



UNIWERSYTET SZCZECIŃSKI
**INSTYTUT EKONOMII
I FINANSÓW**

mgr Aurelia Eliza Bajerska

**Związek kadencyjności prezesa zarządu i organów
statutowych z wynikami spółek publicznych w Polsce
i w krajach bałtyckich**

/rozprawa doktorska w dyscyplinie naukowej ekonomia i finanse/

Promotor rozprawy doktorskiej:
dr hab. Katarzyna Byrka-Kita, prof. US
Uniwersytet Szczeciński

Promotor pomocniczy:
dr Mateusz Czerwiński
Uniwersytet Szczeciński

Szczecin 2025

Spis treści

1. Uzasadnienie wyboru tematu	3
2. Cel rozprawy i hipotezy badawcze.....	7
3. Struktura pracy	12
4. Charakterystyka próby badawczej i zastosowane metody badawcze	13
5. Wyniki przeprowadzonych badań	20
6. Wnioski końcowe.....	23
Bibliografia	26

1. Uzasadnienie wyboru tematu

Od lat osiemdziesiątych XX wieku problematyka nadzoru korporacyjnego skupia uwagę badaczy. Złożoność mechanizmów odpowiedzialnych za efektywne funkcjonowanie przedsiębiorstw, w szczególności spółek publicznych, sprawia, że zagadnienia te cieszą się niesłabnącym zainteresowaniem autorów zajmujących się zarówno przedsiębiorstwami niefinansowymi (Gelter i Puaschunder, 2021; Ellili, 2022), jak i finansowymi (Arnaboldi, 2019; Hopt, 2021). Zarówno ujęcia teoretyczne, jak i badania empiryczne podejmowane w nurcie nadzoru korporacyjnego dostarczają cennej wiedzy na temat sposobów funkcjonowania współczesnych przedsiębiorstw. Jednym z kluczowych mechanizmów nadzoru korporacyjnego jest powoływanie i odwoływanie członków organów statutowych (Shleifer i Vishny, 1997; Hermalin i Weisbach, 1998). Mechanizm ten pełni ważną rolę w kształtowaniu strategii zarządzania oraz w procesie minimalizowania konfliktów między zarządzającymi a interesariuszami. W ramach tego mechanizmu istotnym zagadnieniem jest długość trwania kadencji.

Pojęcie długości kadencji¹ zostało uregulowane m.in. w Kodeksie spółek handlowych i odnosi się do maksymalnego czasu pełnienia funkcji przez członka organu statutowego w ramach jednej kadencji. Jednak w kontekście specyfiki badań z zakresu nadzoru korporacyjnego przedstawionych w rozprawie, przyjęto podejście, które ma bardziej empiryczny wymiar. Długość kadencji określana jest w pracy jako łączny okres pełnienia funkcji przez danego członka organu statutowego w jednej spółce na tym samym stanowisku, niezależnie od liczby kolejnych odrębnych powołań. Podejście to uwzględnia specyfikę powtarzającego się procesu nominacji, w którym każde następujące po sobie powołanie tej samej osoby na to samo stanowisko traktowane jest jako kontynuacja kadencji. W ramach tej koncepcji całkowity czas pełnienia funkcji nie jest ograniczony, choć pojedyncza kadencja nie może przekraczać maksymalnego okresu określonego przepisami prawa. Taki sposób ujmowania długości kadencji umożliwia kompleksową analizę związku czasu sprawowania funkcji z wynikami przedsiębiorstw, co stanowi kluczowy aspekt badań prowadzonych w rozprawie doktorskiej. Wprowadzenie tej definicji pozwala na uwzględnienie zjawisk takich jak wielokrotne reelekcje oraz ich potencjalny wpływ na efektywność zarządzania w perspektywie długoterminowej. W konsekwencji, długość kadencji w ujęciu przyjętym w pracy odnosi się do skumulowanego doświadczenia i jego wpływu na działalność spółki, co

¹ W systemie anglosaskim kadencja określana jest jako tenure.

czyni tę miarę przydatnym narzędziem w analizach empirycznych jej związku z wynikami spółki.

Badania nad kadencyjnością, w szczególności prezesa zarządu², ewoluowały równolegle w pracach z zakresu finansów oraz zarządzania (Darouichi i in., 2021). W konsekwencji opracowania, w których długość kadencji była jednym z wątków badawczych były publikowane w periodykach zarówno z zakresu finansów jak i zarządzania. Jednakże, mimo wspólnego zainteresowania tematyką kadencji, każda z tych dyscyplin czerpie z innych teorii.

Badania z zakresu finansów dotyczące kadencyjności najczęściej odwołują się do jednej z fundamentalnych teorii ładu korporacyjnego, jaką jest teoria agencji (Fama i Jensen, 1983; Jensen i Meckling, 1976). Autorzy tej teorii, zwracają uwagę, że motywacje oraz cele poszczególnych członków (tj. cele właściciela i zarządzającego) mogą się różnić, co prowadzi do wewnętrznych konfliktów. W celu złagodzenia konfliktów między stronami, w ramach teorii agencji proponuje się szereg działań. Jednym z nich jest zawieranie kontraktów z menedżerami (istotnym elementem kontraktu jest długość sprawowanej kadencji). Kolejnym działaniem jest prowadzenie sprawnego monitorowania poczynań zarządzającego poprzez ustanawianie rad nadzorczych, a w ich ramach różnych komitetów. Trzeci mechanizm ma na celu minimalizację asymetrii informacji poprzez nałożenie na spółki publiczne obowiązków informacyjnych. Działania takie mają przyczynić się do sprawnego działania organów statutowych i maksymalizacji efektywności spółki (Jarugowa, 1991, s. 22). Z perspektywy teorii agencji, czas trwania kadencji jest istotny dla zachowania równowagi między stabilnością a innowacyjnością zarządzania (Hu i Alon, 2014).

Teoria okopania jest kolejną, często analizowaną teorią w nurcie finansów (Shleifer i Vishny, 1989; Hermalin i Weisbach, 1998). Zgodnie z jej założeniami zbyt długa kadencja kadry zarządzającej może prowadzić do okopania na zajmowanym stanowisku. Długie kadencje menedżerów mogą sprzyjać budowaniu ich własnych interesów i dalszemu umacnianiu pozycji w spółce (np. zawieranie z ich punktu widzenia korzystnych umów, czy też powiększanie firmy w drodze fuzji i przejęć). Oznacza to, że wraz z umacnianiem pozycji

² W jednostopniowym modelu nadzoru korporacyjnego, charakterystycznym dla systemów anglo-amerykańskich, funkcję centralną w strukturze zarządzania pełni *Chief Executive Officer* (CEO), który łączy w sobie zarówno kompetencje zaradcze, jak i uczestniczy w organie nadzorczym. CEO jest najwyższym rangą dyrektorem wykonawczym, odpowiedzialnym za bieżące funkcjonowanie spółki, realizację strategii oraz kierowanie radą dyrektorów. Uregulowania prawne oraz dominujący w Polsce i krajach bałtyckich model dwupoziomowy nadzoru korporacyjnego, oparty na wyraźnym rozdzieleniu funkcji zaradczych i nadzorczych, sprawiają, że odpowiednikiem stanowiska CEO w tych systemach jest prezes zarządu (dyrektor generalny/dyrektor zarządzający). Na potrzeby niniejszej rozprawy doktorskiej określenie prezes zarządu oraz CEO są używane zamiennie.

w spółce, motywacja zarządzających do efektywnego działania i poprawy wyników finansowych firmy może spadać.

Równie często przywoływaną teorią ładu korporacyjnego w badaniach z zakresu finansów, jest teoria służebności (Argryis, 1973; Davis i in., 1997; Schillemans, 2013). Zgodnie z nią, w przeciwieństwie do założeń teorii agencji, relacja między menedżerami a właścicielami opiera się na wzajemnym zaufaniu, budowaniu trwałych wartości i zaangażowaniu w długoterminowy sukces spółki, a nie realizacji krótkookresowych celów zarządzającego. Z tego punktu widzenia, długość kadencji zarządzającego jest istotnym czynnikiem w budowaniu stabilności organizacyjnej spółki.

W odniesieniu do kadencyjności organów statutowych, w badaniach z zakresu zarządzania, najczęściej przywoływaną teorią jest teoria zasobowa (Barney, 1991; Dalton i in., 1998; Hillman i Dalziel, 2003; Daily i in., 2003; Jacklinga i Johla, 2009). Zgodnie z nią, przewaga konkurencyjna spółki na rynku i sprawność działania zależy od posiadanych zasobów. Wśród tych zasobów są zasoby osobowe, a w szczególności kadra sprawująca kluczowe stanowiska w spółkach, a więc członkowie zarządów i rad nadzorczych. Niebagatelne znaczenie ma w tym kontekście długość kadencji zarządu i rady nadzorczej. Wraz z wydłużaniem się stażu pracy członków organów statutowych rośnie ich wiedza i doświadczenie, co przekłada się na bardziej efektywne zarządzanie oraz wyższą skuteczność działania przedsiębiorstwa (Kabir i in., 2023). Z tego powodu Faleye i in. (2013) uważają, że zarządy z dłuższą kadencją generują lepsze wyniki finansowe. Ponadto Howton (2006) podkreśla, że długość kadencji zarządu ma pozytywny wpływ na zdolność przedsiębiorstwa do przetrwania na rynku, wzmacniając jego stabilność i adaptacyjność.

Kolejną koncepcją w nurcie zarządzania jest teoria wyższego kierownictwa (Hambrick i Mason, 1984). Hambrick i Mason, (1984) wskazali na występowanie związku między cechami osoby zajmującej stanowisko kierownicze a rezultatami działalności organizacji. Zawężeniem teorii wyższego kierownictwa do elementów związanych z długością kadencji CEO oraz wynikami spółek jest koncepcja cyklu życia (sezonowości kadencji) menedżera, zaproponowana przez Hambricka i Fukutomiego (1991) oraz koncepcja cyklu życia CEO zaproponowana przez Citrina i in. (2019).

Hambrick i Fukutomi (1991) oraz Citrin i in. (2019) argumentują, że wzrost długości kadencji dyrektorów generalnych wpływa pozytywnie na wyniki firmy. Wynika to z faktu, że wraz z długością kadencji wzrasta ich doświadczenie i wiedza o zarządzanej przez nich firmie oraz jej otoczeniu (*Expertise Hypothesis*). Jednocześnie Hambrick i Fukutomi (1991) zwracają uwagę, że długość kadencji może mieć negatywny wpływ na zaangażowanie zarządzającego.

Im dłużej dyrektor generalny pozostaje na stanowisku, jego pozycja w spółce się wzmacnia, a co za tym idzie jego motywacja do poszerzania wiedzy i nabywania nowych umiejętności maleje. W konsekwencji wyniki spółki mogą ulec pogorszeniu (Brochet i in., 2021). Pozostający zbyt długo na stanowisku członkowie organów statutowych mogą również podejmować nieuzasadnione i zbyt ryzykowne decyzje (Simsek, 2007). Z kolei, zarządzający będący na początkowym etapie zatrudnienia często unikają ryzyka i przyjmują postawy strategiczne, które sprzyjają bezpieczeństwu ich kariery (McClelland i in., 2012). W literaturze dominuje pogląd, że wraz z wydłużaniem się kadencji dyrektora zarządzającego, jego zdolności adaptacji do zmieniających się warunków zewnętrznych i wewnętrznych funkcjonowania firmy maleją (Miller, 1991). Problem ten zyskuje na znaczeniu w warunkach niestabilności otoczenia spółki (McClelland i in., 2012).

Z przeprowadzonych studiów literaturowych wynika, że w pracach, w których podejmowany jest wątek kadencyjności, autorzy koncentrują się przede wszystkim na osobie prezesa zarządu (Finkelstein i in., 2009). Jednakże, większość badań skupiała się głównie na konsekwencjach wynikających z działań podejmowanych przez prezesów zarządów w trakcie ich kadencji, często pomijając, aspekt długości kadencji lub traktując go jako zmienną kontrolną. Badania, w których główną zmienną objaśniającą była długość kadencji prezesa zarządu, dotyczyły tematów związanych z: motywacjami prezesów, władzą prezesów, wpływie społecznym prezesów, postrzeganiu interesariuszy, powiązaniu kadencji z kapitałem ludzkim oraz wpływie kadencji na szeroko rozumiane wyniki spółek (Darouichi i in., 2021). Przy czym, jak podkreśla Miller (1991), czas stażu pracy prezesa zarządu stanowi główny czynnik determinujący wyniki spółek. Do podobnych wniosków prowadzą rozważania Finkelstein i in., (2009), którzy również wskazują, że długość kadencji dyrektora generalnego może wpływać na realizację strategii oraz wyniki przedsiębiorstw.

Ponadto, zdecydowana większość prac badających zależność między długością kadencji a wynikami finansowymi była prowadzona na próbach pochodzących z rynku amerykańskiego (Luo i in., 2014; Su i Sauerwald, 2018; Brochet i in., 2021; Choi i in., 2021) i chińskiego (Hu i Alon, 2014; Xie i in., 2019; Liu i Jiang, 2020). Prace empiryczne dotyczące Stanów Zjednoczonych, Australii i Wielkiej Brytanii, gdzie obowiązuje jednostopniowy system nadzoru korporacyjnego, odnoszą się przede wszystkim do długości kadencji organu statutowego, jakim jest rada dyrektorów. Badania empiryczne nad długością kadencji na innych niż brytyjski, europejskich rynkach kapitałowych, były dotychczas prowadzone w ograniczonym zakresie i dotyczyły najczęściej mieszanych i jednostopniowych modeli ładu korporacyjnego np. we Francji (Ahmadi i in., 2018) i Włoszech (Cuccellii i Micucci, 2019).

Rzadziej, przedmiotem analiz były europejskie spółki funkcjonujące w systemach dwustopniowych (Głowka i in., 2021).

Ponadto należy zaznaczyć, że długość kadencji stosunkowo rzadko była głównym problemem badawczym podejmowanym dotychczas w badaniach empirycznych. Niemniej jednak bardzo często była ona uwzględniana w zbiorze zmiennych kontrolnych estymowanych modeli ekonometrycznych. Studia literaturowe wskazują, że rezultaty badań w zakresie kadencyjności nie są konkluzywne zarówno na płaszczyźnie istnienia związku między długością kadencji i wynikami spółek, jak i kierunków tego związku. Różnice wynikają zarówno ze stosowania odmiennych metod badawczych, regionu badawczego, wielkości prób badawczych, horyzontu badawczego, jak i sektora, w ramach którego spółka prowadzi działalność gospodarczą. Należy przypuszczać, że kluczowym czynnikiem może być również model nadzoru korporacyjnego w kraju analizy (model jednostopniowy, dwustopniowy lub mieszany).

W trakcie studiów literaturowych nie zidentyfikowano analiz, które podejmowałyby tematykę związku długości kadencji zarówno prezesa zarządu, jaki i organów statutowych z wynikami spółek w regionie Europy Środkowo-Wschodniej, w szczególności w Polsce i w krajach bałtyckich takich jak Litwa, Łotwa i Estonia. W związku z tym, w dysertacji postanowiono zbadać, jaki jest charakter związku między długością kadencji prezesa zarządu i organów statutowych (zarządu i rady nadzorczej) a wynikami spółek w wymienionych krajach, w których funkcjonuje dwustopniowy model nadzoru korporacyjnego.

2. Cel rozprawy i hipotezy badawcze

Głównym celem rozprawy jest **identyfikacja i ocena związku między długością kadencji prezesa zarządu i organów statutowych a miarami wyników spółek publicznych z Polski i krajów bałtyckich w latach 2010-2020**. Realizację celu głównego oparto na następujących celach częściowych: 1) Przegląd i omówienie podstaw teoretycznych dotyczących nadzoru korporacyjnego i kadencyjności członków organów statutowych; 2) Identyfikacja podobieństw i różnic rozwiązań legislacyjnych w zakresie powoływania i funkcjonowania organów statutowych w Polsce i w krajach bałtyckich; 3) Przegląd badań dotyczących związku między długością kadencji prezesa zarządu a wynikami spółek; 4) Charakterystyka długości kadencji członków organów statutowych w Polsce i w krajach bałtyckich; 5) Wskazanie i porównanie kierunku związku między długością kadencji prezesa zarządu a rynkowymi oraz księgowymi wynikami spółek w Polsce i w krajach bałtyckich; 6) Wskazanie i porównanie kierunku związku między długością kadencji członków organów

statutowych w podziale na zarząd i radę nadzorczą; 7) Wskazanie i porównanie kierunku związku między długością kadencji prezesa zarządu a wynikami spółek w przypadku krótkich i długich kadencji. Dodatkowo zaproponowano cel metodyczny oraz aplikacyjny. Celem metodycznym jest ustalenie kryteriów służących do pomiaru długości kadencji. Natomiast cel aplikacyjny polega na sformułowaniu praktycznych rekomendacji dla właścicieli oraz członków rad nadzorczych dotyczących związku między długością kadencji członków organów statutowych a wynikami spółek.

Na potrzeby weryfikacji celu badawczego rozprawy sformułowano trzy hipotezy główne:

- H1:** Istnieje statystycznie istotny związek między długością kadencji prezesa zarządu a wynikami spółek;
- H2:** Istnieje statystycznie istotny związek między długością kadencji organów statutowych (zarządów i rad nadzorczych) a wynikami spółek;
- H3:** Zależność między długością kadencji prezesa zarządu a wynikami spółek ma charakter nieliniowy.

Zaproponowane hipotezy odnoszą się do trzech obszarów (1) związku długości kadencji prezesa zarządu z wynikami spółek, (2) związku długości kadencji organów statutowych z wynikami spółek i (3) nieliniowego charakteru związku długości kadencji prezesa zarządu z wynikami spółek. Wskazując na możliwe kierunki analizowanej relacji, w rozprawie dodatkowo uszczegółowiono hipotezę H1 oraz H2.

H1a/H1b: Istnieje negatywny/pozytywny związek między długością kadencji prezesa zarządu a wynikami spółek;

H2a/H2b: Istnieje negatywny/pozytywny związek między długością kadencji organów statutowych (zarządów i rad nadzorczych) a wynikami spółek.

W ramach hipotezy pierwszej założono, że związek między długością kadencji prezesa zarządu a wynikami spółek jest statystycznie istotny. Przeprowadzona analiza literatury empirycznej wskazuje, że kierunek związku między długością kadencji prezesa oraz wynikami spółek może mieć dwojaki charakter – odpowiednio negatywny lub pozytywny. Próba wyjaśnienia tych sprzecznych wyników jest koncepcja sezonowości zaproponowana przez Hambricka i Fukutomiego (1991), którzy wskazują, że w czasie trwania kadencji prezes zarządu przechodzi różne etapy (fazy kadencji), które charakteryzują się zróżnicowanym sposobem zarządzania, co może wpływać na efekty działalności spółki. Istnienie negatywnego związku między długością kadencji prezesa zarządu a wynikami spółek wykazano w pracach takich autorów jak: Miller (1991), Henderson i in. (2006), Ahmadi i in. (2018), Lee i in. (2019), Li i Patel (2019), Jensen i in. (2020), Liu i Jiang (2020). Podstawą teoretyczną, która wyjaśnia

negatywny związek długości kadencji prezesa zarządu z wynikami spółek jest teoria agencji zaproponowana przez Jensena i Mecklinga (1976). Zgodnie z jej założeniami delegowany przez pryncypała agent, może w swoich decyzjach kierować się prywatnymi celami i w efekcie, w sposób zamierzony lub niezamierzony, działać na szkodę spółki. Dłuższy staż CEO wiąże się z większą autonomią, która zachęca prezesa do realizowania własnych partykularnych celów (Hill i Phan, 1991). Konsekwencją dywergencji celów zarządzającego i właścicieli może być pogorszenie wyników finansowych spółki w długim okresie czasu (Fama i Jensen, 1983, s. 305). Jak podkreśla Miller (1991) zjawisko to może być również wynikiem działania mechanizmu okopania. Prezesi „okopujący się” na stanowiskach częściej skłaniają się ku strategiom zachowawczym, unikając ryzyka oraz ograniczając innowacje (McDonald i Westpal, 2003). Taka postawa sprawia, że firma jest postrzegana jako mniej dynamiczna i mniej atrakcyjna dla inwestorów, a to zdaniem Serfling (2014) prowadzi do spadku wartości wskaźników rynkowych. W praktyce oznacza to, że prezesi pełniący funkcje zbyt długo działają mniej efektywnie, co negatywnie wpływa na rozwój podmiotu, a tym samym rynkową percepcję jego wyników.

Przeciwstawną obserwację zidentyfikowano w pracach Hu i Alon (2014), Afrifa i Tauringana (2015), Rostami i in. (2016), Vintila i in. (2016), Xie i in. (2019), Saleh i in. (2020), Choi i in. (2021), Oware i Mallikarjunappa (2021), Ghardallou (2022), którzy wskazują, że istnieje pozytywny związek między długością kadencji prezesa zarządu a wynikami spółek. Wyniki empiryczne przytoczonych prac znajdują uzasadnienie w teorii służebności. Teoria służebności, w przeciwieństwie do teorii agencji, zakłada, że natura ludzka jest kolektywistyczna i prointeresowna (Davis i in., 1997; Eisenhardt, 1989; Schillemans, 2013). Ponadto, długość kadencji prezesa zarządu może determinować zarówno charakter, jak i sposób podejmowania przez niego decyzji zarządczych (Hu i Alon, 2014). Kierując się potrzebą doskonalenia oraz samorealizacji prezes zarządu identyfikuje się z długoterminowymi celami spółki i dąży do ich realizacji, traktując sukcesy spółki jako sukcesy osobiste (Briano-Turrent i in., 2020). Tym samym przejmuje na siebie odpowiedzialność za wyniki spółki (Kor i Mahoney, 2000).

Druga hipoteza badawcza odnosi się do związku długości kadencji całych organów statutowych (zarządów i rad nadzorczych) z wynikami spółek. W literaturze przedmiotu zidentyfikowano wiele prac, w których autorzy dowodzą, że sukces spółki nie jest wynikiem działania wyłącznie jednej osoby (CEO) (m.in. Thys i in., 2024; Demirkan i in., 2020; Kauer i in., 2007). Basu i in. (2023) podkreślają, że jednym z głównych czynników wpływających na wyniki firmy jest praca zespołowa, rozumiana jako współpraca osób posiadających

specjalistyczną wiedzę. Sukces spółki wymaga zatem zaangażowania całego zespołu (Tarricone i Luca, 2002). Istotną rolę w tym procesie odgrywają organy statutowe, takie jak zarząd i rada nadzorcza, które wpływają zarówno na kierunek strategii, jak i podejmowanie decyzji dotyczących pozycji organizacyjnej spółki (Luo i in., 2014). Skuteczność podejmowania tych decyzji przez organy statutowe ma znaczący wpływ na wyniki przedsiębiorstwa (Brown i in., 2011). Analizy empiryczne dotyczące kadencyjności organów statutowych dotychczas przeprowadzane były głównie na próbach pochodzących z krajów, w których obowiązuje jednostopniowy system nadzoru korporacyjnego (Faleye, 2007; Kim i in., 2014; Pérez-Calero i in., 2016; Jia, 2017; Huang i Hilary, 2018)³. W odpowiedzi na zidentyfikowaną lukę badawczą przeprowadzono weryfikację tej hipotezy w regionach funkcjonujących w oparciu o dwustopniowy model ładu korporacyjnego. Analogicznie jak w odniesieniu do pierwszej hipotezy również w tym przypadku wyprowadzono dwie hipotezy pomocnicze wskazujące na kierunek tej relacji. Hipoteza pomocnicza H2a wskazująca na negatywny kierunek związku została oparta na wnioskach płynących z teorii agencji oraz teorii okopania. Jensen i Meckling (1976) wskazują, że zarząd, pełniąc rolę agenta właścicieli (akcjonariuszy), jest narażony na różne konflikty interesów. Istotnym czynnikiem w tym kontekście jest długość pełnienia przez nich funkcji w zarządzie. Krótkie kadencje, a tym samym regularne rotacje w zarządzie mogą być korzystne w kontekście minimalizacji ryzyka nieefektywnego zarządzania. W dłuższym okresie zarząd, który nie podlega odpowiedniej kontroli, może skupić się na własnych partykularnych interesach zaniedbując interesy akcjonariuszy. Bebchuk i Cohen (2005), odnosząc się do teorii okopania wskazują, że długie kadencje zarządów ograniczają kontrolę akcjonariuszy oraz utrudniają wprowadzanie zmian, co może skutkować obniżeniem wyników rynkowych przedsiębiorstwa. W badaniu przeprowadzonym przez Jia i in. (2017) podkreśla się, że wkład innowacji w przyszłą wartość firmy jest mniejszy w firmach z dłuższym stażem w zarządzie. Tarus i Ayabei (2016) dowodzą, że organy statutowe z długą kadencją wykorzystują mniej długu w swojej strukturze kapitałowej. Natomiast Kor i Sundaramurthy (2009) wskazują, że dłuższy staż pracy zewnętrznych członków organu statutowego jest negatywnie powiązany ze wzrostem firmy.

Natomiast drugą hipotezę pomocniczą H2b uzasadniono na podstawie teorii służebności, która zakłada, że aby strategia wdrożona przez zarząd miała związek ze wskaźnikami rentowności, należy rozpatrywać ją w długim okresie (Davis i in., 1997). Członkowie organu

³ Organem statutowym poddanym analizie w jednoszczeblowym systemie nadzoru korporacyjnego jest rada dyrektorów.

statutowego, którzy postrzegają swoją rolę jako służebną, będą naturalnie bardziej zaangażowani w długoterminowy rozwój firmy. Harris i Raviv (2008) wskazują, że doświadczeni członkowie rady dyrektorów potrafią sprawniej pozyskiwać i alokować zasoby niezbędne do realizacji długoterminowych strategii. Dodatni kierunek tej relacji potwierdzono w pracach Golden i Zajac (2001), Vafeas (2003), Kim i in. (2014), Rostami i in. (2016), Pérez-Calero i in. (2016) oraz Huang i Hilary (2018).

Hipoteza trzecia opiera się na koncepcji sezonowości zaproponowanej m.in. przez Hambricka i Fukutomiego (1991) i wskazuje, że charakter związku między długością kadencji prezesa zarządu a wynikami zmienia się w zależności od etapu kadencji. Wyniki badań empirycznych przeprowadzonych przez Miller i Shamsie (2001), Luo i in. (2014), Livnat i in. (2021) oraz Brochet i in. (2021) potwierdzają nieliniowy charakter analizowanego związku. W pracach podkreślono, że w zależności od etapu kadencji tego samego prezesa zarządu, związek z wynikami spółki może być zarówno pozytywny jak i negatywny. Przytoczone analizy prowadzone były na próbach pochodzących z rynku amerykańskiego i obejmowały spółki funkcjonujące w ramach jednostopniowego modelu nadzoru korporacyjnego. Zgodnie ze stanem wiedzy autorki, tego typu hipotez nie wyprowadzono w stosunku do zbiorów danych pochodzących z krajów post-transformacyjnych, w tym w Polsce i krajach bałtyckich.

Weryfikacja powyższych hipotez niesie za sobą wkład do literatury na kilku płaszczyznach. Po pierwsze analizie poddano spółki, które funkcjonują w ramach dwustopniowego modelu ładu korporacyjnego. Po drugie, badano długość kadencji zarówno prezesa zarządu, jak i całych organów statutowych (zarządu i rady nadzorczej). Po trzecie, długość kadencji w niniejszej pracy uwzględnia wszystkie zmiany na stanowiskach w trakcie roku. Po czwarte, czas pełnienia funkcji w organie statutowym wyrażono na trzy sposoby - w jednostkach absolutnych (liczba lat pozostawania na stanowisku), zlogarytmowanych oraz jako zmienną binarną. Po piąte, w pracy zastosowano równoległe dwa podejścia do pomiaru wyników finansowych spółek, zarówno rynkowe jak i księgowe. W ramach każdej z tych grup zastosowano różne miary tych wyników. Na koniec za wartość dodaną do pracy należy uznać perspektywę geograficzną prowadzonych badań, w której uwzględniono spółki notowane na rynku kapitałowym w Polsce i w krajach bałtyckich (Litwie, Łotwie oraz Estonii). Zastosowane rozwiązania badawcze przyczyniły się do stworzenia unikatowego zbioru danych, który stanowi podstawę analizy empirycznej przeprowadzonej w ramach rozprawy.

3. Struktura pracy

Rozważania teoretyczne i analizy empiryczne, służące realizacji wyznaczonych celów oraz weryfikacji postawionych hipotez, zawarto w pięciu rozdziałach. W rozdziale pierwszym omówiono relacje między mechanizmami nadzoru korporacyjnego a koncepcją sezonowości. Szczegółowo wyjaśniono teorie, modele oraz mechanizmy nadzoru korporacyjnego, wskazując na ich znaczenie w kontekście strategii korporacyjnej oraz efektywności operacyjnej i finansowej spółek. Przeprowadzono rozważania dotyczące ewolucji koncepcji sezonowości kadencji prezesa zarządu. W ostatnim podrozdziale szczegółowo omówiono prawne ramy ustanawiania i funkcjonowania organów statutowych w Polsce, Litwie, Łotwie i Estonii. Analiza ta pozwoliła na identyfikację podobieństw i różnic regulacyjnych pomiędzy tymi krajami, podkreślając specyfikę lokalnych systemów prawnych i ich wpływ na zarządzanie spółkami publicznymi. Porównanie uwzględniło kluczowe elementy, takie jak przepisy dotyczące długości kadencji, liczby członków organów statutowych oraz mechanizmów kontroli i nadzoru, co stanowi podstawę do dalszych rozważań.

W rozdziale drugim, przeprowadzono przegląd dorobku literatury z zakresu kadencyjności członków organów statutowych. Przegląd objął 224 prace naukowe, uwzględniając zarówno badania teoretyczne jak i empiryczne, które zostały poddane wszechstronnym analizom. W ostatnim podrozdziale wskazano na najważniejsze prace empiryczne dotyczące związku długości kadencji z szeroko rozumianymi wynikami finansowymi spółek. Na podstawie przeprowadzonego przeglądu literatury zidentyfikowano istniejące luki badawcze oraz ukierunkowano, w jakim zakresie niniejsza praca może przyczynić się do rozwoju wiedzy na temat związku długości kadencji z wynikami spółek.

W rozdziale trzecim przedstawiono założenia metodyczne badania, określono cel pracy i szczegółowo scharakteryzowano próbę badawczą. W ramach charakterystyki próby badawczej określono jej liczebność oraz zakres geograficzny obejmujący Polskę, Litwę, Łotwę i Estonię. Próba badawcza obejmowała 6 453 osoby pełniące funkcje w 287 spółkach z Polski i 44 spółkach z wybranych krajów bałtyckich. Horyzont badawczy poddany analizie obejmował lata 2010 – 2020, co dało możliwość zaobserwowania dłuższych zmian w zakresie związków między okresem pełnienia funkcji a miernikami wyników finansowych. Dodatkowo zaprezentowano definicje i sposoby kalkulacji miar długości kadencji i wyników spółek, a także scharakteryzowano próbę badawczą z wykorzystaniem wybranych statystyk opisowych. Rozdział trzeci zwieńczono prezentacją modeli ekonometrycznych odpowiadających poszczególnym hipotezom badawczym oraz wskazano na wykorzystaną metodę estymacji.

W czwartym rozdziale rozprawy doktorskiej dokonano identyfikacji i oceny związku długości kadencji prezesa zarządu i organów statutowych z wynikami finansowymi spółek publicznych w Polsce i w krajach bałtyckich. Estymacje w ramach każdego modelu przeprowadzono dla zmiennych zależnych opisujących wyniki spółek. W tym celu w badaniu wykorzystano dwie miary rynkowe - wskaźnik Q-Tobina i wskaźnik market to book value (M/BV) oraz dwie miary księgowo- wskaźnik rentowności aktywów (ROA) oraz wskaźnik rentowności kapitału własnego (ROE). Każda z miar księgowych została dodatkowo skorygowana o wartość przeciętną wskaźników rentowności w sektorach, w których funkcjonują poszczególne spółki (ROA_S i ROE_S). W modelach regresji za zmienne objaśniające przyjęto długości kadencji odpowiednio prezesa zarządu, zarządu oraz rady nadzorczej. We wszystkich modelach uwzględniono zmienne kontrolne odnoszące się do charakterystyk spółki, cech prezesa zarządu oraz otoczenia makroekonomicznego.

W ostatnim rozdziale rozprawy dokonano identyfikacji i oceny potencjalnego nieliniowego charakteru związku między długością kadencji prezesa zarządu a wynikami spółek. Weryfikacja nieliniowości została przeprowadzona na dwa sposoby (1) poprzez dodanie kwadratu długości kadencji prezesa zarządu oraz (2) podział próby na długie i krótkie kadencje w zależności od mediany w danym roku. Do analizy regresji przyjęto taki sam zbiór zmiennych objaśniających jak w rozdziale czwartym.

W zakończeniu podsumowano wnioski płynące z wyników przeprowadzonych analiz empirycznych oraz przedstawiono praktyczne implikacje tych wyników. Wskazano na towarzyszące im ograniczenia, takie jak dostępność danych oraz specyfika próby badawczej. Uwagę poświęcono również potencjalnym kierunkom przyszłych badań empirycznych w obszarze relacji między długością kadencji prezesa zarządu i organów statutowych a wynikami spółek.

4. Charakterystyka próby badawczej i zastosowane metody badawcze

Próba badawcza obejmuje spółki publiczne notowane na Głównym Rynku GPW oraz spółki notowane na Nasdaq Baltic⁴ w latach 2010-2020. W Polsce oraz krajach bałtyckich

⁴ W 2008 r. amerykańska giełda Nasdaq, Inc. zakupiła większościowy pakiet akcji spółki OMX, który był wspólnym rynkiem obrotu giełd z krajów skandynawskich, nordyckich i bałtyckich. Po włączeniu tych giełd w strukturę Nasdaq, Inc. wydzielono tak zwane segmenty, czyli grupy giełd działających pod wspólną nazwą handlową. Jednym z takich segmentów jest Nasdaq Baltic, w którego skład wchodzi giełdy papierów wartościowych z Litwy (Nasdaq Wilno), Łotwy (Nasdaq Ryga) i Estonii (Nasdaq Tallinn). (Więcej: Adamska, A. (2019). Modele rozwoju rynku kapitałowego w państwach Europy Środkowo-Wschodniej. Zeszyty Naukowe Szkoły Głównej Gospodarstwa Wiejskiego w Warszawie. Polityki Europejskie, Finanse i Marketing, (21 [70]); Gorczyńska, A. (2013). Procesy konsolidacji w celu poprawy efektywności funkcjonowania giełd papierów

takich jak Litwa, Łotwa, Estonia zarządzanie spółkami publicznymi odbywa się w warunkach, które posiadają wiele cech wspólnych pod względem gospodarczym, historycznym i instytucjonalnym, co czyni je interesującym obszarem badawczym. Analizowane kraje mają wspólne doświadczenie historyczne związane z okresem socjalistycznym i przejściem do gospodarki rynkowej po upadku Związku Radzieckiego i bloku wschodniego na początku lat 90. XX wieku. Wszystkie te państwa przeszły przez trudny proces transformacji ustrojowej, który obejmował reformy prywatyzacyjne, liberalizację rynków oraz integrację z globalną gospodarką. Zarówno Polska, jak i wymienione wyżej kraje bałtyckie doświadczyły dynamicznego wzrostu gospodarczego, a także zostały dotknięte skutkami globalnego kryzysu finansowego z lat 2008–2009, co miało wpływ na wyniki finansowe spółek publicznych oraz decyzje strategiczne podejmowane przez zarządy (Grigas i in., s. 33-36).

Warto przy tym zaznaczyć, że mimo iż wskazane kraje pod wieloma względami są podobne, wykazują także pewne różnice związane zarówno z systemem ładu korporacyjnego, jak i cechami systemu sprawowania władzy w spółce. Według Coxa (1993) oraz Ponomarevy i in. (2022), różnorodność kulturowa członków organów statutowych odzwierciedla obecność osób o wyraźnie odmiennych przynależnościach do grup kulturowych, opartych na pochodzeniu etnicznym i narodowościowym. W literaturze przedmiotu występują prace analizujące odmienności o charakterze kulturowym (Ahern i in., 2015; Frijns i in., 2016). Różnice w atrybutach kulturowych członków organów statutowych spółek funkcjonujących w Polsce oraz krajach bałtyckich na podstawie pięciu wymiarów modelu kultury narodowej Hofstede'a (1984) udowodniono w badaniu przeprowadzonym Byrkę-Kitę i in. (2025). W badaniu wskazano w jaki sposób wymiary kulturowe oparte na modelu kultury narodowej Hofstede'a moderują związek między heterogenicznością narodowościową zarządu a ryzykiem idiosynkratycznym spółki⁵.

Ponadto, Polska jako rynek Europy Środkowo-Wschodniej, wyróżnia się znacznym udziałem spółek o rozbudowanych strukturach nadzorczych, co jest następstwem wpływu tradycyjnych modeli ładu korporacyjnego obowiązujących w Europie kontynentalnej. Z kolei analizowane w pracy kraje bałtyckie, które przeszły przez intensywne procesy prywatyzacyjne i liberalizację rynku, mają często bardziej elastyczne podejście do struktury zarządzania (Byrka-Kita i in., 2023). Badania La Porta i in. (1998) wskazują, że źródła systemu prawnego

wartościowych. Zeszyty Naukowe. Organizacja i Zarządzanie/Politechnika Śląska; <https://nasdaqbaltic.com/> - dostęp: 28.10.2024).

⁵ W badaniu wykazano m.in., że UAI (różnica między wymiarem kultury unikania niepewności (UAI) kraju, w którym znajduje się siedziba firmy, a wymiarem kultury UAI kraju, z którego pochodzi członek zarządu) znacząco moderuje związek między różnorodnością narodowościową zarządu a ryzykiem firmy.

oraz obowiązujące regulacje mogą mieć istotne znaczenie dla efektywności nadzoru korporacyjnego. Jednak, analiza aktów prawnych regulujących ustanawianie i funkcjonowanie organów statutowych spółek w Polsce, Litwie, Łotwie oraz Estonii prowadzi do wniosku, że różnice w uregulowaniach nie są znaczące. Sugeruje to, że to nie kwestie prawne są głównym czynnikiem wpływającym na zróżnicowane w długości kadencji organów statutowych w spółkach w Polsce i w krajach bałtyckich.

Początkowy zbiór danych składał się z 475 spółek, w tym 410 spółek z Polski, 26 spółek z Litwy, 21 spółek z Łotwy oraz 18 spółek z Estonii. Na podstawie przyjętych kryteriów badawczych⁶ przeprowadzono selekcję próby, w wyniku której opracowano zbiór 331 spółek, w tym: 287 spółek z Polski, 17 z Litwy, 16 z Łotwy i 11 z Estonii.

Informacje dotyczące spółek uwzględnionych w próbie badawczej można podzielić na cztery kategorie: dane dotyczące składu osobowego organów statutowych spółek, dane finansowo-księgowe, dane sektorowe oraz dane makroekonomiczne. Wartością dodaną niniejszej pracy jest unikatowy zbiór danych dotyczący składu osobowego członków organów statutowych. Informacje na temat osób pełniących funkcje w zarządach i radach nadzorczych podmiotów notowanych na trzech bałtyckich rynkach kapitałowych - litewskim, łotewskim i estońskim zostały zebrane ręcznie z raportów rocznych spółek publikowanych na stronie Nasdaq Baltic. Z kolei pozyskane z zasobów Notoria Serwis S.A. dane dotyczące składu osobowego organów statutowych spółek z polskiego rynku kapitałowego uporządkowano oraz uzupełniono, co było niezbędnym elementem w procesie uzyskania dokładnych informacji dotyczących zmian na stanowiskach w trakcie roku. Charakterystyki finansowo-księgowe spółek zostały pobrane z bazy danych Orbis oraz bazy Equity RT. Sektorowe wskaźniki finansowe zostały zaczerpnięte z opracowań Komisji ds. Analizy Finansowej Rady Naukowej Stowarzyszenia Księgowych w Polsce. Natomiast źródłem danych makroekonomicznych jest baza *World Development Indicators*, która jest częścią zasobów Banku Światowego.

Zgodnie z przyjętym celem pracy oraz weryfikacją i oceną związku między długością kadencji prezesa zarządu i organów statutowych a wynikami spółek w Polsce i w krajach bałtyckich, na potrzeby pracy przyjęto cztery miary tych wyników, to jest: dwie miary rynkowe

⁶ Pierwszym etapem selekcji spółek było ograniczenie zbioru danych do spółek niefinansowych. Następnie wyselekcjonowano spółki, w których obowiązywał dwustopniowy model nadzoru korporacyjnego. Trzecim kryterium selekcji była ciągłość dostępności raportów okresowych spółek. W konsekwencji, do próby badawczej wybrano 426 spółek, w przypadku których nie występowały luki w dostępności raportów okresowych w trakcie przyjętego okresu badawczego 2010-2020. Ostatnim kryterium selekcji było ograniczenie próby badawczej do spółek, dla których okres dostępności danych wynosił co najmniej 10 lat.

(Q-Tobin – QT, M/BV – MBV⁷) i dwie miary księgowo (rentowność aktywów - ROA, rentowność kapitału własnego - ROE)⁸. Dodatkowo dla miar księgowych wyznaczono wartości skorygowane o średnie sektorowe wskaźniki dla danego sektora publikowane przez Stowarzyszenie Księgowych w Polsce (ROA_S i ROE_S). Zmiennymi objaśniającymi wykorzystanymi w pracy są: długość kadencji prezesa zarządu, długość kadencji zarządu i długość kadencji rady nadzorczej. Istotny z punktu widzenia dysertacji jest przyjęty sposób pomiaru długości kadencji. W pracy zidentyfikowano wszystkie osoby na stanowisku prezesa zarządu⁹, zarządu i rady nadzorczej oraz uwzględniono zmiany na stanowiskach w trakcie roku. Przyjęcie takiego kryterium pozwala na dogłębną analizę zjawiska kadencyjności w całym okresie badawczym (Szarzec i in., 2022), a nie jedynie na dany moment np. koniec roku obrotowego (Zelechowski i Bilimoria, 2004; Barbi i Morresi, 2023). W literaturze przedmiotu można zaobserwować zarówno pierwsze podejście (Hou i in, 2017; Oh i in. 2018; Bochkay i in., 2019), jak i drugie - oparte na obserwacjach na koniec danego roku obrotowego (Afrifa i Tauringana, 2015; Ahmadi i in., 2018; Suherman i in., 2021). Takie podejście umożliwia dokładne określenie czasu pełnienia funkcji przez konkretną osobę w określonej spółce oraz uniknięcie problemu związanego z kodowaniem pierwszego roku kadencji. W niniejszym badaniu, długość kadencji prezesa zarządu została wyznaczona jako różnica liczby dni między datą powołania i odwołania prezesa zarządu z zajmowanego stanowiska, a następnie prezentowana w przeliczeniu na lata. W przypadku, gdy dana osoba zajmowała stanowisko poniżej roku długość kadencji została liczona w dniach i zaokrąglana odpowiednio od 0 (Loukil i Yousfi, 2022; Li i in., 2021; Sewpersadh, 2019; Rostami i in., 2016). Ma to istotne znaczenie, z punktu widzenia badań, w których autorzy pierwszy rok kadencji oznaczali jako 1 (Salehi i in., 2018; König i in., 2020; Zhou i in., 2020; Saleh i in., 2020; Chen i in., 2021). Może to bowiem spowodować różnice w wyznaczonej długości kadencji sięgającej roku. Rozwiązanie

⁷ Market to Book Value, czyli wartość rynkowa kapitału własnego w relacji do wartości księgowej kapitałów własnych. W Polsce powszechnie stosuje się skrót C/WK, ale w pracy przyjęto angielskie nazwy skrócone.

⁸ Przyjęty w rozprawie podział na miary rynkowe i księgowe jest umowny, ponieważ policzenie każdej z nich wymaga wykorzystania danych księgowych spółek i jednocześnie wszystkie mają określoną użyteczność z punktu widzenia różnych uczestników rynku kapitałowego. Do miar rynkowych zaliczono wskaźnik Q-Tobina oraz M/BV.

⁹ W niniejszym badaniu, wyznaczenie długości kadencji prezesa zarządu dla analizowanej zbiorowości charakteryzowało się niejednokrotnie analizą indywidualnych przypadków. Przykładem jest sytuacja, w której jedna osoba została powołana na stanowisko prezesa zarządu tej samej spółki kilkakrotnie. Wiązało się to zarówno z przerwą w pełnieniu funkcji prezesa zarządu spowodowaną powołaniem innej osoby na to stanowisko, jak i przerwą wynikającą z terminów kolejnych walnych zgromadzeń. W takim przypadku, gdy przerwa w pełnieniu kadencji prezesa zarządu nie przekraczała jednego roku (tj. do końca roku kalendarzowego, na który sporządzany jest raport) przyjęto założenie, że kadencja prezesa jest kontynuowana. Z kolei w sytuacji, gdy przerwa trwała powyżej roku przyjęto, że dana osoba została powołana na nową kadencję (długość jej kadencji liczono od pierwszego dnia kolejnego powołania).

takie stosowane jest tylko w nielicznych pracach naukowych, a wydaje się niezwykle istotne biorąc pod uwagę fakt, że odsetek osób piastujących stanowisko prezesa zarządu krócej niż rok stanowi 18,26% analizowanej zbiorowości. Ponadto, długość kadencji prezesa zarządu wyznaczono od daty pierwszego powołania danej osoby na stanowisko, a nie jedynie od roku rozpoczęcia przyjętego w pracy horyzontu badawczego (w badaniu uwzględnione zostały również kadencje rozpoczęte przed 2010 rokiem). Natomiast w sytuacji, gdy kadencja danego prezesa nie została zakończona w roku analizy, jej długość wyznaczano jako okres od momentu powołania do końca roku, na który została przeprowadzona analiza (Ahmad i in., 2022; Saleh i in., 2020). Ustalenie tych kryteriów służących do pomiaru długości kadencji pozwoliło na realizację przyjętego w pracy celu metodycznego.

W próbie uwzględniono 794 kadencje osób piastujących stanowisko prezesa zarządu w latach 2010-2020. Średnia długość kadencji dla całej analizowanej zbiorowości wynosi 5 lat i 8 miesięcy, przy czym środkowa wartość długości kadencji wynosi 3 lata i 4 miesiące. Zdecydowanie najdłuższą kadencję wśród analizowanych krajów odnotowano w Estonii i wynosiła ona średnio 7,80 lat, natomiast najkrótszą na Litwie – 4,01 lat. Mediany dla tych krajów były niższe i wynosiły odpowiednio 4 lata i 11 miesięcy oraz 2 lata i 8 miesięcy.

Zgodnie z zaproponowaną drugą hipotezą badawczą, analizie również poddano długości kadencji zarządów oraz rad nadzorczych. W niniejszej pracy, długość kadencji danego organu statutowego została wyznaczona na podstawie ilorazu sumy liczby dni pełnienia funkcji przez każdego członka zarządu (rady nadzorczej) od momentu powołania do końca roku, na który prowadzona była analiza¹⁰ i liczby wszystkich osób zasiadających w danym roku w zarządzie (radzie nadzorczej). Wyznaczona średnia liczba dni kadencji określonego organu statutowego została zaokrąglona do liczby lat. Z przeprowadzonej analizy wynika, że średnia długość kadencji zarządu wynosiła 5,36 lat, natomiast średnia długość kadencji rady nadzorczej to 4,58 lat. Mediana długości kadencji zarządu jest wyższa od rady nadzorczej o 88 dni i wynosi 4,38 lat, przy odchyleniu standardowym na poziomie 3 lat i 9 miesięcy dla zarządów i 2 lat i 8 miesięcy dla rad nadzorczych.

W części empirycznej do zbadania istnienia związku między długością kadencji a wynikami spółek zastosowano model, którego ogólna postać przyjęła następującą formę:

¹⁰ Jeśli dana osoba zakończyła swoją kadencję w trakcie analizowanego roku, do wyznaczenia średniej długości kadencji organu statutowego (zarządu lub rady nadzorczej) przyjmowano liczbę dni, przez które pełniła ona określoną funkcję w spółce (w trakcie analizowanego roku).

*Wyniki spółki*_{*ijt*}

$$\begin{aligned} &= \beta_0 + \beta_1 \text{Długość kadencji}_{it} + \beta_2 \text{Charakterystyki prezesa zarządu}_{it} \\ &+ \beta_3 \text{Charakterystyki spółki}_{it} + \beta_4 \text{Zmienne makroekonomiczne}_{ijt} \\ &+ \beta_5 \text{SektorFE}_i + \beta_6 \text{RokFE}_i + \beta_7 \text{KrajFE}_i + \varepsilon_{it} \end{aligned}$$

Indeks *i* oznacza spółkę, indeks *j* określa kraj analizy, natomiast indeks *t* oznacza rok analizy. Jak wskazano w podrozdziale 3.3.1, zmiennymi objaśnianymi są mierniki wyników spółek, za które przyjęto zarówno miary rynkowe (Q-Tobin, M/BV), jak i miary księgowo (ROA, ROE). Miary księgowo zostały dodatkowo skorygowane o średnie wskaźniki sektorowe opracowane przez Komisję ds. Analizy Finansowej Rady Naukowej Stowarzyszenia Księgowych w Polsce (ROA_S i ROE_S). Zmienne objaśniające opisują długość kadencji prezesa zarządu, zarządu oraz rady nadzorczej. Długości kadencji zostały wyrażone na trzy sposoby: w jednostkach absolutnych (jako jednostka czasu), jako logarytm naturalny liczby lat pozostawania na stanowisku (w celu normalizacji zmiennej, ponieważ jej rozkład jest asymetryczny) oraz jako zmienna binarna przyjmująca wartość 1, jeśli długość kadencji prezesa zarządu (organu statutowego) była większa od mediany w danym roku i wartość 0 w sytuacji, gdy długość kadencji była mniejsza od mediany w danym roku analizy. Zmienne kontrolne, dotyczą sytuacji finansowej poszczególnych spółek (*Firmsize*, *Sales change*, *Cash*, *Liq*, *Lev*), sektora ich działalności (*Industry*) oraz wielkości organów statutowych (*LnBoardsize*, *LnSboardsize*), a także wieku (*CEOage*) i płci (*CEOgen*) prezesa zarządu spółki oraz liczby prezesów w danym roku analizy (*CEOcount*). Zmienne makroekonomiczne uwzględniają wzrost gospodarczy (*PKB*), ogólny poziom cen (*Inflacja*), koniunkturę na krajowych giełdach papierów wartościowych (*Indeks*) oraz rok wyborów parlamentarnych (*Wybory*). Ponadto, uwzględniono również zmienną binarną opisującą strukturę własności tj. obecność Skarbu Państwa (*SOE*). W celu uwzględnienia zmiennych pominiętych, które są stałe dla wszystkich spółek w poszczególnych latach, krajach i sektorach (Chen i in., 2011), we wszystkich specyfikacjach zastosowano efekty stałe dla lat (*RokFE*), dla kraju (*KrajFE*) oraz dla sektora (*SektorFE*) (z wyłączeniem efektów stałych dla sektora w przypadku estymacji wskaźników rentowności skorygowanych o średnie wskaźniki sektorowe). Zestaw zmiennych kontrolnych jest stały we wszystkich oszacowanych modelach. Błąd losowy na poziomie spółki oraz roku oznaczony jest symbolem ε_{it} .

Tabela 1. Charakterystyka zmiennych objaśniających i kontrolnych wykorzystanych w badaniu empirycznym

Rodzaj zmiennej	Nazwa zmiennej lub charakteryzowany obszar	Nazwa skrócona zmiennej	Sposób obliczania zmiennej	Źródło
Charakterystyki prezesa zarządu	Długość kadencji prezesa zarządu	CEOT _{ciągła}	Wyznaczona w liczbie dni (prezentowana w latach)	Opracowanie własne
		CEOT _{median}	Zmienna binarna przyjmująca wartość 0, jeśli długość kadencji poniżej mediany, 1 jeśli długość kadencji powyżej mediany	Opracowanie własne
		CEOT ²	Wyznaczona w liczbie lat, podniesiona do potęgi drugiej	Opracowanie własne
		LnCEO	Logarytm naturalny z długości kadencji prezesa zarządu	Opracowanie własne
	Liczebność prezesów zarządu	CEOcount	Liczba prezesów zarządu w danym roku	Opracowanie własne
	Wiek prezesa	CEOage	Liczba lat w chwili powołania	Opracowanie własne
	Płeć prezesa	CEOgen	Zmienna binarna K/M, przyjmująca wartość 0 jeśli kodowana była kobieta i 1 jeśli mężczyzna	Opracowanie własne
Charakterystyki spółki	Długość kadencji zarządu	BoardT	Wyznaczona w liczbie dni, miesięcy i lat	Opracowanie własne
		LnBoardT	Logarytm naturalny z długości kadencji zarządu	Opracowanie własne
		BoardTmedian	Zmienna binarna przyjmująca wartość 0, jeśli długość kadencji poniżej mediany, 1 jeśli długość kadencji powyżej mediany	Opracowanie własne
	Długość kadencji rady nadzorczej	SboardT	Wyznaczona w liczbie dni, miesięcy i lat	Opracowanie własne
		LnSboardT	Logarytm naturalny z długości kadencji rady nadzorczej	Opracowanie własne
		SboardTmedian	Zmienna binarna przyjmująca wartość 0, jeśli długość kadencji poniżej mediany, 1 jeśli długość kadencji powyżej mediany	Opracowanie własne
	Wielkość firmy	Firmsize	Logarytm naturalny z aktywów ogółem	EquityRT
	Wielkość zarządu	LnBoardsize	Logarytm naturalny z liczby członków zarządu w danym roku	EquityRT
	Wielkość rady nadzorczej	LnSboardsize	Logarytm naturalny z liczby członków rady nadzorczej w danym roku	EquityRT
	Sektor	Industry	Zmienna kategoryjalna oznaczająca przynależność do sektora	EquityRT i Orbis
Skarb Państwa	SOE	Zmienna binarna przyjmująca wartość 1 jeśli spółka miała udział Skarbu Państwa w akcjonariacie	Orbis	

Rodzaj zmiennej	Nazwa zmiennej lub charakteryzowany obszar	Nazwa skrócona zmiennej	Sposób obliczania zmiennej	Źródło
Zmienne finansowe	Dynamika sprzedaży	Sales change	Zmiana sprzedaży między rokiem t a t-1 podzielona przez sprzedaż z roku t-1	EquityRT
	Udział gotówki w aktywach ogółem	Cash	Środki pieniężne / aktywa ogółem	EquityRT
	Płynność finansowa	Liq	Aktywa obrotowe/zobowiązania bieżące	EquityRT
	Wskaźnik ogólnego zadłużenia	Lev	Zobowiązania długoterminowe/aktywa ogółem	Equity RT
Zmienne makroekonomiczne	Stopa wzrostu PKB	PKB	Roczna stopa wzrostu Produktu Krajowego Brutto dla kraju obserwacji	Baza <i>World Development Indicators</i>
	Koniunktura giełdowa	Indeks	Roczne zmiany indeksów giełdowych dla kraju obserwacji	EquityRT
	Stopa inflacji	Inflacja	Wskaźnik CPI dla kraju obserwacji	Baza <i>World Development Indicators</i>
	Rok wyborczy	Wybory	Zmienna binarna przyjmująca wartość 1 jeśli dany rok był rokiem wyborczym, 0 w przeciwnym przypadku	Opracowanie własne

Źródło: opracowanie własne

Do przeprowadzenia badań empirycznych wykorzystano metody analizy danych w układzie panelowym. Dane panelowe charakteryzują się połączeniem dwóch wymiarów informacji, danych przekrojowych (dotyczących struktury) oraz szeregów czasowych (dotyczących zmian danego zjawiska w czasie) (Wooldridge, 2013, s. 10). W niniejszej pracy zastosowano metodę regresji wielorakiej dla danych panelowych (Pooled OLS)¹¹.

5. Wyniki przeprowadzonych badań

W tabeli 2 zaprezentowano zakres przeprowadzonych analiz w podziale na poszczególne hipotezy.

Tabela 2. Zakres badania empirycznego podjętego w ramach rozprawy doktorskiej

Zakres 1 – podrozdział 4.1	
Obszar badania	Ocena związku między długością kadencji prezesa zarządu a miarami wyników spółek publicznych z Polski i z krajów bałtyckich
Cel etapu badawczego	Weryfikacja hipotez: H1, H1a i H1b

¹¹ ang. Ordinary Least Squares - metoda najmniejszych kwadratów.

Metoda badawcza	Modele regresji Pooled OLS dla danych panelowych bez efektów (specyfikacje 1, 3, 5) oraz z efektami stałymi dla kraju, lat i sektora (specyfikacje 2, 4, 6) ¹²
Zakres 2 – podrozdział 4.2	
Obszar badania	Ocena związku między długością kadencji zarządu a miarami wyników spółek publicznych z Polski i z krajów bałtyckich
Cel etapu badawczego	Weryfikacja hipotez: H2, H2a i H2b
Metoda badawcza	Modele regresji Pooled OLS dla danych panelowych bez efektów (specyfikacje 1, 3, 5) oraz z efektami stałymi dla kraju, lat i sektora (specyfikacje 2, 4, 6)
Zakres 3 – podrozdział 4.3	
Obszar badania	Ocena związku między długością kadencji rady nadzorczej a miarami wyników spółek publicznych z Polski i z krajów bałtyckich
Cel etapu badawczego	Weryfikacja hipotez: H2, H2a i H2b
Metoda badawcza	Modele regresji Pooled OLS dla danych panelowych bez efektów (specyfikacje 1, 3, 5) oraz z efektami stałymi dla kraju, lat i sektora (specyfikacje 2, 4, 6)

Źródło: opracowanie własne.

Wyniki badania pozwalają na przyjęcie hipotezy H1 wskazującej na istnienie związku między długością kadencji prezesa zarządu a wynikami spółki, mierzonymi wskaźnikami rynkowymi, takimi jak Q-Tobin oraz M/BV. Weryfikację hipotezy głównej uzupełniono o wnioski płynące z hipotez pomocniczych, które odnoszą się do kierunku relacji. Wykazano, że długość kadencji prezesa zarządu ma negatywny związek z wynikami rynkowymi spółek. Jest to spójne z ustaleniami badań Nguyen i in. (2018), Li i Patel (2019) oraz Liu i Jiang (2020), które dotyczyły spółek notowanych na rynkach kapitałowych w Australii, Stanach Zjednoczonych i Chinach. Kierunek jest zgodny z przewidywaniami teorii agencji oraz teorii okopania menedżerów. Pozwoliło to na przyjęcie hipotezy pomocniczej H1a, wskazującej na ujemny związek długości kadencji prezesa zarządu z wynikami spółki, jednak jedynie z perspektywy rynkowych mierników finansowych. Weryfikacja hipotezy H1 i H1a niesie za sobą wkład do literatury w obszarze powiązań długości kadencji prezesa zarządu z wynikami spółek na rynkach wschodzących i posttransformacyjnych.

¹² Specyfikacje 1, 3, 5 zaprezentowane w każdym z zestawień zawierają wyniki analizy regresji przeprowadzonej metodą Pooled OLS bez uwzględnienia efektów stałych. Natomiast specyfikacje 2, 4, 6 zostały rozszerzone o efekty stałe dla lat, kraju i sektora oraz dodatkowo w celu uwzględnienia różnych wariacji reszt¹², zastosowano estymator odporny korygujący błędy standardowe (*robust standard errors*).

W odniesieniu do analizy organów statutowych udowodniono istnienie ujemnego i statystycznie istotnego związku między długością kadencji zarządu a miarami rynkowymi wyników spółek (Q-Tobin i M/BV). Stanowiło to podstawę do potwierdzenia zaproponowanej hipotezy głównej H2. Uzyskane wyniki pozwoliły tym samym na przyjęcie hipotezy pomocniczej H2a, wskazującej na negatywny kierunek tego związku. Ponownie potwierdza to przewidywania teorii agencji i okopania. W literaturze nie zidentyfikowano badania, które potwierdzałoby negatywny związek długości kadencji zarządu z wynikami rynkowymi spółek. W związku z tym, zgodnie z wiedzą autorki badania dotyczące związku długości kadencji z wynikami spółek nie były prowadzone w kontekście całych zarządów na próbach pochodzących z Europy Środkowo-Wschodniej.

W zakresie analizy relacji długości kadencji rady nadzorczej z wynikami spółek, nie potwierdzono związku na podstawie miar rynkowych, jednak zaobserwowano statystycznie istotny związek z miarami księgowymi. Wykazano, że długość kadencji rady nadzorczej jest dodatnio skorelowana z wynikami spółek wyznaczonymi za pomocą miar księgowych (ROA, ROE, ROA_S, ROE_S). Rezultaty tej części empirycznej pozwoliły na przyjęcie hipotezy głównej H2 oraz pomocniczej H2b w zakresie dodatniego związku długości kadencji rady nadzorczej z wynikami księgowymi spółek. Wyniki te potwierdzają założenia teorii służebności oraz teorii zasobowej. Sformułowane wnioski są spójne z wynikami prac Mishra i Nielsena (2000), Kim i in. (2014), Pérez-Calero i in. (2016). Każde z wymienionych badań zostało przeprowadzone na próbie badawczej spółek prowadzących działalność w ramach jednostopniowego modelu nadzoru korporacyjnego. Ponownie, według wiedzy autorki, tego typu analizy nie były dotychczas prowadzone w odniesieniu do spółek funkcjonujących w modelu dwustopniowym w Europie Środkowo-Wschodniej.

W uzupełnieniu realizacji przyjętego celu głównego, weryfikacji poddano trzecią hipotezę badawczą ukierunkowaną na identyfikację charakteru nieliniowego związku długości kadencji prezesa zarządu z wynikami spółek. Z rezultatów badania wynika, że długość kadencji prezesa ma nieliniowy związek z wynikami spółek, co jest zauważalne w przypadku stosowania zarówno miar rynkowych (Q-Tobin, M/BV), jak i księgowych (ROA, ROA_S). Zaobserwowany kształt zależności potwierdza, że zachowania prezesa zarządu różnią się na poszczególnych etapach jego kadencji. Początkowy negatywny związek długości kadencji prezesa z wynikami spółek, zmienia się wraz z nabywanym doświadczeniem oraz realizacją zakładanych celów spółki. Jednak zbyt długie pełnienie funkcji prezesa zarządu (powyżej mediany w danym roku) jest ponownie związane z ujemnymi wynikami spółek. Ponadto, podział zbiorowości na kadencje krótsze oraz dłuższe od mediany w danym roku potwierdził

nieliniowość relacji długości kadencji z wynikami spółek. W grupie kadencji krótszych od mediany zauważono istnienie dodatniego związku między długością kadencji prezesa zarządu a wynikami spółek. Podczas gdy kadencje dłuższe od mediany miały negatywny związek z wynikami spółek. Uzyskane wyniki wspierają hipotezę H3, która zakłada istnienie nieliniowego związku długości kadencji prezesa zarówno rynkowymi (Q-Tobin, M/BV), jak i księgowymi wynikami spółek (ROA, ROA_S). Jest to zgodnie z koncepcją sezonowości kadencji menedżera zaproponowaną przez Hambricka i Fukutomiego (1991) oraz koncepcją cyklu życia CEO wskazywaną przez Citrina (2019). Niniejsze wnioski dotyczące nieliniowego charakteru związku są spójne z rezultatami badań: Millera i Shamsie (2001), Hendersona i in. (2006), Luo i in. (2014), Vintila i in. (2016), Huanga i Hilaryego (2018), Livnata i in. (2021) oraz Brocheta i in. (2021). Wyniki wymienionych badań potwierdzają istnienie nieliniowego związku długości kadencji zarówno z rynkowymi, jak i księgowymi wynikami spółek. Wskazuje się, że wraz ze wzrostem długości kadencji zmienia się kierunek związku z wynikami spółek, podkreślając przy tym, że zarówno zbyt krótkie, jak i zbyt długie kadencje nie są korzystne z perspektywy wyników spółki.

6. Wnioski końcowe

Podsumowując, należy zaznaczyć, że długość kadencji prezesa zarządu i całego zarządu jest negatywnie związana z wynikami rynkowymi spółek (Q-Tobin, M/BV). Z kolei długość kadencji rady nadzorczej koreluje dodatnio z miarami księgowymi spółek (ROA, ROE, ROA_S, ROE_S). Zarząd koncentruje się na krótkoterminowych decyzjach operacyjnych i dostosowywaniu działalności do zmieniających się warunków rynkowych. Długotrwała kadencja zarządu może jednak prowadzić do koncentracji władzy, co z kolei może skutkować podejmowaniem decyzji służących interesom zarządu, a nie akcjonariuszy. Brak skutecznego nadzoru ze strony rady nadzorczej sprzyja podejmowaniu decyzji suboptymalnych z perspektywy wartości rynkowej spółki (Jensen i Meckling, 1976).

Natomiast długie kadencje rady nadzorczej mogą sprzyjać stabilności i skuteczniejszej kontroli nad decyzjami zarządu. Dłuższy okres sprawowania funkcji przez członków rady umożliwi bardziej efektywne monitorowanie wyników spółki i zarządzanie ryzykiem, co przekłada się na wyższe wskaźniki rentowności. Co więcej, rada nadzorcza reprezentując właścicieli przyjmuje długoterminową perspektywę rozwoju spółki, koncentrując się na stabilności finansowej i wynikach spółki.

W tym miejscu warto podkreślić, że zarząd i rada nadzorcza pełnią różne funkcje w ramach struktury korporacyjnej. Zarząd jest odpowiedzialny za bieżące zarządzanie

i podejmowanie decyzji operacyjnych, podczas gdy rada nadzorcza pełni funkcję nadzorczą i kontrolną, często skupiając się na strategii i długoterminowej stabilności firmy. Różnice w uzyskanych wynikach mogą zatem wynikać z potencjalnego konfliktu celów krótkookresowych i długookresowych. Zarząd, dążąc do maksymalizacji krótkoterminowych wyników rynkowych (np. wzrostu ceny akcji), może podejmować decyzje niezgodne z długoterminowym interesem spółki. Natomiast rada nadzorcza, pełniąc swoją funkcję w dłuższym okresie, kładzie większy nacisk na zrównoważony rozwój, co sprzyja lepszym wynikom księgowym.

Interesującym aspektem jest również kwestia interakcji między zarządem a radą nadzorczą. Długa kadencja rady nadzorczej może sprzyjać skuteczniejszemu nadzorowi nad zarządem, a tym samym poprawie efektywności operacyjnej spółki (mierzonej miernikami księgowymi).

Badaniu towarzyszą również pewne ograniczenia, które mogą mieć znaczenie dla szerszej oceny związku długości kadencji prezesa zarządu i organów statutowych a wynikami spółek. Po pierwsze w konsekwencji porównania sektorowego spółek uwzględnionych w badaniu stwierdzono, że ich rozkład w próbie nie odzwierciedla struktury przedsiębiorstw w całej gospodarce. Tym samym uzyskane wyniki należy traktować jako reprezentatywne dla przedsiębiorstw publicznych notowanych na GPW i Nasdaq Baltic, a ich interpretacja powinna uwzględniać tę specyfikę. Drugim ograniczeniem, a zarazem potencjalnym kierunkiem dalszych badań jest przyjęta próba badawcza. Rozszerzenie badania na wszystkie spółki zarejestrowane w Krajowym Rejestrze Sądowym pozwoliłoby na pełniejszy obraz analizowanego problemu badawczego.

Badania przeprowadzone w niniejszej pracy nie tylko przyczyniają się do lepszego zrozumienia związku długości kadencji z wynikami finansowymi spółek, ale także stanowią punkt wyjścia do wielu nowych badań, które mogą pogłębić wiedzę na temat mechanizmów nadzoru korporacyjnego i ich skutków w różnych kontekstach. W szczególności uzyskane wnioski dotyczące związku długości kadencji prezesa zarządu, zarządu i rady nadzorczej z wynikami spółek mogą zostać rozszerzone o analizę zmiennych moderujących, takich jak struktura własności. Czynniki te mogą istotnie wpływać na rezultaty badania, co potwierdza zmienna opisująca obecność Skarbu Państwa, wykazująca statystyczną istotność w większości estymowanych modeli.

Kolejnym obszarem jest analiza nieliniowego charakteru związku w kontekście całych organów statutowych spółek, które przyjęły dwustopniowy model nadzoru korporacyjnego. W dotychczasowych analizach skupiono się na długości kadencji poszczególnych członków

tych organów oraz całych organów, ale jedynie w odniesieniu do spółek funkcjonujących w ramach jednostopniowego modelu nadzoru korporacyjnego. Badanie całych struktur organizacyjnych (zarządu i rad nadzorczych), a nie tylko długości kadencji pojedynczych prezesów, może dostarczyć nowych, cennych wniosków. Proponowane kierunki badań mogą przyczynić się do dalszego pogłębienia wiedzy w obszarze *corporate governance*.

Wyniki badań przeprowadzonych w ramach tej dysertacji niosą za sobą implikacje praktyczne dla właścicieli oraz członków rad nadzorczych, które pozwoliły na realizację celu aplikacyjnego rozprawy. Zgodnie z uzyskanymi rezultatami krótsze kadencje prezesów zarządu (poniżej mediany w danym roku) mają pozytywny związek z wynikami spółek z punktu widzenia rynkowej oceny spółki. Jednocześnie wykazano, że każde dodatkowe wydłużenie kadencji prezesa zarządu oraz członków zarządu o jeden rok wiąże się przeciętnie z obniżeniem wyników rynkowych spółki. Odmienną obserwację poczyniono w stosunku do długości kadencji rady nadzorczej. Związek długości kadencji rady nadzorczej z wynikami księgowymi spółek jest dodatni, co stanowi sugestię do powoływania rad nadzorczych na dłuższe kadencje, sprzyjające poprawie rentowności przedsiębiorstwa, mierzonej wskaźnikami ROA i ROE. Wyniki te mogą stanowić podstawę do rekomendacji praktycznych o charakterze aplikacyjnym, wskazujących na potrzebę zróżnicowanego monitoringu decyzji podejmowanych przez członków organów statutowych w zależności od etapu sprawowania funkcji. Kryteria oceny działalności członków organów statutowych powinny być odmienne w odniesieniu do zarządu i rady nadzorczej oraz podlegać zmianom w czasie. Wnioski z dysertacji mogą tym samym stanowić punkt wyjścia do dyskusji nad rozszerzeniem Kodeksu Dobrych Praktyk GPW o zapisy dotyczące długości kadencji członków organów statutowych.

Przedstawiona problematyka stanowi istotny obszar badawczy, wymagający dalszej pogłębionej analizy oraz eksploracji nowych kierunków badawczych w obrębie związku długości kadencji prezesa zarządu i organów statutowych z wynikami spółek.

Bibliografia

1. Afrifa, G. A., & Tauringana, V. (2015). Corporate governance and performance of UK listed small and medium enterprises. *Corporate Governance*, 15(5), 719-733, <https://doi.org/10.1108/CG-03-2015-0029>
2. Ahern, K. R., Daminelli, D., & Fracassi, C. (2015). Lost in translation? The effect of cultural values on mergers around the world. *Journal of Financial Economics*, 117(1), 165–189, <https://doi.org/10.1016/j.jfineco.2012.08.006>
3. Ahmad, N., Ting, I. W. K., Tebourbi, I., & Kweh, Q. L. (2022). Non-linearity between family control and firm financial sustainability: moderating effects of CEO tenure and education. *Eurasian Business Review*, 12(4), 719-741, <https://doi.org/10.1007/s40821-021-00197-7>
4. Ahmadi, A., Nakaa, N., & Bouri, A. (2018). Chief Executive Officer attributes, board structures, gender diversity and firm performance among French CAC 40 listed firms. *Research in International Business and Finance*, 44, 218-226, <https://doi.org/10.1016/j.ribaf.2017.07.083>
5. Argyris, C. (1973). Some limits of rational man organisational theory, *Public Administration Review*, 33(3), 253-267, <https://doi.org/10.2307/974803>
6. Arnaboldi, F. (2019). Corporate Governance in the European Banking Sector: some remarks on diversity. *Journal of Financial Management, Markets and Institutions*, 7(01), 1975001, <https://doi.org/10.1142/S2282717X1975001X>
7. Barbi, M., & Morresi, O. (2023). Corporate hedging, family firms, and CEO identity. *The European Journal of Finance*, 29(10), 1106-1143, <https://doi.org/10.1080/1351847X.2022.2081090>
8. Barney, J. (1991). Firm resources and sustained competitive advantage. *Journal of Management*, 17(1), 99-120, <https://doi.org/10.1177/014920639101700108>
9. Basu, S., Ma, X., & Shen, M. (2023). *The Value of Teamwork for Firms' Human Capital*. Working Paper.
10. Bebchuk, L. A., & Cohen, A. (2005). The costs of entrenched boards. *Journal of Financial Economics*, 78(2), 409-433, <https://doi.org/10.1016/j.jfineco.2004.12.006>
11. Bochkay, K., Chychyla, R., & Nanda, D. (2019). Dynamics of CEO disclosure style. *The Accounting Review*, 94(4), 103-140, <https://doi.org/10.2308/accr-52281>
12. Briano-Turrent, G. D., Li, M., & Peng, H. (2020). The impact of family-CEOs and their demographic characteristics on dividend payouts: Evidence from Latin America. *Research in International Business and Finance*, 51, 101086, <https://doi.org/10.1016/j.ribaf.2019.101086>
13. Brochet, F., Limbach, P., Schmid, M., & Scholz-Daneshgari, M. (2021). CEO tenure and firm value. *The Accounting Review*, 96(6), 47-71, <https://doi.org/10.2308/TAR-2019-0295>
14. Brown, P., Beekes, W., & Verhoeven, P. (2011). Corporate governance, accounting and finance: A review. *Accounting & Finance*, 51(1), 96-172, <https://doi.org/10.1111/j.1467-629X.2010.00385.x>
15. Byrka-Kita, K., Czerwiński, M., & Bajerska, A. (2023). Does deterioration in rule of law per se create or destroy value?. *International Journal of Management and Economics*, 59(4), 277-296, <https://doi.org/10.2478/ijme-2023-0016>
16. Byrka-Kita, K., Czerwiński, M., Preś-Perepeczo, A., & Bajerska, A. (2025). National board heterogeneity versus firm risk in times of war: Evidence from the Crimean crisis. *International Review of Financial Analysis*, 104290, <https://doi.org/10.1016/j.irfa.2025.104290>
17. Chen, K. C., Chen, Z., & Wei, K. J. (2011). Agency costs of free cash flow and the effect of shareholder rights on the implied cost of equity capital. *Journal of Financial*

- and *Quantitative analysis*, 46(1), 171-207,
https://EconPapers.repec.org/RePEc:cup:jfinqa:v:46:y:2011:i:01:p:171-207_00
18. Chen, L., Zhang, W., & Zhu, J. A. (2021). Effects of CEO identity on non-family managers' pay dispersion in family firms: A social comparison perspective. *Frontiers in Psychology*, 12, 683011, <https://doi.org/10.3389/fpsyg.2021.683011>
 19. Choi, D. W., Velikova, N., & Lee, S. (2021). Influence of corporate governance on financial performance among alcohol beverage firms. *Journal of Quality Assurance in Hospitality & Tourism*, 22(4), 425-446, <https://doi.org/10.1080/1528008X.2020.1802389>
 20. Citrin, J. M., Hildebrand, C. A., & Stark, R. J. (2019). The CEO life cycle. *Harvard Business Review*, 97(6), 56-60, <https://hbr.org/2019/11/the-ceo-life-cycle>
 21. Cox, T. (1993). *Cultural Diversity in Organizations: Theory, Research, and Practice*, San Francisco, CA. Berrett-Koehler.
 22. Daily, C. M., Dalton, D. R., & Cannella Jr, A. A. (2003). Corporate governance: Decades of dialogue and data. *Academy of Management Review*, 28(3), 371-382, <https://doi.org/10.5465/amr.2003.10196703>
 23. Dalton, D. R., Daily, C. M., Ellstrand, A. E., & Johnson, J. L. (1998). Meta-analytic reviews of board composition, leadership structure, and financial performance. *Strategic Management Journal*, 19(3), 269-290, [https://doi.org/10.1002/\(SICI\)1097-0266\(199803\)19:3<269::AID-SMJ950>3.0.CO;2-K](https://doi.org/10.1002/(SICI)1097-0266(199803)19:3<269::AID-SMJ950>3.0.CO;2-K)
 24. Darouichi, A., Kunisch, S., Menz, M., & Cannella Jr, A. A. (2021). CEO tenure: An integrative review and pathways for future research. *Corporate Governance: An International Review*, 29(6), 661-683, <https://doi.org/10.1111/corg.12396>
 25. Davis, J. H., Schoorman, F. D., & Donaldson, L. (1997). Toward a stewardship theory of management. *Academy of Management Review*, 22(1), 20-47, <https://doi.org/10.2307/259223>
 26. Demirkan, I., Demirkan, S., & Kiessling, T. S. (2020). Strategic decision making of top management: earnings management and corporate acquisitions. *IEEE Transactions on Engineering Management*, 69(4), 963-975, <https://doi.org/10.1109/TEM.2020.2965170>
 27. Eisenhardt, K. M. (1989). Agency theory: An assessment and review. *Academy of Management Review*, 14(1), 57-74, <https://doi.org/10.2307/258191>
 28. Ellili, N. O. D. (2022). Impact of environmental, social and governance disclosure on dividend policy: What is the role of corporate governance? Evidence from an emerging market. *Corporate Social Responsibility and Environmental Management*, 29(5), 1396-1413, <https://doi.org/10.1002/csr.2277>
 29. Faleye, O. (2007). Classified boards, firm value, and managerial entrenchment. *Journal of Financial Economics*, 83(2), 501-529, [http://www.sciencedirect.com/science/article/pii/S0304-405X\(06\)00194-2](http://www.sciencedirect.com/science/article/pii/S0304-405X(06)00194-2)
 30. Faleye, O., Reis, E., & Venkateswaran, A. (2013). The determinants and effects of CEO–employee pay ratios. *Journal of Banking & Finance*, 37(8), <https://doi.org/10.1016/j.jbankfin.2013.03.003>
 31. Fama, E. F., & Jensen, M. C. (1983). Separation of ownership and control. *The Journal of Law and Economics*, 26(2), 301-325, <http://dx.doi.org/10.2139/ssrn.94034>
 32. Finkelstein, S., Hambrick, D. C., & Cannella, A. A. (2009). *Strategic Leadership: Theory and Research on Executives, Top Management Teams, and Boards*. Oxford University Press, <https://doi.org/10.1093/acprof:oso/9780195162073.001.0001>
 33. Frijns, B., Dodd, O., & Cimerova, H. (2016). The impact of cultural diversity in corporate boards on firm performance. *Journal of Corporate Finance*, 41, 521–541. <https://doi.org/10.1016/j.jcorpfin.2016.07.014>

34. Gelter, M., Puaschunder, J.M. (2021). COVID-19 and Comparative Corporate Governance, *Journal of Corporation Law*, 46(3), 557–629, <https://doi.org/10.2139/ssrn.3772965>
35. Ghardallou, W. (2022). Corporate sustainability and firm performance: the moderating role of CEO education and tenure. *Sustainability*, 14(6), 3513, <https://doi.org/10.3390/su14063513>
36. Glowka, G., Kallmünzer, A., & Zehrer, A. (2021). Enterprise risk management in small and medium family enterprises: the role of family involvement and CEO tenure. *International Entrepreneurship and Management Journal*, 17(3), 1213-1231, <https://doi.org/10.1007/s11365-020-00682-x>
37. Grigas, A., Kasekamp, A., Maslauskaitė, K., & Zorgenfreija, L. (2013). *The Baltic States in the EU: yesterday, today and tomorrow* (No. INIS-FR--17-0906). Paris: Notre Europe.
38. Golden, B. R., & Zajac, E. J. (2001). When will boards influence strategy? Inclination \times power= strategic change. *Strategic Management Journal*, 22(12), 1087-1111, <https://doi.org/10.1002/smj.202>
39. Hambrick, D. C., & Fukutomi, G. D. (1991). The seasons of a CEO's tenure. *Academy of Management Review*, 16(4), 719-742, <https://doi.org/10.2307/258978>
40. Hambrick, D. C., & Mason, P. A. (1984). Upper echelons: The organization as a reflection of its top managers. *Academy of Management Review*, 9(2), 193-206, <https://doi.org/10.2307/258434>
41. Harris, M., & Raviv, A. (2008). A theory of board control and size. *The Review of Financial Studies*, 21(4), 1797-1832, <https://doi.org/10.1093/rfs/hhl030>
42. Henderson, A. D., Miller, D., & Hambrick, D. C. (2006). How quickly do CEOs become obsolete? Industry dynamism, CEO tenure, and company performance. *Strategic Management Journal*, 27(5), 447-460, <https://doi.org/10.1002/smj.524>
43. Hermalin, B. E., & Weisbach, M. S. (1998). Endogenously chosen boards of directors and their monitoring of the CEO. *American Economic Review*, 96-118, <https://www.jstor.org/stable/116820>
44. Hill, C. W., & Phan, P. (1991). CEO tenure as a determinant of CEO pay. *Academy of Management Journal*, 34(3), 707-717.
45. Hillman, A. J., & Dalziel, T. (2003). Boards of directors and firm performance: Integrating agency and resource dependence perspectives. *Academy of Management Review*, 28(3), 383-396, <https://doi.org/10.5465/amr.2003.10196729>
46. Hofstede, G. (1984) *Culture's Consequences: International Differences in Work-Related Values*. Sage Publications.
47. Hopt, K. J. (2021). Corporate governance of banks and financial institutions: Economic theory, supervisory practice, evidence and policy. *European Business Organization Law Review*, 22(1), 13-37, <https://doi.org/10.1007/s40804-020-00201-z>
48. Hou, W., Priem, R. L., & Goranova, M. (2017). Does one size fit all? Investigating pay–future performance relationships over the “seasons” of CEO tenure. *Journal of Management*, 43(3), 864-891, <https://doi.org/10.1177/0149206314544744>
49. Howton, S. W. (2006). Effect of governance characteristics on the state of the firm after an initial public offering. *Financial Review*, 41(3), 419-433, <https://doi.org/10.1111/j.1540-6288.2006.00150.x>
50. Hu, H. W., & Alon, I. (2014). Are Chinese CEOs stewards or agents? revisiting the Agency–Stewardship debate. In *Emerging Market Firms in the Global Economy* (Vol. 15, pp. 255-277). Emerald Group Publishing Limited, <https://doi.org/10.1108/S1569-376720140000015011>

51. Huang, S., & Hilary, G. (2018). Zombie board: Board tenure and firm performance. *Journal of Accounting Research*, 56(4), 1285-1329, <https://doi.org/10.1111/1475-679X.12209>
52. Jackling, B., & Johl, S. (2009). Board structure and firm performance: Evidence from India's top companies. *Corporate Governance: An International Review*, 17(4), 492-509, <https://doi.org/10.1111/j.1467-8683.2009.00760.x>
53. Jarugowa, A. (1991). Niektóre wyznaczniki rozwoju rachunkowości, (w:) Jarugowa A. (red.), *Współczesne problemy rachunkowości*, PWE, Warszawa, 12-39.
54. Jensen, M. C., & Meckling, W. H. (1976). Theory of the Firm. *Managerial Behavior, Agency Costs and Ownership Structure*, [https://doi.org/10.1016/0304-405X\(76\)90026-X](https://doi.org/10.1016/0304-405X(76)90026-X)
55. Jensen, M., Potočník, K., & Chaudhry, S. (2020). A mixed-methods study of CEO transformational leadership and firm performance. *European Management Journal*, 38(6), 836-845, <https://doi.org/10.1016/j.emj.2020.05.004>
56. Jia, N. (2017). Should directors have term limits?—Evidence from corporate innovation. *European Accounting Review*, 26(4), 755-785, <https://doi.org/10.1080/09638180.2016.1199321>
57. Kabir, A., Ikra, S. S., Saona, P., & Azad, M. A. K. (2023). Board gender diversity and firm performance: New evidence from cultural diversity in the boardroom. *LBS Journal of Management & Research*, 21(1), 1-12, <https://doi.org/10.1108/LBSJMR-06-2022-0022>
58. Kauer, D., Prinzessin zu Waldeck, T. C., & Schäffer, U. (2007). Effects of top management team characteristics on strategic decision making: Shifting attention to team member personalities and mediating processes. *Management Decision*, 45(6), 942-967, <https://doi.org/10.1108/00251740710762017>
59. Kim, K., Mauldin, E., & Patro, S. (2014). Outside directors and board advising and monitoring performance. *Journal of Accounting and Economics*, 57(2-3), 110-131, <https://doi.org/10.1016/j.jacceco.2014.02.001>
60. König, A., Graf-Vlachy, L., Bundy, J., & Little, L. M. (2020). A blessing and a curse: How CEOs' trait empathy affects their management of organizational crises. *Academy of Management Review*, 45(1), 130-153, <https://doi.org/10.5465/amr.2017.0387>
61. Kor, Y. Y., & Mahoney, J. T. (2000). Penrose's resource-based approach: the process and product of research creativity. *Journal of Management Studies*, 37(1), 109-139, <https://doi.org/10.1111/1467-6486.00174>
62. Kor, Y. Y., & Sundaramurthy, C. (2009). Experience-based human capital and social capital of outside directors. *Journal of Management*, 35(4), 981-1006, <https://doi.org/10.1177/0149206308321551>
63. Porta, R. L., Lopez-de-Silanes, F., Shleifer, A., & Vishny, R. W. (1998). Law and finance. *Journal of Political Economy*, 106(6), 1113-1155, <https://doi.org/10.1086/250042>
64. Lee, S., Park, S. W., & Namgung, D. (2019). Internationalization and performance of SMEs in Masan Free Trade Zone (Korea): The direct and moderating effects of firm size. *Journal of Korea Trade*, 23(4), 30-57, <https://doi.org/10.35611/jkt.2019.23.4.30>
65. Li, M., & Patel, P. C. (2019). Jack of all, master of all? CEO generalist experience and firm performance. *The Leadership Quarterly*, 30(3), 320-334, <https://doi.org/10.1016/j.leaqua.2018.08.006>
66. Li, Y., Xu, X., Zhu, Y., & Haq, M. (2021). CEO decision horizon and corporate R&D investments: an explanation based on managerial myopia and risk aversion. *Accounting & Finance*, 61(4), 5141-5175, <https://doi.org/10.1111/acfi.12752>

67. Liu, C., & Jiang, H. (2020). Impact of CEO characteristics on firm performance: evidence from China listed firms. *Applied Economics Letters*, 27(14), 1-5, <https://doi.org/10.1080/13504851.2019.1607965>
68. Livnat, J., Smith, G., Suslava, K., & Tarlie, M. (2021). Board tenure and firm performance. *Global Finance Journal*, 47, 100535, <https://doi.org/10.1016/j.gfj.2020.100535>
69. Loukil, N., & Yousfi, O. (2022). Do CEO's traits matter in innovation outcomes?. *Journal of International Entrepreneurship*, 20(3), 375-403, <https://doi.org/10.1007/s10843-022-00309-y>
70. Luo, X., Kanuri, V. K., & Andrews, M. (2014). How does CEO tenure matter? The mediating role of firm-employee and firm-customer relationships. *Strategic Management Journal*, 35(4), 492-511, <https://doi.org/10.1002/smj.2112>
71. McClelland, P. L., Barker III, V. L., & Oh, W. Y. (2012). CEO career horizon and tenure: Future performance implications under different contingencies. *Journal of Business Research*, 65(9), 1387-1393, <https://doi.org/10.1016/j.jbusres.2011.09.003>
72. McDonald, M., Westpal, J., 2003. Getting by with the advice of their friends: CEOs' advice networks and firms' strategic responses to poor performance. *Administrative Science Quarterly* 48(1), 1-32, <https://doi.org/10.2307/3556617>
73. Miller, D. (1991). Stale in the saddle: CEO tenure and the match between organization and environment. *Management science*, 37(1), 34-52, <http://dx.doi.org/10.1287/mnsc.37.1.34>
74. Miller, D., & Shamsie, J. (2001). Learning across the life cycle: Experimentation and performance among the Hollywood studio heads. *Strategic Management Journal*, 22(8), 725-745, <https://doi.org/10.1002/smj.171>
75. Mishra, C. S., & Nielsen, J. F. (2000). Board independence and compensation policies in large bank holding companies. *Financial Management*, 51-69, <https://doi.org/10.2307/3666229>
76. Nguyen, P., Rahman, N., & Zhao, R. (2018). CEO characteristics and firm valuation: a quantile regression analysis. *Journal of Management & Governance*, 22, 133-151, <https://doi.org/10.1007/s10997-017-9383-7>
77. Oh, W. Y., Chang, Y. K., & Jung, R. (2018). Experience-based human capital or fixed paradigm problem? CEO tenure, contextual influences, and corporate social (ir) responsibility. *Journal of Business Research*, 90, 325-333, <https://doi.org/10.1016/j.jbusres.2018.05.034>
78. Oware, K. M., & Mallikarjunappa, T. (2021). Assurance service and performance. Effect of CEO characteristics. *Meditari Accountancy Research*, 29(1), 39-59, <https://doi.org/10.1108/MEDAR-03-2020-0802>
79. Pérez-Calero, L., Villegas, M. D. M., & Barroso, C. (2016). A framework for board capital. *Corporate Governance*, 16(3), 452-475, <https://doi.org/10.1108/CG-10-2015-0146>
80. Ponomareva, Y., Uman, T., Bodolica, V., & Wennberg, K. (2022). Cultural diversity in top management teams: Review and agenda for future research. *Journal of World Business*, 57(4), Article 101328, <https://doi.org/10.1016/j.jwb.2022.101328>
81. Rostami, S., Rostami, Z., & Kohansal, S. (2016). The effect of corporate governance components on return on assets and stock return of companies listed in Tehran stock exchange. *Procedia Economics and Finance*, 36, 137-146, [https://doi.org/10.1016/S2212-5671\(16\)30025-9](https://doi.org/10.1016/S2212-5671(16)30025-9)
82. Saleh, M. W., Shurafa, R., Shukeri, S. N., Nour, A. I., & Maigosh, Z. S. (2020). The effect of board multiple directorships and CEO characteristics on firm performance: evidence

- from Palestine. *Journal of Accounting in Emerging Economies*, 10(4), 637-654, <https://doi.org/10.1108/JAEE-12-2019-0231>
83. Salehi, M., Lari Dasht Bayaz, M., & Naemi, M. (2018). The effect of CEO tenure and specialization on timely audit reports of Iranian listed companies. *Management Decision*, 56(2), 311-328, <https://doi.org/10.1108/MD-10-2017-1018>
 84. Schillemans, T. (2013). Moving beyond the clash of interests: On stewardship theory and the relationships between central government departments and public agencies. *Public Management Review*, 15(4), 541-562, <https://doi.org/10.1080/14719037.2012.691008>
 85. Serfling, M. A. (2014). CEO age and the riskiness of corporate policies. *Journal of Corporate Finance*, 25, 251-273, <https://doi.org/10.1016/j.jcorpfin.2013.12.013>
 86. Sewpersadh, N. S. (2019). An examination of CEO power with board vigilance as a catalyst for firm growth in South Africa. *Measuring Business Excellence*, 23(4), 377-395, <https://doi.org/10.1108/MBE-10-2018-0083>
 87. Shleifer, A., & Vishny, R. W. (1989). Management entrenchment: The case of manager-specific investments. *Journal of Financial Economics*, 25(1), 123-139, [http://www.sciencedirect.com/science/article/pii/0304-405X\(89\)90099-8](http://www.sciencedirect.com/science/article/pii/0304-405X(89)90099-8)
 88. Shleifer, A., & Vishny, R. W. (1997). A survey of corporate governance. *The Journal of Finance*, 52(2), 737-783, <https://doi.org/10.1111/j.1540-6261.1997.tb04820.x>
 89. Simsek, Z. (2007). CEO tenure and organizational performance: An intervening model. *Strategic Management Journal*, 28(6), <https://doi.org/653-662>, 10.1002/smj.599
 90. Su, W., & Sauerwald, S. (2018). Does corporate philanthropy increase firm value? The moderating role of corporate governance. *Business & Society*, 57(4), 599-635, <https://doi.org/10.1177/0007650315613961>
 91. Suherman, S., Usman, B., Mahfirah, T. F., & Vesta, R. (2021). Do female executives and CEO tenure matter for corporate cash holdings? Insight from a Southeast Asian country. *Corporate Governance: The International Journal of Business in Society*, 21(5), 939-960, <https://doi.org/10.1108/CG-07-2020-0290>
 92. Szarzec, K., Totleben, B., & Piątek, D. (2022). Zróżnicowanie składów zarządów i rad nadzorczych polskich spółek akcyjnych. *Gospodarka Narodowa. The Polish Journal of Economics*, 309(1), 79-95, <https://doi.org/10.33119/GN/145538>
 93. Tarricone, P., & Luca, J. (2002). Successful teamwork: A case study.
 94. Tarus, D. K., & Ayabei, E. (2016). Board composition and capital structure: Evidence from Kenya. *Management Research Review*, 39(9), 1056-1079, <https://doi.org/10.1108/MRR-01-2015-0019>
 95. Thys, K., Vandekerckhof, P., Steijvers, T., & Corten, M. (2024). Top management team and board of directors as the strategic leadership system: The effect of behavioral integration on strategic decision-making quality. *European Management Journal*, 42(5), 721-734, <https://doi.org/10.1016/j.emj.2023.04.010>
 96. Vafeas, N. (2003). Length of board tenure and outside director independence. *Journal of Business Finance & Accounting*, 30(7-8), 1043-1064, <https://doi.org/10.1111/1468-5957.05525>
 97. Vintilă, G., Onofrei, M., & Gherghina, Ș. C. (2016). The effects of corporate board and CEO characteristics on firm value: empirical evidence from listed companies on the Bucharest stock exchange. *Emerging Markets Finance and Trade*, 51(6), 1244-1260, <https://doi.org/10.1080/1540496X.2015.1073518>
 98. Wooldridge, J.M. (2013). *Introductory Econometrics a Modern Approach*. Mason: South-Western.
 99. Xie, Z., Lin, R., Mi, J., & Li, N. (2019). Improving enterprises' cross-border M&A sustainability in the globalization age—Research on Acquisition and application of the foreign experience. *Sustainability*, 11(11), 3180, <https://doi.org/10.3390/su11113180>

100. Zelechowski, D. D., & Bilimoria, D. (2004). Characteristics of women and men corporate inside directors in the US. *Corporate Governance: An International Review*, 12(3), 337-342, <https://doi.org/10.1111/j.1467-8683.2004.00374.x>
101. Zhou, B., Dutta, S., & Zhu, P. (2020). CEO tenure and mergers and acquisitions. *Finance Research Letters*, 34, 101277, <https://doi.org/10.1016/j.frl.2019.08.025>