

Monika FIEDORCZUK*

INWESTORZY INSTYTUCJONALNI W SYSTEMIE NADZORU KORPORACYJNEGO W ROSJI – WSTĘPNE WYNIKI BADAŃ¹

(Streszczenie)

Głównym celem artykułu jest omówienie wstępnych wyników badań, dotyczących uczestnictwa inwestorów instytucjonalnych w systemie nadzoru korporacyjnego w Rosji. Inwestorzy instytucjonalni odgrywają znaczącą rolę w rynkach kapitałowych wybranych krajów rozwiniętych. Ich rola stopniowo rośnie również dla krajów rozwijających się, w tym Europy Środkowej i Wschodniej. Powstanie i rozwój grupy inwestorów instytucjonalnych w Rosji możliwe było przede wszystkim dzięki rozpoczęciu procesu prywatyzacji przedsiębiorstw państwowych. Początkowo w roli inwestorów instytucjonalnych występowały w Rosji tzw. czekowe fundusze inwestycyjne. Ich pozycja nie była jednak znacząca w rozwoju systemu nadzoru korporacyjnego z uwagi na cele ich tworzenia oraz dominującą rolę menedżerów i banków. Pierwsza dekada XXI w., pomimo rozwoju rynku finansowego, kapitałowego i korzystnej koniunktury gospodarczej do 2008 r., również nie przyniosła wzrostu znaczenia inwestorów instytucjonalnych w sektorze korporacyjnym. W artykule przedstawiono wyniki badań własnych dotyczących struktury własności największych spółek publicznych w Rosji. Wskazują one na względnie niski udział inwestorów instytucjonalnych we własności badanych firm. Ich rola w systemie nadzoru korporacyjnego jest jednak ograniczona z uwagi na wybrane cechy tego systemu w Rosji, jak silna pozycja dominujących akcjonariuszy, oparcie kontroli korporacyjnej o połączenie własności i zarządzania, niski poziom przestrzegania praw akcjonariuszy mniejszościowych.

Słowa kluczowe: spółki akcyjne; inwestor instytucjonalny; struktura własności; gospodarka rosyjska

Klasyfikacja JEL: G23, G32, G34

* Dr, Wydział Ekonomii i Zarządzania, Uniwersytet w Białymstoku; e-mail: monika.fiedorczuk@uwb.edu.pl

¹ Artykuł przygotowany w ramach realizacji projektu badawczego „Ewolucja systemu nadzoru korporacyjnego w Rosji”, finansowanego ze środków Narodowego Centrum Nauki (konkurs Preludium VI, decyzja nr DEC-2013/11/N/HS4/03327).

1. Wstęp

Transformacja gospodarcza w Rosji, w tym główne reformy i proces prywatyzacji, umożliwiły rozwój sektora przedsiębiorstw oraz skutkowały aktywnością w obszarze przejmowania własności państwowej różnych grup podmiotów. Byli to zarówno pracownicy i menedżerowie, banki, inwestorzy zagraniczni, jak również inwestorzy instytucjonalni. Reformy gospodarcze stworzyły także możliwości powstania i rozwoju systemu nadzoru korporacyjnego w Rosji. Po około dwudziestu latach ewolucji odznacza się on określonymi specyficznymi cechami, jak dominująca rola skoncentrowanej struktury własności, oparcie kontroli korporacyjnej o połączenie funkcji własności i zarządzania, znacząca rola państwa jako właściciela czy małe znaczenie rynkowych mechanizmów zewnętrznych.

W literaturze przedmiotu analiza systemu nadzoru korporacyjnego w Rosji podejmowana jest głównie wobec mechanizmów wewnętrznych, w tym struktury własności oraz oddziaływania struktury i koncentracji własności na inne mechanizmy nadzoru w spółkach. Najczęściej badaną grupą właścicieli są przedsiębiorstwa oraz państwo. Z kolei kategoria inwestorów instytucjonalnych, zarówno jako właścicieli, jak i podmiotów oddziałujących na nadzór korporacyjny w Rosji, jest rzadko przedmiotem analizy opracowań naukowych.

Głównym celem artykułu jest próba określenia roli inwestorów instytucjonalnych w rosyjskim systemie nadzoru korporacyjnego. W pierwszej części przybliżono problematykę znaczenia inwestorów instytucjonalnych w nadzorze korporacyjnym. W części drugiej scharakteryzowano początkowy okres (lata 90. XX w.) działalności inwestorów instytucjonalnych w rosyjskiej gospodarce oraz wskazano na ich pozycję na rynku finansowym w ostatnich latach. Część trzecia zawiera wstępne wyniki badań dotyczących wybranych aspektów uczestnictwa inwestorów instytucjonalnych w nadzorze korporacyjnym w Rosji.

2. Inwestorzy instytucjonalni jako podmioty systemu nadzoru korporacyjnego

Współczesne rynki kapitałowe odznaczają się mnogością uczestników, zarówno instytucji gwarantujących sprawne funkcjonowanie rynku, jak i uczestników czynnych, czyli inwestorów rozumianych jako wszystkie te podmioty, które są nabywcami papierów wartościowych lub uczestnikami kontraktów pochod-

nych². Literatura przedmiotu najogólniej rozpoznaje dwie główne grupy inwestorów – indywidualnych oraz instytucjonalnych³. Inwestorzy indywidualni to osoby fizyczne, które swoje wolne środki finansowe samodzielnie lokują dla własnego zysku. Wśród inwestorów instytucjonalnych za główne grupy należy uznać inwestorów finansowych oraz przedsiębiorstwa określane jako inwestorzy strategiczni lub branżowi. Inwestorzy finansowi, nazywani też podmiotami zbiorowego finansowania, specjalizują się w pozyskiwaniu od osób fizycznych i prawnych środków finansowych i lokowaniu ich w celu pomnażania aktywów⁴.

W wielu krajach rozwiniętych inwestorzy instytucjonalni w ciągu ostatnich kilkudziesięciu lat zdobyli znaczącą część udziałów w spółkach publicznych, stąd odgrywają również ważną rolę w poszczególnych systemach nadzoru korporacyjnego⁵. Fundusze inwestycyjne, emerytalne, towarzystwa ubezpieczeniowe czy banki inwestycyjne odgrywają dominującą rolę w strukturze własności spółek w USA⁶. W latach 1987–2009 udział inwestorów instytucjonalnych we własności 1000 największych spółek amerykańskich wzrósł z 46,6 do 73%. Rosnąca pozycja inwestorów instytucjonalnych w gospodarce USA wynika m.in. ze stopniowego bogacenia się społeczeństwa amerykańskiego i wysokiego poziomu rozwoju rynku kapitałowego. Wysoki udział inwestorów instytucjonalnych we własności dotyczy również innych gospodarek rozwiniętych. W połowie lat 90. XX w. podmioty te posiadały ponad 75% wszystkich będących w obiegu akcji w Wielkiej Brytanii, 60% we Francji, 50% w Kanadzie czy około 40% w Niemczech⁷.

Inwestorzy instytucjonalni, będąc akcjonariuszami, przyjmują różne postawy w zakresie pełnienia nadzoru nad spółkami: pasywną (kiedy skupiają się na minimalizacji kosztów i dywersyfikacji portfela), aktywną (te, które inwestują

² J. Czekaj (red. nauk.), *Rynki, instrumenty i instytucje finansowe*, Wydawnictwo Naukowe PWN, Warszawa 2008, s. 47.

³ U. Banaszczak-Soroka, *Instytucje i uczestnicy rynku kapitałowego*, Wydawnictwo Naukowe PWN, Warszawa 2008, s. 49–53.

⁴ W opracowaniu za inwestorów instytucjonalnych uznano inwestorów finansowych, z wyłączeniem banków, z uwagi na ich określoną rolę w budowaniu rosyjskiego sektora korporacyjnego w latach 90. XX w. oraz takie podejście do kategorii inwestorów instytucjonalnych (jako podmiotów niebankowych) w rosyjskojęzycznej literaturze przedmiotu.

⁵ C.A. Mallin, *Corporate Governance. Second Edition*, Oxford University Press, Inc., New York 2007, s. 80.

⁶ The Conference Board, *The 2010 Institutional Investment Report. Trends in Assets Allocation and Portfolio Composition*, Research Report R-1468-10-RR by M. Tonello, S. Rabimov, s. 22, 27, http://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=1707512; stan na 8.11.2012 r.

⁷ K.A. Lis, H. Sterniczuk, *Nadzór korporacyjny*, Oficyna Ekonomiczna, Kraków 2005, s. 226.

w relatywnie duże pakiety udziałów) lub „skoncentrowaną” (kiedy inwestor posiada, kupuje, podwyższa lub sprzedaje kontrolną pozycję w spółce publicznej, dotyczy to głównie firm rodzinnych)⁸. Z reguły unikają jednak znacznego zaangażowania kapitałowego oraz ingerencji w sprawowanie nadzoru (wpływania na skład rady i podejmowane decyzje), dywersyfikując portfele akcji oraz nastawiając się głównie na maksymalizację zysku⁹. Posiadane przez nich pakiety udziałów są relatywnie niewielkie. Omawiane podmioty przedkładają płynność inwestycji, czyli możliwość szybkiego sprzedania posiadanych akcji, nad wywieraniem rzeczywistego i aktywnego wpływu na działalność przedsiębiorstw. Z reguły jako cel inwestycji wybierają przedsiębiorstwa z doświadczoną kadra zarządzającą, funkcjonujące w perspektywnych branżach¹⁰.

Znaczenie inwestorów instytucjonalnych w systemie nadzoru korporacyjnego jest analizowane w literaturze przedmiotu przede wszystkim z uwagi na korzyści, jakie wnoszą do spółek, w których nabywają udziały¹¹. Podejmując decyzje o inwestycjach, kierują się głównie jawnością informacji czy przejrzystością działania spółek¹². Ważna ich rola wynika z możliwości oddziaływania na podwyższanie standardów nadzoru korporacyjnego, w tym m.in.: poprawę relacji inwestorskich, ustanawiania wyspecjalizowanych komitetów w radach, rozdzielania ról dyrektora wykonawczego i przewodniczącego rady nadzorczej, zmiany składu rad poprzez poprawę proporcji między dyrektorami wykonawczymi i niezależnymi dyrektorami niewykonawczymi.

Znaczenie, pozytywne i negatywne aspekty obecności inwestorów instytucjonalnych w strukturze własności i systemie nadzoru korporacyjnego z reguły badane są w odniesieniu do gospodarek rozwiniętych¹³. Obecność tych podmiotów na rynkach kapitałowych staje się coraz ważniejszą kwestią również dla krajów rozwijających się, w tym Europy Środkowej i Wschodniej. Podczas gdy

⁸ **J.C. Coates IV**, *Thirty years of evolution in the roles of institutional investors in corporate governance*, w: **J.G. Hill, R.S. Thomas** (red.), *Research Handbook on Shareholder Power*, Edward Elgar, Chetlenham 2015, s. 85–86.

⁹ **K. Oplustil**, *Instrumenty nadzoru korporacyjnego (corporate governance) w spółce akcyjnej*, Wydawnictwo C.H. Beck, Warszawa 2010, s. 192–193, 215.

¹⁰ **P. Niedziółka**, *Inwestorzy na rynku kapitałowym*, w: *Bankowość inwestycyjna. Inwestorzy, banki i firmy inwestycyjne na rynku finansowym*, Difin, Warszawa 2015, s. 64.

¹¹ **M. Aluchna**, *Własność a corporate governance. Systemy, rynki, przedsiębiorstwa*, Wydawnictwo Poltext, Warszawa 2015, s. 162–163.

¹² **Ch. Mallin**, *Institutional and other shareholders*, w: **H.K. Baker, R. Anderson** (red.), *Corporate governance. A synthesis of theory, research and practice*, John Wiley & Sons, Hoboken 2010, s. 391–395.

¹³ **M. Aluchna**, *Własność...*, s. 204.

w odniesieniu do krajów Europy Środkowej, w tym Polski, zagadnienie należy uznać za względnie dobrze rozpoznane w literaturze przedmiotu¹⁴, w przypadku gospodarki Rosji dopiero w ostatnich latach poddawane jest analizie, często ograniczającej się jedynie do oceny roli inwestorów instytucjonalnych w rynku finansowym. Wynika to po części ze względnie niskiego poziomu rozwoju rynku kapitałowego. Zagadnienie wydaje się jednak bardzo interesujące z uwagi na specyficzne cechy rosyjskiego systemu nadzoru korporacyjnego.

3. Inwestorzy instytucjonalni w rosyjskiej gospodarce

Prawne podstawy i możliwości obecności inwestorów prywatnych we własności przedsiębiorstw pojawiły się w Rosji wraz z rozpoczęciem procesu prywatyzacji w 1992 r. Program prywatyzacji objął trzy jej warianty: małą (dotyczącą małych firm), dużą (obejmującą duże i średnie przedsiębiorstwa) oraz voucherową, w ramach której obywatele FR otrzymali bezpłatnie czeki prywatyzacyjne¹⁵. Prywatyzacji voucherowej towarzyszyły aukcje czekowe, które były rozwiązaniem kwestii zamiany voucherów na akcje firm. Ich uczestnikami byli właściciele przedsiębiorstw, kadra menedżerska, nowo powstający inwestorzy instytucjonalni. Aukcje zaczęły być przeprowadzane od grudnia 1992 r. Przez 10 miesięcy 1993 r. odbyło się ich ok. 3,5 tys., trafiło na nie 5,5 tys. przedsiębiorstw i ok. 30 mln voucherów¹⁶.

W 1993 r. zaczęły powstawać czekowe fundusze inwestycyjne, które należy uznać za pierwszą grupę inwestorów instytucjonalnych w Rosji. Ich zadaniem było gromadzenie voucherów przekazywanych przez ludność, a następnie zamiana ich na udziały spółek akcyjnych. Na koniec 1992 r. Państwowy Komitet ds. Zarządzania Majątkiem zarejestrował 34 fundusze, a w czerwcu 1994 r. już 630. Zdobyły one 45 mln voucherów, a ich członkami zostało 25 mln obywateli¹⁷.

¹⁴ Prace m.in.: **I. Koładkiewicz**, *Nadzór korporacyjny w Narodowych Funduszach Inwestycyjnych*, Wydawnictwo Wyższej Szkoły Przedsiębiorczości i Zarządzania im. Leona Koźmińskiego, Warszawa 2002; **A. Adamska**, **P. Urbanek**, *Fundusze inwestycyjne w nadzorze korporacyjnym w polskich spółkach publicznych*, Gospodarka Narodowa 2014/2(270); **D. Dziawgo**, *Relacje inwestorskie. Ewolucja – funkcjonowanie – wyzwania*, Wydawnictwo Naukowe PWN, Warszawa 2011.

¹⁵ *Приватизация в России*, Вопросы экономики 1992/9, s. 5–7.

¹⁶ **A. Чубайс**, *Итоги приватизации в России и задачи следующего этапа*, Вопросы экономики 1994/6, s. 18.

¹⁷ **A. Radygin**, *Privatization in the Russian Federation*, Centre for Social & Economic Research, Warsaw, April 1996, s. 27–32, http://www.case-research.eu/upload/publikacja_plik/3696967_070.pdf; stan na 19.07.2013 r.

Funkcjonujące wówczas fundusze klasyfikowane były w następujących grupach (w zależności od struktury portfela)¹⁸:

- fundusze z portfelem długoterminowym, o dokładnie określonej strategii działania, której głównym celem było gromadzenie dużych pakietów akcji, nie zawsze maksymalizacja zysku z inwestycji;
- fundusze o charakterze czysto spekulacyjnym;
- fundusze lokujące aktywa według „popularności” przedsiębiorstw;
- fundusze z nadmiernie zdywersyfikowanym portfelem (zwykle regionalne), bez strategii formowania portfela;
- fundusze „uprzywilejowane”, które uzyskały przywileje władz przy uczestnictwie w prywatyzacji.

Należy uznać, iż czekowe fundusze inwestycyjne odegrały określoną rolę jedynie w procesie koncentracji i redystrybucji własności rosyjskich firm. Ich działalność poddawana była istotnej krytyce¹⁹. Wobec braku odpowiedniego ustawodawstwa w pierwszych latach prywatyzacji cele funkcjonowania funduszy nie były jasne. Oficjalnie była to konieczność zabezpieczenia kształtującej się struktury własności w celu restrukturyzacji prywatyzowanych przez vouchery firm. W rzeczywistości fundusze formalnie zabezpieczały koncentrację własności. Niektóre pojawiały się jedynie w celu handlu voucherami i czerpania korzyści z operacji nimi, inne były tworzone przez menedżerów lub prywatne firmy w celu akumulacji udziałów. Część zaangażowana była w pozyskiwanie subsydiów od państwa. Jedynie niewielka ich liczba zainteresowana była długoterminowym posiadaniem aktywów w pierwotnym przedsiębiorstwie, inwestowaniem i poprawą efektywności firm.

Zakończenie etapu prywatyzacji voucherowej (w połowie 1994 r.) postawiło pod znakiem zapytania funkcjonowanie większości czekowych funduszy inwestycyjnych. Fundusze, które nie były w stanie sprostać konkurencji, bankrutowały. Te, które przetrwały, w ciągu około dwóch lat stały się znaczącymi uczestnikami rynku kapitałowego. Część skierowała środki wobec innych papierów wartościowych, zwłaszcza krótkoterminowych obligacji państwowych, lub przekształciła zgromadzone vouchery w akcje prywatyzowanych firm, oczekując jedynie na dywidendy. Największe fundusze z portfelem długoterminowym rozpoczęły przekształcanie się w banki inwestycyjne, struktury holdingowe, grupy finanso-

¹⁸ ИЭППИ, *Российская экономика в 1993 году. Тенденции и перспективы*, Москва 1994, s. 203–211, <http://www.iep.ru/ru/rossiiskaya-ekonomika-v-1993-godu-tendencii-i-perspektivy.html>; stan na 19.09.2013 r.

¹⁹ Д. Эллерман, *Ваучерная приватизация как инструмент холодной войны*, Вопросы экономики 1999/8, s. 105.

wo-przemysłowe, spółki inwestycyjne czy niepaństwowe fundusze emerytalne. W 1995 r. zaczęły być tworzone również nowe struktury, tzw. udziałowe fundusze inwestycyjne (*паевые инвестиционные фонды*), które nie były płatnikiem podatku dochodowego, skąd wynikało zainteresowanie działających już funduszy przekształcaniem się w taką formę²⁰.

Działalność i wyniki finansowe inwestorów instytucjonalnych na rosyjskim rynku kapitałowym zostały poważnie ograniczone w następstwie kryzysu finansowego z 1998 r. Dotyczyło to głównie podmiotów posiadających obligacje państwowe²¹. Znacząca poprawa koniunktury w rosyjskiej gospodarce już w 1999 r. spowodowała wzrost aktywności i wartości inwestycji wszystkich podmiotów rosyjskiego rynku finansowego. W pierwszej dekadzie XXI w. wykształciły się wszystkie funkcjonujące obecnie w Rosji typy inwestorów instytucjonalnych. Należy do nich zaliczyć: fundusze emerytalne, fundusze ubezpieczeniowe oraz tzw. fundusze wspólnego inwestowania, a wśród nich udziałowe fundusze inwestycyjne, akcyjne fundusze inwestycyjne i tzw. ogólne fundusze zarządzania bankowego.

Generalnie inwestorzy instytucjonalni nie są znaczącym uczestnikiem rynku kapitałowego i sektora finansowego w Rosji. Ich udział w strukturze aktywów sektora finansowego na przestrzeni ostatnich lat kształtuje się na poziomie ok. 5%²². Nie pomogła w tym znacząco reforma systemu emerytalnego przeprowadzona w Rosji w pierwszej połowie ubiegłej dekady, jak również proces przekształcania niepaństwowych funduszy emerytalnych w podmioty zbliżone do spółek akcyjnych.

W porównaniu z innymi krajami rozwijającymi się wszystkie typy rosyjskich funduszy inwestycyjnych są obecnie na względnie niskim poziomie rozwoju. Jak wskazują wyniki badań publikowanych przez Instytut Polityki Ekonomicznej im. J. Gajdara, w 2012 r. wartość aktywów inwestorów instytucjonalnych w Rosji w porównaniu do aktywów sektora bankowego wyniosła 1,9 bln do 49,5 bln rubli²³. W 2013 r. wartość aktywów inwestorów instytucjonalnych wyniosła ok. 7,2% PKB, wobec 85,8% w przypadku sektora bankowego.

²⁰ **ИЭППИ**, *Российская экономика в 1995 году. Тенденции и перспективы*, Москва 1996, s. 180–183, <http://www.iep.ru/ru/rossiiskaya-ekonomika-v-1994-godu-tendencii-i-perspektivy.html>; stan na 19.09.2013 r.

²¹ **ИЭППИ**, *Российская экономика в 1999 году тенденции и перспективы (Выпуск 21)*, Москва 2000, s. 330–332, <http://www.iep.ru/ru/rossiiskaya-ekonomika-v-1999-godu-tendencii-i-perspektivy-vypusk-21-2.html>; stan na 20.09.2013 r.

²² **М.Е. Косов, Р.Г. Ахмадеев**, *Финансово-банковское регулирование макроэкономических процессов в России*, Финансы и кредит 2015/20(644), s. 27.

²³ **ИЭП им. Е.Т. Гайдара**, *Российская экономика в 2014 году. Тенденции и перспективы (Выпуск 36)*, Москва 2015, s. 144–146, <http://iep.ru/ru/publikacii/7454/publication.html>; stan na 18.03.2016 r.

4. Rola inwestorów instytucjonalnych w rosyjskim systemie nadzoru korporacyjnego

W przypadku wielu narodowych systemów nadzoru korporacyjnego kluczowym mechanizmem okazuje się być struktura własności, która determinuje możliwości monitorowania spółek przez akcjonariuszy i dyscyplinowania kadry zarządzającej. Wpływa również na orientację posiadaczy akcji, przekłada się na ich cele i oczekiwania wobec spółki²⁴. Stąd analiza roli inwestorów instytucjonalnych w rosyjskim systemie nadzoru korporacyjnego powinna zostać rozpoczęta od badania struktury własności.

Już w połowie lat 90. XX w. pojawiły się pierwsze wyniki badań, dotyczących struktury własności spółek rosyjskich, wykazujące udział również inwestorów instytucjonalnych. Według badań Instytutu Analizy Przedsiębiorstw i Rynków Wyższej Szkoły Ekonomiki w Moskwie, przeprowadzonych w 1995 r. na próbie 277 spółek akcyjnych, inwestorzy instytucjonalni posiadali w nich 9,0% udziału w kapitale akcyjnym²⁵. Badania powtórzone na takiej samej próbie w 1999 r. wykazały 11,8% udziału tych podmiotów w kapitale akcyjnym badanych firm. Należy jednak uznać, że taka obecność inwestorów instytucjonalnych w strukturze własności nie przekładała się na ich znaczącą pozycję w nadzorze korporacyjnym. W latach 90. XX w. rozwój sektora korporacyjnego w Rosji zależny był przede wszystkim od silnej pozycji menedżerów i banków, które to grupy dominowały w strukturze własności i oddziaływały na funkcjonowanie innych mechanizmów nadzoru korporacyjnego. Badania prowadzone w kolejnych latach przez rosyjskie ośrodki naukowe łącznie traktowały grupę inwestorów instytucjonalnych i banków, stąd trudno jednoznacznie określić udział tych pierwszych w strukturze własności spółek rosyjskich w pierwszej dekadzie XXI w.

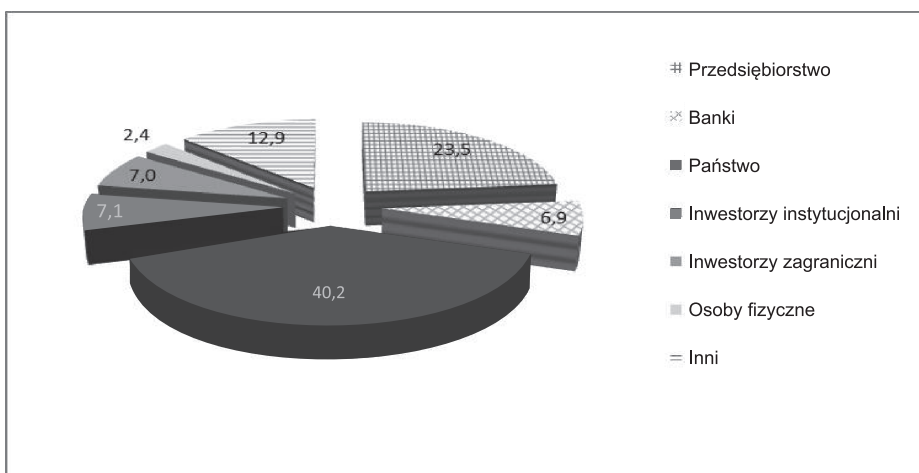
Badania własne struktury własności spółek rosyjskich objęły 195 spółek klasyfikowanych w 2014 r. na liście „Top-200 Kapitalizacja” agencji ratingowej ExpertRA obejmującej 200 największych pod względem kapitalizacji spółek publicznych. Zostały przeprowadzone w oparciu o szczegółowe profile spółek z bazy danych SPARK agencji Interfax. Jak wskazują wyniki badań, najbardziej znaczącym właścicielem w próbie okazało się państwo (na różnych poziomach), które było w posiadaniu 40,2% wartości kapitału założycielskiego badanych firm

²⁴ M. Aluchna, *Mechanizmy corporate governance w spółkach giełdowych*, Szkoła Główna Handlowa w Warszawie, Warszawa 2007, s. 70.

²⁵ Т. Долгопятова, *Модели и механизмы корпоративного контроля в российской промышленности*, Вопросы экономики 2001/5, s. 47

(wykres 1). Drugą pod względem znaczenia grupą właścicieli były przedsiębiorstwa (23,5%). Udział inwestorów instytucjonalnych w kapitale założycielskim badanych firm wyniósł w 2014 r. 7,1%. Uzyskany wynik należy jednak uznać za nieznacznie zawyżony z uwagi na fakt konieczności uwzględnienia w tej grupie tzw. depozytariuszy, których nie we wszystkich przypadkach należy utożsamiać z inwestorami instytucjonalnymi.

WYKRES 1: *Struktura własności kapitału założycielskiego 195 spółek rosyjskich z listy Expert-200 2014 (największych w Rosji spółek publicznych według wartości kapitalizacji, w %)*



Źródło: opracowanie własne na podstawie danych SPARK.

Rzeczywista rola inwestorów instytucjonalnych w systemie nadzoru korporacyjnego oprócz badania struktury własności wymaga jeszcze określenia możliwości oddziaływania tych podmiotów na funkcjonowanie spółek i sprawowanie kontroli korporacyjnej. Rosyjski sektor korporacyjny odznacza się bardzo wysokim stopniem koncentracji, którego kulminacja przypadła na połowę ubiegłej dekady. Podczas gdy w połowie lat 90. XX w. średni udział największego akcjonariusza wyniósł ok. 25%, to w połowie pierwszej dekady XXI w. średnio ok. 60%²⁶. Skutkuje to oparciem kontroli korporacyjnej na bezpośrednim uczestnictwie dominujących akcjonariuszy w zarządzaniu spółkami w roli menedżerów najwyższego szczebla. Pod kontrolą dominującego właściciela znajdują się we-

²⁶ Т.Г. Долгопятова, *Концентрация собственности в российской промышленности: эволюционные изменения на микроуровне*, Журнал новой экономической ассоциации 2010/8, s. 83.

wewnętrzne mechanizmy nadzoru korporacyjnego, jak zgromadzenie akcjonariuszy, formowanie i działalność rady dyrektorów, wymiana menedżerów wyższego szczebla. Stąd nawet względnie wysoki udział inwestorów instytucjonalnych we własności z reguły nie przekłada się na ich możliwości bezpośredniego zarządzania spółkami lub oddziaływania na strukturę organów zarządu czy kontroli.

Względnie ograniczona rola inwestorów instytucjonalnych w systemie nadzoru korporacyjnego wynika ponadto z kluczowego problemu, jakim jest niski poziom ochrony praw inwestorów mniejszościowych w Rosji²⁷. Stopień ochrony praw prywatnych właścicieli jest jednym z najistotniejszych czynników przesądzających o jakości nadzoru korporacyjnego. Problem ten jest tym ważniejszy, że typową dla rosyjskich spółek jest skoncentrowana struktura własności, z jednym lub kilkoma akcjonariuszami większościowymi. Nieskuteczne instytucje prawne w połączeniu ze słabo rozwiniętymi mechanizmami rynkowymi powodują pojawianie się oportunistycznych zachowań w stosunku do udziałowców mniejszościowych²⁸. Rozpoznane sposoby nieprzestrzegania praw udziałowców mniejszościowych, występujące w rosyjskich spółkach, to m.in. przekazywanie niepełnych lub nieprawdziwych informacji dotyczących spółki, nieprzestrzeganie wymogów proceduralnych dotyczących głosowania na ogólnym zgromadzeniu akcjonariuszy, naruszenia porządku wypłaty dywidend czy tzw. „rozcieńczanie” pakietów akcji. Dla zagranicznych inwestorów przekonanie o nadużyciach ze strony menedżerów rosyjskich spółek jest główną przeszkodą w inwestowaniu w Rosji²⁹.

Rola inwestorów instytucjonalnych w systemie nadzoru korporacyjnego zależy ponadto od poziomu rozwoju i stopnia płynności rynku kapitałowego³⁰. Odpowiednio wysoka płynność rynku ułatwia realizację opcji wyjścia i sprzedaż akcji, obniża skłonność do aktywnego nadzorowania kadry zarządzającej. Z drugiej jednak strony rozwinięty rynek kapitałowy oznacza możliwość skuteczniejszego oddziaływania decyzji inwestorów o kupnie czy sprzedaży akcji na ich wartość. Rosyjski rynek kapitałowy odznacza się relatywnie wysokim stopniem koncentracji, silnym podporządkowaniem zmianom koniunktury go-

²⁷ **НСКУ**, *Корпоративное управление в современной России: опыт и перспективы*, Москва 2007, s. 30–31.

²⁸ Oceny stopnia przestrzegania praw akcjonariuszy i praw własności w Rosji dokonywane są przez wybrane instytucje międzynarodowe. Informacji takich dostarcza m.in. *International Property Rights Index* czy World Bank w ramach raportów Doing business. W ramach tych badań w Rosji uzyskuje względnie bardzo słabe wyniki w zakresie stopnia ochrony praw inwestorów.

²⁹ **НСКУ**, *Национальный доклад по корпоративному управлению*, выпуск 6, Москва 2013, s. 80, 242–265.

³⁰ **M. Aluchna**, *Własność...*, s. 206.

spodarczej. Wysoki stopień koncentracji własności w spółkach przekłada się na względnie niski poziom płynności akcji i rozmiarów rynku kapitałowego. Środki zdobywane przez przedsiębiorstwa na rynku kapitałowym stanowią dla nich relatywnie najmniej istotne źródło finansowania inwestycji, tym mniej istotne są środki zdobywane na drodze wykupu akcji przez inwestorów instytucjonalnych. Z uwagi na względnie małą ilość notowanych na giełdzie papierów wartościowych spółek w porównaniu z całym sektorem korporacyjnym rynek kapitałowy jako mechanizm nadzoru korporacyjnego może odgrywać określoną rolę jedynie dla relatywnie niewielkiej grupy przedsiębiorstw.

5. Zakończenie

Rosyjska gospodarka ciągle nie odznacza się dużym udziałem inwestorów instytucjonalnych, zarówno w rynku finansowym czy kapitałowym, jak i w funkcjonowaniu systemu nadzoru korporacyjnego. Wynika to po części z małego znaczenia rynkowych mechanizmów w systemie nadzoru, jak również z określonych specyficznych cech nadzoru korporacyjnego w Rosji i jego niedostatków. Przyciąganie inwestorów instytucjonalnych wymaga przede wszystkim poprawy standardów nadzoru korporacyjnego i przestrzegania praw udziałowców mniejszościowych. Dotyczy to i inwestorów krajowych, i zagranicznych. Rosyjski rynek finansowy, pomimo wysokiej koniunktury gospodarki przed kryzysem z 2008 r., nie był i nadal nie jest atrakcyjny dla zachodnich funduszy inwestycyjnych. Negatywnie działającym czynnikiem w tym obszarze aktualnie jest kryzys w gospodarce Rosji i sankcje finansowe nałożone w 2014 r.

Omawiane w artykule zagadnienie jest jeszcze względnie słabo rozpoznane. Dalsze badania powinny skupić się na oddziaływaniu obecności inwestorów instytucjonalnych we własności, np. na wyniki finansowe spółek lub podwyższanie standardów nadzoru korporacyjnego.

Bibliografia

- Aluchna Maria**, *Własność a corporate governance. Systemy, rynki, przedsiębiorstwa*, Wydawnictwo Poltext, Warszawa 2015.
- Aluchna Maria**, *Mechanizmy corporate governance w spółkach giełdowych*, Szkoła Główna Handlowa w Warszawie, Warszawa 2007.
- Adamska Agata, Urbanek Piotr**, *Fundusze inwestycyjne w nadzorze korporacyjnym w polskich spółkach publicznych*, Gospodarka Narodowa 2014/2(270).

- Banaszczak-Soroka Urszula**, *Instytucje i uczestnicy rynku kapitałowego*, Wydawnictwo Naukowe PWN, Warszawa 2008.
- Coates John C. IV**, *Thirty years of evolution in the roles of institutional investors in corporate governance*, w: Jennifer G. Hill, Randall S. Thomas (red.), *Research Handbook on Shareholder Power*, Edward Elgar, Cheltenham 2015.
- Czekaj Jan** (red. nauk.), *Rynki, instrumenty i instytucje finansowe*, Wydawnictwo Naukowe PWN, Warszawa 2008.
- Dziawgo Danuta**, *Relacje inwestorskie. Ewolucja – funkcjonowanie – wyzwania*, Wydawnictwo Naukowe PWN, Warszawa 2011.
- Kołodkiewicz Izabela**, *Nadzór korporacyjny w Narodowych Funduszach Inwestycyjnych*, Wydawnictwo Wyższej Szkoły Przedsiębiorczości i Zarządzania im. Leona Koźmińskiego, Warszawa 2002.
- Lis Krzysztof A., Sterniczuk Henryk**, *Nadzór korporacyjny*, Oficyna Ekonomiczna, Kraków 2005.
- Oplustil Krzysztof**, *Instrumenty nadzoru korporacyjnego (corporate governance) w spółce akcyjnej*, Wydawnictwo C.H. Beck, Warszawa 2010.
- Niedziółka Paweł**, *Inwestorzy na rynku kapitałowym*, w: Paweł Niedziółka (red. nauk.), *Bankowość inwestycyjna. Inwestorzy, banki i firmy inwestycyjne na rynku finansowym*, Difin, Warszawa 2015.
- Mallin Christine A.**, *Corporate Governance. Second Edition*, Oxford University Press, Inc., New York 2007.
- Mallin Chris**, *Institutional and other shareholders*, w: Kent H. Baker, Ronald Anderson (eds.) *Corporate governance. A synthesis of theory, research and practice*, John Wiley & Sons, Hoboken 2010.
- Radygin Alexander**, *Privatization in the Russian Federation*, Centre for Social & Economic Research, Warsaw, April 1996, http://www.case-research.eu/upload/publikacja_plik/3696967_070.pdf; stan na 19.07.2013 r.
- SPARK**, Professional Market and Companies Analysis System, profile wybranych rosyjskich spółek, <http://www.spark-interfax.ru/Front/Index.aspx>; stan na 17.12.2014–16.03.2015 r.
- The Conference Board**, *The 2010 Institutional Investment Report. Trends in Assets Allocation and Portfolio Composition*, Research Report R-1468-10-RR by Matteo Tonello, Stephan Rahim Rabimov, http://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=1707512; stan na 8.11.2012 r.
- Долгопятова Татьяна Григорьевна**, *Концентрация собственности в российской промышленности: эволюционные изменения на микроуровне*, Журнал новой экономической ассоциации 2010/8.
- Долгопятова Татьяна**, *Модели и механизмы корпоративного контроля в российской промышленности*, Вопросы экономики 2001/5.
- ИЭП им. Е.Т. Гайдара**, *Российская экономика в 2014 году. Тенденции и перспективы (Выпуск 36)*, Москва 2015, <http://iep.ru/ru/publikacii/7454/publication.html>; stan na 18.03.2016 r.
- ИЭП**, *Российская экономика в 1999 году тенденции и перспективы (Выпуск 21)*, Москва 2000, <http://www.iep.ru/ru/rossiiskaya-ekonomika-v-1999-godu-tendencii-i-perspektivy-vypusk-21-2.html>; stan na 20.09.2013 r.

ИЭППИ, *Российская экономика в 1995 году. Тенденции и перспективы*, Москва 1996, <http://www.iep.ru/ru/rossiiskaya-ekonomika-v-1994-godu-tendencii-i-perspektivy.html>; stan na 19.09.2013 г.

ИЭППИ, *Российская экономика в 1993 году. Тенденции и перспективы*, Москва 1994, <http://www.iep.ru/ru/rossiiskaya-ekonomika-v-1993-godu-tendencii-i-perspektivy.html>; stan na 19.09.2013 г.

Косов Михаил Евгеньевич, Ахмадеев Равиль Габдуллаевич, *Финансово-банковское регулирование макроэкономических процессов в России*, Финансы и кредит 2015/20 (644).

НСКУ, *Национальный доклад по корпоративному управлению*, выпуск 6, Москва 2013.

НСКУ, *Корпоративное управление в современной России: опыт и перспективы*, Москва 2007.

Приватизация в России, Вопросы экономики 1992/9.

Чубайс Анатолий, *Итоги приватизации в России и задачи следующего этапа*, Вопросы экономики 1994/6.

Эллерман Давид, *Ваучерная приватизация как инструмент холодной войны*, Вопросы экономики 1999/8.

Monika FIEDORCZUK

INSTITUTIONAL INVESTORS IN CORPORATE GOVERNANCE SYSTEM IN RUSSIA

(Summary)

The main goal of the article is to discuss the initial results of research concerning institutional investors participation in corporate governance in Russia. Institutional investors play significant role in capital markets of selected developed economies. Their role is rising in developing economies, including Central and Eastern Europe, too. Development of institutional investors in Russia was possible mainly because of privatization process. At the beginning, in Russia there were created cheque investment funds. Their role in corporate governance development wasn't significant because of the dominant position of managers and banks. The first decade of 21st century, despite of financial market development and economic prosperity until 2008, the role of institutional investors in corporate sector wasn't significant, too. The article contains the own research results if ownership structure in the biggest public companies in Russia. They present the relative low participation of institutional investors in ownership. Their role in corporate governance is restricted because of strong position of dominant shareholders, combination of ownership and control and relative low standards of complying the minority shareholders rights.

Keywords: public companies; institutional investor; ownership structure; Russian economy