

HANNA SIKACZ

NADZÓR WŁAŚCICIELSKI W GRUPIE KAPITAŁOWEJ

Wprowadzenie

W literaturze przedmiotu z terminem *corporate governance* związane jest pojęcie nadzoru właścicielskiego, które ma węższy zakres znaczeniowy. Nadzór właścicielski obejmuje wzajemne relacje właścicieli i zarządzających, pomijając – w przeciwieństwie do *corporate governance* – ważnych uczestników kształtujących wartości firmy i zainteresowanych jej wynikami oraz zachodzące między nimi relacje. Nadzór korporacyjny jest sprawowany zarówno przez właścicieli (akcjonariuszy), jak i przez innych – niebędących właścicielami, ale zainteresowanych bezpośrednio skutecznością zarządzania przedsiębiorstwem (interesariuszy). Interesariusze ci pochodzą z otoczenia korporacji i są to m.in.: instytucje państwowe, banki, rynek kapitałowy, związki zawodowe, pracownicy, partnerzy biznesowi (dostawcy, odbiorcy, kooperanci). Nadzór właścicielski zaś to nadzór sprawowany przez właściciela lub grupę właścicieli.

Nadzór właścicielski dotyczy głównie sposobu egzekwowania wiązki praw własnościowych (zwłaszcza relacji między akcjonariuszami i ich formalnymi przedstawicielami a zarządem), a *corporate governance* dotyczy szerszego oddziaływania formalnej i częściowo także nieformalnej struktury na najważniejsze decyzje podejmowane przez zarząd. Nadzór właścicielski polega na kontrolowaniu przebiegu działalności podległych podmiotów gospodarczych i reagowaniu w przypadku stwierdzenia nieprawidłowości.

Problematyka nadzoru właścicielskiego w grupach kapitałowych jest o tyle istotnym zagadnieniem, że dotyczy coraz większej liczby podmiotów tworzących często nawet bardzo rozbudowane formy zgrupowań przedsiębiorstw powiązanych kapitałowo. Ponadto w przypadku grup kapitałowych mamy do czynienia z rozszerzonym gronem interesariuszy, którymi są interesariusze wszystkich jednostek powiązanych w grupie.

W grupie kapitałowej problematyka nadzoru właścicielskiego dotyczy:

- nadzoru nad działalnością jednostki dominującej sprawowanego przez jej udziałowców/akcjonariuszy,
- nadzoru jednostki dominującej nad jednostkami podporządkowanymi,
- nadzoru sprawowanego przez spółki bezpośrednio podporządkowane jednostce dominującej nad innymi spółkami, w których mają one udziały kapitałowe.

Nadzór właścicielski nad działalnością jednostek podporządkowanych prowadzony z punktu widzenia interesów właściciela (udziałów lub akcji), tzn. jednostki dominującej, ma kluczowe znaczenie dla systemu zarządzania grupą kapitałową.

Celem niniejszego opracowania jest próba przedstawienia niektórych istotnych kwestii związanych z organizacją i instrumentami nadzoru właścicielskiego w grupie kapitałowej oraz czynnikami decydującymi o jego skuteczności.

Organizacja nadzoru właścicielskiego w grupie kapitałowej

Biorąc pod uwagę aspekt strukturalny organizacji nadzoru właścicielskiego, służby tego nadzoru mogą funkcjonować w strukturach jednostki dominującej lub poza nią. W jednostce dominującej może być wyodrębniona komórka nadzoru lub jej zadania mogą być wypełniane w ramach działalności innego wydziału (np. biura zarządu, finansowego, controllingu, rozwoju itp.). W ramach jednostki dominującej możemy mieć więc do czynienia z modelem z wyodrębnioną komórką nadzoru bądź z modelem bez wyodrębnionej komórki nadzoru. Wybór sposobu organizacji nadzoru właścicielskiego uzależniony jest od:

- rodzaju grupy kapitałowej (operacyjnej, zarządczej, finansowej),
- struktury grupy kapitałowej (pionowej, poziomej),
- liczby podmiotów wchodzących w skład grupy kapitałowej,
- złożoności grupy kapitałowej (liczby szczebli w strukturze grupy, liczby subholdingów),
- znaczenia jednostek podporządkowanych dla całej grupy (ocenianych według np. przychodów ze sprzedaży),
- celu i zadań nadzoru właścicielskiego.

Podstawowe zadania nadzoru właścicielskiego grupy kapitałowej to¹:

- opracowywanie projektów systemów ocen oraz nadzoru działalności spółek grupy, umożliwiających mierzenie i porównanie ich wpływu na efektywność gospodarczą grupy,
- opracowywanie i doskonalenie systemu monitorowania działalności spółek grupy w celu bieżącego rozpoznania ich kondycji ekonomicznej i prognozowania przyszłych wyników,
- tworzenie propozycji i rozwiązań systemu informacji do celów podejmowania decyzji przez kierownictwo grupy,
- inspirowanie polityki kadrowej grupy w zakresie obsad rad nadzorczych i zarządów jednostek podporządkowanych,
- opiniowanie wniosków dotyczących zbycia majątku jednostek podporządkowanych,
- inicjowanie przekształcania i likwidacji istniejących spółek grupy,

¹ M. Trocki: *Grupy kapitałowe. Tworzenie i funkcjonowanie*, PWN, Warszawa 2004, s. 304.

- ocena i inspirowanie rozwiązań organizacyjnych przyjmowanych w strukturach i umowach jednostek podporządkowanych,
 - ocena stopnia osiągania głównych celów gospodarczych grupy, a w razie potrzeby wnioskowanie ich modyfikacji lub działań korygujących,
 - przygotowywanie projektów zasad wynagradzania członków rad nadzorczych,
 - wnioskowanie udzielania absolutorii władzom jednostek podporządkowanych.
- Poza tym służba nadzoru właścicielskiego powinna realizować takie zadania, jak²:
- przygotowywanie wiarygodnej informacji dotyczącej stanu poszczególnych jednostek podporządkowanych dla potrzeb wewnętrznych oraz zewnętrznych,
 - organizowanie przekazu informacji od kierownictwa jednostki dominującej do jednostek podporządkowanych i odwrotnie,
 - nadzór nad działalnością operacyjną jednostek podporządkowanych w wybranych i ustalonych dziedzinach współdziałania,
 - ocena skutków ekonomiczno-organizacyjnych porozumień i umów holdingowych,
 - kontrola wykorzystania majątku w jednostkach podporządkowanych w zakresie ustalonym przez kierownictwo jednostki dominującej,
 - nadzór i ocena zgodności realizacji planów jednostek podporządkowanych ze strategią i planami grupy,
 - nadzór poprzez rady nadzorcze nad zarządami jednostek podporządkowanych według przyjętych standardów oceny,
 - nadzór nad działalnością rad nadzorczych,
 - monitorowanie bieżących wyników grupy w wybranych dziedzinach, porównywanie ich z wynikami innych grup oraz z normatywami, identyfikacja odchyłeń,
 - organizowanie posiedzeń rady grupy kapitałowej, zgromadzenia wspólników lub walnych zgromadzeń akcjonariuszy, rady nadzorczej jednostki dominującej,
 - kontrolowanie wykonania zadań wynikających z aktów prawnych, postanowień zgromadzeń wspólników lub walnych zgromadzeń akcjonariuszy i rady grupy kapitałowej odnośnie do jednostek podporządkowanych,
 - analizowanie i opiniowanie pod względem merytorycznym zasadności projektów uchwał wprowadzających zmiany w umowach lub statutach jednostek podporządkowanych oraz uchwał dotyczących połączenia, przekształcenia, rozwiązania lub likwidacji tych spółek, wnoszenia mienia do spółek itd.

Narzędzia nadzoru właścicielskiego w grupie kapitałowej

Wybór odpowiednich instrumentów, obok określenia właściwego zakresu i odpowiedniej organizacji nadzoru właścicielskiego, jest jedną z ważniejszych kwestii do roz-

² *Ibidem*, s. 304–305.

strzygnięcia na etapie tworzenia zasad funkcjonowania nadzoru właścicielskiego w grupie kapitałowej.

Organ sprawujący nadzór właścielski w grupie kapitałowej ma możliwość posługiwania się kodeksową i pozakodeksową jego formą. Skuteczny nadzór właścielski w grupie kapitałowej jest zazwyczaj sumą obu form. Kodeksowy nadzór właścielski jest to nadzór oparty na regulacjach nadzoru właścielskiego określonych w obowiązującym w Polsce kodeksie spółek handlowych i sprecyzowanych w umowach lub statutach spółek. Nadzór kodeksowy może być realizowany poprzez zgromadzenie wspólników lub poprzez walne zgromadzenie akcjonariuszy i poprzez rady nadzorcze. Wzmocnieniem nadzoru kodeksowego jest pozakodeksowa forma nadzoru. Przez pojęcie pozakodeksowych form nadzoru rozumie się nadzór nad jednostkami podporządkowanymi grupy, oparty na innych niż kapitałowe powiązaniach uczestników grupy, takich jak powiązania operacyjne, majątkowe, kontraktowe i personalne. Jednym z najważniejszych elementów decydujących o możliwości i zakresie wykorzystania odpowiednich narzędzi do sprawowania nadzoru właścielskiego nad jednostkami podporządkowanymi jest jednak wielkość udziału w kapitale spółki podporządkowanej. Podstawą pozakodeksowego nadzoru właścielskiego są porozumienia i umowy spółki. Nadzór pozakodeksowy może być realizowany przez zarząd jednostki dominującej oraz służby funkcjonalne jednostki dominującej.

Narzędzia wspomagające nadzór właścielski to:

- raportowanie,
- audyty,
- procedury,
- informacje od członków rady nadzorczej.

Różnego rodzaju raporty (ekonomiczno-finansowe, techniczne, handlowe, personalne itp.) będące jednym z narzędzi wspomagania nadzoru właścielskiego mają służyć szybkemu dostępowi do informacji o spółkach, kontroli wykonania budżetu, przeprowadzaniu analiz i sporządzaniu sprawozdań. Raporty tworzone w ramach nadzoru właścielskiego mogą być tworzone na potrzeby różnych interesariuszy grupy, ale przede wszystkim na potrzeby organów statutowych grupy (zarząd, rada nadzorcza, walne zgromadzenie itp.). Tworzenie raportów o spółkach należących do grupy kapitałowej wymaga ścisłej współpracy między tymi spółkami, odpowiedzialnymi za zbieranie i wysyłanie danych, a służbami nadzoru właścielskiego, odpowiedzialnymi za przetwarzanie, konsolidację i analizę danych. Ważną kwestią przy omawianiu tego narzędzia jest częstotliwość i termin raportowania, a nie bez znaczenia jest jednak czynnik czasu ujawnienia informacji. Przygotowanie raportu całej grupy kapitałowej jest procesem wymagającym wielu działań.

Duża złożoność grupy kapitałowej, w których dodatkowo w skład wchodzi zagraniczne spółki zależne, znacznie utrudnia pozyskiwanie danych w krótkim okresie. Najczęściej raporty finansowe o podmiotach zależnych i stowarzyszonych w grupie kapitałowej powstają kwartalnie. Częstsze raportowanie sprzyja przejrzystości i dostępności do informacji. Publikacja raportu kwartalnego umożliwia akcjonariuszom dostęp do danych finan-

sowych, zanim opublikowany zostanie raport roczny. Spółki, które dobrze komunikują się z rynkiem, raczej nie rezygnują z częstszych raportów, gdyż ich publikacja jest odbierana pozytywnie przez inwestorów i pozwala szybciej się zapoznać z sytuacją w spółce.

Celem audytu jest poznanie spółek, kontrola przebiegu procesów i wiarygodności danych, kontrola realizacji zaleceń oraz prewencja. Audyty prowadzone w spółkach grupy kapitałowej mogą być audytami technicznymi, księgowo-finansowymi, dotyczącymi procedur itp. Wykonawcami audytu mogą być pracownicy jednostki dominującej lub firmy zewnętrzne.

Narzędziem wspomagającym nadzór właścicielski w grupach kapitałowych jest wprowadzanie wspólnych procedur obowiązujących w różnych obszarach funkcjonowania spółek grupy kapitałowej (m.in. w obszarze produkcji, rachunkowości, bezpieczeństwa, ochrony środowiska, kadr, komunikacji, informatyki, obiegu dokumentów). Mogą być one związane ze spełnieniem wymogów giełdowych i prawnych (np. Międzynarodowych Standardów Rachunkowości). Celem wprowadzenia wspólnych procedur dla całej grupy kapitałowej jest także łatwość kierowania i kontroli oraz ujednoczenie procesów w grupie.

Informacje uzyskiwane od członków rad nadzorczych stanowią uzupełnienie informacji o spółkach i jednocześnie pełnią funkcję systemu wczesnego ostrzegania i kontroli wybranych obszarów działalności tych spółek. Celem pozyskiwania informacji od rad nadzorczych jest także weryfikacja zgromadzonych już danych o spółkach.

Sposoby wywierania wpływu na spółki grupy kapitałowej

Jednostka dominująca, jako spółka sprawująca kontrolę lub współkontrolę nad inną jednostką, zapewnia sobie możliwość wywierania wpływu na spółki z grupy kapitałowej poprzez odpowiednie zapisy w umowach (statutach) tych spółek, obsadzanie organów spółki (zarządy, rady nadzorcze), tworzenie systemów motywacyjnych i zatwierdzanie budżetów.

Najważniejsze zapisy, jakie są zawarte w umowie spółki lub jej statucie, umożliwiające wpływanie na spółki z grupy kapitałowej, to zapisy mówiące o: prawach i obowiązkach akcjonariuszy (udziałowców), uprzywilejowaniu akcji (udziałów), zasadach powoływania i odwoływania organów spółki, kompetencjach poszczególnych organów, większości niezbędnej do podejmowania uchwał.

Jednostka dominująca ma możliwość oddziaływania właścicielskiego na spółki z grupy poprzez wpływanie na obsadę organów tych jednostek. Powinna ona odgrywać znaczącą rolę przy obsadzie organów jednostek z grupy kapitałowej. Decyzje te powinny być podejmowane na podstawie ustalonych zasad wyboru tych organów (konkursy, elementy ścieżki kariery itp.), które określają wymagane kompetencje dla członków organów spółek grupy. Cele i zadania wypełnianie przez organy spółek grupy oraz system pracy w tych spółkach (regulaminy, procedury wewnętrzne) powinny być zgodne z interesami jednostki dominującej.

System motywacyjny dla organów spółek grupy kapitałowej determinuje sposób zarządzania spółkami i wpływa także na to, jakiego rodzaju pracowników może zatrudnić spółka na kierowniczych stanowiskach. Wysokość wynagrodzeń osób zasiadających w organach największych przedsiębiorstw wzbudza zainteresowanie wielu odbiorców. Istotną problematyką z punktu widzenia nadzoru właścicielskiego jest stworzenie odpowiedniego systemu wynagrodzenia członków zarządu, rad nadzorczych pracowników zajmujących się nadzorem właścicielskim, powiązanego z systemem ocen (czynnikami determinującymi wysokość wynagrodzeń). Odpowiedni system zachęt i bodźców powinien uwzględniać: wynagrodzenie zasadnicze (stała miesięczna pensja), wynagrodzenie zmienne (uzależnione od stopnia realizacji wyznaczonych celów – premie, nagrody, akcje, opcje na akcje) oraz świadczenia dodatkowe (ubezpieczenie, samochód służbowy, opieka medyczna, szkolenia itp.).

Ważnym obszarem oddziaływania właścicielskiego jednostki dominującej na spółki podporządkowane jest obszar finansów. Polityka finansowa jednostki dominującej obejmuje planowanie i kontrolę wyników finansowych spółek należących do grupy kapitałowej oraz optymalizację przepływów środków pieniężnych w grupie (polityka wewnętrznych i zewnętrznych źródeł finansowania, w tym transfer środków inwestycyjnych w grupie, polityka dywidendy, polityka amortyzacji itd.).

Skuteczność nadzoru właścicielskiego w grupie kapitałowej

Warunki panujące w otoczeniu przedsiębiorstw mają bez wątpienia wpływ na działania oraz na efektywność nadzoru nad tymi działaniami. Czynniki te można ogólnie sklasyfikować jako zewnętrzne. Przedmiotem zainteresowania tej części opracowania są jednak czynniki, które można ogólnie sklasyfikować jako wewnętrzne, zależne od działań podejmowanych w ramach grupy kapitałowej.

Dobór właściwie przygotowanych członków rad nadzorczych i doskonalenie kryteriów doboru kadry zarządzającej spółkami może zapewnić prawidłowe funkcjonowanie nadzoru właścicielskiego. Zagadnienia, na które organy nadzorujące oraz zarządzający powinni zwrócić szczególną uwagę w kontekście nadzoru właścicielskiego w grupie kapitałowej to m.in.: dostosowanie nadzoru właścicielskiego do typu grupy kapitałowej, prawidłowe zorganizowanie tego nadzoru, dostęp do informacji o spółkach z grupy kapitałowej wsparty systemem informatycznym umożliwiającym przepływ informacji bez zakłóceń w odpowiednim czasie w celu monitorowania i oceny działalności ekonomicznej i finansowej spółek z grupy.

Zakres nadzoru właścicielskiego jest zależny między innymi od typu grupy. Konieczność harmonizacji działalności operacyjnej nie tylko w horyzoncie strategicznym (długookresowym), lecz także taktycznym (średniookresowym), a nawet operatywnym (krótkookresowym) oraz rozszerzenie zakresu współdziałania spółek na inne dziedziny powiązane z działalnością operacyjną (inwestowanie i finansowanie rozwoju, marketing i promocja,

rachunkowość i finanse, zarządzanie kadrami, zapewnienie jakości itd.) w operacyjnych i zarządczych grupach kapitałowych powoduje rozszerzenie zakresu nadzoru. Nadzór musi więc być zarówno strategiczny, taktyczny, jak i operatywny oraz ogólny (tzn. dotyczący całokształtu działalności nadzorowanego przedsiębiorstwa), a także dotyczyć poszczególnych dziedzin współdziałania. Autonomiczność operacyjna uczestników grupy kapitałowej ma miejsce w przypadku holdingów finansowych. Współdziałanie uczestników grupy finansowej jest zatem ograniczone do horyzontu strategicznego i taktycznego, a w zakresie współdziałania do inwestycji i finansowania rozwoju oraz finansów. Nadzór nad działalnością jednostek podporządkowanych może być więc ograniczony odpowiednio do tego zakresu.

Warunkiem skonstruowania skutecznego systemu nadzoru właścicielskiego w grupie kapitałowej jest określenie i opisanie wzajemnych relacji i zależności zachodzących pomiędzy władzami i zasobami spółek wchodzących w skład grupy kapitałowej. Prawidłowe zorganizowanie nadzoru właścicielskiego wymaga trafnego określenia systemu zarządzania tą grupą, w której nadzór ten ma być realizowany. Sprawowanie jednolitego nadzoru właścicielskiego w grupie kapitałowej o rozbudowanych strukturach i powiązaniach kapitałowych pionowych i poziomych jest konieczne do osiągnięcia zamierzonych celów strategicznych.

Zasady sprawowania nadzoru właścicielskiego powinny być jednolite dla całej grupy kapitałowej oraz powinny określać zakres zadań, procedury i kompetencje organu, który będzie wykonywał czynności związane ze sprawowaniem nadzoru właścicielskiego. Istotne jest, aby jednostka sprawująca nadzór właścicielski była wyniesiona do poziomu bezpośredniej podległości zarządowi w strukturze organizacyjnej spółki dominującej. Spółka ta, z racji silniejszej zazwyczaj pozycji właścicielskiej od pozostałych właścicieli, ma większe możliwości zapewnienia profesjonalnego nadzoru poprzez wykorzystanie swojego potencjału kadrowego, organizacyjnego i finansowego. Jednostka dominująca ma także możliwość dodatkowego oddziaływania na jednostki podporządkowane poprzez powiązania operacyjne, majątkowe, kontraktowe i personalne z jej jednostkami. Odmierna sytuacja właścicielska jednostki dominującej od innych właścicieli wynika z możliwości wykorzystania takich efektów, jak integracja (koncentracja) działalności rynkowej, operacyjnej, finansowej, kadrowej itd. uczestników grupy. Zaangażowanie kapitałowe jednostki dominującej w jej spółkach podporządkowanych jest więc związane z innymi celami niż zwrot zainwestowanego kapitału. W związku z powyższym nadzór właścicielski w grupach kapitałowych nie może być ograniczony do kontroli efektywności zainwestowanego kapitału, lecz musi dotyczyć realizacji szerszych celów gospodarczych grupy³.

³ Opis szczegółowych zadań służby nadzoru właścicielskiego i jej organizacji znaleźć można w literaturze przedmiotu: K.A. Lis, H. Sterniczek: *Nadzór korporacyjny*, Oficyna Ekonomiczna Kraków 2005; M. Jerzemowska: *Nadzór korporacyjny*, PWE, Warszawa 2001; natomiast zagadnienia dotyczące skuteczności i efektywności nadzoru właścicielskiego są zawarte m.in. w: M. Gruszczyński: *Ekonometria nadzoru korporacyjnego*, SGH, Warszawa 2003; S. Rudolf, T. Janusz i in.: *Efektywny nadzór korporacyjny. Teoria i praktyka*, PWE, Warszawa 2002; M. Aluchna, M. Dzierżanowski i in.: *Analiza empiryczna relacji między strukturą nadzoru korporacyjnego (corporate governance) a wskaźnikami ekonomicznymi i wyceną spółek notowanych na GPW*, Instytut Badań nad Gospodarką Rynkową, Gdańsk 2002.

Dostęp jednostki dominującej do wiarygodnych, pełnych i aktualnych informacji o działalności i planach spółki podporządkowanej jest warunkiem niezbędnym do podejmowania w odpowiednim czasie właściwych decyzji właścicielskich. Bardzo ważną kwestią, związaną z wymaganiami zawartymi w przepisach prawnych (kodeks spółek handlowych), umowach (statutach) spółek i wymaganiami wewnętrznymi w grupie kapitałowej, przy okazji omawiania narzędzi nadzoru właścicielskiego, jest organizacja przepływu informacji. Sprawny przepływ informacji, odbywający się bez zakłóceń, wymaga odpowiedniego systemu informatycznego. Rozwiązania tego systemu wymagają zaprojektowania jego dla dwóch głównych grup użytkowników:

- jednostek zależnych i stowarzyszonych, odpowiedzialnych za proces dostarczania danych dla potrzeb konsolidacji,
- jednostki dominującej, koncentrującej się na kontroli procesu pozyskiwania danych oraz konsolidacji właściwej wyników jednostkowych.

Rozwiązania skutecznego systemu informatycznego, wspomagającego nadzór właścicielski w realizacji zadań, powinna charakteryzować:

- pełna kontrola procesu planowania finansowego i monitorowania odchyłeń w jednostkach zależnych i stowarzyszonych,
- wielowymiarowa konsolidacja menedżerska wyników finansowych grupy w układzie plan – wykonanie – odchylenie według m.in. segmentów operacyjnych, jednostek biznesowych (podgrup kapitałowych i/lub dywizji), kierunków geograficznych,
- wielokryterialny benchmarking jednostek zależnych i stowarzyszonych, analiza kierunków zmian pozycji finansowej spółek oraz ich wpływu na skonsolidowane wyniki grupy,
- szybkie raportowanie, automatyczne drażenie danych w poszukiwaniu przyczyn odchyłeń oraz wczesne ostrzeżenie przed zagrożeniami,
- systematyczne gromadzenie danych i informacji o efektywności realizacji procesów planowania finansowego w spółkach, tworzenie korporacyjnej bazy wiedzy umożliwiającej m.in. ocenę szans i zagrożeń realizacji celów finansowych grupy,
- praca z dedykowanym modelem wspomagającym planowanie oraz wielowariantowe analizy ryzyka realizacji projekcji finansowych (analizy typu „co, jeśli?”),
- wsparcie procesu negocjacji celów finansowych oraz kierunków ich realizacji,
- bieżący monitoring odchyłeń oraz wczesne ostrzeżenie o zagrożeniach,
- prognozy wyników na bazie aktualnego wykonania, okresowe estymacje realizacji planów finansowych.

Podsumowanie

Ważnym wyzwaniem dla kadry kierowniczej na najwyższych szczeblach w strukturze grupy kapitałowej i jednocześnie trudnym zagadnieniem jest ocena efektywności funk-

cjonowania grupy na potrzeby podnoszenia jej sprawności funkcjonowania, wydajności i efektywności. Jednym z ważniejszych zagadnień związanych z podnoszeniem efektywności grupy kapitałowej jest sprawowanie nadzoru właściwego nad spółkami podporządkowanymi. Niniejsze opracowanie należy traktować jako pewien element w procesie poznawania problematyki nadzoru właścicielskiego w grupie kapitałowej.

Literatura

- Aluchna M., Dzierżanowski M. i in.: *Analiza empiryczna relacji między strukturą nadzoru korporacyjnego (corporate governance) a wskaźnikami ekonomicznymi i wyceną spółek notowanych na GPW*, Instytut Badań nad Gospodarką Rynkową, Gdańsk 2002.
- Gruszczyński M.: *Ekonometria nadzoru korporacyjnego*, SGH, Warszawa 2003.
- Jerzemowska M.: *Nadzór korporacyjny*, PWE, Warszawa 2001.
- Lis K.A., Sterniczek H.: *Nadzór korporacyjny*, Oficyna Ekonomiczna, Kraków 2005.
- Rudolf S., Janusz T. i in.: *Efektywny nadzór korporacyjny. Teoria i praktyka*, PWE, Warszawa 2002.
- Szumielewicz W.: *Cash management w grupach kapitałowych. Diagnozowanie, kształtowanie, ocena*, Difin, Warszawa 2009.
- Trocki M.: *Grupy kapitałowe. Tworzenie i funkcjonowanie*, PWN, Warszawa 2004.

dr inż. Hanna Sikacz
Uniwersytet Ekonomiczny we Wrocławiu

Streszczenie

Problematyka nadzoru właścicielskiego w grupach kapitałowych jest o tyle istotnym zagadnieniem, że dotyczy coraz większej liczby podmiotów tworzących często nawet bardzo rozbudowane formy zgrupowań przedsiębiorstw powiązanych kapitałowo. Ponadto w przypadku grup kapitałowych mamy do czynienia z rozszerzonym gronem interesariuszy, którymi są interesariusze wszystkich jednostek powiązanych w grupie. Celem niniejszego opracowania jest próba przedstawienia niektórych istotnych kwestii związanych z organizacją i instrumentami nadzoru właścicielskiego w grupie kapitałowej oraz czynnikami decydującymi o jego skuteczności.

CORPORATE GOVERNANCE OF CAPITAL GROUP**Summary**

Corporate governance of capital group is a very important issue because this topic concerns more and more companies which are expanded by relations of capital. In addition, in capital groups we have more stakeholders who are stakeholders of all companies of a capital group. The goal of the article is to attempt to present some very important issues of organization and instruments of corporate governance of a capital group and factors influencing effectiveness.