami dotyczącymi struktury własności rosyjskich firm. W latach 90. udział władz we własności był rozproszony (posiadały one znaczące ilości niewielkich pakietów akcji w firmach wszystkich gałęzi przemysłu). Początek pierwszej dekady XXI wieku był okresem, kiedy państwo podjęło próby wzmocnienia należących do niego podmiotów gospodarczych [Радыгин, 2001, s. 37-38]. Przejawiały się one w konsolidacji państwowych pakietów akcji i przedsiębiorstw unitarnych w ramach holdingów oraz dążeniu do wzmocnienia kontroli nad spółkami z kapitałem mieszanym. Na początku 2000 r. w rosyjskiej gospo-

darce funkcjonowało ok. 100 holdingów z udziałem państwa, oprócz sektora paliwowo-energetycznego [Мальгинов, 2000, s. 22].

Ekspansja państwa w pierwszych latach ubiegłej dekady, skutkująca zwiększeniem jego udziału we własności rosyjskich spółek, przejawiała się poprzez [Радыгин, 2004, s. 45-46]:

- reorganizację (głównie fuzje) istniejących i tworzenie nowych spółek holdingowych;
- kadrowe zmiany w największych monopolach naturalnych i strategicznych spółkach z udziałem państwa;
- odzyskanie wcześniej utraconych aktywów (prywatyzowanych lub zastawianych);
- przeznaczanie do wyłącznej administracji przez prezydenta oddzielnych segmentów państwowej własności;
- ustanowienie kontroli nad głównymi finansowymi strumieniami gospodarki i koncentrację tych strumieni w bankach państwowych.

W myśl ocen ekspertów od drugiej połowy ubiegłej dekady rozpoczęło się nasilenie roli państwa w gospodarce Rosji. Jak ocenia Radygin [2008, s. 88-92], tendencje do zwiększenia kontroli państwowej w latach 2007-2008 i po kryzysie były silniejsze niż po kryzysie z 1998 r. i na początku ubiegłej dekady. W wymiarze liczbowym okres po 2007 r. charakteryzował się zmniejszaniem liczby państwowych przedsiębiorstw, przedłużeniem procesu integracji państwowych aktywów w holdingi, rozszerzeniem skali działalności już istniejących holdingów (np. dzięki aktywności na rynku kontroli korporacyjnej). Według ocen Alfa-banku, część akcji rosyjskich spółek należących do państwa w 2006 r. stanowiła 30%, na początku 2007 r. 35%, natomiast na początku 2008 r. głębokość koncentracji własności w rękach państwa, wyznaczona na podstawie listy Expert-400, wyniosła ok. 40-45%. Wartości te dotyczą nie tylko bezpośredniego udziału państwa we własności, ale również udziału państwowych przedsiębiorstw we własności innych spółek.

W przyszłości przewiduje się dalsze wzmocnienie roli państwa w rosyjskiej gospodarce i jego kontroli w sektorach strategicznych, w tym w grupach kapitałowych. Jak ocenia Jakovlev [Долгопятова, Ивасаки і Яковлев (red.), 2009, s. 392-402], nie musi to oznaczać wzrostu bezpośredniego udziału państwa we własności, ale zachowanie i rozszerzenie nieformalnego wpływu państwa na politykę największych przedsiębiorstw, wzrost znaczenia w gospodarce firm z większościovym udziałem państwa oraz zwiększenie państwowych inwestycji. Otwartym pozostaje ponadto pytanie, jak aktualny kryzys w gospodarce rosyjskiej wpłynie na pozycję państwa w strukturze własności i politykę prywatyzacyjną.

4. Wpływ własności państwowej na inne mechanizmy nadzoru korporacyjnego w Rosji

Obecność państwa we własności rosyjskich przedsiębiorstw wywołuje określone implikacje dla innych mechanizmów nadzoru korporacyjnego. Podobnie jak w przypadku prywatnych spółek, również w mieszanych i państwowych przedsiębiorstwach istnieje silna potrzeba efektywnego zarządzania własnością i kontroli nad działalnością menedżerów. Wynika stąd konieczność uczestnictwa w pracach rady dyrektorów przedstawicieli władz określonych szczebli³.

Po zakończeniu zasadniczego etapu prywatyzacji państwo rozpoczęło wyznaczanie przedstawicieli do rad dyrektorów oraz ustanawianie porządku głosowania na zgromadzeniu akcjonariuszy [Мальгинов, 2001, s. 66-67, Муравьев, 2003a, s. 9]. Wymienione kwestie stawały się istotniejsze w przypadku zabezpieczonych pakietów akcji, które służyły państwu do ochrony jego interesów. Głównym zadaniem władz było wyznaczenie przedstawicieli, którzy mieli kontrolować spółki, i wyznaczenie dyrektorów do rad (najczęściej byli to urzędnicy wskazani przez prezydenta, rząd lub GKI, albo inne osoby zatrudnione na mocy specjalnych kontraktów).

Na przełomie lat 1995 i 1996 w skład rad dyrektorów spółek akcyjnych, w których częściowym właścicielem było państwo, wchodziło ok. 2500 państwowych urzędników [Мальгинов i Радугин, 2007, s. 71-72]. Spośród nich 82% stanowili pracownicy federalnych ministerstw lub urzędów, 12% – przedstawiciele GKI, a 8% – przedstawiciele władz miejskich. W latach 1997-1999 przedstawiciele państwa było średnio ok. 2000, a spośród nich 92% stanowili pracownicy sektorowych ministerstw i urzędów, a 8% pracownicy urzędów tzw. funkcjonalnych, tzn. do spraw zarządzania własnością państwową, gospodarki, finansów itp.

Jak wskazuje Malginov [2001, s. 63], charakterystycznymi cechami urzędników zaangażowanych w nadzór korporacyjny w spółkach o mieszanej własności w latach 90. były jednak: nieregularność uczestnictwa w pracach organów zarządzających spółkami, niski poziom profesjonalizmu, „oderwanie” od realnych procesów zachodzących w przedsiębiorstwach, w tym ignorowanie zadłużenia spółek i naruszanie dyscypliny finansowej. Kryzys z 1998 r. wymusił potrzebę poszukiwania skuteczniejszych i bardziej aktywnych metod zarządzania. We wrześniu 1999 r. rząd FR przyjął *Koncepcję zarządzania własnością państwową i prywatyzacją w Federacji Rosyjskiej*. Jej realizacja miała przyczynić

³ W spółkach rosyjskich, pomimo ustawowych możliwości wyboru między radą dyrektorów a radą nadzorczą, ogromna większość spółek posiada jedynie rady dyrektorów. Rady nadzorcze to marginalne zjawisko.

się do poprawy standardów nadzoru korporacyjnego w spółkach z udziałem państwa we własności, w tym lepszej realizacji interesów państwa jako uczestnika nadzoru korporacyjnego [Мальгинов, 2000, s. 28].

Podstawowym problemem związanym z przedstawicielami państwa w radach dyrektorów spółek jest fakt, iż procedura wyznaczania tych przedstawicieli odznacza się nieformalnym i nieprzejrzystym charakterem [Шпенгер, 2010, s. 97]. Ponadto Federalna Agencja ds. Zarządzania Majątkiem Państwowym wystosowuje pisemne instrukcje o tym, jak przedstawiciele mają głosować w najważniejszych kwestiach dotyczących spółek, rozpatrywanych na posiedzeniach rad. W strategicznych i dużych spółkach funkcje zarządzania własnością koordynuje Ministerstwo Rozwoju Gospodarczego i Handlu.

Szastitko i Avdasheva [2009, s. 12] akcentują również inne skutki wyznaczania do rad dyrektorów spółek o mieszanej własności urzędników ministerstw i urzędów. Nie mają oni prawa otrzymywać wynagrodzeń za pracę w radach, stąd ich motywacje mogą być zniekształcone. Ponadto kompetencje i kwalifikacje urzędników odpowiadają zadaniom z podstawowego miejsca pracy i mogą nie pokrywać się z profilem przedsiębiorstwa, do którego rady zostali wyznaczeni, co potęguje jeszcze fakt, iż państwowi urzędnicy zazwyczaj słabo znają realia funkcjonowania przedsiębiorstw, tym bardziej w gospodarce światowej.

Rynek kontroli korporacyjnej jest kolejnym mechanizmem nadzoru korporacyjnego w Rosji, w którym rola państwa okazuje się znacząca. Udział w nim państwa wyraża się nie tylko w funkcji regulacyjnej. Państwo może być, i często jest, bezpośrednim uczestnikiem transakcji fuzji i przejęć, co prowadzi do rozszerzania sektora państwowego w gospodarce. Tendencja do wzrostu bezpośredniej aktywności państwa na rynku kontroli korporacyjnej w Rosji ujawniła się w drugiej połowie ubiegłej dekady [Мальгинов і Радыгин, 2007, s. 109]. Była ona spowodowana podjęciem starań o ponowną kontrolę nad strategicznymi przedsiębiorstwami, utraconymi przez państwo w efekcie prywatyzacji. Pomimo faktu, iż wybrane akty prawne zakazywały przedsiębiorstwom państwowym o udziale państwa we własności powyżej 25% kupować akcje spółek na drodze prywatyzacji, nie uniknięto ich aktywności na rynku wtórnym i przez spółki córki.

Przejawem rosnącej aktywności państwa na rynku kontroli korporacji była: aktywizacja już działających państwowych holdingów i spółek, które podjęły działania zmierzające do zwiększenia rozmiarów i dywersyfikacji swojej działalności (np. Gazprom, Rosnieft'), wciągnięcie w proces ekspansji nowych podmiotów (np. RAO JeES Rossiji, Rosoboroneksport), polityka integracji rozproszonych aktywów państwa w holdingi (Oboronprom), ekspansja poza granice kompleksu paliwowo-energetycznego, konieczność zgody władz na duże transakcje zarów-

no krajowe, jak i z udziałem podmiotów zagranicznych [Радыгин и Мальгинов, 2006]. Ocena bezpośredniego uczestnictwa państwa w rosyjskim rynku kontroli korporacji jest na ogół negatywna. Państwo jako strona transakcji może zakłócać prawidłowe funkcjonowanie mechanizmu rynkowego. Ponadto praktyka ostatnich lat pokazuje, iż przejmowane były efektywne przedsiębiorstwa, stąd rynek kontroli korporacji nie może efektywnie wypełniać swoich funkcji. Poza tym gromadzenie aktywów przez państwo i ekspansję państwowych holdingów należy uznać za zwiększanie stopnia monopolizacji określonych sektorów. Można również mówić o znaczącym konflikcie interesów, gdy państwo występuje zarówno jako regulator rynku kontroli korporacyjnej i jego aktywny uczestnik (poprzez państwowe spółki i banki).

Ważną cechą rozwoju rynku kapitałowego w Rosji była znacząca rola państwa w tym procesie, nie tylko jako regulatora, ale jednocześnie jako emitenta państwowych papierów wartościowych, największego sprzedającego korporacyjne papiery wartościowe na drodze prywatyzacji oraz akcjonariusza (tymczasowo lub w drodze zatrzymanych pakietów akcji) dużej liczby utworzonych w procesie prywatyzacji spółek akcyjnych [Радыгин, Энтов и Шмелева, 1999, s. 24].

Rola państwa na rosyjskim rynku kapitałowym była istotna już od początku jego funkcjonowania. Do kryzysu z 1998 r. obligacje państwowe odgrywały dominującą rolę w zakresie udziału w wartości obrotów na rynku. Po kryzysie, zwłaszcza od połowy ubiegłej dekady, rośnie pozycja państwa jako bezpośredniego uczestnika rynku. Dokładna ocena skali udziału państwa w obrotach rynku kapitałowego w Rosji jest trudna (podobnie jak realnego udziału w strukturze własności), w opracowaniach pojawiają się jedynie przybliżone szacunki na ten temat. Według ocen banku inwestycyjnego Troika Dialog federalne i regionalne władze w 2007 r. kontrolowały ok. 40% kapitalizacji rosyjskiego rynku kapitałowego (przy 24% w 2004 r.) [Радыгин, 2008, s. 92].

Na przełomie lat 2008 i 2009 udział przedsiębiorstw państwowych w wartości obrotów akcjami wyniósł ok. 51% [Институт экономической политики имени Е.Т. Гайдара]. Wynikało to przede wszystkim z faktu, iż część uczestników rynku z powodu finansowych problemów przeszła pod kontrolę państwowych banków. W 2011 r. udział państwowych firm w obrotach akcjami szacowano na ok. 36%. Spośród 10 podmiotów o największej kapitalizacji w 2013 r., w przypadku trzech pierwszych państwo jest dominującym właścicielem. Kapitalizacja ich akcji stanowiła w 2013 r. 230,4 mld dol. (33,3% kapitalizacji 200 największych spółek pod względem kapitalizacji i ok. 22% kapitalizacji całego rynku akcji w Rosji w 2013 r.) [www 1].

Podsumowanie

Gospodarka Rosji charakteryzuje się znaczącym (i nie do końca rozpoznawym co do skali) udziałem państwa we własności sektora korporacyjnego. Oddziałuje to na funkcjonowanie samych spółek, jak również rynkowych mechanizmów nadzoru korporacyjnego.

Znaczący udział państwa we własności przedsiębiorstw wywołuje określone korzyści i straty, zarówno dla tych przedsiębiorstw, jak i dla innych firm oraz gospodarki jako całości. Korzyści przejawiają się głównie w możliwości otrzymania pomocy, w tym finansowej, od państwa lub ułatwień w dostępie do kredytów bankowych. Ponadto możliwe jest dostarczanie społeczeństwu tzw. dóbr publicznych. Jak podkreśla Muravjov [2003a, s. 12], większość badaczy wskazuje jednak, że udział państwa we własności przede wszystkim pogarsza rezultaty działalności przedsiębiorstw z powodu: mniejszej motywacji do podnoszenia efektywności, ograniczonych możliwości kontroli menedżerów przez państwo, zmniejszenia lub braku groźby bankructwa lub przejęcia, które podnoszą dyscyplinę w prywatnych firmach, oraz ryzyka politycznej ingerencji, która wyzwała w menedżerach przesunięcie akcentu z maksymalizacji dochodu na np. maksymalizację zatrudnienia.

Obecność państwa w strukturze własności spółek skutkuje ograniczeniem konkurencji na rynkach talentów menedżerskich czy produktów. Zmniejsza się ponadto przejrzystość działania spółek. Według Dementieva [2011, s. 187-188] najważniejsze problemy ze sfery nadzoru korporacyjnego dotyczące firm z udziałem państwa we własności wynikają z: konfliktu interesów, ponieważ państwo z jednej strony działa jako regulator, a z drugiej jako właściciel, rozbieżności interesów państwa i prywatnych właścicieli, niejasności celów państwa jako właściciela, słabej odpowiedzialności organów państwa i zarządzających za efektywność wykorzystania własności państwowej oraz niedostatecznego udziału czy zaangażowania przedstawicieli państwa w radach dyrektorów, co obniża jakość nadzoru korporacyjnego w spółkach o mieszanej czy wyłącznie państwowej własności.

Literatura

- Aluchna M. (2007), *Mechanizmy corporate governance w spółkach giełdowych*, SGH w Warszawie, Warszawa.
- 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, SGH w Warszawie, Warszawa.

- Bogacz-Miętka O. (2011), *Kompendium wiedzy o nadzorze i kontroli nad przedsiębiorstwem*, Wydawnictwo CeDeWu, Warszawa.
- Jermakowicz W., Pańków J. (1995), *Прыватызацыя в Федерации Росыјскай*, Centrum Analiz Społeczno-Ekonomicznych CASE, Wydawnictwo Naukowe PWN, Warszawa.
- Jeżak J. (2010), *Ład korporacyjny. Doświadczenia światowe oraz kierunki rozwoju*, Wydawnictwo C.H. Beck, Warszawa.
- OECD, Ministerstwo Skarbu Państwa (2004), *Zasady nadzoru korporacyjnego OECD*, Warszawa, <http://www.oecd.org>, (dostęp: 20.05.2011).
- Oplustil K. (2010), *Instrumenty nadzoru korporacyjnego (corporate governance) w spółce akcyjnej*, Wydawnictwo C.H. Beck, Warszawa.
- Zalega K. (2003), *Systemy corporate governance a efektywność zarządzania spółką kapitałową*, SGH w Warszawie, Warszawa.
- Аукуціонек С., Жуков В., Капелюшников Р. (1998), *Домінуючыя катэгорыі сабствеников и их влияние на хозяйственное поведение предприятий*, „Вопросы экономики”, 12.
- Дементьев В.Е. (2011), *Структура корпоративной системы и длинные волны в экономике*, ЦЭМИ РАН, Москва.
- Долгопятова Т.Г., Ивасаки И., Яковлев А.А. (ред.) (2009), *Российская корпорация: внутренняя организация, внешние взаимодействия, перспективы развития*, Издательский Дом Государственного университета Высшей Школы Экономики, Москва.
- Долгопятова Т. (2009), *Изменение структуры собственности на предприятиях обрабатывающей промышленности*, „Вопросы экономики”, 12.
- Долгопятова Т.Г. (2010), *Концентрация собственности в российской промышленности: эволюционные изменения на микроуровне*, „Журнал новой экономической ассоциации”, 8.
- Институт экономики переходного периода (2009), *Внутренние механизмы корпоративного управления: некоторые прикладные проблемы*, под ред. А.Д. Радыгина, Уздательство „Дело” АНХ, Москва.
- Институт экономической политики имени Е.Т. Гайдара, *Российская экономика. Тенденции и перспективы* (różne numery), ier.ru/ru/publikacii/category/119.html (dostęp: 10.2013, 10.07.2015).
- Мальгинов Г. (2000), *Участие государства в управлении корпоративными структурами в России*, „Вопросы экономики”, 9.
- Мальгинов Г.Н. (2001), *Государство как акционер в условиях российской переходной экономики*, „Проблемы прогнозирования”, 3.
- Мальгинов Г.Н., Радыгин А.Д. (2007), *Смешанная собственность в корпоративном секторе: эволюция, управление, регулирование*, ИЭПП, Москва, <http://www.ier.ru/files/text/cepra/smes.pdf> (dostęp: 23.02.2014].
- Муравьев А. А. (2003а), *Государственные пакеты акций в российских компаниях: происхождение, типы и влияние на результаты деятельности*, Рабочий центр экономических реформ при Правительстве Российской Федерации, Москва.

- Муравьев А. (2003b), *Государственные пакеты акций в российских компаниях*, „Вопросы экономики” 5.
- Радыгин А.Д., Энтов Р.М., Шмелева Н.А. (1999), *Проблемы регулирования рынка корпоративных ценных бумаг*, Институт экономики переходного периода, Москва, <http://www.iep.ru/ru/problemu-regulirovaniya-rynka-korporativny-cenny-bumag.html> (dostęp: 25.07.2013).
- Радыгин А.Д., Мальгинов Г.Н. (2001), *Государственная собственность в российских корпорациях: проблемы эффективности управления и задачи государственного регулирования*, ИЭПП, Москва, <http://www.iep.ru/en/gosudarstvennaya-sobstvennost-v-rossiiski-korporaciya-problemy-effektivnosti-upravleniya-i-zadachi-gosudarstvenno-regulirovaniya-2.html> (dostęp: 20.09.2013).
- Радыгин А. (2001), *Собственность и интеграционные процессы в корпоративном секторе*, „Вопросы экономики”, 5.
- Радыгин А. (2004), *Россия в 2000-2004 годах: на пути к государственному капитализму?*, „Вопросы экономики”, 4.
- Радыгин А., Мальгинов Г. (2006), *Рынок корпоративного контроля и государство*, „Вопросы экономики”, 3.
- Радыгин А. (2008), *Государственный капитализм и финансовый кризис: факторы взаимодействия, издержки и перспективы*, „Экономическая политика”, 6.
- Шаститко А., Авдашева С. (2009), *Независимый директор в компаниях с государственным участием: Кассандра или Ариадна*, „Вопросы экономики”, 6.
- Шпренгер К. (2010), *Государственная собственность в российской экономике. Часть 1. Масштаб и распределение по секторам*, „Журнал Новой экономической ассоциации”, 6.
- [www 1] *Топ-200 Капитализация 2013, Список крупнейших компаний по рыночной стоимости (капитализации)*, Рейтинговое агентство RAExpert, <http://raexpert.ru/ratings/expert400/2013/part03/p07/> (dostęp: 12.09.2014).
- [www 2] Федеральная служба государственной статистики, *Промышленность России 2002, 2005, 2008, 2010, 2012, 2014*, http://www.gks.ru/wps/wcm/connect/rosstat_main/rosstat/ru/statistics/publications/catalog/doc_1139918730234 (dostęp: 10.07.2015).
- [www 3] Федеральная служба государственной статистики, *Российский статистический ежегодник 2003, 2005, 2012, 2014*, http://www.gks.ru/wps/wcm/connect/rosstat_main/rosstat/ru/statistics/publications/catalog/doc_1135087342078 (dostęp: 10.07.2015).

STATE OWNERSHIP IN MODERN ENTERPRISE – RUSSIAN CORPORATIONS

Summary: The aim of the article is the analysis of state ownership significance in Russian corporate sector in corporate governance context. In Russian economy, despite of privatization, the state still is one of the main shareholder. This is the result of specific legal solutions. Moreover, in the last decade the state has started to gather ownership, especially to enlarge state holdings. This process was intensified by the economic crisis in 2008. State ownership has implications on some other corporate governance mechanisms, including board of directors, corporate control market and capital market.

Keywords: state, ownership structure, corporate governance, Russia.