

Corporate Governance Risk i ryska företag

Hur hanteras den av institutionella investerare?

Alex Mukabi

Kandidatsuppsats 15hp

Höstterminen 2011

Handledare: Tor Brunzell

English title: Corporate Governance Risk in Russian companies

Företagsekonomiska institutionen



Stockholms
universitet

SAMMANFATTNING

Titel: Corporate Governance Risk i ryska företag

Kurs: Kandidatuppsats i företagsekonomi 15 hp

Författare: Alex Mukabi

Handledare: Tor Brunzell

Nyckelord: Ryssland, Corporate Governance, Risk, Bolagsstyrning, Kontrollerande ägare, Minoritetsägare, Institutionella investerare

Syfte: Syftet med uppsatsen är att undersöka hur institutionella investerare hanterar Corporate Governance Risk när de investerar i ryska bolag, men även ta reda på hur de agerar vid bristfällig bolagsstyrning.

Metod: Med en abduktiv ansats har en kvalitativ forskningsstudie av en explorativ art genomförts. Den explorativa inledningen bestod av två ostrukturerade intervjuer som gav mer kunskap kring ämnet. För att nå syftet med uppsatsen har sedan datainsamlingen av primärdata skett via fyra semistrukturerade intervjuer med fem respondenter som arbetar aktivt med investeringar i ryska bolag. Insamlad sekundärdata är främst hämtad från vetenskapliga artiklar men även annan forskning kring ämnet.

Teoretiskt perspektiv: I detta avsnitt beskrivs grundläggande teorier och begrepp inom Corporate Governance, men även andra perspektiv kring ämnet. I avsnittet beskrivs även *Exit Voice & Loyalty* teorin som ligger i grund till hur investerare kan agera vid missnöje. Därefter görs en presentation av den tidigare forskningen gällande Corporate Governance i Ryssland. Denna del inleds med en historisk överblick gällande utvecklingen av bolagsstyrning i Ryssland och en redogörelse kring den legala infrastrukturen. Avsnittet avslutas med tidigare forskning kring Corporate Governance Risk i ryska bolag.

Slutsats: Hur institutionella investerare hanterar Corporate Governance Risk när de investerar i ryska bolag tolkas vara tvetydig. Det finns en vilja att undvika denna risk, men det finns även en vilja att söka denna risk då det kan vara en möjlighet till en lönsam investering. Med andra ord varierar hanteringen av Corporate Governance Risk från fall till fall. Hur institutionella investerare agerar vid bristfällig bolagsstyrning varierar även det. Det mest vanliga var dock att de behöll aktierna och uttryckte sitt missnöje då investeringen var långsiktig. Om bolagsstyrningen inte förbättrades i det ryska bolaget kunde det resultera i en försäljning av aktierna. Det fanns även fall där investeraren inte gjorde så mycket vid bristfällig bolagsstyrning i det ryska bolaget och stannade kvar i företaget så länge investeringen var lönsam.

ABSTRACT

Title: Corporate Governace Risk in Russian companies

Course: Bachelor thesis in Business Administration 15 credits

Author: Alex Mukabi

Advisor: Tor Brunzell

Key words: Russia, Corporate Governance, Risk, Minority shareholder, Controlling shareholder, Institutional investors

Purpose: The purpose of this thesis is to investigate how institutional investors deals with Corporate Governance Risk when they are investing in Russian companies, and how they act on inadequate Corporate Governance.

Methodology: With an abductive approach, an exploratory qualitative study has been carried out. The exploratory part consisted of two unstructured interviews, which provided more knowledge about the subject. To achieve the purpose of this thesis, the primary data has been collected through four semi-structured interviews with five respondents, who are working actively with investments in Russian companies. Collected secondary data are mainly based on articles from scientific journals, but also other research on the subject.

Theoretical Perspectives: This section describes the basic theories and concepts in Corporate Governance, but also other perspectives on the subject. The section also describes the *Exit, Voice & Loyalty* theory, which forms the basis of how investors can act when they are dissatisfied. Thereafter, a presentation of previous research on Corporate Governance in Russia is given. This part begins with a historical review concerning Corporate Governance in Russia and a description about the legal infrastructure. The section ends with a presentation of previous research on Corporate Governance Risk in Russian companies.

Conclusion: How institutional investors deals with Corporate Governance Risk when they are investing in Russian companies, is interpreted to be equivocal. There is a will to avoid this risk, but there is also a will to seek this risk as there may be an opportunity for a profitable investment. In other words, how the Corporate Governance Risk is dealt with varies from case to case. How institutional investors act on inadequate Corporate Governance does also vary, but the most common was that they kept their shares and expressed their dissatisfaction as the investment was long-term. If Corporate Governance did not improve in the Russian company, it could result in a sale of shares. There were also cases where the investor did not do so much when the Russian company had inadequate Corporate Governance, and remained as a shareholder in the company as long as the investment was profitable.

Innehållsförteckning

1. Inledning	5
1.1 Problembakgrund	5
1.2 Problemdiskussion.....	6
1.3 Övergripande forskningsfrågor	7
1.4 Syfte.....	7
1.5 Avgränsningar	7
1.6 Disposition.....	8
2. Teori.....	9
2.1 Corporate Governance och Agent teorin.....	9
2.1.1 Kritik mot agent teorin	10
2.1.2 Principal perspektivet.....	11
2.1.3 Principal perspektivet och agent kostnader	14
2.2 Exit, Voice & Loyalty	15
2.3 Tidigare forskning om Corporate Governance i Ryssland.....	16
2.3.1 Historisk överblick	16
2.3.2 Legala infrastrukturen	19
2.3.3 Corporate Governance Risk i ryska bolag.....	20
2.3.4 Hur investerare hanterat Corporate Governance Risk.....	21
3. Metod.....	24
3.1 Vetenskapligt förhållningssätt.....	24
3.2 Forskningsansats	25
3.3 Sekundärdata	26
3.4 Kvalitativa intervjuer.....	26
3.4.2 Urval.....	27
3.4.3 Presentation av respondenter	28
3.5 Forskningsetik	29
3.6 Reliabilitet och Validitet	29
3.7 Metod- och Källkritik.....	30
4. Empiri & Analys.....	32
4.1 Rykte	32
4.1.2 Informella relationer.....	33

4.1.3	Värdera Corporate Governance Risk	35
4.2	Voice, Loyalty eller Exit	38
4.2.1	Voice genom konstruktiv dialog	39
4.2.2	Voice genom samarbete med andra minoritetsägare.....	40
4.2.3	Tendenser till lojalitet.....	41
4.2.4	Voice genom domstolväsendet.....	42
5.	Slutsatser och förslag till vidare forskning	44
6.	Referenser	46

1. Inledning

I detta introduktionskapitel redogörs uppsatsens problembakgrund, som sedan behandlas i en problemdiskussion. Avslutningsvis fastställs uppsatsens övergripande forskningsfrågor, syfte, avgränsningar och disposition.

1.1 Problembakgrund

Corporate Governance Risk d.v.s. risken för bristfällig bolagsstyrning i ett företag är något som existerar världen över. I den företagsekonomiska litteraturen exemplifieras ofta skandaler som Enron och Worldcom för att visa vad bristfällig bolagsstyrning innebär. Här i Sverige fick nyligen företaget HQ bank sitt tillstånd återkallat p.g.a. att de misskött bolagsstyrningen (Finansinspektionen, 2010). Även om dessa fall skiljer sig åt så är de alla ett exempel på vad en bristfällig bolagsstyrning kan innebära. Corporate Governance Risk kan generellt förknippas med risken för ett opportunistiskt beteende hos företagets insynspersoner¹ som sker på aktieägarnas bekostnad.

Ett opportunistiskt beteende kan handla om att insynspersoner tillskansar sig överdrivna löneförmåner som t.ex. privatplan eller att de väljer göra olönsamma investeringar i egenintresse d.v.s. ägnar sig åt ”imperiebygge” (Shleifer & Vishny, 1997). I värsta fall kan insynspersoner ägna sig åt bolagsplundring, direkt stjäla från företagsvinster eller andra olagliga metoder (ibid.). Trots fall som Enron, Wordcom och HQ, har företag i Sverige och USA generellt inte så stora problem gällande bristfällig bolagsstyrning om man t.ex. jämför med företag i Ryssland.

Sedan privatiseringen under 90-talet har bristfällig bolagsstyrning varit ett stort problem hos de ryska företagen (Puffer & McCarthy, 2003). Detta har lett till att Corporate Governance har fått en stor betydelse hos de ryska företagen, vilket har visat sig genom att kvaliteten på bolagsstyrningen starkt korrelerar med företagets aktiepris (Black, Love & Rachinsky, 2006).

¹ Finansinspektionen (2011) definierar insynsperson som en person som genom sin ställning i bolaget anses ha särskilt goda förutsättningar att få tillgång till förtrolig information om bolaget (insiderinformation). I denna uppsats kommer insynspersoner syfta på ledning och kontrollerande ägare.

Problemen med de ryska företagens bolagsstyrning anses bl.a. bero på att Ryssland har ett ineffektivt legalt system samtidigt som företagen ofta har en väldigt koncentrerad ägarstruktur (Chernyk, 2008). Det är vanligt att ledningen i de ryska företagen antingen tillhör eller representerar kontrollerande ägare, vilket har gjort att minoritetsägare har fått en svag ägarposition (Lazareva, Rachinsky, Stepanov, 2007). Detta har i många fall resulterat i en bristfällig bolagsstyrning, där insynspersoner har underminerat minoritetsägare (ibid.).

Underminering av minoritetsägare var som värst under 90-talet i Ryssland vilket bl.a. ledde till att den ryska marknaden kallades för ”Vilda Östern” (Adachi, 2010). Under denna period var det vanligt att insynspersoner dolde företagsinformation, hindrade minoritetsägare att närvara på bolagsstämmor, minskade minoritetsägarnas andel i företaget genom aktieutspädning eller plundra företaget på tillgångar genom skev internprissättning till ett intressebolag (ibid.).

Sedan det problematiska 90-talet har Ryssland fått ett starkare minoritetsskydd, då det bl.a. införts en ny aktiebolagslag och en ny lag för kapitalmarknaden (Puffer & McCarthy, 2003). Under 2000-talet har dessa lagar förstärkts och landet har även tagit fram en bolagskod som bygger på OECD principer gällande god bolagsstyrning (Chernyk, 2008).

Även om de legala och strukturella förändringarna har resulterat i att många ryska företag har förbättrat bolagsstyrningen, så är fortfarande bristfällig bolagsstyrning ett stort problem i de ryska företagen (Lazareva et al., 2007; Standard & Poor's, 2011).

1.2 Problemdiskussion

Det legala skyddet mot bristfällig bolagsstyrning har förbättrats i Ryssland sedan 90-talet, men det anses dock att insynspersonernas metoder ha bytts ut mot mer sofistikerade metoder som utnyttjar kryphål i den ryska lagen (Chernyk, 2008). Samtidigt anses övervakningen av relevanta lagar och regleringar vara väldigt svag, vilket resulterar i att minoritetsskyddet även blir svagt (ibid.) Här i Sverige t.ex. kan minoritetsägare till stor del förlita sig på det legala systemet vid bristfällig bolagsstyrning. Samma tillförlitlighet anses inte finnas i Ryssland då lagar och regleringar inte anses vara tillräckligt implementerade, ofta p.g.a. av korrupta domstolar (Wegren & Herspring, 2010, kap 4). Det anses att Ryssland har en svag legal kultur och lider av en s.k. ”legal nihilism” där lagen kan böjas för att uppnå vissa syften (ibid.).

Trots att det legala systemet anses vara ineffektivt samtidigt som ryska företag ofta har haft en bristfällig bolagsstyrning, har de ryska företagen lockat till sig många investerare världen över. De höga avkastningar har gjort att många investerare har valt att gå in som minoritetsägare i de ryska företagen. Här i Sverige har institutionella investerare som Vostok Nafta, East Capital och de flesta storbankerna valt att investera i ryska företag. Denna utmanande position som investerare hamnar i när de blir minoritetsägare i ryska företag leder till följande forskningsfrågor.

1.3 Övergripande forskningsfrågor

- *Hur tar institutionella investerare hänsyn till Corporate Governance Risk när de investerar i ryska företag?*
- *Hur agerar institutionella investerare vid bristfällig bolagsstyrning hos de ryska företagen?*

1.4 Syfte

Syftet med denna uppsats är att undersöka hur institutionella investerare hanterar Corporate Governance Risk när de investerar i ryska företag men även undersöka hur de agerar vid bristfällig bolagsstyrning. Resultatet av denna undersökning kan användas av investerare och företag som är intresserade av att investera i Ryssland och vill ha kunskaper om Corporate Governance Risk och hur den hanteras. Corporate Governance Risk har länge varit en av de största svårigheterna i de ryska företagen och kan därför inte bortses ifrån när man ska investera i ryska företag.

1.5 Avgränsningar

För att uppnå uppsatsen syfte, kommer undersökningen avgränsa sig till svenska institutionella investerare. Valet av svenska institutionella investerare beror på svårigheten att komma i kontakt med internationella investerare. Uppsatsen kommer även att avgränsa sig till publika ryska företag. Syftet är dock att undersöka Corporate Governance Risk vilket gör att det kommer att undvikas att använda konkreta ryska företag som exempel. Det blir med andra ord en generalisering av de risker som anses vara förknippade med de ryska företagen.

1.6 Disposition

Kap. 2 Teori

I detta kapitel behandlas de teorier som ligger till grund till analysen i uppsatsen. Kapitlet inleds med grundläggande teorier om Corporate Governance och agentteorin som utvecklas till ett principal perspektiv. Detta perspektiv anses spegla den ryska problematiken på ett bättre sätt. Detta åtföljs av teorin om *Exit, Voice & Loyalty* d.v.s. hur missnöjda intressenter till en organisation kan agera. Sedan presenteras tidigare forskning om Corporate Governance i Ryssland. Denna del inleds med en historisk överblick gällande utvecklingen av bolagstyrning i Ryssland och en redogörelse kring den legala infrastrukturen i landet. Detta görs så att läsaren enklare kan förstå de problem som är förknippade med de ryska företagen. Kapitlet avslutas med en presentation av den tidigare forskningen kring Corporate Governance Risk i ryska företag.

Kap.3 Metod

I detta kapitel redogörs de metodval som har gjorts för att besvara uppsatsens frågeställningar och syfte. I kapitlets inledning beskrivs det vetenskapliga förhållningssättet och den forskningsansats som präglar denna uppsats. Sedan kommer uppsatsens primär- och sekundärdata presenteras, men även en forskningsetisk diskussion. Kapitlet avslutas med en diskussion kring reliabilitet och validitet och en källkritik gällande den metod och de källor som har använts till denna uppsats.

Kap. 4 Empiri & Analys

I detta kapitel integreras kunskapen från sekundärkällorna med materialet som primärkällorna har bidragit med, för att sedan analysera dess likheter och skillnader.

Kap. 5 Slutsatser och förslag till vidare forskning

I detta kapitel presenteras de slutsatser som framkommit ur analysen men även förslag till vidare forskning.

2. Teori

I detta kapitel presenteras den teori som ligger i grund för denna uppsats. Först presenteras teori om Corporate Governance och agent teorin. Sedan presenteras Exit, Voice & Loyalty teorin som behandlar hur intressenter till en organisation agerar vid missnöje. Vidare kommer tidigare forskning om Corporate Governance i Ryssland att presenteras. Denna del inleds med en historisk överblick gällande utvecklingen av bolagsstyrning i Ryssland och en redogörelse om den legala infrastrukturen. Kapitlet avslutas med en presentation gällande den tidigare forskningen om Corporate Governance Risk i ryska bolag.

2.1 Corporate Governance och Agent teorin

Corporate Governance eller den vanliga svenska översättningen bolagsstyrning kan definieras på olika sätt (Gillan & Starks, 2003). En definition är att bolagsstyrning handlar om hur finansiärer säkerhetsställer att de får avkastning på deras investering i företaget (Shleifer & Vishny, 1997). Bolagsstyrning behandlar med andra ord hur ett företag lämpligast ska styras och kontrolleras för att säkerhetsställa att företaget drivs effektivt och i aktieägarnas intresse. Problematiken i bolagsstyrningen uppstår när ägandet separeras från kontrollen i företaget, d.v.s. när principalen (ägarna) anställer en agent (ledningen) för att fullgöra en uppgift i deras räkning (Jensen & Meckling, 1976).

Problemet grundar sig i den intressekonflikt som uppkommer då både principalen och agenten anses sträva efter att maximera sina egna intressen, d.v.s. att aktieägarna vill maximera avkastningen medan ledningen vill maximera personliga vinningar som kan gå i kontrast med aktieägarnas intressen. Det är denna problematik som brukar benämnas som principal-agent konflikten. När ledningen har kontrollen över företaget och dess kapital finns det en stor risk till ett opportunistiskt beteende av ledningen (Shleifer & Vishny, 1997). Ledningen kan välja att allokera kapitalet till sig själv genom t.ex. pyramidscheman eller skeva internprissättningar till bolag som de själva äger. Denna typ av opportunistiskt beteende är dock ovanligt då det ofta finns lagar som skyddar aktieägarna från detta. Det är mer vanligare att ledningen strävar efter diverse löneföremåner, ägnar sig åt ”imperiebygge” eller stannar kvar på sin position trots att de inte är kvalificerade längre (ibid.)

För att säkerhetsställa att ledningen driver företaget i aktieägarnas intresse och allokerar kapitalet effektivt, skrivs ett kontrakt mellan ägarna och ledningen (Shleifer & Vishny, 1997). Ett fullständigt kontrakt gällande hur ledningen ska ta företags beslut är i realiteten en omöjlig uppgift eftersom det inte går att förutspå alla framtida situationer och händelser. Denna ovisshet gör att aktieägarna och ledningen måste komma överens över vem som ska ta besluten i framtiden. Det optimala vore att aktieägarna bestämde det mesta gällande företagsbesluten, men detta är inte möjligt då de ofta saknar den tid och kompetens som krävs. Istället använder aktieägare sina kontrollrättigheter som de fått i utbyte mot sina pengar. Med dessa kontrollrättigheter kan de sedan rösta angående viktiga företagsbeslut och rösta fram en styrelse som ska representera de och övervaka ledningens arbete (ibid.). Ledningen är trots allt de som har anställts för att sköta det operativa arbetet och får på så sätt automatiskt den större delen av beslutanderätten gällande företaget och hur kapitalet ska allokeras (ibid.).

Denna situation med asymmetrisk information och risken för ett opportunistiskt beteende gör att principalen väljer att övervaka och ge incitament till agenten som ska bidra till att agenten handlar i principalens intresse (Jensen & Meckling, 1976). Kostnader som är förknippade med övervakningen (*monitoring costs*), incitamenten (*bonding costs*) och de kostnader som uppkommer trots tidigare nämnda aktiviteter p.g.a. av att agenten inte handlar efter aktieägarnas intresse (*residual losses*), är agentkostnader som uppstår för principalen (ibid.). Med andra ord är t.ex. styrelse arvode en övervakningskostnad, incitamentsprogram till ledningen en kostnad för incitament och förluster som t. ex. uppkommer vid ”imperiebygge” en residual kostnad.

2.1.1 Kritik mot agent teorin

Agent teorin utgår från att människan är en rationell egoist som vill maximera sin egen nytta, d.v.s. *homo economicus*. Denna syn på människan har kritiserats då det anses att teorin utgår från att människan har denna moral utan att ta hänsyn till att människans har möjlighet till fria val (Ghoshal, 2005). En annan typ av kritik är att agent-teorin bygger på ett Corporate Governance system som har utvecklats i USA och Storbritannien, där ägandet ofta är separerat från kontrollen och samtidigt väldigt spritt och diversifierat (Laporta, Lopez-de-Sinales, Shleifer, 1999).

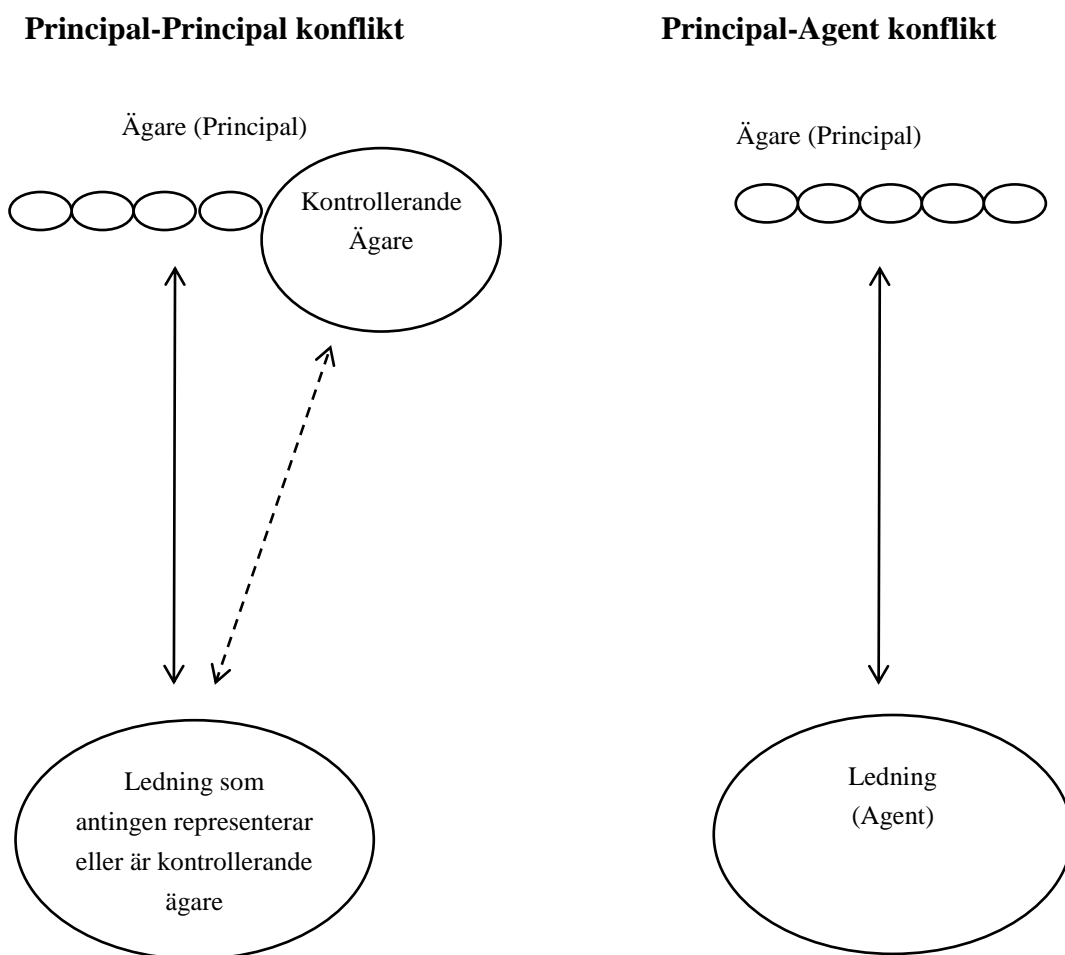
I länder som Tyskland och Japan är det mer vanligt att stora institutionella investerare är kontrollerande ägare i företagen, vilket speglar ett annat Corporate Governance system (Shleifer & Vishny, 1997). Här skapas ännu en konflikt den mellan kontrollerande ägare och minoritetsägare (ibid.). La porta et al. (1999) menar att ägarstrukturer kan variera världen över och att den allmänt accepterade agent modellen inte kan generaliseras på de olika nationerna. Författarna kommer fram till att många företag, speciellt i länder med ett svagt legalt system har en koncentrerad ägarstruktur med en kontrollerande ägare som vanligen är staten eller en familj. Författarna menar att i denna miljö uppstår istället den främsta intressekonflikten mellan kontrollerande ägare och minoritetsägare.

2.1.2 Principal perspektivet

Intressekonflikten mellan principalen (ägarna) och agenten (ledningen) har visat sig vara otillräcklig som modell i ett globalt perspektiv, då bolagsstyrningens främsta konflikt kan variera sig beroende på vart i världen företaget befinner sig (Young, Peng, Ahlstrom, Bruton & Jiang, 2008). Bolagsstyrningens främsta konflikt kan vara mellan kontrollerande ägare och minoritetsägare istället för den traditionella konflikten mellan aktieägare och ledning. (La Porta et al., 1999 ; Young et al., 2008). Konflikten uppstår när ett företag har en kontrollerande ägare med en koncentrerad ägarstruktur samtidigt som de tillhör eller har ett nära förhållande till ledningen. Detta ger den kontrollerande ägaren stora möjligheter till att underminera företagets minoritetsägare.

I utvecklade länder som Japan och Tyskland brukar det dock finnas ett effektivt legalt system som ger minoritetsägare ett starkt minoritetsskydd vilket minskar risken för underminering (Shleifer & Vishny, 1997). Ett effektivt legalt system som skapar ett starkt minoritetsskydd brukar däremot saknas i mindre utvecklade länder, som t.ex. Ryssland (Young et al., 2008). Detta behöver dock inte innebära att lagar och regleringar inte existerar, utan att dessa lagar och regleringar inte fungerar så effektivt p.g.a. av bristande implementering (ibid.). Det svaga institutionella stödet åt bolagsstyrningen resulterar i att informella relationer mellan affärsgrupps-, familje- och statliga kontakter får en stor roll i bolagsstyrningens utformning (ibid.).

En miljö som präglas av informella relationer och ett ineffektivt legalt system samtidigt som bolagen ofta har en koncentrerad ägarstruktur har lett till nya perspektiv gällande bolagsstyrningens problematik. I denna miljö är minoritetsskyddet väldigt bristfälligt vilket ofta har lett till att minoritetsägare blivit underminerade av den kontrollerande ägaren (ibid.). Young et al. (2008) menar att bolagen i dessa länder främst har en principal- principal konflikt istället för den traditionella principal-agent konflikten.



Figur 1. Figuren visar skillnaden mellan P-P konflikten och P-A konflikten (Young et al, 2008)

Skillnader mellan konflikterna

	P-P konflikt	P-A konflikt
Intressekonflikt:	Mellan minoritets- och kontrollerande ägare.	Mellan aktieägare och ledning
Risker:	Strategier som gynnar kontrollerande ägare på minoritetsägarnas bekostnad, ofta genom underminering eller nepotism.	Strategier som gynnar ledningen på aktieägarnas bekostnad, ofta genom överdrivna löneförmåner eller "imperiebygge".
Ägarstruktur:	Koncentrerad – ofta tillhör mer än 50 % av aktierna kontrollerande ägare. Det är inte heller ovanligt att aktierna ägs genom en pyramidstruktur där kassaflöde rättigheterna är större än kontroll rättigheterna.	Spritt aktieäggande – ofta anses 5-20 % vara ett koncentrerat ägande, där en aktieägare med 5 % av aktierna är blockerande aktieägare.
Minoritetsskydd:	Skyddande formella institutioner saknas, är korrupta eller är ineffektiva. Informella normer gynnar ofta kontrollerande ägare mer än minoritetsägare.	Skyddande formella institutioner begränsar möjligheterna till ett opportunistiskt beteende av ledning eller kontrollerande ägare. Informella normer främjar ofta en maximering av aktieägarvärde.
Styrelse:	Styrelsen har inte etablerat en institutionell legitimitet och är därför ineffektiv. Detta leder ofta till att styrelsen figurerar som en gummistämpel åt kontrollerande ägare.	Styrelsen har en institutionell legitimitet där de ofta planerar och övervakar ledningens arbete för att skydda aktieägarnas intresse.
Ledning:	Ofta familjemedlemmar eller andra närstående till kontrollerande ägare. Övervakningen och andra överenskommelser sker ofta utan avtal genom s.k. "gentlemen's agreement"	Professionella chefer som ofta har gjort karriär för att nå sin position. Styrelsen övervakar ledningen och överenskommelser sker ofta med avtal.

2.1.3 Principal perspektivet och agent kostnader

Principal perspektivets agentkostnader skiljer sig lite gentemot den traditionella agent teorins agentkostnader. De traditionella agentkostnaderna handlar främst om de övervakningskostnader som aktieägarna drabbas av för att observera agenternas arbete och de incitamentkostnader som är förknippade med att motivera agenten att styra företaget i aktieägarnas intresse (Young et al., 2008).

Författarna förklarar att vid principal- principal konflikter antas det att övervakningskostnaderna blir högre p.g.a. tre orsaker:

1. Eftersom det legala systemet är ineffektivt leder det till svårigheter att sätta villkor och legitimera kontrakten.
2. Eftersom kontrollerande ägare ofta tillhör eller representerar ledningen och dessutom har en dominerande ställning i styrelsen, försvinner styrelsen som den traditionella övervaknings mekanismen.
3. Eftersom många företag har en koncentrerad ägarstruktur leder det till en illikvid aktiemarknad och en försämrad prisinformation gällande företagens aktier, vilket i sin tur resulterar i att aktiemarknaden förlorar sin övervaknings funktion.

Författarna menar även att situation skapar andra typer av agentkostnader, då kontrollerande ägare måste övertyga externa investerare att de inte kommer att bli underminerade ifall de investerar i företaget. Dessa aktiviteter kan ses som en typ av incitamentkostnader för den kontrollerande ägaren menar författarna. Det är två väsentliga incitamentkostnader som presenteras:

1. Den kontrollerande ägaren måste skapa ett rykte om sig att behandla minoritetsägare bra för att locka investerare, då det motsatta ”skrämmar bort” investerare och skapar en rabatt på aktierna som i sin tur minskar den kontrollerande ägarens förmögenhet.
2. Om rykteuppbyggandet inte räcker till kan den kontrollerande ägaren även behöva börsnotera sig i utlandet genom att t.ex. utfärda American Depository Receipts (ADRs). Detta är en kostsam och tidskrävande process där företaget måste anpassa sig till den utländska börsens regleringar vilket ofta resulterar i ett mer transparent bolag, vilket i sin tur signalerar att företaget har som avsikt att behandla minoritetsägare bra.

Dessa åtgärder kan dock visa sig vara ”falska” då det finns exempel på företag som ändå underminerat minoritetsägare (ibid.). Alla dessa faktorer som präglar en miljö där det främst existerar principal-principal konflikter, gör att minoritetsägarnas enda väsentliga alternativ är en exit d.v.s. sälja aktierna när de är missnöjda (ibid.).

2.2 Exit, Voice & Loyalty

Hirschman (1970) skriver om hur en organisations intressenter kan agera när de är missnöjda med kvaliteten eller när nyttan för att vara intressent minskar för dem. Författaren menar att det finns tre alternativ, *voice*, *exit* eller *loyalty*. Exit innebär att intressenten lämnar organisationen eller slutar konsumera organisationens produkter/tjänster. Voice innebär att intressenten försöker påverka organisationen genom att uttrycka sitt missnöje till ledningen, till institutioner som ledningen är underordnad eller till de som är villiga att lyssna. Loyalty innebär att intressenten lojalt stannar kvar i organisationen även om det mest rationella vore att lämna organisationen. Loyalty skapar med andra ord en skydds barriär mot exit, där voice istället kan aktiveras. Författaren menar att lojalisten ”spekulerar” på en förbättring hos organisationen då intressenten är villig att byta ut den säkerhet som är förknippad med exit mot den osäkerhet som är förknippad med voice.

Dessa möjligheter till agerande kan ligga i grund till hur en institutionell investerare agerar som aktieägare. Gillan & Starks (2003) menar att en institutionell investerare som är missnöjd kan sälja sina aktier (*exit*), behålla aktierna och uttrycka sitt missnöje (*voice*) eller inte göra någonting och invänta en förbättring hos företaget (*loyalty*) .

2.3 Tidigare forskning om Corporate Governance i Ryssland

2.3.1 Historisk överblick

Kommersialiseringen

Bolagsstyrning enligt marknadsekonomiska normer ett relativt nytt fenomen i Ryssland, då landet tillhörde Sovjetunionens planekonomi under större delen av 1900 talet.

Bolagsstyrningens utveckling skulle dock börja redan i slutet av 80-talet, då staten ville förbättra effektiviteten av de statliga bolagen och började etablera policys som främjade upprättande av kooperativ, små företag och Joint Ventures (Puffer & McCarthy, 2003). Detta gjorde att cheferna på de statliga bolagen blev mer autonoma gällande företagens beslutsfattning, vilket ledde till att många chefer började driva företagen i självintresse (ibid.). Många av dessa chefer skulle senare lyckas komma över stora andelar i de ryska företagen under massprivatiseringen.

Massprivatiseringen (Voucher privatiseringen)

Massprivatiseringen inleddes 1992 och var perioden då bolagsstyrning enligt marknadsekonomiska normer skulle växa fram i Ryssland. Ryssland var ett stort land med en svag stat som inte hade kapaciteten att genomföra en ordnad privatisering genom att invänta relevanta stödstrukturer (Black, Kraakman & Tarassova, 2001). Detta resulterade i en s.k. chockterapi där landet släppte priserna fria och genomförde en snabb massprivatisering (ibid.). Staten distribuerade s.k. vouchers (äganderättigheter i de statliga företagen) till företagens ledning, anställda och övriga medborgare i landet (Puffer & McCarthy, 2003).

Denna privatiserings design var formellt inte orättvis men skulle ändå resultera i att bolagens chefer och anställda allokerade stora andelar i företagen (Black et al., 2001). Detta berodde bl.a. på att staten var tvungen att muta cheferna och de anställda för att kunna få igenom en privatisering av de statliga företagen (ibid.). Det var även väldigt vanligt att ledningen utnyttjade sin position till att förhandla till sig ännu större andelar i företagen vilket ledde till att ägarstrukturen blev väldigt koncentrerad (Puffer & McCarthy, 2003).

Denna situation var det många insynspersoner som utnyttjade genom att bl.a. tillskansa sig företagsmedel (Black et al., 2001). Det var t.ex. inte ovanligt att insynspersoner utnyttjade makten de hade fått till att plundra företagen på tillgångar (Puffer & McCarthy, 2003). Det var i denna miljö som bolagsstyrning och det privata ägandet skulle utvecklas i Ryssland, där varken viktiga stödstrukturer eller lämpliga värderingar existerade (ibid.). De största statliga företagen skulle dock inte privatiseras förrän 1995.

Lån-för-aktiemodellen

Den andra privatiseringsvågen påbörjades 1995 då staten var i behov av att öka budget intäkterna och den politiska supporten (Chernyk, 2008). I denna privatisering användes en s.k. lån-för-aktie modell, som gick ut på att staten lånade pengar av ett par utvalda privata banker genom att sätta de statliga företagens aktier i pant (Black et al., 2001). När det staten sedan inte kunde återbetala lånet, såldes aktierna till väldigt förmånliga priser via slutna auktioner som administrerades av banken som hade varit långgivare (Chernyk, 2011). Vinnaren av dessa auktioner var vanligen en intresseenhet till banken som varit långgivare till staten i första taget (ibid.).

Detta var perioden då de s.k. oligarkerna lyckades komma över en stor del av landets tillgångar och upprätta sina finansiella industriella grupper (Puffer & McCarthy, 2003). Landet svaga legala infrastruktur i kombination med oligarkernas makt ledde till att bolagsstyrningen under denna period ofta var bristfällig. Minoritetsägare blev underminerade ett antal gånger genom diverse metoder (Adachi, 2010). Det var t.ex. vanligt att den kontrollerande ägaren genom olika metoder hindrade minoritetsägare att närvara på bolagsstämmor för att sedan minska minoritetsägarnas andel i bolaget med en aktieutspädning. Det var även vanligt med att den kontrollerande ägaren plundrade bolaget på tillgångar genom skev internprissättning till ett intresse bolag (ibid.).

Minoritetsägare kunde stämna den kontrollerande ägaren när det skedde olägenheter men förlorade ofta fallet p.g.a. korrupta domstolar (Black et al., 2001). En minoritetsägare som hade ett starkt fall kunde dock få en någorlunda ärlig chans vid ett överklagande, med detta tog ofta många år (ibid.). Den ryska staten blev även väldigt beroende av dessa oligarker, vilket gjorde att staten inte gjorde så mycket för att förhindra den ofta bristfälliga bolagsstyrningen (Puffer & McCarthy, 2008).

Däremot kunde oligarkerna ofta styra över vilka reformer som staten skulle genomföra, vilket gjorde att viktiga reformer som skulle begränsa den ofta bristfälliga bolagsstyrningen inte genomfördes (Black et al., 2001). Informella relationer mellan oligarkerna och staten växte sig väldigt starkt, men detta var på statens bekostnad (Puffer & McCarthy, 2008).

Privatiseringen av statens stora nationella bolag där landets tillgångar hamnade hos några få, var något som ogillades av den större delen av befolkningen (Chernykh, 2011).

Renationaliseringen

Denna situation skulle dock förändras under 2000-talet genom statens renationalisering av företag i strategiska sektorer som t.ex. olja, telekom och maskinteknik (Chernyk, 2011). Dessa företag var vanligen under kontroll av oligarker och hade blivit privatiserade under 90-talet till väldigt förmånliga priser. Företagen hade ofta en bristfällig bolagsstyrning där kontrollerande ägare kunde använda metoder som t.ex. skeva internprissättningar (Adachi, 2010). Skeva internprissättningar var inte bara ett sätt för kontrollerande ägare att allokera vinsterna till sig själv utan även ett sätt för kontrollerande ägare att skattefuska (ibid.).

Detta är något som staten skulle använda till sin fördel. Det tidigare privatiserade företaget har ofta blivit anklagat för skattebrott för att sedan i en sluten auktion bli förvärvat av ett statligt bolag (Chernyk, 2011). Den renationalisering som har fått mest medial exponering är fallet gällande oljebolaget Yukos. Bolaget anklagades för skattebrott 2004, vilket resulterade i att staten försatte företaget i konkurs p.g.a. skatteskulder. Bolagets viktigaste produktions anläggning skulle sedan bli sålda i en sluten aktion. Förvärvet skulle göras av en okänd affärsgrupp vid namn Baikalfinansgroup, som sedan skulle sälja vidare anläggningen till det statliga bolaget Rosneft (ibid.).

Oligarkerna från 90-talet har idag antingen flytt i exil, fängslats eller anpassat sig till staten (Wegren & Herspring, 2010, kap 7). Majoriteten av de publika bolagen i Ryssland är idag kontrollerade genom en pyramid struktur antingen av staten eller av anonyma ägare som använder sig av offshorebolag och nominees (Chernyk, 2008). Idag finns det dock fler oligarker än på 90-talet, med många av dessa är då snarare statstjänstemän med ledande positioner i de statliga bolagen (Wegren & Herspring, 2010, kap 7). Även om bolagen är under statlig kontroll har det inte hindrat ett opportunistisk beteende hos insynspersoner (Dyck, 2002).

2.3.2 Legala infrastrukturen

En rättssäkerhet som garanterar ett opartiskt domstolväsen oberoende vem som står åtalad, anses till stor del ha saknats i Ryssland (Wergren & Herspringer, 2010, kap. 4). Det har inte handlat om att landet saknat lagar eller legala institutioner utan att man saknat den legala kulturen som främjar rättssäkerheten (ibid.). Lagarnas roll i ett land är med andra ord inte bara beroende av de formella legala institutioner som existerar, utan även väldigt beroende den legala kulturen d.v.s. hur dessa lagar blir förstådda och använda av makthavare och medborgare (ibid.).

Redan under Sovjet Unionen fanns nödvändiga lagar och legala institutioner även om de ofta kontrollerades av kommunistpartiet (ibid.). Det var inte ovanligt att domare fick direkta order genom telefon hur han eller hon skulle döma, vilket benämns vid uttrycket ”telephone law” (ibid.). Lagen användes med andra ord ofta som ett instrument för att nå makthavarnas intresse, vilket gjorde att de tappade sitt syfte hos både makthavare och medborgare. Detta är något som anses ligga i grund för den svaga legala kultur som råder i landet (ibid.).

I dagen Ryssland har det skett stora förbättringar i den legala infrastrukturen då landet har infört många nya lagar som bl.a. en ny skattelag och aktiebolagslag (Puffer & McCarthy, 2008). Skiljedomstolarna som sköter de kommersiella konflikterna hos företag har ökat sina fall med 200 % mellan 1997-2007 (Wergren & Herspringer, 2010, kap 4). Trots dessa förbättringar är den legala kulturen fortfarande ett problem, då lagarna fortfarande anses användas som ett instrument för att uppnå vissa intressen (Chernyk, 2008). Det legala systemet kan förklaras som ett dual system där lagen ofta kan vara rättvis och fylla sin funktion, men att detta dock inte kan garanteras (Wergren & Herspringer, 2010, kap. 4).

Att lagen har sina begränsningar är något som även gäller för minoritetsägare i de ryska bolagen (Standard & Poor´s, 2011). I Standard & Poor´s rapport förklaras det hur den legala infrastrukturen påverkar bolagsstyrningen i ryska bolag negativt. Författarna menar att det existerar viktiga kryphål i lagen gällande äganderätten och att definitionen av intressebolag är väldigt luddig. Detta i kombination med den rådande låga transparensen i ryska företag gör att minoritetsskyddet försvagas även om skyddet finns i teorin.

Författarna förklarar även att landets domstolväsen saknar tillräcklig kompetens, resurser och oberoende vilket i sin tur motsträvar implementationen av lagar och gör det väldigt svårt för minoritetsägare. Den ryska staten strävar med andra ord fortfarande efter att bli en rättstat med ett oberoende domstolsväsen.

2.3.3 Corporate Governance Risk i ryska bolag

Corporate Governance Risk har varit ett av de större problemen i de ryska företagen, vilket har lett till att Corporate Governance fått en väldigt betydande roll i de ryska bolagen (Black et al., 2006). Corporate Governance Risk i ryska företag förknippas ofta med låg transparens och metoder som manipulation av aktieägarregister, hindra minoritetsägare att närvara på bolagsstämmor, aktieutspädning som minskar minoritetsägarnas andel i företaget, tillgångsplundring, skev internprissättning eller ren stöld (Black et al., 2001; Chernyk, 2008; Lazareva et al., 2007; Adachi, 2010). Dessa risker ingår även i Kreditvärderingsinstitutet Standard & Poor's, investment banken Brunswick UBS och den ryska investmentbankens Troika Dialog bedömningar gällande risker förknippade med de ryska företagens bolagsstyrning (Adachi, 2010; Black et al., 2006).

Adachi (2010) skriver om hur dessa metoder kunde gå till i praktiken genom fallstudier på tre ryska företag. Författaren förklarar hur kontrollerande ägare hindrade minoritetsägare att delta i bolagsstämmor genom att ändra bolagsstämmans plats och tid ” i sista sekund”. Platsen kunde exempelvis ändras till en ort i Sibirien kl. 2:00 på natten (ibid.). Black et al. (2001) tar även upp exempel där den kontrollerande ägare har använt sig av domstolar för att hålla ute minoritetsägare från bolagsstämman.

Minoritetsägarnas frånvaro underlättade för kontrollerande ägare att rösta igenom olika företagsbeslut som t.ex. en sluten nyemission riktad till nya privata ägare som ofta kunde vara ett anslutet företag till den kontrollerande ägaren (Adachi, 2010). Detta ledde till en aktieutspädning där den kontrollerande ägaren fick en större andel på minoritetsägarnas bekostnad (ibid.).

Skev internprissättning kunde ske genom att t.ex. ett holding bolag eller dess intressebolag köpte olja av ett dotterbolag för ett pris som understeg marknadspriset (ibid.). Dotterbolaget som producerade olja blev kvar med förlusterna och skulderna medan holdingbolaget eller dess intressebolag sålde vidare oljan till marknadspris (ibid.). Tillgångsplundring kunde ske på liknande sätt d.v.s. att kontrollerande ägare sålde tillgångar under marknadspris till ett intressebolag (ibid.). Tillgångsplundring kunde även ske genom att kontrollerande ägare lyckats föra över företagets värdefulla tillgångar till ett intressebolag vid konkurs för att sedan lämna företaget som ett tomt skal (Adachi, 2010; Black et al., 2001).

Dessa metoder främjades av den låga transparensen som präglar ryska företag, d.v.s. där kontrollerande ägare använder sig av komplexa ägarstrukturer som t.ex. pyramidscheman med anonyma offshorebolag och nominees (Adachi, 2010). Den låga transparensen i de ryska bolagens ägarstrukturer är något som även Chernyk (2008) skriver om. Författaren undersöker ägarstrukturer i 145 publika ryska företag mellan 2000-2002. Undersökningen kommer fram till att merparten av de publika bolagen är kontrollerade av staten eller av anonyma ägare som använder sig av offshorebolag och nominees. Detta handlar dock inte om ett direkt ägande utan om ett indirekt ägande genom s.k. pyramider. Forskaren argumenterar hur denna ägarstruktur är något som underminerar den ryska bolagsstyrningen då det underlättar för transaktioner till intressebolag genom t.ex. skev internprissättning och tillgångsplundring.

2.3.4 Hur investerare hanterat Corporate Governance Risk

Ex-ante investeringen

Belikov (2004) skriver om hur utländska och ryska investerare som investerar i ryska bolag bortser från att ta med god bolagsstyrning som underlag till deras investeringsbeslut. Författaren menar att de istället investerar i undervärderade bolag som ofta har en bristfällig bolagsstyrning och spekulerar på att det ska ske en värderstegring i företagets aktie när bolagsstyrningen förbättrats. När de ryska företagen har förbättrat bolagsstyrningen har det resulterat i att företagens aktier ökat i pris (ibid.). Författaren menar att investerarna är redo att ta på sig en stor risk för att i sin tur få en hög avkastning på sitt kapital.

Atanosov et al. (2009) skriver om hur en sådan process kan gå till genom att exemplifiera hur en av Rysslands största utländska institutionella investerare Hermitage Capital agerade. Hermitage Capital tog reda på att det ”bara” var 10 % av Gazproms reserver som hade stulits av insynspersoner, medan marknaden värderade företaget som om det var 99 % som hade blivit stulet (ibid.). Med andra ord hade marknaden övervärderat det som hade blivit stulet, vilket ledde till att aktien var väldigt undervärderad och köpvärd (ibid.). Författarna skriver sedan om hur investerare kan utvärdera vissa risker som är förknippade med Corporate Governance genom att integrera dessa i en DCF modell. Författarna förklarar hur en pågående skev internprissättning eller potentiell tillgångsplundring och aktieutspädning kan ses som ansvarsförbindelser hos företaget, som ligger utanför balansräkning. Författarna menar att en värdering av dessa risker kan ha stora effekter på företagsvärderingen vilket i sin tur kan påverka investeringsbesluten.

Ex-post investeringen

Belikov (2004) menar att investerare inte agerar speciellt mycket vid bristfällig bolagsstyrning. Författaren förklarar att när det skett förbättringar i bolagsstyrningen hos det ryska företaget har det ofta lett till att aktiepriset har ökat. Fast när det ryska företaget har nått en viss nivå på Corporate Governance kvaliteten är dessa företag inte lika intressanta längre då aktiepriset ligger på ett så pass högt pris (ibid.). Belikov menar dock att investerarna fortfarande förespråkar god bolagsstyrning då de är aktieägare i bolaget, men att de inte är villiga att betala den premie över aktien marknadspris som krävs för en förbättrad bolagsstyrning. Detta leder till att de ryska företagen inte får tillräckliga incitament att förbättra bolagsstyrningen mer än vad de behöver vilket är betydligt sämre kvalitet än väst menar författaren. På så sätt accepterar investeraren en sämre kvalitet på bolagsstyrningen så länge den är lönsam (ibid.).

Dyck, Volchokova & Zingales (2008) skriver om hur den institutionella investeraren Hermitage Capital har agerat vid bristfällig bolagsstyrning i de ryska bolagen. Författarna förklarar hur Hermitage Capital använde sig av aktieägaraktivism som strategi för att påverka kontrollerande ägare vid underminering. Den mest effektiva strategin som aktieägaraktivist anses ha varit ett utnyttjande av internationell media p.g.a. Rysslands ineffektiva legala system (ibid.).

Det legala systemet användes dock för att öka den mediala exponeringen, vilket förklaras av grundaren av Hermitage Capital på följande sätt:

We also go to courts. We've been involved in 32 lawsuits. And we win in terms of public attention regardless of the outcome, where we've lost 31 times. I think the proportion of number of words written in the press when a lawsuit is initiated to when it is dismissed is 50 to 1. The court of public opinion is much more effective than the Russian legal system and much fairer. (Dyck,2002)

Dyck et al. (2008) kommer fram till att det är internationell press som påverkar kontrollerande ägare vid bristfällig bolagsstyrning, och inte inhemsk press. Detta förklaras genom att ”negativ press” är förknippad med en skamfaktor, men för att skamfaktorn ska aktiveras måste värderingarna som dominerar i ett land anse att det är negativ press. Författarna förklarar att i väst är underminering något negativt, vilket gör att den som blir drabbad av sådan ”negativ press” ofta får skämmas. Detta är inte lika självklart i Ryssland då underminering av minoritetsägare inte alltid uppfattas så negativt p.g.a. andra värderingar. Detta gör att den ”negativa pressen” i rysk media inte får samma effekt på kontrollerande ägare som underminerat. Men när den ”negativa pressen” blir en internationell nyhet påverkar det dock vissa ryska affärsmän som har intressen i väst. Detta anses bero på att de ryska affärsmännen t.ex. vill komma åt internationella kapitalmarknader.

Förutom att Hermitage Capital har stämt ryska företag och utnyttjat media har företaget även gått ihop med andra minoritetsägare för att få en starkare röst mot det ryska företaget och även vänt sig till stora internationella organisationer som t.ex. EU och Världsbanken (Dyck, 2002).

3. Metod

I detta kapitel redogörs den metod som ligger i grund för slutsatserna i denna uppsats. I kapitlets inledning beskrivs det vetenskapliga förhållningssättet och den forskningsansats som präglar denna uppsats. Sedan kommer uppsatsens primär- och sekundärdata presenteras, men även en forskningsetisk diskussion. Kapitlet avslutas med en diskussion kring reliabilitet och validitet och en källkritik gällande den metod och de källor som har använts till denna uppsats.

3.1 Vetenskapligt förhållningssätt

Syftet med uppsatsen är att undersöka hur institutionella investerare hanterar Corporate Governance Risk när de investerar i ryska bolag och hur de agerar vid bristfällig bolagsstyrning. Ryssland är ett unikt land, vilket gör att den sociala kontexten inte kan bortses ifrån vid en analys av riskerna som är förknippade med bolagsstyrningen. Bolagsstyrning i ryska bolag är ett relativt nytt fenomen som har skapats och utvecklats i en specifik miljö. Miljön har dock inte varit densamma under bolagsstyrningens utveckling, utan ständigt förändrats genom samspelet hos de aktörer som befinner sig i miljön. Detta gör att undersökningens ontologiska utgångspunkt kommer att präglas av det konstruktivistiska synsättet, där verkligheten anses skapas i samspel med de sociala aktörerna och att den befinner sig i ständigt revidering (Bryman, 2008).

Förändringar i miljön kan i sin tur leda till förändringar i investerarnas hantering, d.v.s. investerarnas hantering gällande Corporate Governance Risk kan skilja sig idag i jämförelse med 90-talet. Bryman (2008) förklarar vidare hur forskarens enligt detta synsätt alltid presenterar en specifik version av den sociala verkligheten som inte kan betraktas som slutgiltig. Precis som hanteringen kan ha förändrats sedan 90-talet kan den komma att förändras om 10 år, då ryska bolag ständigt är i en utvecklings process vilket kan skapa nya villkor som investerare måste ta hänsyn till. Detta gör att den bild som presenteras i denna undersökning inte ska betraktas som slutgiltig.

Uppsatsens primär- och sekundär data har tolkats och analyserats för att försöka få en förståelse av hur investerare tar hänsyn till Corporate Governance Risk i ryska bolag.

Detta gör att undersökningens epistemologiska utgångs punkt är mer av det hermeneutiska perspektivet, som präglas av att forskaren strävar efter att förstå ett fenomen genom tolkning (Andersson, 1979). Analysen strävar efter att skapa en förståelse av hur respondenterna tolkar fenomenet för att sedan analysera tolkningarna tillsammans med uppsatsens sekundärdata.

3.2 Forskningsansats

Undersökningen har med hjälp av intervjuer strävat efter att få en djup förståelse gällande respondenternas åsikter. Detta gör att den kvalitativa metoden har legat i grund för denna uppsats. Den kvalitativa metoden har som syfte att skapa en förståelse av den sociala verklighet på grundval av hur deltagarna i en viss miljö tolkar denna verklighet (Bryman, 2008, s. 341). Genom att ställa frågor gällande hur investerarna tar hänsyn till Corporate Governance Risk och hur de agerar vid en bristfällig bolagsstyrning har respondenterna fått en möjlighet till att ge sina tolkningar. Denna fokusering på ord och beskrivning utifrån undersökningsspersonernas uppfattningar är något som karakteriserar den kvalitativa metoden (Bryman, 2008, s. 371).

Undersökningen har varit av en explorativ art, då det har behövts utforska området gällande bolagsstyrning i ryska bolag för att få en större kunskap om ämnet innan det empiriska arbetet. Utforskningen som gjordes inledningsvis bestod av att läsa vetenskapliga artiklar och kvalitativa intervjuer. Explorativ forskning präglas av att forskaren gör en inledande studie och kartlägger vad som finns skrivet tidigare om ämnet, men även intervjuar personer som är insatta i ämnet (Mattson & Örtenblad, 2010). Det har gjorts intervjuer med respondenter som inte arbetar med investeringar i Ryssland. Ena respondenten var insatt i samarbetet mellan OECD och Ryssland gällande främjande av Corporate Governance, den andra respondenten var insatt i Rysslands legala system och har en erfarenhet av kommersiella konflikter mellan aktieägare i ryska bolag. Dessa intervjuer har bidragit till en större kunskap gällande de ryska problemen med bolagsstyrningen, vilket har underlättat genomförandet av senare intervjuer.

Relationen mellan teori och forskning kan skilja mellan deduktion, induktion och abduktion (Alvesson & Sköldeberg, 2008). Ett deduktivt angreppssätt går ut på att forskaren utgår från teori för att pröva den i verkligheten medan ett induktivt angreppssätt går ut på att forskaren gör empiriska observationer för att sedan generera generella slutsatser (Bryman, 2008).

Ett abduktivt angreppssätt går ut på att forskaren utgår från empirisk fakta liksom induktionen men avvisar inte teoretiska förföreställningar och ligger på så sätt närmare deduktionen (Alvesson & Sköldeberg, 2008). Abduktion är det angreppssätt som har använts i denna undersökning då analysen av empirin har kombinerats med tidigare teori och vise versa. Under en abduktiv forskningsprocess växlar forskaren mellan teori och empiri, varvid båda omtolkas i skenet av varandra (ibid.).

3.3 Sekundärdata

För att nå undersökningens syfte har sekundärdata används, främst i form av andra vetenskapliga artiklar. Sekundär data har bidragit till att få en större kunskap om bolagstyrning i ryska företag, vilket har underlättat intervjuernas genomförande då det är enklare att ställa relevanta frågor om ämnet. Uppsatsens sekundärdata har sedan med en abduktiv metod analyserats tillsammans med intervjuunderlaget. Ett problem med att tolka sekundära källor är att förståelsen för den sociala kontexten som studerats inte är på samma nivå som den ursprungliga forskaren.(Bryman, 2008).

3.4 Kvalitativa intervjuer

För att uppfylla uppsatsens syfte har det gjorts sex stycken kvalitativa intervjuer, två stycken personliga intervjuer och fyra stycken telefonintervjuer. Kvalitativa intervjuer har valts för att få fylliga och detaljerade svar av respondenterna, vilket underlättar förståelsen av deras situation. Kvalitativa intervjuer strävar efter att ta reda på respondenternas egna uppfattningar och synsätt (Bryman, 2008). För att lyckas med detta, kan avikelser göras från frågeschemat då kvalitativa intervjuer är flexibla och följsamma efter respondenternas svar, där undersökningens fokus kan anpassas till de viktiga frågorna som dyker upp under intervjun (ibid.).

Inledningsvis gjordes två stycken personliga ostrukturerade intervjuer med respondenter som inte arbetade med investeringar i ryska bolag. Valet av ostrukturerade intervjuer beror på att syftet var att fånga respondentens åsikter om bolagsstyrning i ryska bolag för att öka kunskapen gällande området. Intervjuerna tog ca en timme och var väldigt öppna för att ge respondenterna en stor frihet att resonera kring ämnet.

Detta har gjort att nya perspektiv har dykt upp, vilket har varit till undersökningens fördel. Intervjuerna spelades in med en diktafon vilket gjorde det lättare att enbart fokusera på vad respondenterna sa vid det personliga mötet. Det är dock bara en väldigt liten del av primärdata från dessa två intervjuer som har använts vid uppsatsens empiriska analys. Anledningen till att nästan inget av underlaget från dessa två intervjuer har använts beror på att underlaget inte anses spegla forskningsfrågorna tillräckligt väl. Det ska dock sägas att kunskapen som de inledande intervjuerna gav var till stor hjälp och användes som underlag till de resterande semistrukturerade telefonintervjuerna.

Semistrukturerade telefonintervjuer på ca fyrtio minuter var det tillvägagångssätt som användes för att nå undersökningens syfte. Valet av telefonintervjuer beror på den korta tidsram som är förknippad med denna uppsats. Telefonintervjuer har dock även underlättat för respondenterna då de även har haft tidsbrist eller varit på resande fot. Att intervjuerna har kunnat genomföras trots tidsbrist och att respondenterna inte har varit geografiskt begränsade har varit en fördel med telefonintervjuer. I de fyra semistrukturerade intervjuerna som har gjorts, har respondenterna kunnat få en relativ stor frihet till att förmedla deras tolkning utifrån visa temafrågor (se bilaga 1). En intervjuguide med temafrågor skapar en struktur i intervjun men behåller samtidigt en frihet för respondenterna. Strukturen i intervjun är något som underlättar en jämförelse sinsemellan respondenternas svar (Bryman, 2008). Även om temafrågorna har varit detsamma har följdfrågorna varierat beroende på vad respondenterna har svarat. Detta har gjorts för att försöka få en så djup förståelse för respektive respondent som det är möjligt. En av de fyra semistrukturerade intervjuerna gjordes på engelska via en s.k. telefonkonferens med två respondenter. Det har med andra ord gjorts fyra semistrukturerade telefonintervjuer på fem respondenter.

3.4.2 Urval

För att få tillgång till nödvändig information har ett målinriktat urval gjorts. De två första respondenterna valdes ut då det behövdes mer kunskap om ämnet. Båda respondenterna har en unik erfarenhet som är förknippad med bolagsstyrning i ryska bolag. Kunskapen som förmedlades av dessa respondenter har varit användbar vid de resterande intervjuerna. Följande respondenter har även valts ut genom ett så kallat målinriktat urval för att på bästa sätt kunna uppfylla undersökningens syfte.

Alla fem respondenter har ledande positioner på företag som aktivt investerar i ryska bolag och har en stor erfarenhet gällande den ryska marknaden. Detta gör att respondenterna anses ha den kunskap som krävs för att besvara undersökningens frågeställningar. Målinriktat urval är i grunden ett strategiskt slag och inbegriper ett försök till att skapa överensstämmelse mellan forskningsfrågor och urval (Bryman, 2008).

3.4.3 Presentation av respondenter

Respondent A - Lars Johan Cederlund

Är idag pensionär men tidigare har arbetat i OECD arbetsgrupp gällande Corporate Governance för statliga bolag under 10 år, där han var ordförande i 4 år. Han har deltagit i Russian Corporate Governance Roundtable som är ett samarbete mellan OECD och Ryssland för att främja god bolagsstyrning i landet. Intervjun ägde rum 2011-10-20 kl. 14:00 (Personlig intervju)

Respondent B - Kaj Hóber

Arbetar som advokat på Mannheimer Swartling och är professor i östeuropeisk rätt. Har arbetat i Sovjetunion/ Ryssland som jurist sedan 1985. Företrett utländska företag och även jobbat för ryska företag. Intervjun ägde rum 2011-11-04 kl. 13:30 (Personlig intervju)

Respondent C - Louise Hedberg

Är Corporate Governance ansvarig på East Capital AB, som är ett fondbolag som investerar med fokus på Ryssland men även andra länder i Östeuropa och även Kina. Intervjun ägde rum 2011-11-23 kl. 11:00 (Telefonintervju)

Respondent D & E – Föredrog att vara anonyma

Grundare (D) och analyschef (E) på ett investmentbolag som investerar med fokus på Ryssland. Intervjun ägde rum 2011-11-24 kl. 10:00 (Telefonintervju på engelska via en s.k. telefonkonferens)

Respondent F- Per Brilioth

VD för Vostok Nafta Investment Ltd som är ett investmentbolag som investerat med fokus på Ryssland. Intervjun ägde rum 2011-11-28 kl. 14:30 (Telefonintervju)

Respondent G – Johan Elmqvist

Grundare och vice VD för Tundra Fonder som är ett fondbolag som investerar med fokus på Ryssland och Pakistan. Har även tidigare förvaltat Swedbanks Roburs rysslandsfonder.

Intervjun ägde rum 2011-12-01 kl.11:00 (Telefonintervju)

3.5 Forskningsetik

Denna undersökning har beaktat de forskningsprinciper som Vetenskapsrådet har tagit fram. Undersökningen har använt sig av kvalitativa intervjuer där syftet med uppsatsen har förklarats för deltagarna via mail. De har sedan själva kunnat ta ställning om de vill medverka efter det de blivit tillfrågade. Det har även gjorts klart för deltagarna att deras personliga uppgifter kommer behandlas med största möjliga konfidentialitet och endast användas till denna undersökning. Dessa riktlinjer täcker de fyra principerna inom individskyddskravet som är informationskravet, samtyckeskravet, konfidentialitetskravet och nyttjandekravet

3.6 Reliabilitet och Validitet

En ståndpunkt inom kvalitativ forskning är att man assimilerar reliabilitet och validitet i den kvalitativa forskningen utan att i grunden ändra betydelse men däremot lägger mindre vikt vid frågor som rör mätning (Bryman, 2008). Validitet behandlar frågan om de slutsatser som genererats från en undersökning hänger ihop eller inte (ibid.). Validitet brukar skiljas i två perspektiv, internvaliditet d.v.s. om forskarens observationer har en god överensstämmelse med de teoretiska idéerna som denne utvecklar och extern validitet d.v.s. om resultatet kan generaliseras till andra miljöer (ibid.).

Denna undersökning har utifrån det teoretiska underlaget noggrant valt respondenter efter deras förmåga att besvara forskningsfrågorna för att öka den interna validiteten.

Respondenterna anses ha stor kunskap om området då de innehar ledande tjänster på företag som investerar aktivt i ryska bolag. Den externa validiteten anses utgöra ett problem för den kvalitativa forskaren då forskningen ofta brukar vara väldigt kontextberoende samtidigt som urvalet brukar vara begränsat (Bryman, 2008). För att öka den externa validiteten har en historisk redogörelse gjorts gällande utvecklingen av bolagsstyrning i Ryssland men även en redogörelse om det legala systemet.

På detta sätt får andra personer en ”fyllig” beskrivning av den miljö och kultur som undersökningen behandlar och kan på så sätt sedan avgöra själva hur pass överförbara resultaten är till en annan miljö (Bryman, 2008).

Reliabilitet behandlar frågan om resultaten i undersökningen blir desamma om undersökningen upprepas (ibid.). Denna undersökning har ett mindre urval och har ett tolkande perspektiv, vilket gör att reliabiliteten inte kan anses vara hög. För att stärka denna svaghet och öka pålitligheten har en respondentvalidering gjorts. Uppsatsen har skickats till respondenterna där de har fått chansen att bekräfta att uppsatsen speglar deras tolkningar. Respondentvalidering kommer diskuteras mer i avsnittet metod och källkritik. Inom kvalitativ forskning kan pålitlighet motsvara reliabiliteten inom kvantitativ forskning (Bryman, 2008).

3.7 Metod- och Källkritik

Den kvalitativa metoden brukar kritiseras för att vara alltför impressionistisk och subjektiv p.g.a. att resultatet i undersökningen i alltför stor utsträckning bygger på forskarens uppfattningar gällande vad som är viktigt (Bryman, 2008). Denna kritik är befogad då relevanta delar av intervjuerna har valts ut till denna uppsats. Denna metod har använts för att få ett bättre flyt på texten i uppsatsen. För att minska graden av subjektivism har det gjorts en respondentvalidering. Respondentvalidering är en sätt för kvalitativa forskare att försäkra sig att det finns en god överensstämmelse mellan resultaten och de erfarenheter och uppfattningar som respondenterna har (Bryman, 2008). Detta är en metod för att öka trovärdigheten och pålitligheten i uppsatsen då respondenterna får en chans att bekräfta att forskaren uppfattat verkligheten på rätt sätt (ibid.).

Det är lika viktigt att forskaren är kritisk gällande de primär- och sekundär källor som ligger i grund i en uppsats p.g.a. att de inte alltid är pålitliga. Denna uppsats har främst använt sig av artiklar i så kallade *peer- reviewed academic journals* som sekundär data. Dessa artiklar anses hålla en hög vetenskaplig standard och därmed en hög pålitlighet. Även om artiklarna anses ha en hög pålitlighet har de behandlats kritiskt i denna undersökning. Artiklar som inte är s.k. *peer- reviewed academic* har även använts och behandlats kritiskt i denna undersökning. De har tolkats och analyserats med primärkällorna d.v.s. med den information som respondenterna har delat med sig.

Detta betyder även att respondenternas svar har analyserats med sekundär data. Uppsatsen behandlar ett känsligt ämne vilket medför en risk att respondenterna inte säger vad de verkligen anser om problemet. Svaren som respondenterna har gett speglar dock artiklarnas innehåll vilket tyder på att detta inte har påverkat denna uppsats i en större uträkning.

Telefonintervjuer har nackdelen att forskaren inte ser respondentens kroppsspråk, miner eller gester, som vid ett personligt möte skulle ge forskaren viktig information om obehag eller förvirring vid intervjufrågor (Bryman, 2008). Det kan även kritiserats att telefonintervjuerna inte har spelats in. Det kan och andra sidan vara lättare att diskutera känsliga frågor vid telefonintervjuer då forskaren inte spelar in och inte är fysiskt närvarande (ibid.). Denna uppsats behandlar ett känsligt ämne vilket gör att både nackdelen och fördelen är aktuell i denna undersökning. Det ska dock sägas att fördelarna anses överväga nackdelarna då metoden av telefonintervjuer underlättat för respondenterna, i vissa fall skulle till och med intervjun ha uteblivit om inte intervjun skedde genom telefonen.

4. Empiri & Analys

I detta kapitel kommer det empiriska materialet presenteras, där respondenternas erfarenheter kommer att analyseras tillsammans med de sekundära källorna.

Ryska företag är ofta väldigt centraliserade och befinner sig i en miljö där det legala systemet anses vara ineffektivt (Lazareva et al., 2007). Det svaga minoritetsskyddet har ofta utnyttjats av kontrollerande ägare vilket har lett till att minoritetsägare blivit underminerade (ibid.). Med denna bakgrund har undersökningen försökt ta reda på hur svenska institutionella investerare tar hänsyn till Corporate Governance Risk när de ska investera i ryska bolag.

4.1 Rykte

Young et al. (2008) menar att när ett företag med en koncentrerad ägarstruktur befinner sig i en miljö där det legala systemet är ineffektivt, skapas det agentkostnader för den kontrollerande ägaren som bl.a. härstammar från att ägaren måste bygga upp ett rykte gällande att behandla minoritetsägare bra för att locka externa investerare. Detta följer logiken att om en ledning eller ägare har ett rykte om sig att behandla minoritetsägare illa så blir företaget ett mindre attraktivt investerings alternativ för externa investerare vilket resulterar i en högre kapitalkostnad för det ryska företaget vid utnyttjande av internationella kapitalmarknader.

Samtliga respondenter som arbetar med investeringar (C,D,E, F & G) förklarar att det absolut viktigaste är lokal- och personlig kännedom vid investeringar i ryska bolag för att veta vilka insynspersoner som är ”bra” respektive ”dåliga”. Den personliga kännedomen skapas genom erfarenhet menar respondenterna. De flesta respondenterna har varit i aktiva i Ryssland sedan 90-talet och menar därför att de har fått en kunskap om vilka ägare som har ett dåligt rykte om sig. Respondenterna förklarar även vikten av en ordentligt historisk analys, som underlag vid investeringsbeslut. *Respondent C* förklarar vad som generellt kan ingå i en historisk analys:

”Generellt så tittar vi på och analyserar den historik som finns om ägarna och företaget, där vi bland annat tittar på hur transparensen har varit och ser ut i bolaget, om det har skett några olägenheter tidigare eller om företaget är med i olika branschorganisationer. Resultatet av detta kommer sedan ingå i den totala bedömningen av företaget” (Respondent C)

Detta tolkas som att rykte har en stor betydelse gällande investeringar i ryska bolag, d.v.s. om ägare eller ledning har ett bra rykte kommer det att locka investerare. Shleifer & Vishny (1997) diskuterar detta från den kontrollerande ägarens perspektiv och menar att ett uppbyggande till ett bra rykte förklaras ofta som den främsta anledningen till att ägaren ”ger” tillbaka externa investerare sitt kapital. Detta beror på att ägaren även i framtiden kommer vilja ha möjlighet till att utnyttja kapitalmarknaden vid extern finansiering. Samtliga respondenter (C,D,E, F & G) menar att insynspersoner som har en vana för att missköta sig, kommer göra svårare för det ryska företaget att locka till sig investerare.

Shleifer & Vishny (1997) förklarar dock att investeringsbeslut som grundar sig i allt för stor del på rykte kan leda till problem. Författarna menar att om ägaren någon gång i framtiden anser att den framtida nyttan av kunna utnyttja kapitalmarknaden understiger kostnaden till att fullfölja sina åtaganden till externa investerare, kommer det vara mer lönsamt för ägaren att bryta de åtaganden som finns (ibid.).

Detta problem gör att rykte är en väldigt osäker faktor att förlita sig på hos investerare vilket ofta kompenseras av de kontrollrättigheter som investerarna får när de köper aktier i företag (ibid.). Men om det legala systemet anses vara ineffektivt hur väl kompenserar kontrollrättigheterna den osäkra situationen? Finns det något annat som kompenserar för det ineffektiva legala systemet?

4.1.2 Informella relationer

Young et al. (2008) förklarar att när det existerar ett svagt institutionellt stöd åt bolagsstyrningen resulterar det i att informella relationer mellan affärsgrupps-, familje- och statliga kontakter får en stor roll i bolagsstyrningens utformning. Bilden som respondenterna förmedlar är att informella relationer spelar även en stor roll hos investerare. *Respondent D* förklarar vikten av en ordentlig analys av de villkor som gäller när man köper aktier i ett företag, men menar samtidigt att informella relationer är viktigare genom att förklara att:

”An informal network is everything, if you as minority shareholder want to influence and be fairly treated” (Respondent D)

Informella kontakter anser även *Respondent G* är viktigt om man ska investera i ryska bolag. Respondenten förklarar t.ex. hur viktigt det är att veta vilka ryska analytiker som är bäst, om man vill få reda på information om ett specifikt företag. Detta grundar sig i att den skrivna informationen kan vara vinklad p.g.a. att analytiker kan ha intressekonflikter vid vissa situationer (t.ex. om bolaget ska ha en nyemission som analytikern har ett intresse för), och att analytiker inte är kapabla till att skriva om allting, då det ofta är förknippat med en stor personlig risk. *Respondenten G* förklarar att:

”Om analytiker är alltför negativa i sin analys av ett företag, kan de bli portade från att besöka företaget eller i värsta fall bli utsatta för hot... när det var som värst på 90 talet hände det till och med att de blev mördade” (Respondent G)

Detta tolkas som att det finns en risk att företagsanalyser kan vara vinklade, precis som ”vanlig” media i Ryssland kritiserar för att vara vinklad (Wegren & Herspring, 2010, kap.5). Ryska medier anses vara kontrollerade av staten, vilket resulterar i att journalister ofta inte kan skriva alltför kritiskt om staten (ibid.). Samma försiktighet verkar existera hos analytiker som riktar sig mot företag. Det ska dock nämnas att många av de publika företagen är under statlig kontroll, vilket gör att försiktigheten i ”vanlig” media och försiktigheten hos analytiker kan vara mer likartad i verkligheten.

Respondent G fortsätter förklara att analytikernas försiktighet gör att informella relationer blir en avgörande faktor om man ska skaffa sig en god uppfattning om företagets position. Respondenten menar därför att det är väldigt viktigt att nätverka och träffa människor för att skaffa dessa informella kontakter, och säger:

”... får dessa personer ett förtroende för dig så berättar de hur det verkligen ligger till med företaget” (Respondent G)

Att det inte är en garanti att företaget fungerar på ett sådant sätt som det formellt utger sig att fungera och att det kan finnas stora skillnader mellan den publika informationen och verkligheten är även något som *Respondent C* medger. Respondenten berättar hur de aktivt arbetar med att besöka företagen som de är intresserade av att investera i och förklarar:

”Genom att besöka företagen märker vi om den publika informationen stämmer överens med verkligheten och om det existerar några större skillnader mellan dessa... vi har dock stött på det motsatta... att företag inte har sett så bra ut genom den publika informationen men vid besöket varit ett väldigt välskött och attraktivt företag” (Respondent C)

Respondent C åsikt att ryska företag även kan se bättre ut än vad som framkommer utifrån den publika informationen är något som även speglar värderingarna gällande ryska bolag. Samtliga respondenter som arbetar med investeringar i Ryssland anser att många ryska företag är undervärderade utifrån deras potential. En anledning till undervärderingen kan vara att investerare har övervärderat problemen i bolagen (Atanosov et al., 2009). Detta leder till nästa faktor som anses ha en stor betydelse vid investeringar i ryska bolag, nämligen värdera Corporate Governance Risk.

4.1.3 Värdera Corporate Governance Risk

Corporate Governance har visat sig vara en väldigt avgörande faktor gällande marknadsvärdet hos ett ryskt företag, då kvaliteten starkt korrelerar med företagets aktiepris (Black et al., 2006). När företagen t.ex. har blivit mer transparenta, antagit bolagskoden, fått fler oberoende styrelseledamöter och minskat på ett opportunistiskt beteende har det ofta resulterat i ett ökat aktiepris (Belikov, 2004). Samtliga respondenter (C,D, E, F & G) anser att Corporate Governance Risk är en avgörande faktor att ta hänsyn till vid investeringar i ryska bolag. Respondent G menar till och med att:

”... den risken är den mest väsentliga faktorn att ta hänsyn till när man ska investera i ryska företag” (Respondent G)

Det var dock ingen av respondenterna som hade en färdig modell som tog hänsyn till riskerna som är förknippade med bolagsstyrningen, som t.ex. Atanosov et al. (2009) presenterade. Risken ingick snarare i den totala analysen av det ryska företaget vilket bl.a. kunde innebära att analysera skevheter i bolagets räkenskaper.

Respondent E menar att risken för att bli utspädd är den mest påtagliga risken när man är minoritetsägare i ryska bolag, men påpekar dock att det har blivit mycket bättre sedan 90-talet. Utspädningsrisken är en svår risk att skatta i förtid då utspädningen sker *ex post* investeringen då investeraren redan är minoritetsägare. Atanosov et al. (2009) förklara dock hur man kan skatta denna risk genom att se den som företagsansvarförbindelser, men som tidigare nämnt använder inte någon av respondenterna en färdig modell.

Respondent D förklarar och återupprepar att det handlar främst om att göra en ordentlig analys av villkoren som gäller vid köp av aktier för att undvika denna risk. Respondenten exemplifierar att många företag ger ut s.k. preferensaktier där kontrollrättigheterna är begränsade, vilket gör att man som minoritetsägare inte kan ha ett starkt inflytande vid företagsbeslut. I sådana lägen handlar det snarare om att sälja aktien om man inte vill bli utspädd förklarar respondenten, och säger:

”you better get out from the bunker, before you get lost in the bunker” (Respondent D)

Det är dock enklare analysera risker som är förknippade *ex ante* investeringen. *Respondent G* förklarar t.ex. att det är en varningssignal om investeringsnivån ökar i samma takt som vinststillväxten utan att företaget riktigt kan redogöra för sina investeringar. Respondenten fortsätter att förklara att detta kan vara tecken på att transaktioner sker till intressebolag d.v.s. att insynspersoner försöker tillskansa sig en del av kassaflödet i bolaget genom transaktioner till ett annat bolag som är under deras kontroll.

Respondent G förklarar att dessa typer av transaktioner kan t.ex. även visa sig om företaget har för ”låga” intäkter på exporten eller för ”höga” kostnader på importen. Detta är även något som Atanosov et al. (2010) menar och förklarar att företag med hög grad av skeva internprissättningar på försäljningspris eller inköpspris får en lägre bruttovinst marginal än sina konkurrenter med låg grad av skeva internprissättningar. Bruttomarginalen kan med andra ord vara ett viktigt nyckeltal att titta på om man ska försöka få en uppfattning om risken förhåller sig gällande skeva internprissättningar.

Atanosov et al. (2009) förklarar att en värdering av det som insynspersoner tillskansar sig kan leda till gynnsamma köplägen då marknaden kan ha övervärderat den summan.

Detta var något som t.ex. Hermitage Capital gjorde när företaget tog reda på att det ”bara” var 10 % av Gazproms reserver som insynspersoner tillskansade sig och i inte 99 % som speglade marknaden värdering av företaget (ibid.). Att försöka få uppfattning om hur Corporate Governance Risk och t.ex. summan som tillskansas av ägare förhåller sig i bolaget är även något som *Respondent F* anser vara en viktig del i investeringsprocessen där han uttrycker sig på följande sätt:

”Vi söker gärna den risken när vi investerar i ryska bolag, för att på så sätt skapa oss en uppfattning av det underliggande värdet av bolaget” (Respondent F)

Respondenten fortsätter att förklara att med denna information kan de sedan avgöra hur rabatten förhåller sig i aktien och vilken potential företaget har. Respondenten exemplifierade med ett företag där de i dagsläget är minoritetsägare. I detta ryska företag sker det skeva internprissättningar men som dock anses minska. För att visa hur de har tagit hänsyn till detta skickade respondenten följande presentation.

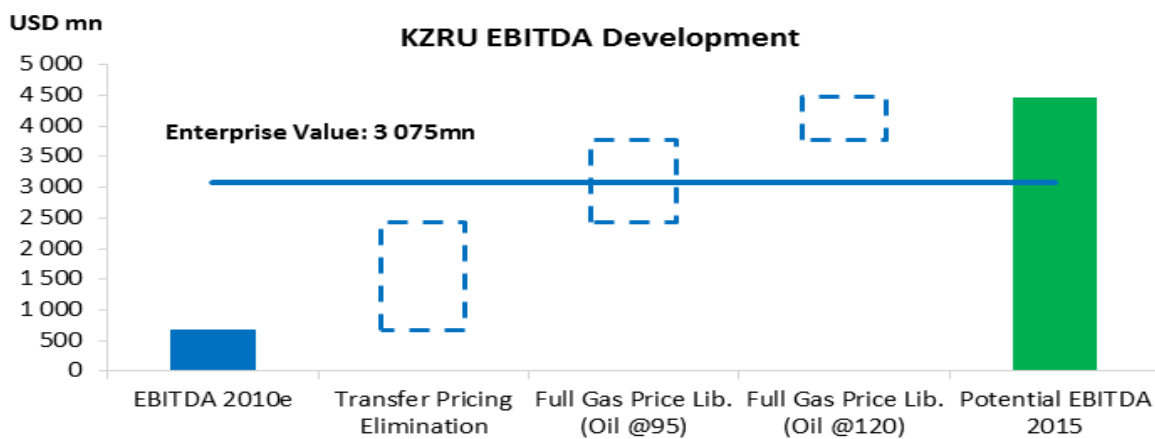


Fig.2. Figuren visar hur det ryska företaget skulle påverkas av förändringar i gaspriset och om skeva internprissättningar skulle elimineras.

Att investera i undervärderade bolag där risken och potentialen är stor för att sedan vänta in att riskpremien ska minska är en av strategierna förklarar *Respondent F*.

En minskad riskpremie innebär i många fall en förbättrad bolagsstyrning i det ryska företaget vilket sin tur resulterar i ett ökat aktiepris. Belikov (2006) menar att de flesta utländska investerare i Ryssland har detta som strategi, d.v.s. att investera i ett undervärderade bolag för att vänta in en värderstegring i aktiepriset. Författaren menar att investerarna är villiga att ta på sig risken i utbyte mot den höga avkastningen.

Hur respondenterna hanterar Corporate Governance Risk när de ska investera i ryska bolag tolkas vara tvetydig. Respondenterna förklarar att deras erfarenhet och personliga kännedom har gett kunskap om vilka som är ”bra” respektive ”dåliga” insynspersoner i ett företag. Detta tyder på att man gärna vill undvika risken, där även informella relationer anses vara viktiga för att bl.a. få reda på hur det ligger till med företaget. Men risken ses även som en möjlighet då man som investerare kan hitta undervärderade bolag och gynnsamma köplägen, eftersom förbättringar i bolagen leder till ett ökat aktiepris. Denna tvetydiga tolkning gör att det inte går att generalisera hur svenska institutionella investerare hanterar Corporate Governance Risk när de investerar i ryska bolag, utan hanteringen verkar variera från fall till fall. Samtliga respondenter (C, D, E, F & G) anser dock att 90-talets problem inte längre är lika aktuella hos de ryska företagen och att de problem som finns ofta kan överdrivas, då det finns många företag som håller en hög standard. Nu när hanteringen är presenterad, återstår frågan hur agerar institutionella investerare vid bristfällig bolagsstyrning?

4.2 Voice, Loyalty eller Exit

Gillan & Starkts (2003) förklarar att när institutionella investerare är missnöjda med ett företag som de har investerat i, kan de sälja sina aktier (*exit*), behålla aktierna och uttrycka sitt missnöje (*voice*) eller inte göra någonting och invänta en förbättring hos företaget (*loyalty*). Young et al. (2008) förklarar hur länder med ett ineffektivt legalt system och där företagen ofta har en koncentrerad ägarstruktur, bara ger minoritetsägare ett väsentligt alternativ d.v.s. sälja sina aktier då det är svårt att påverka på andra sätt. Denna miljö anses spegla den ryska problematiken. Ryska bolag har vanligen en koncentrerad ägarstruktur och anses befinna sig i miljö med ett ineffektivt lagsystem (Lazareva et al., 2007).

Hermitage Capital har dock visat att exit inte är det enda alternativet för minoritetsägare i ryska bolag, genom att ha varit aktieägaraktivister och bl.a. använt sig av internationell media (Dyck et al., 2008). Detta visar att minoritetsägare även kan påverka genom att använda voice när bolagsstyrningen har varit bristfällig i ryska bolag. Belikov (2006) visar även att det existerar tendenser till loyalty hos investerare i Ryssland.

4.2.1 Voice genom konstruktiv dialog

Att exit inte är första handsvalet vid bristfällig bolagsstyrning i ryska bolag är även den bild som förmedlas av samtliga respondenter. Samtliga respondenter (C,D,E, F & G) poängterar att det är bättre vara långsiktig och arbeta för en förbättring av bolagsstyrningen istället för att göra en exit, vilket förklaras av *Respondent C* på följande sätt:

”Det är enkelt att sälja, men det leder bara till att någon annan kommer och tar möjligheten till att investera i bolaget... vi är trots allt på en marknad som har dessa risker vilket gör att vi istället jobbar hårt och använder de verktyg vi har för att förbättra bolagen på långsikt”
(*Respondent C*)

Respondenten förklarar hur de istället försöker påverka företaget till det bättre genom att försöka ha en konstruktiv dialog med ledningen, för att sedan ge de 1-2 år till att övertyga att förbättringar har gjorts. Med tanke på det beteende som kontrollerande ägare i ryska bolag tidigare har uppvisat, går det ifrågasätta hur effektiv en konstruktiv dialog egentligen är. Respondenten medger detta och förklarar att effektiviteten av denna metod beror på hur relationen ser ut till företaget, vilket gör att de satsar väldigt mycket på att skapa en god relation till ledningen vilket i sin tur skapar ett utrymme för en konstruktiv dialog vid eventuella problem. En exit är dock aktuell om företaget inte lyckas lösa de problem som missnöjet gäller, respondenten uttrycker sig på följande vis:

”Det är ingen idé att konsekvent jaga ett företag om vi konsekvent blir misshandlade”
(*Respondent C*)

Att utnyttja goda kontakter och föra konstruktiva dialoger vid bristfällig bolagsstyrning är något som även *Respondent E & D* förklarar att de gör, och påpekar även de att goda relationer skapar denna möjlighet. *Respondent F* förklarar att visserligen föredras en konstruktiv dialog men menar även att detta inte alltid fungerar. Respondenten fortsätter att förklara att det i vissa fall kan vara mer effektivt att t.ex. ”hota” med den ryska skattemyndigheten vid skeva internprissättningar. Skeva internprissättningar är inte bara ett sätt för kontrollerande ägare att tillskansa sig företagsmedel utan även ett sätt att skattefuska (Adachi, 2010).

4.2.2 Voice genom samarbete med andra minoritetsägare

Samtliga respondenter som investerar i Ryssland förutom *Respondent G* förklarade att de även har gått ihop ibland med andra minoritetsägare för att göra sin röst starkare. Ibland har samarbetet skett genom organisationen Investor Protection Association (IPA). Detta är organisation som grundades p.g.a. av den massiva undermineringen av minoritetsägare i Ryssland (Standard & Poors, 2011).

IPA är en organisation där många minoritetsägare kan gå ihop för att få fram sina intressen och samtidigt få publicitet vid underminering. Publiciteten som IPA tillsammans med andra minoritetsägare skapat har haft en disciplinerande roll på ledningar och kontrollerande ägare av publika bolag och hjälpt att hindra underminering av minoritetsägare (ibid.). Genom IPA kan även minoritetsägare gemensamt rösta fram styrelseledamöter som kan representera deras intressen hos de ryska företagen. IPA representanter fanns 2009 på 23 styrelseposter i 20 bolag (ibid.).

Även om respondenterna menar att de ibland har använt sig av IPA så förklarar respondenterna att de främst har försökt påverka företag enskilt. *Respondent F* förklarar att de var väldigt aktiva mellan 2002-2006 men att de i dagsläget främst investerar i bolag där de själva är medgrundare, vilket har gjort att de inte varit lika aktiva med aktieägaraktivism och därför inte heller använt sig av IPA på länge. *Respondent D* förklarar hur de helst inte använder sig av aktieägaraktivism utan istället utnyttjar sitt breda kontaktnät, och säger:

”We want to avoid public noise and prefer to use our wide network of connections in Russia... we think that this strategy is more useful in the long-term” (Respondent D)

4.2.3 Tendenser till loyalty

Respondent G förklarar även hur exit inte är det första alternativet då investeringen ofta är långsiktiga. Det görs dock inga aktiva försök till att påverka företaget då respondenten istället analyserar aktien och hur marknaden har prissatt in olägenheten för att sedan göra en avvägning om en exit ska göras. Respondenten förklarar dock att en exit även kan vara svår då det kan ta en tid innan man lyckas sälja p.g.a. av dålig likviditet på den ryska aktiemarknaden. En illikvid aktiemarknad är något som ofta är ett resultat av att de publika bolagen har en väldigt koncentrerad ägarstruktur (Young et al., 2008). Till skillnad mot de andra respondenterna är *Respondent G* en förvaltare som inte har en lika aktiv ägarposition i de ryska bolagen. Anledningen till att respondenten inte försöker påverka företaget förklaras på följande sätt:

”Det krävs väldigt stora resurser om man vill vara en aktiv minoritetsägare som kan påverka... detta är något som till exempel Hermitage Capital hade och var bra på... men denna strategi är väldigt dyr och tidskrävande vilket gör det enklare att sälja om man inte har tillräckligt med resurser” (Respondent G)

Denna brist på resurser för att påverka bolagsstyrningen i ryska företag speglar problematiken som Belikov (2006) tar upp. Författaren förklarar att många investerare förespråkar en förbättring i bolagsstyrningen eftersom de fortfarande aktieägare men att de inte är villiga att betala den premien över aktiens marknadspris som krävs för en förbättrad bolagsstyrning. Författaren menar att detta leder till att investerare kan acceptera en sämre bolagsstyrning än vad många företag i väst har, så länge investeringen är lönsam. Denna acceptans speglar sig i *Respondent G* svar gällande att en exit beror på hur marknaden har prissatt in olägenheten i aktien. Detta tolkas som att *Respondent G* intar en slags loyalty ställning med en tendens till exit.

Hirschman (1970) menar att intressenter till organisationer som intar en loyalty ställning ”spekulerar” på en förbättring hos organisationen då intressenten är villig att byta ut säkerheten som är förknippad med en exit mot den osäkerheten som är förknippad med voice. Denna typ av loyalty ställning anser *Respondent F* kan uppstå genom att säga:

”Ibland kan man inte göra så mycket vid tråkigheter utan får helt enkelt vänta på att det sker en god utveckling... man får helt enkelt acceptera att företaget bedrivs på ett OK sätt ur ett finansiellt perspektiv” (Respondent F)

4.2.4 Voice genom domstolväsendet

Ryssland har under de senaste 10 åren fått ett starkare minoritetskydd då det har kommit nya lagar samtidigt som landet har tagit fram en bolagskod i samarbete med OECD (Chernyk, 2008). Rysslands domstolväsen anses dock fortfarande sakna tillräcklig kompetens, resurser och oberoende vilket i sin tur motsträvar implementationen av lagar och gör det svårt för minoritetsägare (Standard & Poor´s, 2011). Implementeringsproblemen av lagarna anses ha skapat ett stort gap mellan lagarna i böckerna och hur de implementeras i verkligheten (Chernyk, 2008). Att lagarna kan finnas i böckerna men inte fylla sin funktion i verkligheten är något som även förklaras av *Respondent B*, vilket bl.a. uttrycks på följande sätt:

”I Ryssland händer det ingenting bara för att duman antar en ny lag, det förändrar ingenting... utan man måste se till att den här lagen åtföljs av implementeringsåtgärder på varje relevant nivå, då börjar saker och ting hända” (Respondent B)

Wergren & Hersping (2010) anser att det är Rysslands svaga legala kultur som ligger i grund till den svaga implementeringen av lagar. I länder som har effektiva legala system kan minoritetsägare stämna den kontrollerande ägaren vid bristfällig bolagsstyrning för att få en upprättelse. Detta görs även av minoritetsägare i Ryssland, men eftersom domstolväsendet anses sakna oberoende kan en stämning bli svår (Standar & Poor´s, 2011). Problemet med korrupta domstolar är även något som *Respondent B* anser försvårar att vinna en stämning. Detta förklaras även av *Respondent F* på följande sätt:

”... att stämma och vinna kan bli svårt vid de regionala domstolarna eftersom de ofta kan vara kontrollerande av vissa intressen, men om man överklagar domen hamnar man i en federal domstol i Moskva... där är chanserna att vinna större” (Respondent F)

Respondent F fortsätter dock att förklara att det visserligen finns stora problem i det ryska domväsendet men att kritiken ändå ofta har varit överdriven då respondenten anser att domväsendet fungerar relativt bra. Respondenten D & E anser precis som Respondent F att domstolväsendet i Ryssland är relativt stark och menar att media har en tendens att överdriva Rysslands problem.

Respondenten D berättar hur de som minoritetsägare bara har varit med om två händelser. Första händelsen var när företag 1 med hjälp av en domstol lyckades upphäva en budplikt på företag 2 efter det att företag 1 köpt aktier och nått upp till en ägarandel på 30%² i företag 2 där respondenterna är minoritetsägare. Respondent D förklarar vidare att detta inte skulle fungera om det inte gick att muta domstolarna. Respondenten påpekar dock att det inte bara är ryska bolag som försöker strunta i legala förpliktelser och förklarar vidare att under senaste finanskrisen var det även företag från väst som kunde försöka bryta juridiska avtal i Ryssland.

Dessa åsikter att domstolväsendet fungerar relativt bra speglar den ökade användningen av skiljedomstolar i Ryssland. Antalet fall som har tagits upp i skiljedomstolarna har ökat med 200 % mellan 1997-2007 (Wegren & Herspringer, 2010). Statistiken berättar dock inte om rättegångarna har varit opartiska eller inte, men det tyder på ett ökat förtroende för domstolväsendet.

Att Respondent D, E & F anser Ryssland ett relativt starkt legalt system samtidigt som det existerar uppenbara brister speglar det duala system som presenterades i Wegren & Herspring (2010), d.v.s. att lagen ofta kan vara rättvis och fylla sin funktion men att detta inte kan garanteras. Problemen med korrupta och kontrollerade domstolar är med andra ord fortfarande ett problem i Ryssland, fast inte alls i samma omfattning som på 90-talet. Bilden som respondenterna ger, är att de som minoritetsägare till stor del kan använda sig av domstolarna vid bristfällig bolagsstyrning i dagens Ryssland.

² Enligt rysk lag blir det obligatorisk budplikt när en aktieägares andel överstiger 30% av företagets aktier (Standard & Poor's, 2011).

5. Slutsatser och förslag till vidare forskning

I detta kapitel presenteras en sammanfattning och de slutsatser som framkommit ur analysen men även förslag till vidare forskning.

Corporate Governance Risk är en väldigt viktig faktor att ta hänsyn till när man investerar i ryska företag. Genom att känna till det ryska företaget och insynspersonernas historia får investerarna en kunskap om vilka insynspersoner respektive företag som har en tendens att missköta bolagsstyrningen. Det är utifrån den kunskapen som man reducerar chansen till att bli underminerad som minoritetsägare, då man kan undvika dessa företag. Informella relationer är även en viktig faktor då den publika informationen inte alltid behöver stämma. Informella relationer ger investerare en möjlighet att få reda på hur det verkligen ligger till i ett företag, för att sedan göra ett investeringsbeslut.

Hanteringen av Corporate Governance Risk går även ut på att vara vaksam på skevheter i företagets räkenskaper, som t.ex. en låg bruttovinst marginal eller en överdriven investeringsnivå som kan vara tecken på att kassaflöden tillskansas av insynspersoner. Detta tankesätt kan dock även användas för att försöka hitta gynnsamma investeringsalternativ. Genom att försöka värdera hur mycket som verkligen tillskansas av ledningen, kan investerare ta reda på om summan som tillskansas är övervärderad eller om den minskar. Att undersöka hur en sådan värdering process går till i praktiken föreslås som vidare forskning.

Institutionella investerares hantering av Corporate Governance Risk när de ska investera i ryska bolag tolkas vara tvetydig. Det finns en vilja att undvika denna risk men även en vilja att söka denna risk då det kan vara en möjlighet till en lönsam investering. Denna tvetydighet gör att det inte går att generalisera hur institutionella investerare hanterar Corporate Governance Risk när de investerar i ryska bolag, då hanteringen varierar från fall till fall. Samtliga respondenter i denna undersökning anser dock att 90-talets problem inte längre är lika aktuella hos de ryska företagen och att problemen som finns ofta kan överdrivas, då det finns många företag som har en hög standard.

Hur man som institutionell investerare agerar vid bristfällig bolagsstyrning kunde även skilja sig åt. Samtliga respondenter i denna undersökning menar att exit inte är första handsvalet vid bristfällig bolagsstyrning, då investeringen ofta är långsiktig. Samtliga respondenter förutom en försöker istället påverka företagen till det bättre. Respondenten som inte försökte påverka företagen till det bättre menade att det krävs för stora resurser om man ska kunna påverka. Respondenterna som försökte påverka föredrog att göra det enskilt genom konstruktiva dialoger och menade att effektiviteten av denna metod berodde på hur relationen till insynspersonerna såg ut. En respondent förklarade att påtryckningar genom att ”hota” med den ryska skattemyndigheten kunde vara effektiv när en konstruktiv dialog inte hjälpte.

Ibland gick respondenterna ihop med andra minoritetsägare för att göra sina röster starkare, genom t.ex. IPA. Respondenterna menade dock att aktieägaraktivism genom att t.ex. använda sig av media inte var ett vanligt verktyg. Detta berodde på att respondenterna bl.a. föredrog att påverka enskilt och inte skapa så mycket ”public noise”. Hos en respondent berodde det på att majoriteten av investeringarna i dagsläget sker i företag där de själva är medgrundare.

Institutionella investerares agerande vid bristfällig bolagsstyrning är skiftande, men det mest vanliga var dock att de behöll aktierna och uttryckte sitt missnöje då investeringen var långsiktig. Om bolagsstyrningen inte förbättrades i det ryska bolaget kunde det resultera i en försäljning av aktierna. Agerandet dominerades med andra ord av voice med tendens till exit. Var tröskeln ligger till en exit hos investerare föreslås till vidare forskning. Det fanns dock även loyalty tendenser d.v.s. att man som investerare inte gjorde så mycket vid bristfällig bolagsstyrning i det ryska bolaget och stannade kvar i företaget så länge investeringen var lönsam. Stämning användes men medgavs att det kunde vara svårt då det finns en risk med korrupta domstolar. Samtliga respondenter menar ändå att det legala systemet har utvecklats väldigt mycket sedan 90-talet och att Ryssland har fått ta en alltför hård kritik.

6. Referenser

Adachi, Y., (2010). *Building Big Business in Russia: The Impact of Informal Corporate Governance Practices*. London: Routledge

Alvesson, M., & Sköldbberg, K., (2008). *Tolkning och Reflektion: Vetenskapsfilosofi och Kvalitativ metod*. Lund: Studentlitteratur AB

Andersson, S., (1979). *Positivism kontra hermeneutik*. Göteborg: Bokförlaget Korpen

Atanosov, V., Black, B., Ciccotello, C., Sass, M., (2009). Incorporating Tunneling Risk into Equity Valuation: An Analysis of the Oil and Gas Industry. *University of Texas Law School: Law and Economics Research Paper, 152*. Hämtad från: <http://ssrn.com/abstract=1443463> (2011-11-08)

Belikov, I., (2004) *Corporate Governance in Russia: Who Will Pay For It and How Much?* Center for International Private Enterprise. Hämtad från: <http://www.cipe.org/pdf/publications/fs/belikov2.pdf> (2011-09-27)

Black, B., Love, I., Rachinsky, A., (2006). Corporate Governance and Firms' Market Value: Time Series Evidence from Russia. *Emerging Markets Review*, 7, 361-379.

Black, B., Kraakman, R., Tarassova, A., (2001). Russian Privatization and Corporate Governance: What Went Wrong? *Stanford Law Review*, 52, 1731-1808.

Bryman, A., (2008). *Samhällsvetenskapliga metoder*. Malmö: Liber AB

Chernykh, L., (2008). Ultimate ownership and control in Russia. *Journal of Financial Economics*, 88, 169–192.

Chernykh, L., (2011). Profit or Politics? Understanding renationalizations in Russia. *Journal of Corporate Finance*, 17, 1237-1253.

Dyck, A., (2002) The Hermitage Fund: Media and Corporate Governance in Russia. *Harvard Business School Publishing No2-703-010*. Hämtad från:

<http://hermitagefund.com/about/hermitageeffect/Harvard%20Business%20School%20--%20Hermitage%20Case%20Study.pdf> (2011-11-01)

Dyck, A., Volchkova, N., Zingales, L., (2008). The Corporate Governance Role of the Media: Evidence from Russia. *Journal of Finance*, 63, 1093-1135.

Finansinspektionen (2010). Pressmedelände: *HQ Banks tillstånd återkallas*. Hämtad från: <http://www.fi.se/Press/Pressmeddelanden/Listan/HQ-Banks-tillstand-aterkallas/> (2011-12-13)

Finansinspektionen (2011). *Berörda personer*. Hämtad från: <http://www.fi.se/Regler/Borsbolag/Insynsstillning/Berorda-personer/> (2011-12-13)

Ghosal, S., (2005). Bad management theories are destroying good management practices. *Academy of Management Learning & Education*, 4, 75–91.

Gillan, S., & Starks, L., (2003). Corporate Governance, Corporate Ownership, and the Role of Institutional Investors: A Global Perspective. *Weinberg Center for Corporate Governance Working Paper No. 2003-01*. Hämtad från: <http://ssrn.com/abstract=439500> (2011-11-25)

Hirschman, A (1970). *Exit, voice and loyalty: Responses to Decline in Firms, Organizations and States*. Cambridge: Harvard University Press

Jensen, M., & Meckling, W., (1976). Theory of the firm: Managerial behavior, agency costs and ownership structure. *Journal of Financial Economics*, 3, 305-360.

La Porta, R., Lopez-de-Silanes, F., Shleifer, A., (1999). Corporate ownership around the world. *Journal of Finance*, 54, 471–517.

Lazareva, O., Rachinsky, A., Stepanov, S., (2007). A survey of corporate governance in Russia. *CEFIR / NES Working Paper series*. Working Paper No 103

Mattson, P., & Örtenblad, A., (2008). *Smått och gott, om vetenskapliga rapporter och referensteknik*. Lund: Studentlitteratur AB

Puffer, S. M., & McCarthy, D. J. (2003). The emergence of corporate governance in Russia. *Journal of World Business*, 38, 284–298.

Shleifer, A., & Vishny, R., (1997). A survey of corporate governance. *Journal of Finance*, 52, 737-783.

Standard & Poor's (2011) *Governance Regulation at Crossroads: Will the drive for reform persist and bear the fruit?* Hämtad från: <http://www.standardandpoors.com> (2011-10-14)

Wegren, S., & Herspring, D., (2010). *After Putin's Russia: Past imperfect, future uncertain.* (4:th ed.). Maryland: Rowman & Littlefield publishers, Inc.

Young, M, N., Peng, M, W., Ahlstrom, D., Bruton, G, D., & Jiang, Y. (2008). Corporate Governance in Emerging Economies: A Review of the Principal–Principal Perspective. *Journal of Management Studies*, 45, 196-220.

Bilaga 1 Intervjufrågor

Temafrågor till respondenterna Respondenterna

1. Hur tar ni hänsyn till Corporate Governance Risk när ni investerar i ryska bolag?
2. Hur kan ni reducera risken?
3. Hur får ni fram era intressen som minoritetsägare?
4. Vilka metoder använder ni och vilka metoder är mest effektiva?
5. Skiljer sig risken och metoderna beroende på om det ryska bolaget är under statlig eller privat kontroll. (Denna fråga uteblev till stor del, p.g.a. tidsbrist)

Stockholm University School of Business
106 91 Stockholm
Telephone: +46 (0)8 16 20 00
www.fek.su.se

Företagsekonomiska institutionen



**Stockholms
universitet**