

Krzysztof Ćwik

Uniwersytet Ekonomiczny we Wrocławiu

EFEKTYWNOŚĆ NADZORU WŁAŚCICIELSKIEGO A FUNKCJONOWANIE GRUPY KAPITAŁOWEJ

Streszczenie: Autor podjął problem relacji pomiędzy specyfiką funkcjonowania organizacji w formie grupy kapitałowej a sprawowaniem efektywnego nadzoru właścicielskiego. W artykule zdefiniowane zostały kryteria oceny efektywności nadzoru właścicielskiego, które następnie skonfrontowano z celami różnych rodzajów podmiotów należących do grupy kapitałowej. Przeprowadzona analiza teoretyczna wykazała, że w podmiotach grupy kapitałowej nie powinno się dokonywać oceny efektywności nadzoru właścicielskiego w taki sam sposób, jak w przedsiębiorstwach niezależnych kapitałowo.

Słowa kluczowe: grupa kapitałowa, nadzór właścicielski, efektywność.

1. Wstęp

Grupy kapitałowe stanowią tematykę wielu opracowań z zakresu nauki o zarządzaniu od lat siedemdziesiątych ubiegłego stulecia, a apogeum zainteresowania nimi przypadło na lata dziewięćdziesiąte XX wieku. Związane to było z rosnącym znaczeniem organizacji tego typu, a później z ich krytyką, w której wskazywano przede wszystkim na wysokie koszty dywersyfikacji i związaną z nią konieczność konkurencji na wielu rynkach. Dlatego też wielu badaczy uznało tę tematykę za wyczerpaną, a grupy kapitałowe za formę organizacyjną skazaną na zaniknięcie [Aluchna 2010, s. 9]. Jednak dążenie do dywersyfikacji okazało się jedną z głównych cech współczesnej gospodarki. Dzięki niej organizacje gospodarcze mogą dostosować się do cyklicznych i strukturalnych zmian rynkowych. Dodatkowym bodźcem do tworzenia organizacji wielopodmiotowych jest globalizacja światowych rynków i konieczność konkurencji „ponadnarodowego”. Wszystko to sprawia, że grupy kapitałowe stają się bardzo powszechną formą organizacji gospodarczych, a przedsiębiorstwa będące podmiotami grup kapitałowych w bardzo wielu krajach rozwiniętych przeważają swą liczbą nad firmami niezależnymi kapitałowo [Heugens, Zyglidopoulos 2008, s. 328]. Tematyka specyfiki funkcjonowania grup kapitałowych powinna więc być nadal poruszana i nie może zniknąć z horyzontu zainteresowań badaczy. Badania empiryczne wymagają jednak pewnej podbudowy teoretycznej. Grupy kapitałowe mogą być obiektem badań prowadzonych z kilku

różnych perspektyw, np. sprawności ekonomicznej, kultury organizacyjnej, zarządzania strategicznego, kierowania ludźmi itd. Jednak wydaje się, że jedno z pierwszych miejsc w tej „kolejce” powinna zająć perspektywa spojrzenia na grupy kapitałowe przez pryzmat sprawowanego nad ich podmiotami nadzoru właścicielskiego.

Nadzór właścicielski nad przedsiębiorstwami, w których nastąpiło oddzielenie własności od zarządzania, jest problemem rozważanym na bardzo wielu płaszczyznach. Kwestia skuteczności tego nadzoru powraca zwykle po informacjach o bankructwie kolejnej korporacji, w wyniku którego właściciele musieli pogodzić się ze stratą zainwestowanego kapitału (zob. np. [Ignyś 2009, s. 121-135]). Pomimo bardzo bogatej literatury z zakresu nadzoru właścicielskiego wciąż istnieje potrzeba teoretycznej i empirycznej analizy tego zjawiska. Choć temat ten wydaje się dość dobrze rozpoznany, nie opracowano jeszcze teoretycznego modelu nadzoru właścicielskiego, który można by uznać za sprawny. Celem artykułu jest więc próba teoretycznej analizy zjawiska efektywności nadzoru właścicielskiego i tego, co powinno być głównym obszarem zainteresowania jego organów w tak specyficznym obiekcie organizacyjnym, jakim jest grupa kapitałowa.

2. Efektywność jako kryterium oceny skutków działania

Kwestia zdefiniowania i pomiaru pojęcia „efektywność” jest, w odniesieniu do działania dowolnego podmiotu ekonomicznego, jednym z najistotniejszych teoretycznych i praktycznych problemów nauk ekonomicznych, w tym nauki o zarządzaniu [Mesjasz 2009, s. 277]. Punktem wyjścia do rozważań może być przyjęcie perspektywy prakseologicznej w ocenie skutków działania. Na pierwszy plan wysuwają się wtedy kryteria teleologiczne oceny skutków działania, przyjęte z założeniem, że wszelkie procesy zmierzają do osiągnięcia jakiegoś ostatecznego celu [*Organizacja ...* 2001, s. 41]. Działanie jest więc skuteczne wtedy, gdy w pełni osiągnięto założone cele. Wydaje się, że, aby podlegać ocenie według kryteriów teleologicznych, działanie musi zostać zakończone, gdyż wtedy może nastąpić porównanie stanu rzeczywistego z zamierzonym. Pewne problemy natury metodologicznej sprawia fakt, że wiele działań, jak choćby samo zarządzanie w klasycznym ujęciu, stanowi procesy ciągłe, a więc niejako nie mogą być poddane ocenie z punktu widzenia kryteriów teleologicznych. Można chyba jednak przyjąć założenie, że każde działanie realizowane w sposób ciągły ma prowadzić do „ciągłego” osiągnięcia zamierzonych celów.

Trzeba zwrócić też uwagę, że skuteczność jako kryterium oceny skutków działania bierze pod uwagę wyłącznie skutki zamierzone, a pomija te, które również mogły być pozytywne dla podmiotu działającego, choć zamierzone nie były [*Organizacja ...* 2001, s. 41]. Dlatego też do oceny prowadzonych działań można użyć kryterium efektywności, która jest dodatnią cechą działania, dającą jakiś pozytywny wynik, bez względu na to, czy był on zamierzony, czy też nie [Pszczółowski 1978, s. 60].

3. Istota efektywności nadzoru właścicielskiego

Analiza literatury poświęconej problematyce nadzoru nad przedsiębiorstwem funkcjonującym w ramach modelu oddzielenia własności od zarządzania skłania do refleksji, że nadzór właścicielski wchodzi niejako w skład nadzoru korporacyjnego – jest jednym z jego elementów, określającym relacje pomiędzy właścicielami/akcjonariuszami i zarządzającymi. Na przykład B. Wawrzyniak sytuuje nadzór korporacyjny ponad nadzorem właścicielskim, gdyż jego zdaniem ten pierwszy określa nadzór nie tylko sprawowany przez akcjonariuszy, ale i przez innych, nie będących właścicielami, lecz zainteresowanych bezpośrednio skutecznością zarządzania przedsiębiorstwem [Wawrzyniak 2000]. Dodać również trzeba, że część autorów utożsamia pojęcie nadzoru korporacyjnego z nadzorem właścicielskim, stosując oba pojęcia zamiennie. Zwraca na to uwagę np. T. Kulesza, zauważając, że wielu autorów używa pojęcia „nadzór korporacyjny”, mając *de facto* na myśli „nadzór właścicielski” [Kulesza 2002, s. 96]. Podejście takie wydaje się niepoprawne i rodzi szereg nieścisłości terminologicznych, które powodują niemożność wypracowania jednolitej sfery pojęciowej¹. Na potrzeby artykułu przyjęto założenie, że nadzór właścicielski jest niejako częścią nadzoru korporacyjnego i oznacza wykonywanie funkcji wynikających z posiadania prawa własności do przedsiębiorstwa. Sprawują go akcjonariusze na walnych zgromadzeniach i ich reprezentanci w radach nadzorczych [Nadzór ... 1999, s. 124].

Przed przystąpieniem do analizy zagadnienia efektywności nadzoru właścicielskiego podstawowym zadaniem jest znalezienie odpowiedzi na pytanie: co jest jego celem? Tocząca się od wielu lat dyskusja na temat zarządzania przedsiębiorstwem, w którym nastąpiło oddzielenie własności od zarządzania, postawiła kilka ważnych problemów [Gruszecki 2002, s. 241]:

- Wśród wielu decyzji podejmowanych w trakcie zarządzania przedsiębiorstwem istnieje pewna klasa decyzji kluczowych, które muszą przysługiwać wyłącznie właścicielowi – i to one powinny być przedmiotem nadzoru właścicielskiego.
- W przedsiębiorstwie, a także w jego otoczeniu, istnieją różne grupy interesów, które mają wpływ na końcowy efekt (osiągnięcie celów przedsiębiorstwa). W związku z tym powstaje pewne pole różnych możliwych rozwiązań, czy i w jaki sposób umożliwić reprezentantom tych grup uczestnictwo w wykonywaniu nadzoru właścicielskiego.
- Nie zwracano dotąd należytej uwagi na konsekwencje posiadania przez spółkę osobowości prawnej, a każda osoba prawna może działać wyłącznie poprzez

¹ Przed tym problemem stanął również autor artykułu przy tłumaczeniu jego tytułu na język angielski. Osobne pojęcie „nadzoru właścicielskiego” w tym języku nie występuje, a próba wprowadzenia nowego anglojęzycznego pojęcia pogłębiłaby tylko chaos terminologiczny. Dlatego też autor zdecydował się na użycie pojęcia *corporate governance*, zdając sobie sprawę z jego nieścisłości względem prezentowanej tematyki.

swoje organy. Zatem liczba i kompetencje tych organów, a także układ stosunków między nimi, mogą być równie ważne dla realizacji zamierzeń firmy jak inne zmienne, w tym rynkowe. Ustrój przedsiębiorstwa, który „zaciera” decyzje kluczowe, uniemożliwia wykonywanie nadzoru właścicielskiego.

Od wielu już lat toczy się dyskusja, komu tak naprawdę powinno służyć przedsiębiorstwo. Tak zwany model pluralistyczny zakłada, że przedsiębiorstwo powinno „służyć” wszystkim swoim interesariuszom, model społeczny przyjmuje, że główna powinność przedsiębiorstwa to dostarczanie korzyści właścicielom i pracownikom. Model finansowy z kolei przypisuje nadrzędne znaczenie tylko jednej grupie, mianowicie właścicielom/akcjonariuszom [Urbanek 2005, s. 83-89]. Ten ostatni model rozpowszechniony jest w Stanach Zjednoczonych, a przemawia za nim fakt, że właściciele/akcjonariusze są niejako na ostatnim miejscu „w kolejce” uzyskiwania korzyści z przedsiębiorstwa. Pracownicy, w tym menedżerowie, otrzymują stałe wynagrodzenie za swoją pracę, kontrahenci – zapłatę wynikającą z zawartych i zrealizowanych umów, a właściciele/akcjonariusze mogą liczyć na korzyści „resztkowe”, po spłacie przez przedsiębiorstwo wszelkich innych zobowiązań [*Nadzór* ... 1999, s. 119]. Ten argument przemawia za tym, aby to cele właścicieli/akcjonariuszy wysuwały się na pierwszy plan w trakcie zarządzania przedsiębiorstwem.

Akcjonariusze mogą dywersyfikować swoje ryzyko kapitałowe, inwestując w kilka różnych przedsiębiorstw, menedżerowie (czy szerzej – pracownicy) takiej możliwości nie mają, gdyż angażują cały swój potencjał w jedno przedsiębiorstwo. Zatem menedżerowie nie muszą się kierować tymi samymi celami co właściciele akcjonariusze, gdyż ich korzyści mogą leżeć gdzie indziej, np. w powiększaniu przedsiębiorstwa (wraz z wielkością firmy rosną też zwykle płace członków zarządu oraz ich prestiż), co nie zawsze wiąże się ze wzrostem zysku. Problem ten przedstawia m.in. model Baumola, który wyjaśnia, w jaki sposób zostaje ustalony „kompromis” między celem akcjonariuszy (maksymalizacja zysku) a celem menedżerów (wzrost wielkości poprzez maksymalizację sprzedaży) (por. [Baumol, Panzer, Willing 1982]). Dodatkowo wspomniane już korzyści „resztkowe”, na które mogą liczyć właściciele akcjonariusze, są pomniejszane również przez wynagrodzenie kadry zarządzającej. Tak więc rozdzielenie własności od zarządzania implikuje:

- dysponowanie przez menedżera cudzą własnością, co związane jest z możliwością marnotrawstwa,
- powstanie rozbieżności między interesami menedżerów i właścicieli,
- konieczność kontroli menedżerów przez właścicieli, a konkretnie przez wyspecjalizowane instytucje [Aluchna, Słomka 2001, s. 13].

Zagadnienie to zdaje się odpowiadać relacjom przedstawianym przez **teorię agencji**. W teorii agencji problem kontroli w organizacji postrzega się z punktu widzenia jej właścicieli (**pryncypałów**) oraz kierownictwa (**agentów**). Problem agencji wiąże się z ryzykiem działania agentów we własnym interesie – zamiast w interesie pryncypałów. Pryncypałowie (właściciele) zatrudniają agentów (kierownictwo), aby ci działali w ich imieniu, gdyż sami nie mogą lub nie chcą zajmować

się bieżącą ochroną swoich interesów. Istnieje jednak ryzyko, że mogą się spotkać z oportunistycznym agentów nie wypełniających swoich obowiązków rzetelnie. Teoria agencji zakłada więc, iż nie można liczyć na to, że agenci zawsze będą postępować tak, jak to zostało uzgodnione pomiędzy nimi a pryncypałami [Hatch 2002, s. 330]. Głównym powodem takiego stanu rzeczy jest występująca pomiędzy pryncypałem a agentem asymetria informacyjna. Ten fakt, obok skłonności agentów do zachowań oportunistycznych, powoduje sprzeczność interesów pomiędzy obiema stronami [Eisenhardt 1989, s. 58]. Właściciele dysponują o wiele mniejszymi zasobami informacji o rzeczywistej sytuacji przedsiębiorstwa niż zaangażowane w bieżącą działalność zarządcą kierownictwo. Co więcej, zdobycie tych informacji przez właścicieli zależy również od menedżerów, gdyż to oni je posiadają (i mogą nimi dysponować).

Zgodnie z założeniami teorii agencji, głównym kryterium oceny efektywności nadzoru właścicielskiego będzie więc ochrona interesów właścicieli przedsiębiorstwa. Ochrona ta może odbywać się jednak na kilku płaszczyznach, a jej efektywność zależeć będzie od kilku czynników. Zdaniem J. Jeżaka głównym zadaniem rad nadzorczych, jako instrumentu nadzoru właścicielskiego, powinna być ocena stopnia osiągnięcia przez zarząd założonych celów strategicznych, które zostały sformułowane (a przynajmniej zaakceptowane) przez akcjonariuszy [Jeżak 2002, s. 42] (z poglądem, że sfera zarządzania strategicznego powinna być szczególnym polem zainteresowania rad nadzorczych, zgadzają się również inni autorzy, np. A. Peszko [2006, s. 60]). Co prawda, rozwiązania prawne zwykle definiują rolę rady nadzorczej jako stały nadzór nad działalnością spółki we wszystkich dziedzinach jej działalności – jak np. stanowi obowiązujący w Polsce *Kodeks spółek handlowych*, ale nie dają jej przy tym prawa do wydawania jakichkolwiek wiążących poleceń zarządzającym. Teoretycznie jedyny wpływ rady na zarządzających to prawo do powoływania i odwoływania członków zarządu. Niemniej jednak rada nadzorcza może odgrywać pewną aktywną rolę w zarządzaniu przedsiębiorstwem. Wydaje się bowiem, że całkowite oddzielenie sfery zarządczej od sfery nadzoru nie byłoby zgodne z rzeczywistością. Rada poza funkcjami o charakterze nadzorczym powinna pełnić również funkcje doradcze i opiniotwórcze dla zarządu [Krupski, Jasiński, Stańczyk-Hugiet 2004, s. 296]. Dzięki temu jest ona w stanie osiągnąć wyższą efektywność sprawowanego nadzoru właścicielskiego, rozumianego jako ochrona interesów akcjonariuszy przedsiębiorstwa, a w zasadzie ochrona ich kapitałowej inwestycji. Prawdopodobnie ochrona ta będzie się najlepiej przejawiała w dbałości o obniżanie kosztu kapitału i maksymalizację wartości przedsiębiorstwa (zob. np. [Oplustil 2010, s. 6]).

4. Elementy grupy kapitałowej jako obiekty nadzoru właścicielskiego

Przyjęty w poprzednim punkcie artykułu cel prowadzenia nadzoru właścicielskiego przybiera w grupie kapitałowej nieco inny charakter. Nie budzi on wątpliwości w odniesieniu do podmiotu nadrzędnego grupy. Spółka nadrzędna (spółka matka) może być traktowana w rozważaniach dotyczących nadzoru właścicielskiego podobnie jak podmiot niezależny kapitałowo. Ma ona swoich właścicieli/akcjonariuszy, którzy, poprzez nią, są niejako właścicielami całej grupy kapitałowej. Dlatego też maksymalizacja wartości grupy będzie dla nich tożsama z maksymalizacją wartości spółki nadrzędnej. Problem, który trzeba poddać odrębnej analizie, to nadzór właścicielski sprawowany nad podmiotami zależnymi (od) grupy kapitałowej.

W przypadku grupy kapitałowej kluczowego znaczenia nabiera bowiem dostrzeżenie, że stanowi ona faktycznie jeden organizm gospodarczy, nie mający osobowości prawnej, tworzony przez odrębne prawnie spółki kapitałowe, które są powiązane przez fakt podporządkowania organizacyjnego spółce matce. Spółka matka pełni funkcję organu decyzyjnego całej grupy. To ona określa strategię całej grupy i tworzących ją spółek wraz ze wskazaniem środków na jej realizację. Z kolei tradycyjna na gruncie prawa koncepcja autonomii spółki kapitałowej prowadzi do swoistego paraliżu koncepcji postrzegania grupy jako jednego organizmu gospodarczego, choć warto podkreślić, że na gruncie np. prawa francuskiego funkcjonuje pojęcie „wspólnego interesu grupy” [Romanowski 2008, s. 5]. Za taki „wspólny cel grupy” można przyjąć maksymalizację zysku i wartości tej organizacji, osiąganą za pomocą różnych działań o charakterze zarządczym [Aluchna 2010, s. 95]. Można to uznać za cel główny funkcjonowania grupy, którego celem pobocznym będzie właściwa koordynacja działań wszystkich podmiotów ugrupowania. W niniejszym artykule ten właśnie cel poboczny zostanie wysunięty na pierwszy plan, a pominięta zostanie sfera rynkowa działalności grupy, gdyż przekraczałoby to ramy niniejszej publikacji.

Podstawowym celem tworzenia i funkcjonowania grupy kapitałowej, przyjętym na potrzeby artykułu, będzie więc uzyskanie efektów, których realizacja jest nieefektywna bądź wręcz niemożliwa w ramach samodzielnej spółki kapitałowej [Trocki 2004, s. 42]. Cel ten należy jednak uznać raczej za szerszą „wiązkę celów”, które można podzielić na: ekonomiczne, rynkowe, menedżerskie, finansowe, społeczne i operacyjne [Falencikowski 2008, s. 45-46; Trocki 2004, s. 42]. Właściwe funkcjonowanie grupy kapitałowej powinno prowadzić do realizacji takich działań, które pozwolą osiągnąć te cele w sposób najbardziej ekonomiczny. Dlatego też jednym z kluczowych aspektów funkcjonowania grupy kapitałowej powinno być poszukiwanie – w procesie zarządzania i nadzoru nad podmiotami grupy – korzyści wynikających z synergii oraz integracji [Kreft 2003, s. 16]. Wynika z tego, że nie zawsze podmiot zależny powinien dążyć do maksymalizacji swojej wartości, która to maksymalizacja, jak stwierdzono wcześniej, powinna być głównym aspektem brany pod uwagę przez organy nadzoru właścicielskiego tego podmiotu.

Istnieje wiele typologii grup kapitałowych, opierających się na różnych kryteriach (zob. np. [Sikacz 2011, s. 36-37]), ale dla rozważań będących tematyką artykułu najważniejsza wydaje się koncepcja wyodrębniania typów grup kapitałowych na podstawie kryterium celu, dla którego „istnieją” podmioty zależne. Typologię taką zaproponował m.in. M. Trocki, a jej podstawę stanowi zmodyfikowana typologia form współzależności jednostek gospodarczych J.D. Thompsona (zob. [Stoner, Wankel 1992, s. 226-227]). Według tej koncepcji grupy kapitałowe można podzielić na grupy finansowe, operacyjne i zarządcze [Trocki 2004, s. 71-72].

Efektywność nadzoru właścicielskiego w rozumieniu zbliżonym do tego, jaki występuje w przedsiębiorstwach niezależnych kapitałowo, wystąpi najprawdopodobniej w grupach typu finansowego. W grupie tego typu podmiot dominujący nie angażuje się w zarządzanie podmiotami zależnymi ani na poziomie strategicznym, ani tym bardziej operacyjnym. Jednym z niewielu przejawów „współpracy wewnątrzgrupowej” może być swoista redystrybucja dochodów, kiedy spółka matka zasila kapitałowo któryś z podmiotów zależnych, wykorzystując do tego celu środki finansowe pozyskane od innego członka grupy w formie dywidendy. Efektywny nadzór nad podmiotami zależnymi będzie się więc przejawiać głównie ich wynikami finansowymi, co jest w dużym stopniu zbieżne z efektywnością nadzoru właścicielskiego w spółkach niezależnych.

Operacyjna grupa kapitałowa opiera swoje funkcjonowanie na podstawowej działalności operacyjnej prowadzonej przez spółkę matkę. Podmioty zależne grupy mają za zadanie realizować funkcje wspierające tę działalność. Dlatego też głównym ich celem jest dostosowywanie swojej działalności do potrzeb zgłaszanych przez podmiot dominujący. O efektywności nadzoru właścicielskiego w podmiotach zależnych operacyjnej grupy kapitałowej będzie można powiedzieć wtedy, gdy działalność spółki matki będzie prowadzona bez przeszkód, wynikających z „błędów” leżących po stronie spółek córek. Zgodnie z wcześniejszym założeniem, poza obszarem niniejszych rozważań pozostaje cała sfera rynkowa operacyjnej działalności spółki matki, która może, rzecz jasna, okazać się niedochodowa.

Z kolei w zarządczych grupach kapitałowych poszczególne podmioty grupy prowadzą komplementarną działalność operacyjną, silnie między sobą powiązaną. Podmioty te muszą w swoim zarządzaniu uwzględniać związki operacyjne z innymi spółkami córkami grupy. M. Trocki nazywa wręcz zarządzanie grupą tego typu „zarządzaniem synergicznym” [Trocki, 2004, s. 73]. Efektywność nadzoru właścicielskiego nad podmiotami, które wchodzi w skład zarządczej grupy kapitałowej, powinien być, w związku z tym, mierzony właśnie wielkością uzyskanego efektu synergii.

Działania, których skuteczną realizację ma zapewnić efektywne sprawowanie nadzoru właścicielskiego, nie zawsze (a w zasadzie dość rzadko) nakierowane są na podnoszenie wartości rynkowej poszczególnych podmiotów zależnych. Ich „wartość” ma się niejako przejawiać poprzez to, co wnoszą do grupy. To wartość całej grupy jest tu kryterium najważniejszym. W związku z tym istnieje możliwość,

że działanie „zlecane” przez podmiot nadrzędny będzie działaniem niekorzystnym dla podmiotu zależnego, choć właściwym z punktu widzenia interesów całej grupy. Na przykład spółka matka nakłada na spółkę córkę w operacyjnej grupie kapitałowej obowiązek realizacji na jej rzecz pewnych funkcji, które w pełni angażują jej potencjał, nie przynosząc dodatniego wyniku finansowego (jest to możliwe np. poprzez stosowanie cen transferowych). W zarządczej grupie kapitałowej łańcuch tworzenia i sprzedaży produktu może być tak skonstruowany, że dochód będzie osiągała tylko jedna spółka (najczęściej ostatnia w tym łańcuchu).

Powstaje wtedy pytanie, czy podmiot zależny powinien się tym „zaleceniom” podporządkować. Jest to z pewnością jedno z wyzwania, przed którym stoi nadzór właścicielski w grupie kapitałowej. Warto dodać, iż np. prawodawstwo niemieckie stanowi, że w pewnych rodzajach grup kapitałowych spółka zależna traci samodzielność, a podmiot dominujący jest uprawniony do udzielania zarządowi spółki zależnej wiążących wskazówek dotyczących kierowania tą spółką, również takich, które są dla niej niekorzystne, lecz służą interesom podmiotu dominującego [Kwaśnicki, Nilsson 2007, s. 26-32]. Może to ograniczyć rolę rady nadzorczej spółki podporządkowanej bądź też prowadzić do przyjęcia przez nią „funkcji wykonawczych” w stosunku do decyzji rady nadzorczej lub zarządu spółki nadrzędnej. Zwraca na to uwagę B. Haus i zauważa, że choć rada spółki podporządkowanej nie podlega radzie ani zarządowi spółki nadrzędnej, to spółka podporządkowana jest najczęściej własnością spółki nadrzędnej i trudno odmówić spełniania jej „życzeń” [Nadzór ... 1999, s. 26]. Zdarza się, że menedżerowie podmiotów zależnych czują dyskomfort związany z faktem, iż mimo że piastują najwyższe kierownicze stanowiska w samodzielnym pod względem prawnym przedsiębiorstwie, to ich faktyczne kompetencje decyzyjne są stosunkowo niewielkie.

Ograniczenie przedsiębiorczej swobody decyzyjnej najwyższego szczebla kierowniczego podmiotów zależnych jest jednak immanentną cechą grupy kapitałowej [Kościński 1996, s. 36] i jako taka musi być zaakceptowana, zgodnie z tym, co D. Katz i R.L. Kahn nazwali *logiką zwierzchnictwa*. Według tych autorów, dla każdej organizacji istnieje pewien zestaw czynności, które muszą być wykonywane, gdyż w przeciwnym razie zagrożona jest efektywność i przetrwanie organizacji. Podstawowy sposób, jaki stosuje organizacja, aby zagwarantować wykonanie tych czynności, to włączenie ich do wymagań danej roli organizacyjnej, przypisanej elementowi organizacji, a następnie nałożenie wymagania nadrzędnego, zgodnie z którym akceptacja roli jest warunkiem wstępnym członkostwa w organizacji. Uprzedzając możliwe niepowodzenie, tworzy się zestaw ról nadzorczych, którego zasadniczą funkcją polega na sprawdzeniu, czy wymagania podstawowych ról organizacyjnych zostały spełnione [Katz, Kahn 1979, s. 332-333]. W specyficznej organizacji, jaką jest grupa kapitałowa, *logika zwierzchnictwa* polegać będzie, w pierwszej kolejności, na akceptacji roli w grupie, jaką danemu podmiotowi zależnemu przypisała jednostka dominująca, a także na stworzeniu takich założeń działania organów nadzoru właścicielskiego, które zapewnią spełnienie przez podmiot zależny wymagań przy-

pisanych do wyznaczonej mu roli. Warto również dodać, że sprawowanie nadzoru właścicielskiego nad podmiotami zależnymi w grupie kapitałowej nie ogranicza się do rozwiązań *stricte* kodeksowych, stosowane są również rozwiązania instytucjonalne typowe właśnie dla tych organizacji, jak np. departamenty nadzoru właścicielskiego (zob. np. [Zalega 2003, s. 17-18]).

Poruszaną problematykę może dodatkowo skomplikować obecność w podmiocie zależnym akcjonariuszy mniejszościowych, którzy nie posiadają udziałów w pozostałych podmiotach grupy, zwłaszcza w spółce matce. Nie są więc zainteresowani wartością grupy jako całości, a wyłącznie spółki, której są współwłaścicielami. Do typowej, wertykalnej relacji agencyjnej, jaką jest konflikt między celami akcjonariuszy a celami menedżerów, dochodzi tu problem horyzontalnej relacji agencyjnej, czyli konflikt między celami różnych grup akcjonariuszy [Oplustil 2010, s. 16-34].

Przypadki działań, w wyniku których akcjonariusz większościowy, wykorzystując swoją pozycję dominującą, uzyskuje korzyści kosztem akcjonariuszy mniejszościowych, występują dosyć często i przybierają różne formy. W podmiotach zależnych grupy kapitałowej zjawisko to można rozpatrywać na dwóch płaszczyznach. Pierwsza to rzeczywiste nadużycia przy podejmowaniu decyzji przez akcjonariusza większościowego, którym jest najczęściej spółka matka, a pośrednio jej właściciele. Nadużycia te w anglojęzycznej terminologii określa się nazwą *tunneling*, który można zdefiniować jako transfer kapitału i dochodów z firmy na rzecz jej dominującego akcjonariusza, z pominięciem akcjonariuszy mniejszościowych [Johnson i in. 2000, s. 22]. W polskiej literaturze tematu używa się określenia „tunelowanie”, które jest dosłownym tłumaczeniem angielskiego terminu (por. np. [Aluchna 2010, s. 260; Oplustil 2010, s. 32; Jeżak 2010, s. 93]). Tunelowanie może przybierać różne formy (por. np. [Aluchna 2010, s. 260-261]), choć podstawowym celem tego działania jest pozbawienie mniejszościowych akcjonariuszy korzyści wynikających z posiadanych przez nich udziałów. Na przykład zamiast czerpać korzyści w postaci udziału w dywidendzie, akcjonariusz większościowy woli przetransferować ewentualny zysk do tej ze spółek grupy, w której ma całość udziałów. Dzięki temu dywidenda jest wypłacana tam, gdzie nie musi się nią dzielić z akcjonariuszami mniejszościowymi. Takie działanie jest etycznie wątpliwe, gdyż taki transfer nie ma nic wspólnego z celem grupy, rozumianej jako jeden organizm gospodarczy. Powstaje jednak pytanie, jak odnosić się do sytuacji, w której dana transakcja wewnątrzgrupowa jest korzystna z punktu widzenia całej grupy, ale przynosi szkodę akcjonariuszom mniejszościowym poszczególnych spółek zależnych.

Na problem ten można spojrzeć z dwóch perspektyw. Pierwsza zakłada, że najważniejszy jest interes grupy jako całości, któremu muszą podporządkować się poszczególne podmioty zależne. Mniejszościowi akcjonariusze tych podmiotów powinni więc pogodzić się z sytuacją, że interes akcjonariusza większościowego, czyli zwykle właściciela grupy, będzie traktowany priorytetowo. Możliwość, którą w tym przypadku mają akcjonariusze mniejszościowi, to realizacja tzw. strategii „wyjścia”

(por. [Oplustil 2010, s. 28-29]) i ulokowania uwolnionych środków w korzystniejsze, z ich punktu widzenia, przedsięwzięcie. Druga perspektywa, którą można rozpatrywać, to perspektywa konieczności ochrony interesów wszystkich udziałowców danej spółki, nie tylko dominującego. Zachodziłaby wtedy potrzeba realizacji przez podmiot zależny takich działań, które byłyby zgodne z celem całej grupy, ale nie narażałyby akcjonariuszy mniejszościowych na ewentualne utracone korzyści. Nie zawsze istniałaby zapewne możliwość znalezienia takiego „złotego środka”. Dlatego też wydaje się, że pierwsza z prezentowanych perspektyw jest mimo wszystko właściwsza, ale temat ten wymaga doprecyzowania. W niniejszym artykule został tylko zasygnalizowany, co może stać się pretekstem do dalszych rozważań.

5. Podsumowanie

Funkcjonowanie grup kapitałowych nadal nie jest do końca rozpoznane, co w kontekście ich dużego gospodarczego znaczenia stawia przed badaczami nauki o zarządzaniu dość istotne wyzwania. Z kolei problematyka efektywnego sprawowania nadzoru właścicielskiego, mimo trwającej od dawna dyskusji, jest wciąż niezmiernie ważna i aktualna. Dlatego też powiązanie tych dwóch kwestii wydaje się zasługiwać na szczególną uwagę. W artykule starano się usystematyzować na gruncie teoretycznym część związanych z tym zagadnień, tak aby stworzyć podstawę do prowadzenia badań empirycznych. Badania takie mogą dać odpowiedź na podstawowe pytania z zakresu wykonywania funkcji nadzoru właścicielskiego w specyficznych obiektach, jakimi są podmioty zależne należące do grupy kapitałowej.

Literatura

- Aluchna M., *Kierunki rozwoju polskich grup kapitałowych: perspektywa międzynarodowa*, Oficyna Wydawnicza SGH, Warszawa 2010.
- Aluchna M., Słomka A., *Geneza rozwoju koncepcji nadzoru korporacyjnego (I)*, „Przegląd Organizacji” 2001, nr 9.
- Baumol W.J., Panzer J., Willing R., *Contestable markets: An uprising in the theory of industry structure*, „American Economic Review” 1982, vol. 72.
- Eisenhardt K.M., *Agency theory: An assessment and review*, „Academy of Management Review” 1989, vol. 14.
- Falencikowski T., *Kształtowanie swobody decyzyjnej w zarządzaniu grupami kapitałowymi*, Dom Organizatora, Toruń 2008.
- Gruszecki T., *Współczesne teorie przedsiębiorstwa*, Wydawnictwo Naukowe PWN, Warszawa 2002.
- Hatch M.J., *Teoria organizacji*, Wydawnictwo Naukowe PWN, Warszawa 2002.
- Heugens P.P.M.A.R., Zyglidopoulos C.S., *From social ties to embedded competencies: the case of business groups*, „Journal of Management & Governance” 2008, December.
- Ignys A., *Nadzór właścicielski a kryzys światowy. Jak patologie nadzoru korporacyjnego przyczyniły się do aktualnego kryzysu i jak można spróbować go przezwyciężyć?*, [w:] *Nadzór korporacyjny*

- a przedsiębiorstwo*, Fundacja Rozwoju Uniwersytetu Gdańskiego, Sopot 2009.
- Jeżak J., *Czynniki determinujące efektywność nadzoru właścicielskiego w spółkach akcyjnych – wnioski z doświadczeń zachodnich*, [w:] *Strategiczne obszary nadzoru korporacyjnego zewnętrznego i wewnętrznego*, red. S. Rudolf, Wydawnictwo Uniwersytetu Łódzkiego, Łódź 2002.
- Jeżak J., *Ład korporacyjny. Doświadczenia światowe i kierunki rozwoju*, C.H. Beck, Warszawa 2010.
- Johnson S., La Porta L., Lopez-de-Silanes F., Shleifer A., *Tunneling*, „American Economic Review” 2000, vol. 90.
- Katz D., Kahn R.L., *Spoleczna psychologia organizacji*, PWN, Warszawa 1979.
- Kreft Z., *Synergia i symetria potencjałów i uprawnień podmiotów struktury holdingowej*, „Przegląd Organizacji” 2003, nr 5.
- Krupski R., Jasiński B., Stańczyk-Hugiet E., *Funkcje nadzoru korporacyjnego z perspektywy nauki o zarządzaniu*, [w:] *Zarządzanie w grupach kapitałowych – aspekty organizacyjne, finansowe, właścicielskie i personalne*, red. B. Nogalski, P. Walentynowicz, Wydawnictwo Wyższej Szkoły Administracji i Biznesu, Gdynia 2004.
- Kulesza T., *Systemowe uwarunkowania organizacyjno-prawne nadzoru właścicielskiego i nadzoru korporacyjnego w Polsce*, [w:] *Strategiczne obszary nadzoru korporacyjnego zewnętrznego i wewnętrznego*, red. S. Rudolf, Wydawnictwo Uniwersytetu Łódzkiego, Łódź 2002.
- Kwaśnicki R.L., Nilsson D., *Legalne działanie na szkodę spółki zależnej*, „Przegląd Prawa Handlowego” 2007, nr 12.
- Mesjasz C., *Przegląd koncepcji efektywności władania korporacyjnego*, [w:] *Nadzór korporacyjny a przedsiębiorstwo*, Fundacja Rozwoju Uniwersytetu Gdańskiego, Sopot 2009.
- Nadzór właścicielski w spółkach prawa handlowego*, red. S. Rudolf, Wydawnictwo Naukowe PWN, Warszawa 1999.
- Oplustil K., *Instrumenty nadzoru korporacyjnego (corporate governance) w spółce akcyjnej*, C.H. Beck, Warszawa 2010.
- Organizacja i zarządzanie – podstawy wiedzy menedżerskiej*, red. M. Przybyła, Wydawnictwo AE, Wrocław 2001.
- Peszko A., *Strategiczne funkcje nadzoru korporacyjnego w procesie rozwoju przedsiębiorstwa*, [w:] *Tendencje zmian w nadzorze korporacyjnym*, red. S. Rudolf, Wydawnictwo Uniwersytetu Łódzkiego, Łódź 2006.
- Pszczółowski T., *Mała encyklopedia prakseologii i teorii organizacji*, Ossolineum, Wrocław 1978.
- Romanowski M., *W sprawie potrzeby regulacji prawa grup kapitałowych w Polsce*, „Przegląd Prawa Handlowego” 2008, nr 7.
- Sikacz H., *Ocena sytuacji finansowej operacyjnych grup kapitałowych*, Oficyna Wolters Kluwer, Warszawa 2011.
- Stoner J.A.F., Ch. Wankel, *Kierowanie*, PWE, Warszawa 1992.
- Trocki M., *Grupy kapitałowe – tworzenie i funkcjonowanie*, Wydawnictwo Naukowe PWN, Warszawa 2004.
- Urbanek P., *Nadzór korporacyjny a wynagrodzenia menedżerów*, Wydawnictwo Uniwersytetu Łódzkiego, Łódź 2005.
- Wawrzyniak B., *Nadzór korporacyjny: perspektywy badań*, „Organizacja i Kierowanie” 2000, nr 2.
- Zalega K., *Corporate governance w podmiotach gospodarczych powiązanych kapitałowo – aspekty praktyczne*, „Przegląd Organizacji” 2003, nr 9.

EFFICIENCY OF CORPORATE GOVERNANCE AND BUSINESS GROUP FUNCTIONING

Summary: The article explores the relationship between efficiency of corporate governance and business group functioning. It defines criteria for evaluating the effectiveness of corporate governance. Then they were compared with the objectives of different types of entities belonging to a business group. Theoretical analysis shows that one should not evaluate the effectiveness of corporate governance in the group's entities in the same manner as in independent enterprises.

Key words: business group, corporate governance, efficiency.