

dr Monika FIEDORCZUK

Wydział Ekonomii i Zarządzania, Uniwersytet w Białymstoku

e-mail: monika.fiedorczyk@uwb.edu.pl

DOI: 10.15290/ose.2017.06.90.11

ROSYJSKI RYNEK KONTROLI KORPORACYJNEJ – EWOLUCJA I ROLA W SYSTEMIE NADZORU KORPORACYJNEGO¹

Streszczenie

Głównym celem artykułu jest analiza ewolucji rynku kontroli korporacyjnej w Rosji. W toku rozważań zostały wykazane kluczowe cechy mechanizmu nadzoru, główne etapy jego rozwoju oraz oddziaływanie na przemiany w rosyjskich przedsiębiorstwach. Ponadto, dokonano analizy roli rynku kontroli korporacyjnej w systemie nadzoru korporacyjnego, a także jego relacji wobec innych mechanizmów i instytucji nadzoru, takich jak: struktura własności, państwo, rynek kapitałowy i mechanizm bankructwa. Jak wykazała analiza, najważniejszym wydarzeniem w rosyjskiej gospodarce, jakie wpłynęło na funkcjonowanie rynku fuzji i przejęć, był kryzys finansowy z 1998 roku. Opracowanie jest częścią projektu badawczego, dotyczącego ewolucji systemu nadzoru korporacyjnego w Rosji.

Słowa kluczowe: nadzór korporacyjny, fuzje i przejęcia, kontrola korporacyjna, Rosja

RUSSIAN MARKET OF CORPORATE CONTROL: THE EVOLUTION AND ROLE IN CORPORATE GOVERNANCE SYSTEM

Summary

The main goal of the paper is to analyse the evolution of the market of corporate control in Russia. The key features of this mechanism of governance are described, as well as the main stages of its development and the influence of the market of corporate control on the changes in Russian companies. The paper also contains an analysis of the role of corporate control market in a corporate governance system and its relationships with other mechanisms of corporate governance, like the ownership structure, the capital market, and the bankruptcy mechanism. The results show that the main event in the Russian economy which influenced the market of mergers and acquisitions was the financial crisis of 1998. The paper constitutes part of a wider research project which focuses on the evolution of the corporate governance system in Russia.

Key words: corporate governance, mergers and acquisitions, corporate control, Russia

JEL Classification: G32, G33, G34

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

1. Wstęp

Przemiany polityczne i gospodarcze, jakie rozpoczęły się w Rosji pod koniec lat osiemdziesiątych XX wieku, umożliwiły budowanie gospodarki rynkowej i jej elementów, w tym: sektora przedsiębiorstw prywatnych, rynku finansowego i systemu nadzoru korporacyjnego. Rozwiązania przyjęte w sferze prywatyzacji wpłynęły na specyfikę funkcjonowania przedsiębiorstw w pierwszych latach transformacji. Z kolei, w kolejnych latach znajdowały się one pod wpływem mechanizmów rynkowych i wydarzeń gospodarczych, takich jak kryzysy, które łącznie oddziaływały na przemiany w strukturze własności oraz głównych grup podmiotów sprawujących kontrolę korporacyjną. W warunkach wysokiej koncentracji własności, jaka wykształciła się w rosyjskich przedsiębiorstwach, rynek kontroli korporacji przez część badaczy jest uznawany za główny, zewnętrzny mechanizm nadzoru korporacyjnego, który w znaczący sposób przesądził o specyfice systemu nadzoru korporacyjnego w Rosji [ИЭПП, 2006].

Zasadniczym celem artykułu jest analiza ewolucji rynku kontroli korporacyjnej w Rosji oraz wskazanie jego relacji wobec innych mechanizmów nadzoru korporacyjnego. Została postawiona teza badawcza, iż kluczowym czynnikiem, przesądzającym o roli rynku kontroli korporacyjnej w rosyjskim systemie nadzoru korporacyjnego, był kryzys finansowy z 1998 roku i specyfika innych mechanizmów nadzoru. Funkcjonowanie tego mechanizmu nadzoru korporacyjnego zostało podporządkowane procesom redystrybucji i koncentracji własności w rosyjskiej gospodarce, a także wsparte m.in. wykorzystaniem mechanizmu bankructwa. W artykule przyjęto następującą strukturę. W pierwszej części wykazano kluczowe cechy rynku kontroli korporacji jako mechanizmu nadzoru korporacyjnego. W kolejnych punktach zawarto analizę ewolucji rynku kontroli korporacyjnej, roli państwa w jego funkcjonowaniu oraz relacji wobec innych wybranych mechanizmów nadzoru korporacyjnego. Opracowanie jest częścią projektu badawczego, dotyczącego ewolucji systemu nadzoru korporacyjnego w Rosji.

2. Rynek kontroli korporacyjnej jako mechanizm nadzoru korporacyjnego

Nadzór korporacyjny jest siecią relacji między kadrą zarządzającą spółek, ich organami zarządzająco-nadzorczymi, akcjonariuszami i innymi interesariuszami [OECD, 2004, s. 11]. Nadzór oferuje strukturę, za pośrednictwem której są ustalane: cele spółki, środki realizacji tych celów oraz środki umożliwiające śledzenie wyników spółki. Stanowi zbiór różnorodnych mechanizmów i instytucji (w tym formalnych i nieformalnych reguł działania), którego istotą jest zapewnienie zgodności i równowagi pomiędzy interesami wszystkich podmiotów zaangażowanych w funkcjonowanie korporacji oraz zagwarantowanie atrakcyjności inwestycyjnej [Zalega, 2003, s. 9].

Realizacji wymienionych zadań służą różnorodne mechanizmy wewnętrzne i zewnętrzne. Działanie wewnętrznych mechanizmów przede wszystkim jest wynikiem regulacji prawnych określających kompetencje organów spółek i ich wzajemne relacje. Są do nich zaliczane: struktura własności, zarząd, rada dyrektorów, rada nadzorcza,

powiązania kapitałowe (mechanizm występujący w grupach kapitałowych), kredytodawcy, pracownicy i wynagrodzenia menedżerów [Aluchna, 2009]. Zewnętrzne mechanizmy i instytucje nadzoru korporacyjnego są związane z dyscyplinującym i motywującym oddziaływaniem zewnętrznego otoczenia przedsiębiorstwa, tzn. popytowych i podażowych sił rynkowych [Oplustil, 2010, s. 42]. Należą do nich mechanizmy rynkowe, takie jak: rynek kapitałowy, kontroli korporacyjnej, długu, talentów menedżerskich, produktów, informacji; mechanizmy regulacyjne: ustawodawstwo, kodeksy dobrych praktyk i instytucje nieformalne. Ponadto, ważnym podmiotem w systemie nadzoru korporacyjnego jest państwo.

Kontrola korporacyjna może być definiowana jako prawo do decydowania o tym, kto zarządza zasobami korporacji i kto podejmuje istotne decyzje [Jensen, Ruback, 1983, s. 5]. Rynek kontroli korporacyjnej² (w tym groźba wrogiego przejęcia i zmiany menedżerów) jest więc jednym z kluczowych, zewnętrznych mechanizmów nadzoru korporacyjnego. Przede wszystkim pełni funkcję dyscyplinującą menedżerów, będącą w gestii właścicieli [Manne, 1965,], zwłaszcza wówczas, kiedy wewnętrzne mechanizmy nadzoru korporacyjnego zawodzą [Jensen, 1986]. Głównym celem jego funkcjonowania powinien być wzrost efektywności przedsiębiorstw, stąd konkurencja na rynku z założenia ma gwarantować przechodzenie aktywów w ręce tych właścicieli, którzy będą realizować bardziej efektywną strategię rozwoju firmy [Koładkiewicz, 1999, s. 56]. W sytuacji niedostatecznie rozwiniętego rynku kapitałowego może być jedynym, zewnętrznym mechanizmem ochrony akcjonariuszy przed oportunistycznymi działaniami menedżerów [Радыгин, Энтов, 2010, s. 70]. Jednak w sytuacji rozproszonej struktury własności w przedsiębiorstwach, z uwagi na problem „jazdy na gapę” (*free-rider problem*), działanie rynku kontroli korporacyjnej jest nieefektywne [Grossman, Hart, 1980].

Wyróżniane są następujące sposoby, za pomocą których odbywa się proces przejmowania udziałów, kontroli czy wpływania na decyzje organów nadzorczych i kontrolnych:

- tzw. walka o pełnomocnictwa (*proxy battle, proxy contests*) – ma miejsce w sytuacji, gdy grupa akcjonariuszy próbuje przekonać innych, aby wspólnie zmienić radę i podjąć dalsze decyzje strategiczne i personalne;
- przejęcia synergiczne, inaczej przyjazne fuzje (*friendly takeovers*) – dwie firmy uznają, że w ich interesie leży połączenie działalności;
- przejęcia dyscyplinujące, najczęściej wrogie (*hostile takeovers*) – ich zasadniczym celem jest zdyscyplinowanie menedżerów, którzy nie działają w najlepszym interesie firmy i jej właścicieli [Morck, Shleifer, Vishny, 1987, s. 1].

Największą korzyścią dla przejmowanego przedsiębiorstwa jest zwalnianie mało sprawnych menedżerów [Dzióło, 2001, s. 19-20]. Jednakże rynek kontroli korporacji jest kosztownym mechanizmem wymiany kadry zarządzającej, występują bowiem koszty związane z zakupem akcji i zmianami dotyczącymi obsady stanowisk, naruszane są relacje m.in.: z dostawcami, klientami i pracownikami.

² W części opracowań jest również stosowany termin rynek fuzji i przejęć oraz rynek kontroli przedsiębiorstw. Jednak na potrzeby pracy będzie używane pojęcie rynku kontroli korporacyjnej z uwagi na fakt, iż występuje ono najczęściej, także w opracowaniach rosyjskojęzycznych.

Mechanizmem, który wspomaga funkcjonowanie rynku kontroli korporacyjnej, jest mechanizm bankructwa. Groźba bankructwa przy błędnej polityce menedżerów jest istotnym, zewnętrznym mechanizmem nadzoru korporacyjnego. Zadaniem mechanizmu bankructwa w gospodarce jest: zabezpieczenie praw kredytodawców, redystrybucja aktywów do efektywnych przedsiębiorstw, reorganizacja firm i ich finansowa restrukturyzacja, likwidacja nieefektywnych przedsiębiorstw, podwyższenie standardów nadzoru korporacyjnego, w tym zmiana nieefektywnych menedżerów [ИЭПП, 2006, s. 155].

Teoretycznych podstaw do analizy rynku kontroli korporacyjnej dostarczają m.in.: teoria wstrząsów (*industry shocks hypothesis*), teoria błędnej wyceny (*overvaluation hypothesis*) oraz nurty skoncentrowane na zachowaniach menedżerów [Martynova, Renneboog, 2008; Kowalewski, 2011, s. 227-234]. Teoria wstrząsów łączy fale konsolidacji firm z tzw. wstrząsami gospodarczymi, regulacyjnymi lub technologicznymi, które znacząco wpływają na zmiany dynamiki wzrostu gospodarczego czy zmiany popytu. Teoria błędnej wyceny zakłada, iż natężenie transakcji fuzji i przejęć zależy od nieefektywności rynków finansowych w zakresie wyceny aktywów spółek. Z kolei, nurty skoncentrowane na zachowaniach menedżerów spółek wiążą ryzyko przejęć z ich nieracjonalnymi zachowaniami bądź też skłonnością menedżerów do realizacji własnych interesów, a nie interesów właścicieli.

Rola rynku kontroli korporacyjnej jako mechanizmu nadzoru korporacyjnego jest szczególnie ważna w przypadku krajów o anglosaskim typie systemu nadzoru korporacyjnego, takich jak Stany Zjednoczone czy Wielka Brytania [Weimer, Pape, 1999, s. 3-5]. W gospodarkach tych, z uwagi na dużą płynność rynku kapitałowego, zapewnioną przez silną ochronę prawną inwestorów i wysokie wymagania dotyczące transparentności, możliwe jest sprawne i aktywne działanie rynku kontroli korporacji jako mechanizmu dyscyplinującego kadrę zarządzającą spółek do działań zgodnych z interesami właścicieli [Zalega, 2003, s. 111, 126]. Natomiast rynek kontroli korporacyjnej jest mniej aktywny i odgrywa mniejszą rolę w systemach nadzoru korporacyjnego w krajach Europy kontynentalnej czy Azji.

3. Ewolucja rynku kontroli korporacyjnej w Rosji

Początek funkcjonowania rynku kontroli korporacyjnej w Rosji wiąże się z zakończeniem zasadniczego etapu prywatyzacji przedsiębiorstw państwowych w gospodarce [Радыгин, Энтов, Шмелева, 2002, s. 69]. Od 1994 roku pojawiły się pierwsze, lokalne transakcje wykorzystujące klasyczne metody przejęć. Ponadto, dalej miały miejsce transakcje prywatyzacyjne (tzw. przejścia poprzez prywatyzację). Przeprowadzone w tym okresie tzw. aukcje zastawne oraz relatywnie często występujące jeszcze transakcje prywatyzacyjne sprawiły, że w zasadzie nie ma konkretnych danych statystycznych, które dokładnie można odnieść do rynku kontroli korporacyjnej.

Znaczącym czynnikiem, przesądającym o dalszym rozwoju rynku, był kryzys finansowy z 1998 roku. Podczas gdy w połowie lat dziewięćdziesiątych kontrola korporacyjna formowała się drogą wewnętrznych (m.in. przejście własności od pracowników

do menedżerów) lub prywatyzacyjnych transakcji, po kryzysie na plan pierwszy wysunęły się transakcje zewnętrzne, dotyczące pakietów akcji spółek. Kryzys skutkował wyzwoleniem nowych i nasileniem dotychczasowych procesów redystrybucji praw własności, w tym poprzez aktywność podmiotów (również państwa) na rynku kontroli korporacyjnej oraz koncentrację i konsolidację kapitału akcyjnego [ИЭПП, 2004, s. 338-339].

Głównymi podmiotami, które zdecydowały o dynamicznym rozwoju rynku kontroli korporacyjnej, były nowe grupy kapitałowe, przede wszystkim typu holdingowego, które częściowo zastąpiły grupy finansowo-przemysłowe aktywnie działające przed kryzysem. Jednym z podstawowych procesów, jaki rozpoczął się w omawianym okresie, była zmiana podmiotowości w ramach grup, tzn. przejście od struktur zorientowanych zwłaszcza na kolekcjonowanie aktywów do struktur odznaczających się wyraźnie zdefiniowanym kierunkiem działalności i skupionych w szczególności na dążeniu do wzrostu efektywności [Антоненко, Галухина, Паппе, 2013, s. 115-117; Паппе, Галухина, 2009, s. 96-103]. Grupy kapitałowe w większości stały się kombinacjami spółek samodzielnie prowadzących działalność, ale posiadających wspólnych właścicieli strategicznych. Początkowo proces ten był najbardziej typowy dla przemysłu naftowego, a następnie metalurgicznego, wydobywania węgla kamiennego, handlu, przemysłu maszynowego, spożywczego, leśnego i farmaceutycznego [Зухурова, Новикова, 2007, s. 118-120].

Od 1999 roku rynek kontroli korporacyjnej w Rosji rozwijał się dynamicznie. Lata 1999-2002 w rosyjskiej gospodarce przyniosły łącznie 1 305 transakcji fuzji i przejęć o wartości 146,2 mld dolarów (tabela 1.). Podczas gdy liczba transakcji wzrosła w omawianym okresie 4,5-krotnie, ich wartość zwiększyła się prawie 13-krotnie. Na znaczeniu zaczęły zyskiwać transakcje, w których uczestniczyły również podmioty zagraniczne – do 2002 roku zagraniczne firmy dokonały w Rosji przejęć o łącznej wartości 5,4 mld dolarów. Z kolei, aktywność rosyjskich spółek na rynkach zagranicznych pozostała relatywnie niewysoka – w analizowanym okresie przejęły one aktywa o wartości około 1 mld dolarów.

Podczas gdy dla pierwszego etapu rozwoju rynku kontroli korporacji były typowe fuzje i przyjazne przejęcia, a po kryzysie z 1998 roku dominującą formą transakcji na omawianym rynku stały się przejęcia wrogie [Радыгин, Энтов, Шмелева, 2002, s. 64-70]³. Częściowo były one następstwem tzw. konfliktów korporacyjnych, w ramach których miały miejsce rozdział lub dystrybucja aktywów między większościowymi i mniejszościowymi akcjonariuszami, jak również pełna lub częściowa zmiana menedżerów [Шуклина, 2010, s. 145]. Pierwsze próby podejmowania wrogich przejęć wystąpiły w rosyjskiej gospodarce jeszcze przed kryzysem [Volkov, 2004, s. 527]. Dokładne wyznaczenie skali udziału wrogich przejęć w całym rynku kontroli korporacyjnej nie było możliwe, jednak w literaturze pojawiają się zbliżone informacje na ten temat. Jak oszacowali naukowcy z Instytutu Gospodarki Okresu Przejściowego, w 2001 roku relacje między wrogimi a przyjaznymi przejęciami to 65-70% do 25-30%, a w 2002 roku 85-90% do 15-20%. Jak podaje E. Demidova [Демидова, 2007, s. 72-73], według danych Dumy FR, w 2002 roku

³ Według autorów, fuzje i przyjazne przejęcia można traktować jako synonimy. Dla przyjaznych przejęć w zasadzie nie jest potrzebny rynek kapitałowy, a także nie istnieją problemy nadzoru korporacyjnego. Taki proces najbardziej charakterystyczny był dla rosyjskiej gospodarki zaraz po zakończeniu zasadniczego etapu prywatyzacji. Faktycznie jedynie wrogie przejęcia prowadzą do kompensacji niedoskonałości nadzoru korporacyjnego poprzez wymuszoną zmianę menedżerów.

w Rosji zarejestrowano 1 870 przejęć, z czego 75% były to przejęcia wrogie. Charakterystyczne dla rosyjskiej praktyki wrogich przejęć były: niejawnosć informacji o przeprowadzanej transakcji i wykorzystanej metodzie wrogiego przejęcia, możliwość wykorzystania nielegalnych metod przejęcia, niestosowanie rynkowej wartości przejmowanych akcji. Aktywnie działały tzw. spółki-najeźdźcy, których przy przejęciu celem nie był rozwój podstawowej działalności, ale wyprowadzenie i wykorzystanie najcenniejszych aktywów, również na zlecenie innej spółki.

TABELA 1.

Rosyjski rynek kontroli korporacyjnej w latach 1999-2009

	1999	2000	2001	2002	2003	2004	2005	2006	2007	2008	2009
Liczba transakcji	119	211	435	540	693	1 228	1 383	1 443	1 364	1 302	769
Wartość transakcji (w mld USD), w tym:	1,4	2,7	12,4	18,1	32,4	27,1	60,2	61,9	127,7	117,0	55,6
– przejęcia rosyjskich spółek przez zagraniczne	0,2	2,1	1,3	1,8	2,5	3,0	6,0	8,0	26,1	23,3	12,1
– przejęcia zagranicznych spółek przez rosyjskie	0,007	0,01	0,5	0,5	0,9	1,0	6,5	6,8	26,4	22,3	8,0
Średnia wartość transakcji (w mln USD)	11,8	12,8	73,8	96,4	104,6	114,6	43,5	48,4	114,6	104,7	96,4
Relacja do PKB (w %)	bd.	bd.	3,8	4,5	6,6	9,3	6,2	7,9	9,3	6,6	4,5

bd. – brak danych.

Źródło: opracowanie własne na podstawie: [Обзор ...; ИЭПП, 2004, s. 339; ДЕМЕНТЬЕВ, 2011, s. 155].

Kolejny rozwój rynku kontroli korporacyjnej w Rosji (lata 2003-2008) cechowało obniżenie tempa ekspansji funkcjonujących grup kapitałowych oraz rozpoczęcie procesu restrukturyzacji grup i ich prawnej reorganizacji [ИЭПП, 2003, s. 431]. Reorganizacja miała na celu zaostrenie kontroli i konsolidację zarządzania zdobytymi aktywami. Zwiększyła się liczba transakcji przeprowadzanych w sposób typowy dla krajów rozwiniętych. Głównym ich celem stała się dywersyfikacja produkcji i wejście na nowe rynki.

Omawiany okres przyniósł bardzo znaczący wzrost dynamiki rynku kontroli korporacyjnej. Zostało przeprowadzonych prawie 7,5 tys. transakcji (największa liczba w 2006 roku) o łącznej wartości 426 mld dolarów (tabela 1.). Rok 2007 odznaczał się około dwukrotnym wzrostem wartości transakcji w porównaniu z rokiem wcześniejszym. Na uwagę zasługuje wzrost znaczenia w omawianym okresie transakcji z udziałem podmiotów zagranicznych. W latach 2007-2008 zarówno przejęcia rosyjskich firm przez zagraniczne, jak i zagranicznych przez rosyjskie spółki stanowiły po jednej piątej wartości rosyjskiego rynku kontroli korporacji. W analizowanym okresie pośród innych krajów Europy Środkowej i Wschodniej Rosja była liderem, jeśli chodzi o transakcje fuzji i przejęć, które łącznie objęły około 70% rynku w tym regionie i 2,8% rynku światowego

[Авдашева, Шаститко, Калмычкова, 2007, s. 407]. W 2004 roku wartość transakcji fuzji i przejęć w Rosji osiągnęła 9,3% PKB (dla porównania w USA wskaźnik ten w 2005 roku wyniósł 6,6%).

Rynek kontroli korporacji na początku ubiegłej dekady odznaczał się dominacją wybranych sektorów gospodarki w wartości zawieranych transakcji – metalurgii, energetyki, telekomunikacji, przemysłu maszynowego, chemicznego i farmaceutycznego, transportu oraz wydobywczego. Z kolei, w latach 2003-2005 ponad 60% transakcji w wyrażeniu wartościowym dotyczyło jedynie spółek zajmujących się wydobywaniem i przetwórstwem: ropy, gazu i węgla [Обзор...]. Główną przyczyną wzrostu wartości transakcji w tym sektorze były korzystna koniunktura na międzynarodowych rynkach surowcowych i wzrost wartości rynkowej akcji spółek z tego sektora.

Według A. Radygina, rynek kontroli korporacyjnej w Rosji w omawianym okresie odznaczał się: słabością bezpośredniej kontroli zachodzących fuzji i przejęć ze strony regulacyjnych organów władzy, niskim zaangażowaniem narzędzi rynku kapitałowego (większość transakcji dotyczyła prywatnych spółek, a nie akcji spółek publicznych), brakiem przejrzystej struktury własności formalnie publicznych spółek, zarówno przed, jak i po transakcji fuzji lub przejęcia, wysokim udziałem transakcji, w których brały udział tzw. spółki *off-shore* (zarejestrowane w rajach podatkowych) oraz znaczącym udziałem transakcji, które prowadziły do przejęcia pełnej kontroli nad spółką-celem [Радугин, 2009, s. 26-27].

TABELA 2.

Rosyjski rynek kontroli korporacyjnej w latach 2010-2015

	2010	2011	2012	2013	2014	2015
Liczba transakcji (tylko rosyjskie podmioty)	522	607	514	533	513	452
Wartość transakcji (w mld USD)	62,1	75,3	49,8	120,7	48,7	47,2
Wartość transakcji (w trylionach rubli)	1,9	2,2	1,6	2,1**	1,9	2,9
Średnia wartość transakcji (w mln USD)	73,8	100,4	79,4	57,3*	56,3*	bd.
Przejęcia rosyjskich spółek przez zagraniczne (w mld USD)	10,1	8,5	6,4	4,9	11,0	8,1
Przejęcia zagranicznych spółek przez rosyjskie (w mld USD)	19,7	14,2	10,5	5,9	12,4	6,7
Relacja do PKB (w %)	9,9	11,7	7,5	17,9	6,9	7,3

Objaśnienia: * – bez transakcji o wartości powyżej 1 mld USD; ** – bez TNK BP (56,8 mld USD), bd. – brak danych.

Źródło: opracowanie własne na podstawie: [AK&M, 2015; AK&M, 2016; ИЭП, 2017, s. 385].

Kryzys z 2008 roku skutkował rozpoczęciem kolejnego etapu w funkcjonowaniu rosyjskiego rynku kontroli korporacji, który trwa do chwili obecnej. W 2008 roku rynek, po raz pierwszy po wieloletnim wzroście, odnotował spadek wartości przeprowadzonych transakcji, natomiast w kolejnym roku zmniejszył się o około połowę (tabela 1.). Widocznie zmniejszyła się również liczba zawieranych transakcji – w 2009 roku o około połowę w porównaniu z 2006 rokiem i o 40% w porównaniu z 2008 rokiem. Jak podkreśla Ł. Szczukina, w okresie kryzysu, pomimo zmniejszenia liczby transakcji na rynku kontroli korporacyjnej, stały się one większe pod względem wartości, co odpowiadało trendom

światowym [Шукина, 2010, s. 139]. Ponadto, zdecydowanie obniżyła się aktywność rosyjskich przedsiębiorstw na zagranicznych rynkach kontroli korporacyjnej. Na uwagę zasługuje fakt, iż rosyjski rynek kontroli korporacyjnej wykazał się wyraźną niestabilnością w porównaniu z rynkiem światowym. Tendencja ta została odwrócona dopiero w 2011 roku (tabela 2.).

Rynek kontroli korporacyjnej jest jednym z wielu elementów gospodarki rosyjskiej, który został dotknięty konsekwencjami niekorzystnych wydarzeń z 2014 roku. Od tego roku w jego przypadku miał miejsce znaczący spadek (o około 60% w porównaniu z rokiem poprzednim) i nastąpiła stagnacja [ИЭП, 2017, s. 383-384]. Głównymi czynnikami, jakie wpłynęły na funkcjonowanie tego rynku, były: spadek kursu rubla, wyraźny spadek cen ropy naftowej, zewnętrzna, polityczna aktywność Rosji i sankcje finansowe nałożone przez USA i UE na Rosję w 2014 roku [Зарубельная, 2016, s. 166-167]. W następstwie obniżenia międzynarodowych rankingów Rosji zdecydowanie zmienił się klimat inwestycyjny oraz aktywność zagranicznych inwestorów w zakresie potencjalnych zakupów aktywów rosyjskich firm. Liczba spółek rosyjskich, których aktywa są obecnie poszukiwane przez zagraniczne podmioty, zmniejszyła się w połowie 2015 roku do minimalnego poziomu sprzed 5 lat. Wartość transakcji pod koniec 2016 roku obniżyła się z kolei do poziomu sprzed 7 lat, czyli z okresu kryzysu [AK&M, 2016].

4. Państwo jako podmiot rynku kontroli korporacyjnej

Rynek kontroli korporacyjnej jest jednym z wielu mechanizmów nadzoru korporacyjnego w Rosji, gdzie rola państwa jest niezmiernie istotna. Z założenia na rynku tym powinny uaktywniać się różne sfery i cele strategiczne działalności państwa, takie jak: zapewnienie zgodności transakcji fuzji i przejęć z polityką przemysłową w określonym sektorze, podtrzymywanie aktywnego funkcjonowania mechanizmu konkurencji w gospodarce, zabezpieczenie przejrzystości transakcji, ochrona praw akcjonariuszy, w tym mniejszościowych, regulowanie konfliktów społecznych, które mogą wynikać z przeprowadzonych transakcji fuzji i przejęć [Радыгин, Энтов, Шмелева, 2002, s. 51]. Udział państwa na rynku kontroli korporacyjnej 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. Była ona spowodowana podjęciem starań o ponowną kontrolę nad strategicznymi przedsiębiorstwami, utraconymi przez państwo w efekcie prywatyzacji. Mimo że wybrane akty prawne zakazywały przedsiębiorstwom państwowym udziału państwa we własności powyżej 25% i kupować akcje spółek na drodze prywatyzacji, nie uniknięto ich aktywności na rynku wtórnym i przez spółki-córki [Мальгинов, Радыгин, 2007, s. 109]. Przejawem rosnącej aktywności państwa na rynku kontroli korporacji były: aktywizacja już działających państwowych holdingów i spółek, które podjęły działania zmierzające do zwiększenia rozmiarów i dywersyfikacji swojej działalności (np.: Gazprom, Rosneft),

wciągnięcie w proces ekspansji nowych podmiotów (np.: RAO JeES Rosji, Rosoboroneksprom), polityka integracji rozproszonych aktywów państwa w holdingi (Oboronprom), wyjście ekspansji poza granice kompleksu paliwowo-energetycznego, konieczność zgody władz na duże transakcje zarówno krajowe, jak i z udziałem podmiotów zagranicznych⁴.

Dalsze wzmocnienie pozycji państwa i państwowych podmiotów na rynku kontroli korporacji w 2007 roku wiązało się z działalnością banków i nowo utworzonych państwowych korporacji i było kontynuowane w latach następnych [Лурачева, Мусатова, 2010, s. 102]. Po kryzysie, ekspansja państwa wynikała przede wszystkim z: zatrzymania we własności państwa pakietów akcji przedsiębiorstw założonych w Wnieszekonombanku, zatrzymania we własności państwa akcji nabytych na otwartym rynku w latach 2009-2010, przejścia prywatnych aktywów do państwowych banków pod wydane kredyty i drogą bezpośredniego nabycia, zwiększenia udziału państwa w sektorze bankowym w ramach programu rekapitalizacji sektora bankowego [Радыгин, 2009, s. 39].

Udział państwa w rynku kontroli korporacji może być oszacowany za pomocą liczby transakcji, w których państwo bezpośrednio występowało jako strona. Dane takie są trudno dostępne i skalę udziału państwa w omawianym rynku można ocenić jedynie na podstawie szacunków. Jak podają badacze Instytutu Gospodarki Okresu Przejściowego, w 2009 roku państwo występowało jako bezpośredni uczestnik w około 3% transakcji przeprowadzonych na rynku fuzji i przejęć w wyrażeniu ilościowym. W wyrażeniu wartościowym państwo było sprzedającym w 2,3% łącznej wartości transakcji, natomiast kupującym w 6% transakcji [ИЭПП, 2010, s. 570].

Jednak trzeba uwzględnić transakcje, w których biorą udział firmy o własności mieszanej, a te w oficjalnych statystykach są traktowane jako transakcje dokonywane przez podmioty prywatne, stąd statystyki dotyczące bezpośredniego udziału państwa w rynku kontroli korporacyjnej uważa się za zaniżone.

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 są efektywne przedsiębiorstwa, dlatego rynek kontroli korporacji nie może skutecznie sprawować swoje funkcje. Poza tym, gromadzenie aktywów przez państwo i ekspansję państwowych holdingów należy uznać za zwiększanie stopnia monopolizacji określonych sektorów. Jak podkreślają A. Radygin i G. Malginov [2006, s. 82], można również mówić o znaczącym konflikcie interesów, gdy państwo występuje zarówno jako regulator rynku kontroli korporacyjnej, jak i jego aktywny uczestnik (poprzez państwowe spółki i banki).

⁴ Okres pierwszej dekady XXI wieku (do kryzysu z 2008 roku) to w gospodarce rosyjskiej czas znaczących nadużyć, jeśli chodzi o funkcjonowanie spółek z udziałem skarbu państwa, oraz ich aktywności na rynku kontroli korporacyjnej. Skutkowały one wzrostem udziału państwa w gospodarce. Ujawnianiem nieprawidłowości, w tym skali korupcji w rosyjskiej gospodarce, zajmowali się m.in. tzw. aktywiści, a wśród nich W. Browder, szef funduszu Hermitage Capital, który za swoje działania został wydalony z Rosji. Funkcjonowanie aktywistów i ich relacje z władzami są ważną cechą nadzoru korporacyjnego w Rosji.

5. Rynek kontroli korporacyjnej a inne mechanizmy nadzoru korporacyjnego

Z punktu widzenia specyfiki rosyjskiego systemu nadzoru korporacyjnego, najistotniejsza zależność występuje między rynkiem kontroli korporacyjnej a strukturą własności. Relacja ta ujawniła się przede wszystkim w następstwie kryzysu finansowego z 1998 roku. Rozpoczął on nowy etap przemian w strukturze własności w spółkach rosyjskich, którego podstawowym impulsem stały się dążenia do rozwoju i restrukturyzacji prywatnych przedsiębiorstw [*Российская корпорация ...*, 2009, s. 29]. Zmiany objęły przy tym praktycznie całość aktywów, utworzonych przed zasadniczą transformacją gospodarki.

Główne tendencje w sferze redystrybucji własności wynikały ze znaczącego pogorszenia sytuacji w rosyjskim systemie bankowym. Krach wielu banków i trudności finansowe tych, które przetrwały kryzys, spowodował przechodzenie aktywów przedsiębiorstw przemysłowych w ręce holdingów i innych zintegrowanych struktur korporacyjnych. Co więcej, spadek wartości akcji wielu spółek notowanych na giełdach rosyjskich oraz trudna sytuacja spółek zorientowanych przede wszystkim na działalność handlową i finansową, a zarazem dewaluacja rubla i wzrost konkurencyjności eksportu przyczyniły się do dynamicznego rozwoju sektora przemysłu, w tym zwłaszcza w ramach grup kapitałowych [Яковлев, Данилов, 2007, s. 12].

Proces redystrybucji własności po kryzysie zachodził bardzo intensywnie, co było zauważalne na rynku kontroli korporacyjnej⁵. Charakteryzował się on w szczególności spadkiem udziału dotychczasowych insiderów we własności (głównie pracowników), a wzrostem udziału outsiderów (związany z pokryzysowym procesem koncentracji własności w konsekwencji m.in. znaczącego spadku wartości akcji spółek). Zwiększył się udział menedżerów, choć nie zawsze było to potwierdzone oficjalnymi danymi statystycznymi, m.in. z powodu rozszerzenia praktyki nieformalnej kontroli ze strony menedżerów – przez zakup lub przejście akcji do powiązanych z nimi firm, co w statystykach wskazywało na rosnący udział przedsiębiorstw we własności [Радыгин, Архипов, 2000, s. 123]. Okres po kryzysie z 1998 roku cechował się także stale rosnącym poziomem koncentracji własności. Podczas gdy na koniec lat dziewięćdziesiątych poziom ten wynosił średnio 27-33% (badania Instytutu Analizy Przedsiębiorstw i Rynków, Rosyjskiego Barometru Ekonomicznego), to już w połowie ubiegłej dekady było to nawet 52%. Jak ocenia Т. Долгопятова [2010, s. 85], połowa ubiegłej dekady stanowiła kulminacyjny punkt koncentracji własności w rosyjskich firmach.

Analiza klasycznych (tzn. ogólnie przyjętych w praktyce światowej) i specyficznych dla Rosji metod przejść wskazuje, iż po 1998 roku bardzo rozpowszechnioną formą były przejścia w wyniku bankructwa [Радыгин, Энтов, Шмелева, 2002, s. 65]. Mechanizm ten stał się istotnym elementem rynku kontroli korporacyjnej i całego systemu nadzoru korporacyjnego w Rosji. Pierwszy etap rozwoju mechanizmu bankructwa rozpoczął się wraz z przyjęciem ustawy *O bankructwie przedsiębiorstw* w listopadzie 1992 roku. Przyjęcie ustawy zbiegło się z rozpoczęciem procesu prywatyzacji i było

⁵ Według szacunków w końcu lat dziewięćdziesiątych i na początku ubiegłej dekady, zmiana głównych właścicieli średnio dotyczyła około 6-8% spółek akcyjnych corocznie, a zgodnie z wynikami badań IAPR, w latach 2001-2004 zmiana głównego właściciela zaszła w 30% spółek akcyjnych [HCKV, 2008, s. 24].

niezbędnym elementem budowania gospodarki rynkowej. W latach 1993-1997 dynamika wniosków o bankructwo złożonych w sądach arbitrażowych była jednak niewielka (status bankruta uzyskało łącznie 3,8 tys. firm). Mimo że po kilku latach wzrosła już liczba wniosków skierowanych do sądów arbitrażowych, mechanizm bankructwa nie był w Rosji wykorzystywany w takim stopniu, jak w innych krajach Europy Środkowej i Wschodniej [Апевалова, Радыгин, 2009, s. 93-94]. Bankructwo nie było realnym zagrożeniem dla nieefektywnych kierowników większości rosyjskich firm ani sposobem na zabezpieczenie praw kredytodawców. Na etapie obowiązywania pierwszej ustawy stanowiło głównie narzędzie redystrybucji praw własności oraz sposób na wywieranie politycznego i ekonomicznego nacisku na przedsiębiorstwa ze strony państwa [ИЭПП, 2006, s. 185].

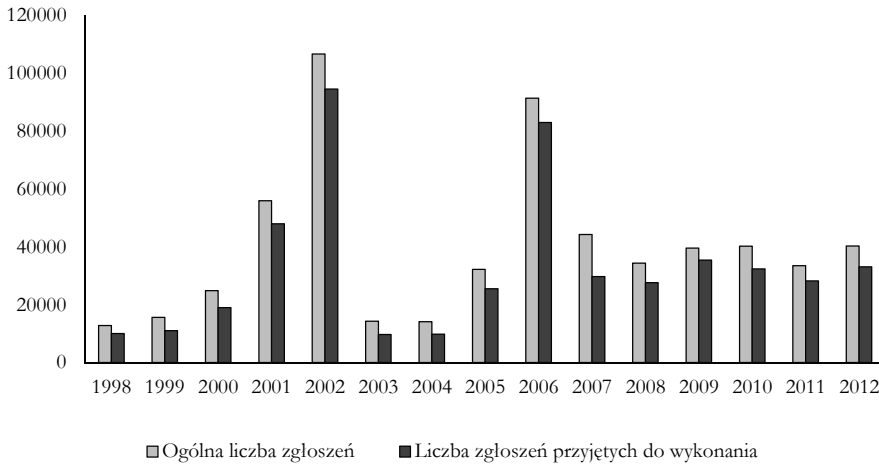
Druga ustawa *O bankructwie* z 1998 roku, według założeń, miała lepiej niż poprzednia chronić prawa kredytodawców, wymuszać dyscyplinę finansową na przedsiębiorstwach i efektywność pracy menedżerów, przyczynić się do restrukturyzacji firm oraz uwolnić aktywa od nieefektywnego ich wykorzystania [Lambert-Mogiliansky, Sonin, Zhuravskaya, 2003, s. 2]. Została przygotowana zgodnie ze standardami krajów wysoko rozwiniętych i uczyniła inicjowanie i procedurę bankructwa relatywnie prostą (z teoretycznego punktu widzenia była jednym z najlepszych aktów prawnych w tym obszarze na świecie [Журавская, Сонин, 2004, s. 118]).

Nowa ustawa opierała się na zasadzie „niewypłacalności” (*принцип неплатежеспособности*), która oznaczała niezdolność przedsiębiorstwa do wypełniania swoich zobowiązań. Zapisy ustawy, które zmieniały wcześniejsze kryteria dotyczące możliwości złożenia wniosku o ogłoszenie podmiotu bankrutem, trudna sytuacja finansowa wielu przedsiębiorstw w następstwie kryzysu oraz znaczące zadłużenie podatkowe wobec budżetów regionalnych i federalnego sprawiły, iż szybko zwiększała się liczba firm, w stosunku do których wszczynano procedurę bankructwa [Апевалова, Радыгин, 2009, s. 95]. Dodatkowymi czynnikami, sprzyjającymi intensyfikacji wykorzystania mechanizmu bankructwa, były niskie koszty i łatwość wszczynania procedury bankructwa, a także, rozpoczęty po kryzysie, intensywny proces redystrybucji i konsolidacji własności oraz kryzys rynku kapitałowego, który wymusił poszukiwanie szybkich i korzystnych metod przechwytywania kontroli korporacyjnej [Радыгин, Симачев, 2005, s. 48-49]. Dotyczyło to również tych firm, które z racji ekonomicznej były efektywne i miały duże szanse na odbudowanie lub poprawę swojej pozycji ekonomicznej sprzed kryzysu.

W wyniku przyjęcia nowej ustawy, liczba zgłoszeń do sądów arbitrażowych o wszczęcie procedury bankructwa zaczęła dynamicznie rosnać. Podczas gdy w pierwszym roku funkcjonowania drugiej ustawy ogólna liczba wniosków wyniosła niecałe 12,8 tys., w 2002 roku ponad 106,6 tys. (ponad 8 razy więcej, wykres 1.). Równie dynamicznie rosła liczba wniosków przyjętych do wykonania – od 10 tys. w 1998 roku do 94,5 tys. w 2002 roku.

WYKRES 1.

Liczba zgłoszeń o uznaniu dłużnika bankrutem i przyjętych procedur bankructwa Rosji w latach 1998-2012



Źródło: [ИЭПП, 2010, s. 530; ИЭП, 2014, s. 454-455].

Analiza danych statystycznych nie pozwala prawidłowo ocenić tego etapu rozwoju mechanizmu bankructwa i jego roli w systemie nadzoru korporacyjnego. Wykorzystanie drugiej ustawy *O bankructwie* w praktyce przyniosło wiele niekorzystnych tendencji, stąd poddaje się ją ostrej krytyce. Ustawa jest uznawana przede wszystkim za kolejny instrument redystrybucji praw własności po kryzysie z 1998 roku, zwłaszcza jako mechanizm służący wrogim przejęciom [ИЭПП, 2006, s. 190]. Podkreśla się silną zależność realizacji zapisów ustawy i przeprowadzania bankructw od sfery politycznej, zarówno na poziomie regionalnym, jak lokalnym [Журавская, Сохин, 2004, s. 119]. Na początku ubiegłej dekady mechanizm bankructwa zaczął być również aktywnie wykorzystywany przez państwo, które za pośrednictwem organów podatkowych realizowało zadanie oczyszczania rynków z części przedsiębiorstw i zastraszania dłużników budżetowych. W 2002 roku około 90% zgłoszeń do sądów arbitrażowych o bankructwo było dokonywanych przez organy państwowe. Ponadto, badacze akcentują istotny związek między wejściem w życie ustawy a niskim poziomem odporności rosyjskiego rynku kapitałowego w latach 1998-2002.

W drugiej połowie 2001 roku w gospodarce rosyjskiej pojawiły się przesłanki reformy mechanizmu bankructwa. Wynikały one m.in. z praktyk nieuczciwego wykorzystania jej zapisów w celu przechwytywania aktywów przedsiębiorstw i naruszeń praw dłużników. Trzecia ustawa *O bankructwie* została przyjęta w październiku 2002 roku. Wprowadziła innowacje w stosunku do wcześniejszej ustawy, które zmierzały do ograniczenia możliwości wykorzystania mechanizmu bankructwa w celu przejmowania aktywów [Радыгин, Симачев, 2005, s. 51-55]. Wejście w życie nowej ustawy znacząco ograniczyło liczbę wniosków o wszczęcie procedury bankructwa, składanych do sądów arbitrażowych.

W 2003 roku zostało złożonych 14,3 tys. wniosków (7,5 razy mniej niż w roku poprzednim). Natomiast do realizacji zostało przyjętych niecałe 10 tys. spraw. Tak poważny spadek był przede wszystkim spowodowany faktem, iż organy podatkowe przestały składać wnioski o bankructwo wobec nieistniejących dłużników (tzn. takich, którzy praktycznie zakończyli swoją działalność), co było zasadniczym problemem wcześniejszych lat. Znaczący przyrost wniosków o bankructwo nastąpił w 2006 roku. Jak podkreślają badacze Instytutu Gospodarki Okresu Przejściowego, głównie wynikał on ze wzrostu aktywności państwa (jego organów podatkowych) w sferze regulowania liczebności podmiotów gospodarczych [ИЭПП, 2010, s. 531]. Intensyfikacja wykorzystania mechanizmu bankructwa łączyła się również ze wzrostem udziału państwa we własności.

Aktualnie w Rosji uformowały się wszystkie podstawowe elementy mechanizmu bankructwa. Rosyjski model bankructwa ukształtował się w następstwie wejścia w życie trzeciej ustawy *O bankructwie* i jest rezultatem kompromisu i niedoskonałości wcześniejszych aktów prawnych. Е. Апевалова і А. Радыпин akcentują, iż bankructwa, jak na razie, nie należy rozpatrywać jako stabilny i efektywny mechanizm, skoncentrowany na uzdrowieniu zarządzania i finansów przedsiębiorstw w rosyjskiej gospodarce [Апевалова, Радыпин, 2009, s. 93]. Ustawodawstwo dotyczące bankructwa efektywniej wypełniło zadania redystrybucji własności, likwidacji przedsiębiorstw i ochrony praw kredytodawców, niż zadania poprawy wypłacalności przedsiębiorstw. Niewystarczająca efektywność mechanizmu bankructwa w rosyjskiej gospodarce wynika także ze zdecydowanego udziału państwa we własności przedsiębiorstw. Co więcej, sprawne jego działanie ogranicza korupcja.

Istotna rola rynku kontroli korporacyjnej w systemie nadzoru korporacyjnego w Rosji jest po części pochodną relatywnie niskiego poziomu rozwoju rosyjskiego rynku kapitałowego w porównaniu z rynkami krajów rozwiniętych. Na rynku tym względnie mało akcji reprezentuje, stabilny w perspektywie długookresowej, płynny instrument płatniczy. Ponadto, jak zaobserwowali badacze Instytutu Gospodarki Okresu Przejściowego, rosyjski rynek kapitałowy w zasadzie od początku rozwijał się jak rynek kontroli korporacyjnej, fuzje i przejęcia nie zahaczały o zorganizowany rynek kapitałowy, a cena rynkowa akcji na rynku wtórnym nie miała większego znaczenia. Dodatkowo, cechą specyficzną rynku kontroli korporacyjnej w Rosji był i jest fakt, iż w wielu przypadkach są przejmowane najbardziej efektywne, więc jednocześnie najbardziej dochodowe, przedsiębiorstwa [Долгопятова, 2003, s. 28]. Kontrola korporacyjna zmienia się na drodze formalnej zmiany praw własności, również z pomocą procedur bankructwa i restrukturyzacji długów.

6. Podsumowanie

Przeprowadzona w opracowaniu analiza pozwoliła na pozytywną weryfikację tezy badawczej, zgodnie z którą najważniejszym czynnikiem, przesądzającym o ewolucji i roli rynku kontroli korporacyjnej w rosyjskim systemie nadzoru korporacyjnego, był kryzys finansowy z 1998 roku. Kryzys wyzwolił w rosyjskiej gospodarce widoczne prze-

miany w strukturze własności, w tym proces budowania grup kapitałowych dzięki koncentracji i redystrybucji własności. Głównym narzędziem, służącym temu procesowi, były transakcje przeprowadzane na rynku kontroli korporacyjnej.

Rynek kontroli korporacyjnej (fuzji i przejęć) jest zasadniczym, zewnętrznym mechanizmem nadzoru korporacyjnego w Rosji. Jego specyfika wynikała m.in. z funkcjonowania innych mechanizmów nadzoru. Po kryzysie z 1998 roku, kontrola korporacyjna była kształtowana dzięki wykorzystaniu mechanizmu bankructwa. Rola rynku kontroli korporacyjnej w rosyjskim systemie nadzoru korporacyjnego po części wynikała również z poziomu rozwoju rynku kapitałowego i ograniczonych możliwości spełniania jego kluczowych funkcji.

Ocena skuteczności realizacji przez rynek kontroli korporacji w Rosji przypisanych mu funkcji nie jest jednoznaczna i zależy od etapu jego rozwoju. Do kryzysu z 1998 roku mała liczba transakcji oznaczała, że rynek ten odgrywał marginalną rolę w rozwoju sektora korporacyjnego. Analizowany mechanizm nadzoru korporacyjnego, zwłaszcza po kryzysie z 1998 roku, był wykorzystywany przez wówczas najsilniejsze ekonomicznie grupy kapitałowe, w celu konsolidacji własności.

Jak oceniają A. Радыгин i P. Энтов [2010, s. 70], w przypadku rosyjskiego rynku kontroli korporacyjnej nie jest realizowana funkcja motywacji i kontroli menedżerów. Niebezpieczeństwo przejęcia spółki motywuje menedżerów do realizacji jedynie krótkookresowych celów i projektów z powodu obawy przed spadkiem rynkowej wartości akcji (ale dotyczy to jedynie otwartych spółek akcyjnych). Część krytyków uznaje, iż przejęcia sprzyjają przede wszystkim, jeśli nie jedynie, interesom akcjonariuszy i nie uwzględniają interesów innych interesariuszy. Ponadto, zawsze istnieje ryzyko destabilizacji działalności zarówno spółki przejmowanej, jak i przejmującej. Jednak można spodziewać się, że obecna recesja w gospodarce Rosji przyniesie nowe możliwości przejmowania aktywów dla inwestorów strategicznych oraz inwestorów zagranicznych, dysponujących odpowiednimi środkami finansowymi, a zarazem wyzwoli nowy etap w rozwoju rosyjskiego sektora korporacyjnego.

Dokonana w artykule analiza ewolucji i roli rynku kontroli korporacyjnej stanowi studium uzupełniające stan wiedzy i piśmiennictwa naukowego dotyczącego gospodarki Rosji. Jednocześnie może służyć studiom porównawczym systemów nadzoru korporacyjnego w krajach Europy Środkowej i Wschodniej.

Literatura

- Aluchna M., 2009, *Corporate governance a procesy globalizacji i internacjonalizacji. Współczesne nyzwania i tendencje zmian*, „Studia i Prace Kolegium Zarządzania i Finansów”, Zeszyt Naukowy 94, Oficyna Wydawnicza Szkoły Głównej Handlowej, Warszawa.
- Działo J., 2001, *Nadzór właścicielski a efektywność działania spółek*, Katedra Ekonomii Uniwersytetu Łódzkiego, Łódź.
- Grossman S., Hart O., 1980, *Takeover Bids, the Free-Rider Problem, and the Theory of the Corporation*, „Bell Journal of Economics”, no. 11.

- Jensen M.C., Ruback R.S., 1983, *The Market for Corporate Control. The Scientific Evidence*, "Journal of Financial Economics", no. 11.
- Jensen M.C., 1986, *The Take-Over Controversy: Analysis and Evidence*, "Midland Corporate Finance Journal", no. 4.
- Koładkiewicz I., 1999, *Nadzór korporacyjny. Perspektywa międzynarodowa*, Wydawnictwo Poltex, Warszawa.
- Kowalewski O., 2011, *Rynek kontroli przedsiębiorstw. Wrogie przejęcie jako mechanizm dyscyplinujący menedżerów*, [w:] *Ład korporacyjny. Podręcznik akademicki*, D. Dobija, I. Koładkiewicz (red.), Wolters Kluwer business, Warszawa.
- Lambert-Mogiliansky A., Sonin K., Zhuravskaya E., 2003, *Capture Bankruptcy: Theory and Russian Evidence*, CEFIR Working Paper, no. 38, June, <http://www.cefir.ru/index.php?l=rus&cid=35&yf=2003> (data wejścia: 19.11.2010).
- Manne H.G., 1965, *Mergers and the Market for Corporate Control*, "The Journal of Political Economy", vol. 73, no. 2. (April).
- Martynova M., Renneboog L., 2008, *A century of corporate takeovers: What have we learned and where do we stand?*, "Journal of Banking and Finance", vol. 32 (10).
- Morck R., Shleifer A., Vishny R.W., 1987, *Characteristics of Hostile and Friendly Takeovers Targets*, NBER, Working Paper, no. 2295, June, <http://www.nber.org/papers/w2295> (data wejścia: 19.11.2010).
- OECD, Ministerstwo Skarbu Państwa, 2004, *Zasady nadzoru korporacyjnego OECD*, Warszawa, <http://www.oecd.org> (data wejścia: 20.05.2011).
- Oplustil K., 2010, *Instrumenty nadzoru korporacyjnego (corporate governance) w spółce akcyjnej*, Wydawnictwo C.H. Beck, Warszawa.
- Volkov V., 2004, *Hostile Enterprise Takeovers: Russia's Economy in 1998-2002*, "Review of Central and Eastern European Law", no. 4.
- Weimer J., Pape J.C., 1999, *A Taxonomy of Systems of Corporate Governance*, "Corporate Governance: An International Review", vol. 7, Issue 2, DOI 10.1111/1467-8683.00143.
- Zalega K., 2003, *Systemy corporate governance a efektywność zarządzania spółką kapitalową*, Oficyna Wydawnicza Szkoły Głównej Handlowej, Warszawa.
- Авдашева С.Б., Шаститко А.К., Калмычкова Е.Н., 2007, *Экономические основы антимонопольной политики: российская практика в контексте мирового опыта, Часть 3*, "Экономический Журнал ВШЭ", no. 3.
- AK&M Informacyjne Biuro, 2015, *Рынок слияний и поглощений*, БЮЛЛЕТЕНЬ №204 МАРТ 2015 Г., <http://mergers.akm.ru/> (data wejścia: 15.02.2017).
- AK&M Informacyjne Biuro, 2016, *ПО ЧИСЛУ СДЕЛОК МСЪА В 2015 ГОДУ РОССИЯ ПОБИЛА АНТИРЕКОРД 2009 ГОДА*, <http://mergers.akm.ru/> (data wejścia: 15.02.2017).
- Антоненко Н.С., Галухина Я.С., Паппе Я.Ш., 2013, *Основные тенденции развития российского крупного бизнеса в 2000-е годы*, "Журнал Новой Экономической Ассоциации", no. 1(17).
- Апелалова Е., Радыгин А., 2009, *Банкротства в двухтысячные годы: от инструмента рейдеров к политике „двойного стандарта“*, "Экономическая политика", no. 4.

- Дементьев В.Е., 2011, *Структура корпоративной системы и длинные волны в экономике*, ЦЭМИ РАН, Москва.
- Демидова Е., 2007, *Враждебные поглощения и защита от них в условиях корпоративного рынка России*, „Вопросы экономики”, по. 4.
- Долгопятова Т.Г., 2003, *Становление корпоративного сектора и эволюция акционерной собственности*, Препринт WP1/2003/03, Серия WP1, ГУ ВШЭ Москва, http://www.hse.ru/data/2010/05/04/1216402441/WP1_2003_03.pdf (data wejścia: 20.08.2013).
- Долгопятова Т.Г., 2010, *Концентрация собственности в российской промышленности: эволюционные изменения на микроуровне*, „Журнал Новой экономической ассоциации”, по. 8.
- Журавская Е., Сонин К., 2004, *Экономика и политика российских банкротств*, „Вопросы экономики”, по. 4.
- Заребелная Н.С., 2015, *Мировой и российский рынки слияний и поглощений*, „Вестник МГИМО”, по. 2 (41).
- Зухурова А.И., Новикова И.Я., 2007, *Слияния и поглощения в России*, „ЭКО”, по. 6.
- ИЭПП (Институт экономики переходного периода), 2003, *Российская экономика в 2002 году. Тенденции и перспективы (Выпуск 24)*, Москва.
- ИЭПП (Институт экономики переходного периода), 2004, *Российская экономика в 2003 году. Тенденции и перспективы (Выпуск 25)*, Москва.
- ИЭПП (Институт экономики переходного периода), 2006, *Внешние механизмы корпоративного управления: некоторые прикладные проблемы*, „Научные труды”, по. 104, Москва.
- ИЭПП (Институт экономики переходного периода), 2010, *Российская экономика в 2009 году. Тенденции и перспективы (Выпуск 31)*, Москва.
- ИЭП (Институт экономической политики имени Е.Т. Гайдара), 2014, *Российская экономика в 2013 году. Тенденции и перспективы (Выпуск 35)*, Москва.
- ИЭП (Институт экономической политики имени Е.Т. Гайдара), 2017, *Российская экономика в 2016 году. Тенденции и перспективы (Выпуск 38)*, Москва.
- Лугачева А.И., Мусатова М.М., 2010, *Усиление роли государства на рынке слияний и поглощений в период экономической нестабильности*, „ЭКО”, по. 11.
- Мальгинов Г.Н., Радыгин А.Д., 2007, *Смешанная собственность в корпоративном секторе: эволюция, управление, регулирование*, ИЭПП, Москва.
- НСКУ (Национальный совет по корпоративному управлению), 2008, *Национальный доклад по корпоративному управлению. Выпуск 1*, Москва.
- Паппе Я.Ш., Галухина Я.С., 2009, *Российский крупный бизнес – первые 15 лет. Экономические хроники 1993-2008*, Издательский Дом ГУ-ВШЭ, Москва.
- Обзор российского рынка слияний и поглощений*, różne numery, [mergers.ru/Слияния и поглощения в России](http://mergers.ru/), <http://mergers.ru/researches/?#> (data wejścia: 13.08.2014).
- Радыгин А., Энтов Р., 2010, *Рынок слияний и поглощений: Новые теоретические подходы*, „Экономическая политика”, по. 5.
- Радыгин А., Энтов Р., Шмелева Н., 2002, *Проблемы слияний и поглощений в корпоративном секторе*, „ИЭПП, Научные труды”, по. 43 Р, Москва.

- Радыгин А., 2009, *Российский рынок слияний и поглощений: этапы, особенности, перспективы*, „Вопросы экономики”, по. 10.
- Радыгин А.Д., Симачев Ю.В., 2005, *Институт банкротства в России: особенности эволюции, проблемы и перспективы*, „Российский журнал менеджмента”, т. 3, по. 2.
- Радыгин А., Мальгинов Г., 2006, *Рынок корпоративного контроля и государство*, „Вопросы экономики”, по. 3.
- Радыгин А., Архипов С., 2000, *Собственность, корпоративные конфликты и эффективность*, „Вопросы экономики”, по. 11.
- Российская корпорация: внутренняя организация, внешние взаимодействия, перспективы развития*, 2009, Т.Г. Долгопятова, И. Ивасаки, А.А. Яковлев (ред.), Издательский Дом ГУ-ВШЭ, Москва.
- Щукина Л.Г., 2010, *Перераспределение собственности и реорганизация российского бизнеса в кризисные 2008-2009 годы*, „Финансы и бизнес”, по. 4.
- Яковлев А.А., Данилов Ю.А., 2007, *Российская корпорация на 20-летнем горизонте: структура собственности, роль государства и корпоративное финансирование*, „Российский журнал менеджмента”, т. 5, по. 1.