

# GOSPODARKA NARODOWA

11-12  
(243-244)  
Rok LXXX/XXI  
listopad-grudzień  
2011  
s. 61-81

Monika FIEDORCZUK\*

## Znaczenie grup kapitałowych w Rosji

### Wprowadzenie

Rozpoczynając od 1987 r. (kiedy władze państwowe w Rosji na mocy Ustawy o Sowieckich Przedsiębiorstwach Państwowych zezwoliły przedsiębiorstwom na współpracę z firmami zagranicznymi, również w formie *joint ventures*) w gospodarce rosyjskiej pojawiły się warunki dla powstania i rozwoju sektora prywatnego. Były one trudne z powodu braku odpowiednich instytucji rynkowych i ściśle zależne od sektora państwowego i rządu. Słabości państwa, systemu prawnego, rozpoczęte reformy gospodarcze i szybkie tempo prywatyzacji stworzyły sprzyjającą sytuację dla wielu menedżerów i przedsiębiorców do skupiania w ich rękach własności w przedsiębiorstwach państwowych. Tworzenie się dużych grup kapitałowych było jednym z nieodłącznych elementów transformacji gospodarczej w Rosji.

Dwie dekady transformacji gospodarki rosyjskiej odznaczały się zróżnicowanymi uwarunkowaniami prowadzenia działalności gospodarczej i życia społeczeństwa. Pierwsza połowa lat 90. XX wieku charakteryzowała się pogorszeniem wielu wskaźników makroekonomicznych, spowodowanym wprowadzaniem elementów gospodarki rynkowej. Po krótkotrwałej poprawie sytuacji gospodarczej kraju w roku 1998 nastąpił kryzys finansowy. Pierwsza dekada XXI wieku przyniosła znaczącą poprawę sytuacji gospodarczej Rosji, w tym wysoką dynamikę wzrostu gospodarczego, nadwyżkę budżetową, wysoki poziom rezerw walutowych (spowodowany przede wszystkim rosnącymi cenami surowców na

---

\* Autorka jest pracownikiem Zakładu Międzynarodowych Stosunków Gospodarczych na Wydziale Ekonomii i Zarządzania Uniwersytetu w Białymstoku, e-mail: monika.fiedorczuk@uwb.edu.pl. Artykuł wpłynął do redakcji w październiku 2011 r.

rynkach międzynarodowych). Obydwa okresy w różny sposób przyczyniły się do rozwoju i wzrostu znaczenia grup kapitałowych: pierwszy przede wszystkim dzięki przekształceniom własnościowym, drugi (po kryzysie z 1998 r.) przyniósł grupom, zwłaszcza z sektora wydobywczego, ogromne dochody oraz wsparcie ze strony nowych władz politycznych.

Rosja bardzo często w literaturze uznawana jest za naturalnego „kandydata” do analizowania roli grup kapitałowych w gospodarce z uwagi na ich typowe dla krajów rozwijających się warunki tworzenia się grup oraz ich bardzo ważną rolę w życiu społecznym, ekonomicznym i politycznym kraju. Wyróżnikiem rosyjskich grup kapitałowych spośród innych krajów rozwijających się jest specyfika i konsekwencje prywatyzacji gospodarki Rosji, główne sektory ich działalności oraz rola właścicieli-oligarchów w życiu społecznym i politycznym kraju.

Celem niniejszego artykułu jest przedstawienie genezy, struktury organizacyjnej oraz najważniejszych aspektów dotyczących funkcjonowania grup kapitałowych w Rosji oraz ich znaczenia w gospodarce. Artykuł przyjmuje następującą strukturę. W pierwszej części przedstawiono podstawowe kwestie teoretyczne dotyczące grup kapitałowych i najważniejsze informacje dotyczące grup w krajach wysoko rozwiniętych i rozwijających się. Część druga zawiera opis genezy i procesu rozwoju grup kapitałowych w gospodarce rosyjskiej. W części trzeciej omówiono charakterystyczne cechy dotyczące organizacji i funkcjonowania rosyjskich grup kapitałowych. W zakończeniu przedstawiono najważniejsze pozytywne i negatywne aspekty ich działalności, oddziałujące na poszczególne firmy wchodzące w skład grup i na całą gospodarkę oraz nowe trendy w rozwoju grup kapitałowych w Rosji.

### **Grupy kapitałowe – aspekty teoretyczne**

Grupy kapitałowe są jednym z trzech podstawowych rodzajów struktur działalności gospodarczej wyodrębnianych w literaturze przedmiotu. Różnią się one elementami składowymi, łączącymi je powiązaniem i sposobem podporządkowania. Trocki [2004] wymienia następujące typy struktur:

- struktury organizacyjne działalności gospodarczej (w praktyce głównie przedsiębiorstwa), których elementy to niesamodzielne prawnie podmioty: jednostki, komórki, stanowiska organizacyjne, powiązane relacjami podporządkowania i oddziaływania organizacyjnego,
- struktury kapitałowe działalności gospodarczej (w praktyce grupy kapitałowe) – samodzielne podmioty gospodarcze (spółki kapitałowe), połączone relacjami podporządkowania kapitałowego i oddziaływania właścicielskiego; podmiot nadrzędny posiada udziały w podmiotach podporządkowanych,
- struktury kontraktowe działalności gospodarczej (sieci powiązań gospodarczych), które składają się z samodzielnych prawnie podmiotów gospodarczych powiązanych relacjami podporządkowania i oddziaływania kontraktowego (w wyniku zawieranych umów i kontraktów).

W literaturze zarówno krajowej, jak i zagranicznej, dotyczącej funkcjonowania grup kapitałowych odnaleźć można znaczną ilość ich definicji. Na potrzeby niniejszego opracowania wybranych zostało jedynie kilka definicji różnych autorów, które wykazują jednak pewne podobieństwa. Trocki [2004] 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 i ewentualnie dodatkowo innymi (majątkowymi, kontraktowymi, personalnymi), posiadające możliwość realizacji wspólnych celów, wynikającą z rodzaju i intensywności tworzących je powiązań. *Leksykon zarządzania* wyjaśnia pojęcie grupy kapitałowej jako zgrupowanie spółek utworzone dla wspólnej realizacji celów gospodarczych, polegających na dążeniu do uzyskania korzyści ekonomicznych z prowadzonej działalności, które nie mogłyby być osiągnięte w ramach jednego przedsiębiorstwa [Romanowska, 2011]. Z kolei Khanna i Yafeh w opracowaniu dotyczącym grup kapitałowych w krajach rozwijających się definiują grupy kapitałowe jako składające się z prawnie niezależnych przedsiębiorstw, działających na zróżnicowanych (często nie powiązanych) rynkach, połączonych więziami formalnymi (kapitałowo) lub nieformalnymi (np. rodzinnymi) [Khanna, Yafeh, 2007].

Spotkać można również wiele różnych określeń dotyczących grup kapitałowych: grupa biznesowa, grupa przemysłowo-kapitałowa, zgrupowanie kapitałowe, zgrupowanie gospodarcze, konglomerat, holding, koncern, konsorcjum, a nawet struktura piramidowa. Pojęcia te czasem stosowane są zamiennie, a czasem przyporządkowane konkretnym typom grup kapitałowych. Pod pojęciem holdingu rozumie się zgrupowanie gospodarcze oparte na więziach kapitałowych i kontraktowych, rzadziej personalnych. Termin koncern (używany przede wszystkim w niemieckim ustawodawstwie) ogólnie dotyczy również zgrupowań gospodarczych przedsiębiorstw, a w wąskim ujęciu tzw. operacyjnych grup kapitałowych. Konglomerat z kolei to przedsiębiorstwa składające się z wielu spółek powiązanych kapitałowo, działających w różnych segmentach rynkowych [Aluchna, 2010a].

Należy zaznaczyć, że określenie „grupa kapitałowa” jest polskim terminem. W literaturze anglojęzycznej używa się zazwyczaj pojęcia grupa biznesowa (*business group*), grupa przedsiębiorstw (*group of companies*), grupa korporacyjna (*corporate group*), czy rzadziej kompleks korporacyjny (*corporate complex*).

Również w przypadku rosyjskich opracowań dotyczących struktur korporacyjnych w gospodarce Rosji stosowane jest różne nazewnictwo grup kapitałowych:

- grupa biznesowa (*бизнес-группа*),
- holding (*холдинг*), dla horyzontalnie zintegrowanych przedsiębiorstw lub ogólnie grup kapitałowych,
- grupa finansowo-przemysłowa (*финансово-промышленная группа*),
- zintegrowana grupa biznesowa (*интегрированная бизнес-группа*),
- zintegrowana grupa przemysłowa (*интегрированная промышленная группа*),

- zintegrowana struktura korporacyjna (*интегрированная корпоративная структура*).

Z uwagi na taką różnorodność nazewnictwa na potrzeby niniejszego opracowania przyjęto termin ogólnie stosowany w literaturze przede wszystkim anglojęzycznej „grupa kapitałowa”.

Przedstawić należy również systematyzację grup kapitałowych według różnych kryteriów klasyfikacji. Jeden z najbardziej rozwiniętych systemów klasyfikacji grup kapitałowych przedstawił Zattoni [Wawrzyniak, 2002], u którego głównymi kryteriami rodzajów grup były: rozmiar grupy, stosunki zależności wewnątrz grupy, struktura udziałów, zasięg geograficzny grupy. Szczegółowa systematyka grup kapitałowych została przedstawiona w tablicy 1.

Tablica 1

## Podstawowa typologia grup kapitałowych

Kryterium	Typy
<b>Charakter grupy</b>	
Rodzaj własności	Grupy państwowe, prywatne, mieszane
Typ grupy	Holding czysty, mieszany
<b>Powiązania ekonomiczne w grupie</b>	
Intensywność więzi techniczno-ekonomicznych między firmami	Grupy gospodarcze, finansowe, mieszane
Rodzaj gospodarczego zintegrowania firm	Integracja pionowa, pozioma, konglomeraty
Strategiczne zintegrowanie firm	Grupy majątkowe, finansowe, przemysłowe
Stopień zintegrowania techniczno-ekonomicznego i sposób kierowania	Grupy strategiczne, finansowe, majątkowe, formalne
<b>Struktura formalna grupy</b>	
Rozmiar grupy	Grupy duże, średnie i małe
Stosunek zależności między firmami (struktura)	Grupy poziome i pionowe
Formalna struktura udziałów	Grupy o strukturach prostych, złożonych, łańcuchowych
Zasięg geograficzny grupy	Grupy narodowe, międzynarodowe

Źródło: Wawrzyniak, [2002], s. 88

Można przyjąć, że podstawowym celem tworzenia grup kapitałowych jest dążenie do podniesienia efektywności gospodarowania przedsiębiorstw, ekspansja rynkowa czy też zwiększenie siły ekonomicznej. To, jakie motywy decydują o powstaniu konkretnych grup kapitałowych, zależy po części od ich indywidualnych celów, a po części od warunków ekonomicznych w danym sektorze czy też ogólnie w kraju. W tablicy 2 przedstawione zostały podstawowe motywy przedsiębiorstw tworzących grupy kapitałowe. Z uwagi na ich dużą liczbę, zostały podzielone w grupy rodzajowe.

Tablica 2

**Motywy powstawania i rozwoju grup kapitałowych**

Grupa motywów	Motywy specyficzne
Motywy techniczne i operacyjne	Wzrost efektywności zarządzania
	Pozyskanie efektywnego kierownictwa
	Efekt synergii: korzyści skali, ograniczenie kosztów transakcyjnych, komplementarność zasobów i umiejętności, korzyści integracji technicznej
Motywy rynkowe i marketingowe	Wzrost udziału w rynku
	Zwiększenie wartości dodanej
	Eliminacja konkurencji
	Komplementarność produktów (rynków)
	Dywersyfikacja ryzyka
Motywy finansowe	Wejście w nowe obszary działalności
	Zwiększenie zdolności do zadłużenia
	Przejęcie gotówki
	Obniżenie kosztu kapitału
	Korzyści podatkowe
Motywy menedżerskie	Niedoszacowanie wartości nabywanej firmy
	Wzrost wynagrodzenia kierownictwa
	Wzrost prestiżu
	Zmniejszenie ryzyka zarządzania
Motywy strategiczne	Zwiększenie swobody działania
	Pozyskanie pożądanego partnera finansowego
	Obrona przed wrogim przejęciem
	Ograniczone możliwości własnego rozwoju
	Poprawa pozycji konkurencyjnej

Źródło: Sikacz, [2011], s. 60

Funkcjonowanie grup kapitałowych w gospodarkach poszczególnych krajów przynosi im korzyści, ale również straty ekonomiczne, różne w zależności od poziomu rozwoju gospodarczego i instytucjonalnego kraju, jak również od udziału grup w poszczególnych wielkościach makroekonomicznych (PKB, produkcja, zatrudnienie). Grupy kapitałowe mają szereg swoich mocnych stron: możliwość dywersyfikacji, ograniczenia ryzyka, odporność na wahania rynku, efektywne wykorzystanie zasobów transfer wiedzy i in. Z drugiej jednak strony mają wielu przeciwników i są posądzane o nieprzejrzystość, nieprzestrzeżenie przez udziałowców mniejszościowych (częsty zarzut wobec grup w Rosji), powiązania krzyżowe i personalne [Aluchna, 2008].

### **Grupy kapitałowe w krajach wysoko rozwiniętych i rozwijających się**

Grupy kapitałowe występują i odgrywają znaczącą rolę zarówno w krajach wysoko rozwiniętych (Stany Zjednoczone, Japonia, Niemcy, Francja, Kanada,

Włochy, Szwecja), jak i w krajach rozwijających się, w literaturze anglojęzycznej nazywanych często *emerging markets* (rynkı wschodzące) (Brazylia, Chile, Izrael, Turcja, Rosja, Indie) oraz w krajach Azji Wschodniej (Korea Południowa, Tajwan, Tajlandia, Chiny, Indonezja) [Grabowiecki, 2006]. W poszczególnych krajach wykształciły się różne typy grup o nazwach często specyficznych jedynie dla danego kraju: *keiretsu* w Japonii (i nieistniejące już *zaibatsu*), *giye jituan* w Chinach, *cheabole* w Korei Południowej, *guanxi gije* na Tajwanie, kontrolowane przez rodziny *business houses* w Indiach, *grupos economicos* w Meksyku czy Argentynie, również będące własnością rodzin grupy w Brazylii. Typowym określeniem dla rosyjskich grup kapitałowych z lat 90. było „grupy finansowo-przemysłowe” (*FIGs – financial-industrial groups*).

Syntetyczne zestawienie głównych cech grup kapitałowych w wybranych krajach wysoko rozwiniętych, jak i rozwijających się, zawiera tablica 3.

Tablica 3

## Zestawienie najważniejszych cech grup kapitałowych w wybranych krajach

Kraj	Typ/ specyficzna nazwa	Udział grup jako % przedsiębiorstw w kraju	Struktura własności (główni właściciele)	Dywersyfikacja	Specyficzne cechy
<b>Kraje wysoko rozwinięte</b>					
Stany Zjednoczone	konglomeraty	0	rozproszona	pokrewna	główny cel działalności – maksymalizacja wartości firmy
Japonia	holdingi/ <i>keiretsu</i>	36	rozproszona	niepokrewna	kilka podmiotów dominujących powiązanych z mniejszymi przedsiębiorstwami – dostawcami, brak jednego podmiotu dominującego
Niemcy	koncerny	32	skoncentrowana	pokrewna	znacząca rola banków jako członków grup
Włochy	piramidy	55	skoncentrowana	pokrewna	rzadki udział instytucji finansowych, wsparcie finansowe rządu po II wojnie światowej
Szwecja	piramidy	74	skoncentrowana	pokrewna	znaczący rozdział praw do kontroli od praw do zysku, duże znaczenie więzi rodzinnych

cd. tablicy 3

Kraj	Typ/ specyficzna nazwa	Udział grup jako % przedsiębiorstw w kraju	Struktura własności (główni właściciele)	Dywersyfikacja	Specyficzne cechy
<b>Kraje rozwijające się</b>					
Korea Południowa	konglomeraty/ <i>cheabole</i>	43	skoncentrowana (rodzina)	niepokrewna	nieprzejrzyste powiązania krzyżowe między spółkami, historycznie wysokie zadłużenie
Chiny	holdingi/ <i>giye jituan</i>	b. d.	skoncentrowana (państwo)	pokrewna	kontrolowane przez państwo za pomocą struktur piramidowych
Indie	holdingi/ <i>business houses</i>	49	skoncentrowana	niepokrewna	grupy powstałe wokół etnicznych, religijnych i klasowych społeczności
Brazylia	holdingi/ <i>grupos</i>	48	skoncentrowana	niepokrewna	obecne we wszystkich grupach więzi rodzinne, niektóre grupy nadal kierowane przez rodziny, które stworzyły je dekady temu
Meksyk	holdingi/ <i>grupos</i>	32	skoncentrowana	niepokrewna	największe grupy stale kierowane przez rodziny, które założyły je w połowie XIX wieku, często silne powiązania z rządem
Rosja	holdingi	b. d.	skoncentrowana (oligarchowie, państwo)	pokrewna	omówione w dalszej części opracowania

Źródło: opracowanie na podstawie: Aluchna [2010a, 2010b], Grabowiecki [2006], Khanna, Yafeh [2007, s. 353-356]

O ile w przypadku krajów wysoko rozwiniętych grupy kapitałowe doczekały się już pokaźnej liczby opracowań i zostały najlepiej rozpoznane, w krajach rozwijających się (*emerging markets*) są ciągle przedmiotem wielu badań i analiz przynoszących nowe wyniki dotyczące produktywności czy efektywności. Rosyjskie grupy kapitałowe nadal nie doczekały się dużej liczby opracowań na swój temat, być może za sprawą stosunkowo krótkiego okresu funkcjonowania na rynku. Dostępne opracowania często odnoszą się zazwyczaj jedynie do negatywnych aspektów obecności grup kapitałowych w gospodarce rosyjskiej.

Grupy kapitałowe w krajach rozwijających się przybierają różnorodne 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]. Wyniki badań wskazują jednak, że w krajach tych grupy kapitałowe osiągają lepsze wyniki ekonomiczne niż firmy działające samodzielnie [Hainz, 2006], [Shumilov, 2008]. Są niejako substytutami nierozwiniętych jeszcze lub brakujących instytucji. Zapewniają korzystniejsze finansowanie inwestycji niż słabo rozwinięte rynki kapitałowe. Największe pod względem przychodów grupy kapitałowe z krajów rozwijających się przedstawione zostały w tablicy 4.

Tablica 4

## Największe grupy kapitałowe z krajów rozwijających się w 2007 roku

Pozycja	Nazwa grupy	Przychody (w mln USD)	Kraj	Przemysły
1	Samsung	161 780	Korea Południowa	Zdywersyfikowany
2	China Petrochemical Co. (Sinopec)	159 260	Chiny	Naftowy, gazownictwo, petrochemiczny
3	State Grid. Co. of China	132 885	Chiny	Energetyczny
4	China National Petroleum Co.	129 798	Chiny	Naftowy, gazownictwo, petrochemiczny
5	Petrobras	112 046	Brazylia	Naftowy, gazownictwo, petrochemiczny
6	Pemex	103 961	Meksyk	Naftowy i górnictwo
7	Gazprom	98 642	Rosja	Gazownictwo i energetyka
8	Hyundai Motor	83 392	Korea Południowa	Zdywersyfikowany
9	SK	75 784	Korea Południowa	Zdywersyfikowany
10	LG	71 498	Korea Południowa	Zdywersyfikowany
11	Lukoil	67 205	Rosja	Naftowy, gazownictwo, petrochemiczny
12	Petronas	66 218	Malezja	Naftowy, gazownictwo, petrochemiczny
13	Tata Group	62 500	Indie	Zdywersyfikowany
14	Indian Oil	57 427	Indie	Naftowy
15	Temasek Holding	54 000	Singapur	Zdywersyfikowany



cd. tablicy 4

Pozycja	Nazwa grupy	Przychody (w mln USD)	Kraj	Przemysły
16	Industrial & Commercial Bank of China	51 526	Chiny	Bankowość komercyjna
17	Carso	51 199	Meksyk	Zdywersyfikowany
18	PTT	51 193	Tajlandia	Naftowy, gazownictwo, petrochemiczny
19	Korea Electric Power	50 271	Korea Południowa	Energetyczny
20	Formosa Plastics	49 519	Tajwan	Zdywersyfikowany

Zdywersyfikowany – oznacza działalność w trzech lub więcej różnych gałęziach przemysłu.

Źródło: *The Oxford Handbook of Business Groups* [2010, s. 32, 33]

## Geneza i rozwój grup kapitałowych w Rosji

Impulsem do tworzenia grup kapitałowych w gospodarce rosyjskiej na początku lat 90. XX wieku stał się rozpoczęty proces transformacji i prywatyzacji przedsiębiorstw państwowych. Prywatyzacja w Rosji rozpoczęła się formalnie w lipcu 1992 r. w wyniku podpisania przez prezydenta Borysa Jelcyna dekretu nakazującego wszystkim dużym przedsiębiorstwom przekształcenie się w spółki akcyjne. W efekcie w ciągu pięciu lat własność prywatna została wprowadzona do ponad 14 tysięcy dużych i średnich przedsiębiorstw, a ok. 40 milionów Rosjan stało się ich udziałowcami [UNIDO, 2006].

Wyróżnić można trzy rodzaje prywatyzacji, które wystąpiły w gospodarce rosyjskiej [Jermakowicz, Pańków, 1995], [Bossak, 2008]:

- małą prywatyzację – objęte nią zostały głównie przedsiębiorstwa handlu detalicznego i hurtowego, przedsiębiorstwa budowlane, transportowe i przemysłu spożywczego, których załoga nie przekraczała 200 osób;
- dużą prywatyzację – objęła duże i średnie przedsiębiorstwa zatrudniające więcej niż 200 pracowników, których kapitał własny przekraczał 10 mln rubli; wiele przedsiębiorstw prywatyzowanych według programu dużej prywatyzacji z uwagi na możliwości wykupywania akcji przez pracowników przyjęło formę tzw. EBOs (*employee buy-outs*) – wykupionych przez pracowników, lub MBOs (*manager buy-outs*) – wykupionych przez menedżerów;
- prywatyzację voucherową – której założeniem było rozdysponowanie wśród wszystkich obywateli Federacji Rosyjskiej bezpłatnych, ważnych rok, czeków prywatyzacyjnych, za które można było wykupywać akcje przedsiębiorstw lub sprzedawać je na rynku wtórnym; w taki sposób prywatyzacja voucherowa stała się narzędziem do konsolidacji własności.

Pomimo sprywatyzowania większości majątku państwowego w Rosji okres od 2004 r. do chwili obecnej charakteryzuje się wzrostem udziału własności państwowej w gospodarce. Nabral on tempa zwłaszcza od połowy 2005 r.

Z powodu kryzysu gospodarczego, który rozpoczął się w 2008 r., wiele rosyjskich prywatnych firm dotkniętych kłopotami finansowymi szukały pomocy u państwa posiadającego środki finansowe. Skutkiem tego stała się postępująca renacjonalizacja aktywów [Wiśniewska, Dubas, Rogoża, 2010].

Szczególny rozwój grup kapitałowych nastąpił w okresie udzielania państwu przez banki tzw. pożyczek za udziały (*loans for shares*) w latach 90. W ich wyniku możliwe stało się przetransferowanie znaczącej ilości własności państwowej w ręce ograniczonej liczby osób (oligarchów). Istota programu opierała się na organizacji szczególnej formy aukcji (stąd inna nazwa zjawiska – aukcje zastawne), na których zwycięski bank zobowiązywał się do udzielenia rządowi kredytu pod zastaw danego przedsiębiorstwa. Następnie akcje te mogły być wykupione przez rząd, sprzedane na podstawie kolejnego konkursu lub przechodziły w ręce kredytodawcy. W taki sposób następowało przetransferowanie własności w największych, najbardziej znaczących w gospodarce firm do kilku dobrze sytuowanych instytucji finansowych oraz grup finansowo-przemysłowych (*financial-industrial groups*) [Bossak, 2008], [Wright, Filatotchev, Buck, Bishop, 2003]. Najbardziej znanymi „zwycięzcami” aukcji byli: Roman Abramowicz (Millhouse/Sibneft’, w latach 1995-97 młodszy współpracownik Borysa Bierzowskiego), Michaił Chodorkowski (Menatep/Jukos), Władimir Potanin (Interros/Norilsk Nikiel) oraz Wagit Alekpierow (Lukoil) i Władimir Bogdanov (Surgutnieftiegaz) – obydwaj z sektora paliwowego, nabyli dodatkowe udziały w firmach już przez nich kontrolowanych [Guriev, Rachinsky, 2004].

Dynamika powstawania i rozwoju grup kapitałowych to jeden z ważniejszych wskaźników instytucjonalnych i strukturalnych zmian w rosyjskiej gospodarce [Капитунова, 2007]. Od 1994 r. rozwój grup jest dosyć intensywny: w 1993 r. w Rosji zarejestrowana była jedna grupa finansowo-przemysłowa, obejmująca 20 przedsiębiorstw przemysłowych. Pod koniec 1994 r. grup było już 7 (liczba przedsiębiorstw w ich ramach – prawie 150), na koniec 1995 r. – 27 grup (273 przedsiębiorstwa). Pierwszymi grupami finansowo-przemysłowymi były: Uralskije zawody, Sokoł, Dragocennosti Urała, Ruschim, Sibir’, Interros, Objediniennyj gorno-metalurgiczeskij kompleks, Skorostnoj flot. Dynamiczny rozwój grup kapitałowych, zwłaszcza działających w sektorze wydobywczym, nastąpił po kryzysie z 1998 r. Korzystne ceny na międzynarodowych rynkach ropy naftowej i surowców mineralnych dostarczyły im znaczących środków finansowych na ekspansję w innych sektorach, m.in. rolno-spożywczym, samochodowym i chemicznym. Pod koniec 1998 r. w Rosji zarejestrowanych było 75 grup, obejmujących ponad 1150 przedsiębiorstw. W 2006 r. oficjalnie funkcjonowało 108 grup (ok. 2 tysiące przedsiębiorstw).

W procesie rozwoju grup kapitałowych w Rosji znaczące piętno odcisnęła kryzys finansowy z 1998 r. Na osiem grup, które dominowały w Rosji w latach prezydentury Borysa Jelcyna, dwie przestały istnieć (SBS, Inkombank) [Guriev, Rachinsky, 2004]. Nastąpiło przesunięcie priorytetów z sektora finansowego do sektora przemysłowego. Osoby kontrolujące grupy zrezygnowały z kierowniczych stanowisk w bankach i przeszły do zarządczych struktur w grupach [Krutik, Korenkowa, Reszetowa, 2002].

Wiele z grup kapitałowych na początku stanowiło konglomeraty składające się z przypadkowo i chaotycznie gromadzonych firm, zakładów, przedsiębiorstw różnych branż, banków, nabywanych w tamtym okresie niemal za bezcen [Paszyc, Wiśniewska, 2002]. Nowi właściciele nie byli od razu bogatymi oligarchami używającymi swoich środków do kupowania nowych form i rozbudowy grup. Początkowo raczej korzystali z możliwości, jakie dawała im prywatyzacja i przejmowali za zgodą władz państwowych kolejne, często nieefektywne lub upadające, przedsiębiorstwa [Estrin, Pouliakova, Shapiro, 2009]. Z czasem polityka rozwoju grup zaczęła mieć coraz bardziej celowy charakter i zmierzać do kompletowania firm tworzących określony cykl technologiczny. Proces konsolidacji aktywów grup kapitałowych w poszczególnych przypadkach przebiegał w różny sposób: fuzji, przejęć, nawet tzw. wrogich (*hostile takeovers*), ale jej celem była zawsze ekspansja – albo w ramach określonego sektora, albo zmierzająca do rozszerzania działalności na inne branże.

Rozwijające się grupy kapitałowe rozpoczęły również poszukiwanie zagranicznych źródeł finansowania inwestycji, zwłaszcza że nie mogły uzyskać środków z krajowego systemu bankowego i rynku kapitałowego. W celu sprostanania wymaganiom zagranicznych rynków kapitałowych wiele największych rosyjskich grup kapitałowych dokonało znaczących zmian organizacyjnych, np. wprowadzając mechanizmy nadzoru korporacyjnego (*corporate governance*) [Shumilov, 2008].

## **Organizacja i funkcjonowanie grup kapitałowych w Rosji**

Grupy kapitałowe w Rosji powstały na drodze integracji wertykalnej, horyzontalnej oraz jako konglomeraty [Радьгин, 2004]. Integracja wertykalna dotyczy przede wszystkim sektorów: chemicznego, metalurgicznego oraz ropy naftowej i gazu ziemnego, gdzie w centrum grup znajdują się przedsiębiorstwa zajmujące się wydobywaniem i przetwórstwem surowców. Ponadto do grup należą dostawcy i inne firmy z łańcucha produkcyjnego. Grupy wychodzą również do innych sektorów, szukając wzmocnienia pozycji rynkowej [Clarke, 2004]. Najbardziej typowe przykłady takich grup kapitałowych dotyczą sektora metalurgicznego: Rusal, SUAL (Sibirsko-Uralskaja Aluminiowaja Kompanija), UGMK (Uralskaja Gorno-Metallurgiczeskaja Kompanija), Severstal, Mechel [Radynin, 2006].

Konglomeraty stanowiły zmodyfikowaną formę grup zintegrowanych wertykalnie, zwłaszcza z sektora wydobywczego. Głównym celem takich grup kapitałowych było zabezpieczenie się przed wahaniami cen międzynarodowych surowców naturalnych (na przykład GMK Norilsk nikiel) poprzez funkcjonowanie na różnych rynkach [Радьгин, 2004]. Obecnie zauważalna jest tendencja restrukturyzacji konglomeratów w kierunku grup zintegrowanych pionowo.

Integracja horyzontalna w praktyce dotyczyła grup kapitałowych rozwijających się w sektorach zdominowanych przez relatywnie małą liczbę dużych producentów wystandaryzowanych produktów. Głównym celem takich grup jest dominacja na regionalnych lub narodowych rynkach i obniżanie kosztów

produkcji. Integracja horyzontalna występuje zwłaszcza w branży inżynierskiej (Siłowyje maszyny, European Bearing Corporation – Jevropejskaja Podszipnikovaja Korporacija EPK) [Radygin, 2006].

Typowa grupa kapitałowa w Rosji składa się z trzech głównych poziomów: spółki holdingowej (*holding company*), podległych przedsiębiorstw przemysłowych i poszczególnych fabryk. Spółka holdingowa jest głównym właścicielem, zazwyczaj ma większościowe, a często całościowe, udziały w podległych firmach. Jej zadaniem jest koordynacja funkcjonowania całej grupy w warunkach ekonomicznego i politycznego ryzyka. Podległe jej przedsiębiorstwa funkcjonują w różnych gałęziach przemysłu. Firmy te koordynują inwestycje i marketing w ramach różnych gałęzi przemysłu. Poszczególne fabryki koncentrują się na produkcji lub działalności operacyjnej [Guriev, 2010]. W tabelicy 5 przedstawiona została struktura czterech największych prywatnych grup kapitałowych w Rosji.

Tablica 5

Struktura wybranych grup rosyjskich kapitałowych (w 2008 r.)

Grupa (nazwisko głównego beneficjenta)	Sektory	Liczba głównych firm w poszczególnych segmentach)
Alfa (Michaił Fridman)	Ropa naftowa i gaz ziemny	1
	Finanse	5
	Telekomunikacja	4
	Technologie	1
	Media	1
	Handel detaliczny	3
Bazowyj Element (Oleg Deripaska)	Energetyka	5
	Zasoby naturalne	4
	Produkcja/wytwarzanie	5
	Finanse	7
	Budownictwo	6
	Lotnictwo	5
Renova (Wiktor Wekselberg)	Metalurgia	6
	Ropa naftowa i przemysł chemiczny	3
	Energetyka, budownictwo mieszkaniowe i użyteczność publiczna	5
	Inżynieria maszynowa	1
	Budownictwo	1
	Infrastruktura	1
	Telekomunikacja	4
	Finanse	2

cd. tablicy 5

Grupa (nazwisko głównego beneficjenta)	Sektory	Liczba głównych firm w poszczególnych segmentach)
Sistema (Władimir Jewtuszenkow)	Telekomunikacja	Telekomunikacja (50), media (1), kino (1)
	Konsumpcja	6 (nieruchomości, usługi finansowe, podróże, handel, opieka medyczna, sprzedaż detaliczna)
	Technologie i przemysł	Technologie, radary i kosmonautyka, farmacja
	Inne	Przemysł pertochemiczny

Objaśnienie: Różne grupy używają różnej klasyfikacji sektorów, tablica zawiera nazwy sektorów stosowane przez poszczególne grupy

Źródło: Guriev [2010, s. 537]

Wewnątrz grup kapitałowych między reprezentantami poszczególnych firm występują określone powiązania kapitałowe i personalne. Grupy rosyjskie o profilu przemysłowo-finansowym składają się z banku (lub kilku banków) oraz określonej liczby przedsiębiorstw przemysłowych. Powiązania kapitałowe i personalne oparte są na własności udziałów w bankach czy przedsiębiorstwach, często krzyżowych lub osobistych powiązaniach między członkami zarządów. Ponieważ jedna osoba może pełnić kilka funkcji zarządczych i nadzorczych w różnych firmach, mandaty członków rad i zarządów często się krzyżują, tworząc sieć nieformalnych powiązań osobistych [Aluchna, 2008]. Rosyjskie grupy (zwłaszcza finansowo-przemysłowe) często porównywane są do japońskich *keiretsu* [Sprenger, 2000].

W większości rosyjskich grup kapitałowych głównymi właścicielami są tzw. oligarchowie, bardzo bogaci i politycznie ustosunkowani biznesmeni. Oligarchowie zaczęli pojawiać się w gospodarce rosyjskiej w latach 90. XX wieku, gromadząc swoje majątki dzięki prywatyzacji, zwłaszcza tzw. wtórnej. Część z nich była menedżerami w prywatyzowanych przedsiębiorstwach, a część wywodzi się z politycznych kręgów, np. spośród byłych bliskich współpracowników premiera FR Władimira Putina.

W tablicy 6 przedstawiono dziesięciu największych w 2003 r. właścicieli grup kapitałowych oraz nazwy grup i główne sektory, w których działają.

W 2009 r. większość rosyjskich grup kapitałowych była ciągle kierowana przez ich założycieli. Spowodowane było to dwoma czynnikami: przedsiębiorcy, którzy zakładali grupy, byli ciągle młodzi (średnia wieku nie przekracza 50 lat); z drugiej strony jakość nadzoru korporacyjnego w Rosji jest jeszcze relatywnie niska, dla założycieli jest zbyt ryzykowne delegować kontrolę do profesjonalnych menedżerów [Guriev, 2010]. Tylko kilka grup kapitałowych jest własnością menedżerów z czasów sowieckich. Już w połowie lat 90. XX wieku prawa własności w firmach należących do grup zaczęły przejmować stosunkowo mło-

dzi menedżerowie, głównie bankierzy, zwłaszcza na drodze omawianych już „pożyczek za udziały”.

Tablica 6

## Rosyjscy oligarchowie w 2003 r.

Właściciel (właściciele)	Nazwa grupy/firmy, główny sektor	Zatrudnienie (w tys.)	Sprzedaż (w mld rubli)
Oleg Deripaska	Bazowyj Element/Rusal, aluminium, motoryzacja	169	65
Roman Abramowicz	Millhouse/Sibneft', ropa naftowa	169	203
Władimir Kadannikov	AvtoVAZ, motoryzacja	167	112
Siergiej Popov, Andriej Mielniczenko, Dmitrij Pumpianski	MDM, węgiel, chemikalia	143	70
Wagit Alekperow	Lukoil, ropa naftowa	137	475
Aleksiej Mordaszow	Severstal, motoryzacja	122	78
Władimir Potanin, Michaił Prochorow	Interros/Norilsk Nikiel, metale nieżelazne	112	137
Aleksandr Abramov	Evrzholding, stal	101	52
Len Bławatnik, Wiktor Wekselberg	Access-Renova/TNK-BP, ropa naftowa, aluminium	94	121
Michaił Chodorkowski	Menatep/Jukos, ropa naftowa	93	149

Źródło: Guriev, Rachinsky [2010, s. 133]

Odmienne niż w innych krajach rozwijających się własność rodzinna w Rosji nie jest powszechna. Rosyjskie grupy kapitałowe są zazwyczaj własnością osoby prywatnej posiadającej kontrolny pakiet udziałów i do niedawna nie występowało zjawisko rozdzielania własności i kontroli. Dodatkowo prawa własności są zwykle egzekwowane za pomocą bezpośredniej kontroli akcji głosujących, więc „piramidy” są rzadkie. Tradycyjne koszty agencji wynikające z rozproszonej własności nie stanowią więc źródła niskiej efektywności w rosyjskich grupach kapitałowych [Estrin, Pouliakova, Shapiro, 2009]. Znaczne rozmiary rosyjskich grup kapitałowych pozwalają przypuszczać, że w ich przypadku powinno następować oddzielenie własności od zarządzania. Jednak rzeczywistość pokazuje, że w większości grup własność i zarządzanie są w rękach tych samych osób. Słabe instytucje powodują, że najlepszy sposób na rozwiązywanie tzw. konfliktów agencji w typowych rosyjskich grupach jest możliwe, gdy właściciele jednocześnie zarządzają grupą. Z tego właśnie powodu wielu menedżerów z lat 90. zostało właścicielami przedsiębiorstw, a nowi właściciele (przedsiębiorstw sprywatyzowanych lub nowo założonych) zostali menedżerami najwyższych szczebli lub zatrudnili menedżerów tak bardzo związanych z firmami i kierownictwem, że problemy agencji przestały istnieć [Avdasheva, 2009].

## Znaczenie grup kapitałowych w gospodarce rosyjskiej

Grupy kapitałowe odgrywają bardzo ważną rolę w gospodarce Rosji. Niezwykły jest fakt, że powstały „z niczego” i stały się dominującą siłą w gospodarce w ciągu zaledwie kilkunastu lat. Tak jak w innych krajach rozwijających się, ich rozwój w Rosji był naturalną odpowiedzią na niepowodzenia rynku i władz gospodarczych w trakcie przemian ekonomicznych [Buszko, 2010]. Rosja stanowi „naturalne środowisko” dla formowania się i rozwoju grup kapitałowych z uwagi na: uwarunkowania historyczne, brak swobodnej konkurencji, znaczenie oligarchów w gospodarce, wpływ administracji rządowej, słaby system prawny i wynikającą z tego słabą ochronę praw własności, dopiero rozwijający się rynek kapitałowy i finansowy [Brown, Guriev, Volchkova, 1999, Guriev, Rachinsky, 2005].

Na przestrzeni ostatnich 20 lat obserwowany jest systematyczny wzrost udziału grup kapitałowych w Rosji w zakresie przede wszystkim udziałów w produkcji i zatrudnieniu. Zestawienie wymienionych wskaźników za lata 1993-2001 zawiera tablica 7.

Tablica 7

Dynamika udziału grup kapitałowych w produkcji i zatrudnieniu w latach 1993-2001 (w %)

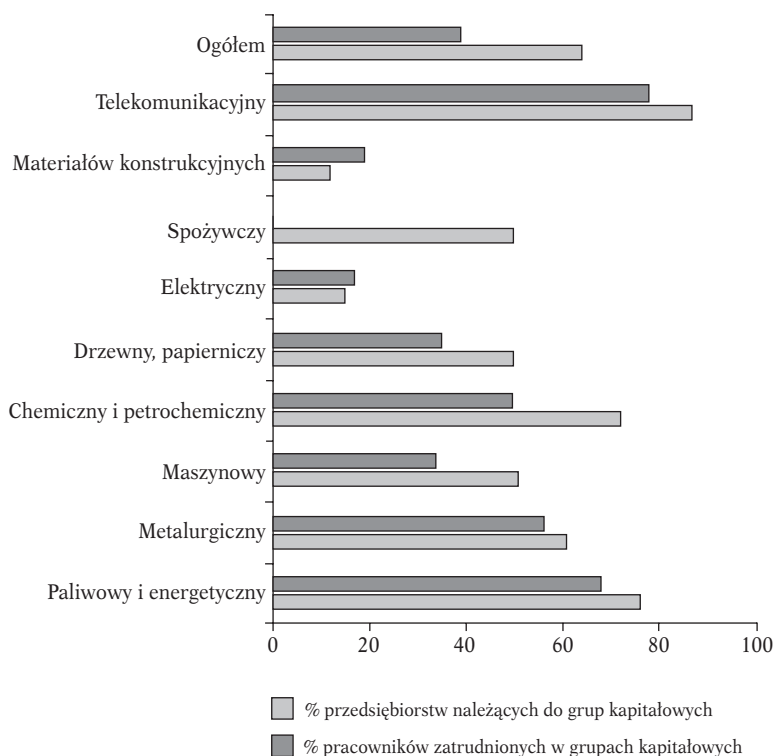
	1993	1994	1995	1996	1997	1998	1999	2000	2001
Udział w produkcji	0,3	1,4	6,2	8,1	9,2	9,2	12,9	6,3	10,0
Udział w zatrudnieniu	0,1	0,5	2,4	3,7	4,5	4,7	6,8	8,9	9,0

Źródło: Панюшкина, Шпалтаков [2010, s. 6]

Dwadzieścia dwie największe grupy kapitałowe w 2003 r. kontrolowały 42,4% zatrudnienia i 39,1% sprzedaży [Guriev, 2010]. Osiem największych grup kapitałowych w Rosji kontroluje 85% przychodów realizowanych przez 64 największe spółki. Przy uwzględnieniu grup finansowo-przemysłowych, które obejmują 15 największych prywatnych banków posiadających łącznie 20% wszystkich aktywów rosyjskiego sektora bankowego, udział grup kapitałowych w tworzeniu PKB Rosji wynosi ok. 35% [Aluchna, 2010b]. Badania Avdashevey z 2005 r. wykazują na dominujący udział grup kapitałowych w strukturze przedsiębiorstw i zatrudnieniu w przemysłach: naftowym i gazowym chemicznym, i petrochemicznym, energetycznym, metalurgicznym, stalowym i maszynowym [Avdasheva 2007]. Szczegółowy udział grup kapitałowych w liczbie przedsiębiorstw i zatrudnieniu przedstawia wykres 1.

Już od początku procesu transformacji zauważalne jest w Rosji silne oddziaływanie władz politycznych na grupy kapitałowe, z uwagi na ich ogromne znaczenie w gospodarce. Ponadto państwo jest udziałowcem wielu grup kapitałowych, a w przypadku wybranych (np. Gazprom, Transnieft') dominującym właścicielem. Wyróżnić można następujące etapy w stosunkach władze polityczne – grupy kapitałowe [Антонова, 2009], [Rogoża, Wiśniewska, 2003]:

**Wykres 1. Udział grup kapitałowych w liczbie przedsiębiorstw i zatrudnieniu w najważniejszych gałęziach przemysłu w Rosji (w %)**



Źródło: Avdasheva [2009, s. 198] (nazewnictwo gałęzi przemysłu za autorką)

1. początek lat 90.-1996 – okres prywatyzacji i „odpaństwowienia”, początek powstawania grup kapitałowych. Za prezydentury Borysa Jelcyna wykształciły się ściśle powiązania pierwszych oligarchów z władzą, co zapewniło im bezpośredni wpływ na politykę państwa;
2. 1996-1998 – grupy kapitałowe „wyrastają” na najsilniejsze ekonomicznie podmioty w gospodarce, zwłaszcza dzięki udziałowi w nich instytucji finansowych i tzw. „pożyczkom za udziały”, poprzez które państwo przekazało udziały prywatnym instytucjom finansowym w najbardziej znaczących w gospodarce firmach (s. 9);
3. 1998-2000 – w następstwie kryzysu finansowego część grup i mniejszych banków przestało istnieć. Pojawiło się nowe ustawodawstwo, które częściej prywatnych przedsiębiorców zaakceptowała, a część oprotestowała. Tzw. rodzina (grupa najbliższych B. Jelcynowi oligarchów) uczestniczyła w przekazaniu władzy W. Putinowi;
4. 2000-2004 – państwo zaczęło aktywniej uczestniczyć w gospodarce. Duże grupy kapitałowe musiały zrezygnować z ambicji politycznych. W. Putin zapoczątkował szereg procesów zmieniających istotę relacji państwa



z wielkim biznesem: zredukowany został bezpośredni wpływ oligarchów na kształtowanie polityki państwa, zmuszeni oni zostali do zademonstrowania swojej lojalności wobec władz (nielojalni, jak W. Gusiński, B. Bierzowski poddani zostali represjom ekonomicznym, a lojalni, m.in. O. Deripaska, R. Abramowicz, W. Wekselberg cieszą się bardzo dobrymi układami z władzą); najbardziej spektakularnym momentem było aresztowanie M. Chodorkowskiego za oszustwa podatkowe;

5. 2005-obecnie – rosnący udział państwa we własności przedsiębiorstw i grup kapitałowych, również w wyniku konsekwencji kryzysu finansowego.

### Zakończenie

Pytanie o to, czy przynależność grupy kapitałowej przynosi firmom korzyści czy straty ekonomiczne, pozostaje otwarte. W gospodarce z niedoskonałymi politycznymi i ekonomicznymi instytucjami i słabo rozwiniętymi rynkami, jak Rosja, liczy się „rozmiar”. W przypadku krajów wysoko rozwiniętych udowodnione zostało, że przynależność do grupy kapitałowej zmniejsza wartość poszczególnych firm. Grupy kapitałowe w krajach rozwijających się przewyższają natomiast niezależnie działające firmy w uzyskiwanych wynikach ekonomicznych [Khanna, Yafeh, 2007]. Ogromne grupy kapitałowe mogą być optymalną odpowiedzią na niepowodzenia rynku i państwa. Mają niższe koszty finansowe, mogą skuteczniej lobbować w ważnych dla nich sprawach, mają ułatwiony dostęp do sądów i stawiają opór rabunkowej biurokracji, czerpią większe korzyści z wewnętrznych rynków kapitałowego i pracy. Są lepiej traktowane przez władze gospodarcze, a za pomocą siły rynkowej skutecznie łagodzą niedoskonałości rynku [Shumilov, Volchkova, 2004], [Guriev, 2010]. Przynależność do grupy kapitałowej zapewnia firmom dostęp do kapitału, nowych technologii, rynków światowych. Ponadto firmy mają zapewnioną ochronę przed wrogimi przejęciami i lepszą pozycję negocjacyjną z rządem [Avdasheva, 2007].

W przypadku grup kapitałowych kontrolowanych przez dominujących właścicieli (oligarchów) mają oni silne bodźce w kierunku restrukturyzacji posiadanych przedsiębiorstw i podwyższania wartości posiadanych aktywów oraz ochrony inwestorów zewnętrznych [Guriev, Rachinsky, 2004].

Chociaż przynależność firmy do grupy kapitałowej może potencjalnie podnosić jej wartość, korzyści z członkostwa w grupie mogą nie równoważyć kosztów związanych z konfliktami agencji. Dzięki skoncentrowanej własności w grupie firmy mogą kontrolować działania menedżerów i zmniejszać konflikt właściciel-menedżer. Z drugiej jednak strony przynależność do grupy kapitałowej może generować silne bodźce dla dominujących właścicieli do wykorzystywania dostępnych zasobów dla swoich własnych celów kosztem udziałowców mniejszościowych [Shumilov, 2008].

Poddawanych często krytyce elementem w odniesieniu do grup kapitałowych są powiązania personalne. Z jednej strony kształtują zachowania menedżerów, wspomagają proces socjalizacji nowych dyrektorów i pełnią funkcję kontroli

społecznej w odniesieniu do zachowań. Z drugiej jednak strony zjawisko powiązań personalnych może prowadzić do nieprzejrzystych struktur zarządzania, przyczyniać się do powstawania zamkniętych grup wspierających wzajemne interesy oraz nieprzestrzegania praw udziałowców mniejszościowych [Aluchna, 2008].

W ostatnich latach zauważalne są nowe trendy w funkcjonowaniu grup kapitałowych. Jednym z nich jest rozdzielanie funkcji własności i zarządzania. Przez wiele lat założyciele i właściciele grup kapitałowych pozostawali jednocześnie ich menedżerami. Jednak rozmiary grup zwiększały się na tyle, że zarządzanie nimi przez właściciela stawało się niezwykle trudne.

Kolejnym trendem w rosyjskich grupach kapitałowych jest coraz powszechniejsze stosowanie mechanizmów nadzoru korporacyjnego [Iakovlev, Simachev, Danilov, 2009]. Właściciele rozumieją, że skuteczny nadzór korporacyjny podnosi wartość akcji. Poziom rozwoju systemu nadzoru korporacyjnego w Rosji ciągle jednak odbiega znacznie od europejskich standardów. Wiele rosyjskich firm wykazuje jednak pozytywne wyniki w tej sferze. W ciągu ostatnich lat największe osiągnięcia odnotowano w tworzeniu nowych instrumentów i procedur nadzoru korporacyjnego. Decyzyjna rola zarządu w wielu przedsiębiorstwach rośnie. Firmy ulepszają swoje struktury tworząc wyspecjalizowane działy – audytu, zasobów ludzkich, wynagrodzeń, planowania strategicznego, itd. Liczba niezależnych członków w radach nadzorczych rośnie nie tylko w dużych, ale też i średnich przedsiębiorstwach. Zatrudniani są profesjonalni menedżerowie.

Odpowiedzią na słabą ochronę praw własności i ryzyko polityczne w Rosji jest w ostatnich latach zakup aktywów zagranicznych firm przez właścicieli grup kapitałowych. Od 2007 r. 25 największych grup kapitałowych i korporacji międzynarodowych z Rosji zainwestowało za granicą 90 miliardów USD (co stanowi ok. 10% PKB Rosji). Dotyczyło to w głównej mierze grup prywatnych. Należy również dodać, że od kilku lat w gospodarce rosyjskiej odnotowuje się wzrost udziału państwa we własności przedsiębiorstw i grup kapitałowych, przede wszystkim po sprawie Jukosu. Znacjonalizowane zostały m.in. Gazprom, AvtoVAZ, i Sibneft' [Guriev, 2010].

Kryzys finansowy lat 2008-2009 może mieć istotny wpływ na grupy kapitałowe w Rosji. Wiele z nich używało swoich aktywów jako zabezpieczenie dalszej ekspansji, w związku z tym spadek wartości aktywów wymusił na rządzie plan ratunkowy albo sprzedaż udziałów inwestorom zagranicznym lub rządowi. Pojawia się m.in. pytanie, co rząd zrobi z nabytymi udziałami. Mogą one zostać użyte do dalszej ekspansji państwowych grup kapitałowych, zostać ponownie sprywatyzowane, ale nie wiadomo, czy wrócą do swoich poprzednich właścicieli. Mogą również zostać użyte do tworzenia nowych grup kapitałowych. Pozostaje jednak pewne, że jak długo w Rosji nie wykształcą się w pełni wszystkie niezbędne instytucje, tak długo grupy kapitałowe pozostaną optymalną odpowiedzią na niepowodzenia władz gospodarczych i rynku i dlatego będą dominowały w rosyjskiej gospodarce.

## Bibliografia

- Aluchna M., [2008], *Współczesne wyzwania grup kapitałowych*, [w:] *O nowy ład gospodarczy w Polsce*, pod red. R. Bartkowiaka i J. Ostaszewskiego, SGH w Warszawie, Warszawa, 450.
- Aluchna M., [2010a], *Międzynarodowa analiza porównawcza grup kapitałowych*, „Przegląd Organizacji”, 9.
- Aluchna M., [2010b], *Kierunki rozwoju polskich grup kapitałowych. Perspektywa międzynarodowa*, Oficyna Wydawnicza SGH, Warszawa.
- Антонова З.Г., [2009], *Взаимоотношения государства и бизнеса в России на современном этапе развития*, „Узвестия Томского политехнического университета”, t. 315, No. 6, ([www.elibrary.ru](http://www.elibrary.ru), data dostępu 1.10.2011).
- Avdasheva S.B., [September 2007], *Russian Holding Groups. New Empirical Evidence*, „Problems of Economic Transition”, Vol. 50, No. 5, 29.
- Avdasheva S.B., [2009], *Corporate Governance and Decision-Making in Business Groups*, [w:] *Organization and Development of Russian Business. A Firm-Level Analysis*, ed. by T. Dolgopyatova, I. Iwasaki, A.A. Yakovlev, Palgrave Macmillan, New York, 196, 198.
- Bossak J., [2008], *Instytucje, rynki, konkurencja we współczesnym świecie*, Wydawnictwo SGH, Warszawa, 304.
- Brown D., Guriev S., Volchkova N., [1999], *Financial-Industrial Groups in Russia: Virtue or Vice*, „Russian Economic Trends”, Vol. 8, 6.
- Buszko A., [2010], *Nieformalne aspekty biznesu. Rosja, kraje arabskie, Hongkong-Chiny. Z doświadczeniami praktycznymi Autora*, Wydawnictwo Placet, Warszawa, 36.
- Clarke S., [December 2004], *A Very Soviet Form of Capitalism? The Management of Holding Companies in Russia*, „Post-Comunist Economies”, Vol. 16, No. 4, 409.
- Estrin S., Pouliakova S., Shapiro D., [May 2009], *The Performance Effects of Business Groups in Russia*, „Journal of Management Studies”, 46:3, 396-397.
- Grabowiecki J., [2006], *Grupy kapitałowo-przemysłowe keiretsu w nowych uwarunkowaniach rozwojowych gospodarki Japonii. Przyczyny regresu*, Wydawnictwo Uniwersytetu w Białymstoku, Białystok, 8.
- Guriev S., Rachinsky A., [2004], *Ownership concentration in Russian industry*, Center for Economic and Financial Research (CEFIR), Moscow, Working Papers, No. 45, October, 3/ 6-11 (<http://www.cefir.ru>, data dostępu 10.07.2011).
- Guriev S., Rachinsky A., [2005], *The Role of Oligarchs in Russian Capitalism*, „Journal of Economic Perspectives”, Volume 19, Number 1, Winter, 133.
- Guriev S., [2010], *Business Groups in Russia*, [w:] *The Oxford Handbook of Business Groups*, Oxford University Press, New York.
- Hainz Ch., [2006], *Business Groups in Emerging Markets – Financial Control and Sequential Investment*, CESifo Working Paper No. 1763, 2 (<http://www.cesifo-group.de>, data dostępu 25.09.2010).
- Iakovlev A., Simachev Iu., Danilov Iu., [October 2009], *The Russian Corporation. Behavioral Models in Crisis Conditions*, „Problems of Economic Transition”, Vol. 2, No. 6, 64-65.
- Jermakowicz W., Pańków J., [1995], *Prywatyzacja w Federacji Rosyjskiej*, CASE, Wyd. Naukowe PWN, Warszawa.
- Капитунова О. А., [2007], *Формирование корпоративных структур в российской экономике*, „Власть и управление на Востоке России”, No. 3 (40), 32 ([www.elibrary.ru](http://www.elibrary.ru), data dostępu 1.10.2011).
- Khanna T., Yafeh Y., [2007], *Business Groups in Emerging Markets: Paragon or Parasites?*, „Journal of Economic Literature”, Vol. XIV (June), 331.
- Krutik A.B., Korenkowa E.B., Reszetowa M.B., [2002], *Tendencje do stałego rozwoju struktur przemysłowych w Rosji*, Prace Naukowe Akademii ekonomicznej we Wrocławiu, Nr 920, 111.

- Панюшкина Е. В., Шпалтаков В. П., [2010], *История формирования экономических интересов российской олигархии*, „Известия УрГЭУ”, 5(31), 6 ([www.elibrary.ru](http://www.elibrary.ru), data dostępu 1.10.2011).
- Paszyc E., Wiśniewska I., [2002], *Wielki biznes w rosyjskiej gospodarce i polityce za rządów Putina*, Prace OSW, Ośrodek Studiów Wschodnich, Warszawa, 6-7 ([www.osw.waw.pl](http://www.osw.waw.pl), data dostępu 10.07.2011).
- Radygin A., [2006], *Corporate Governance, Integration and Reorganization: the Contemporary Trends of Russian Corporate Groups*, „Econ Change”, Vol. 39, 296-297.
- Радьгин А.Д., [2004], *Эволюция форм интеграции и управленческих моделей: опыт крупных российских корпораций и групп*, „Российский журнал менеджмента”, No. 4, 42 ([www.elibrary.ru](http://www.elibrary.ru), data dostępu 1.10.2011).
- Rogoża J., Wiśniewska I., [2003], *Podsumowanie przemian politycznych w pierwszej kadencji Władimira Putina*, Prace OSW, Ośrodek Studiów Wschodnich, Warszawa, 17 ([www.osw.waw.pl](http://www.osw.waw.pl), data dostępu 10.07.2011).
- Romanowska M. (red.), [2011], *Grupy kapitałowe w Polsce*, PWE, Warszawa.
- Shumilov A., Volchova N., [2004], *Russian business groups: substitutes for missing institutions?*, Center for Economic and Financial Research (CEFIR), Moscow, Working Papers, No. 50, December, 2 (<http://www.cefir.ru>, data dostępu 10.07.2011).
- 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, 9-10 (<http://www.bof.fi>, data dostępu 10.07.2011).
- Sikacz H., [2011], *Ocena sytuacji finansowej operacyjnych grup kapitałowych*, Oficyna a Wolters Kluwer, Warszawa, 60.
- Sprenger C., [2000] *Corporate Governance in Russia*, „Russian Economic Trends”, Vol. 9, 14-15.
- The Oxford Handbook of Business Groups*, [2010], Oxford University Press, 32, 33.
- Trocki M., [2004], *Grupy kapitałowe. Tworzenie i funkcjonowanie*, Wydawnictwo Naukowe PWN, Warszawa, 15, 56-67.
- UNIDO, [2006], *Federacja Rosyjska. Przewodnik dla przedsiębiorców*, Warszawa, 95.
- Wawrzyniak B. (red.), [2002], *Polskie grupy kapitałowe. Perspektywa europejska*, Wydawnictwo Wyższej Szkoły Przedsiębiorczości i Zarządzania im. L. Koźmińskiego, Warszawa, 88, za: A. Zattoni, *Economia e governo dei gruppi aziendali*, EGEA, Milano 2000, s. 51.
- Wiśniewska I., Dubas A., Rogoża J., [2010], *Rosja w kryzysie: rok pierwszy*, Raport OSW, Ośrodek Studiów Wschodnich, Warszawa, 21, [www.osw.waw.pl](http://www.osw.waw.pl) (data dostępu 21.09.2011).
- Wright M., Filatotchev I., Buck T., Bishop K., [2003], *Is Stakeholder Corporate Governance Appropriate in Russia?*, „Journal of Management and Governance”, No. 7, 264.

## THE ROLE OF CORPORATE GROUPS IN RUSSIA

### Summary

The paper focuses on the origins, organizational structure and operations of corporate groups in Russia and their role in the economy.

Corporate groups began to emerge and develop in Russia in the early 1990s in the wake of the privatization of state-owned enterprises, the author says. Their development was influenced by the so-called “loans for shares” program and a financial crisis in 1998.

Most of Russia’s corporations have developed through either vertical or horizontal integration, and they also emerged in the form of conglomerates. Most corporations operate in industries such as oil, gas, chemicals, petrochemicals, power, metallurgy,

steel and machinery. Characteristically, there are specific financial and interpersonal ties between representatives of individual companies within each group, Fiedorczuk says. In most Russian corporate groups, the main owners are oligarchs, or wealthy businessmen with an extensive network of political connections.

Corporations play an important role in Russia's economic, political and social life, the author notes. But they are also under heavy pressure from the country's political authorities. As in other developing countries, corporate groups in Russia outperform single businesses in terms of financial and economic indicators. Overall, corporations may be an optimal response to market and government failures in a process of economic transition, Fiedorczuk concludes.

**Keywords:** Russia, corporate groups, privatization, oligarchs