

prof. dr hab. Katarzyna Szarzec
Instytut Ekonomii
Katedra Makroekonomii i Badań nad Rozwojem
Uniwersytet Ekonomiczny w Poznaniu
al. Niepodległości 10
61-875 Poznań

Recenzja pracy doktorskiej mgr. Aurelii Elizy Bajerskiej pt. „Związek kadencyjności prezesa zarządu i organów statutowych z wynikami spółek publicznych w Polsce i w krajach bałtyckich”, przygotowanej pod kierunkiem naukowym promotora dr hab. Katarzyny Byrka-Kita, prof. USz i promotora pomocniczego dr Mateusza Czerwińskiego

Niniejsza recenzja została sporządzona zgodnie z przepisami określonymi w ustawie z dnia 20 lipca 2018 r. Prawo o szkolnictwie wyższym i nauce (Dz. U. z 2024 poz. 1571 ze zm.).

1. Temat rozprawy i uzasadnienie wyboru

Rozprawa doktorska Aurelii E. Bajerskiej pt. „Związek kadencyjności prezesa zarządu i organów statutowych z wynikami spółek publicznych w Polsce i w krajach bałtyckich” podejmuje istotny dla skali makro- i mikroekonomicznej temat dotyczący znaczenia zasad ładu korporacyjnego i ich realizacji dla wyników ekonomicznych spółek publicznych w wybranych krajach postsocjalistycznych.

Wybór tematu i zidentyfikowanie problemu badawczego przez Doktorantkę znajduje uzasadnienie. Temat ten jest ważny z kilku względów. Po pierwsze, w sytuacji oddzielenia własności od zarządzania to osoby zarządzające przejmują zarządzanie i odpowiedzialność za wyniki finansowe spółek. Od ich decyzji zależy kierunek rozwoju i efektywność danej spółki i to nie tylko w czasie ich kadencji, ale też po jej ukończeniu (dobrowolnym lub wymuszonym). Po drugie, spółki publiczne to zazwyczaj największe przedsiębiorstwa w danym kraju, których wyniki finansowe, efektywność gospodarowania ma znaczenie dla właścicieli akcji, zarządzających i pracowników, ale też dla całej gospodarki – poprzez sieć powiązań z dostawcami, dochody podatkowe budżetu państwa, wpływ na innowacyjność kraju. W tej grupie – w szczególności w przypadku polskiej GPW – istotny udział mają spółki z dominującym udziałem Skarbu Państwa. Po trzecie, spółki publiczne stanowią pewien punkt odniesienia dla innych przedsiębiorstw ze względu na osiągnięte wyniki finansowe, realizowane strategie

rozwoju, przyjęte zasady ładu korporacyjnego. Po czwarte, wybranie do analizy 4 krajów postsocjalistycznych, w których obrót publiczny został wprowadzony na początku lat 1990. stanowi interesujący przedmiot analizy porównawczej z innymi krajami funkcjonującymi „od zawsze” w warunkach gospodarki rynkowej, które nie przeszły „eksperymentu socjalistycznego”.

Z wielu obszarów dotyczących ładu korporacyjnego, które są badane w kontekście spółek publicznych, Doktorantka wybrała analizę związku między kadencyjnością prezesa i organów statutowych a wynikami finansowymi spółek. Kadencja prezesów zarządów, zarządów oraz rad nadzorczych (w modelach dwupoziomowych) albo rad dyrektorów (w modelach jednopozimowych) i jej długość stanowią istotny czynnik wpływający na zaangażowanie tych osób i skuteczność ich działania, co wpływa na efektywność finansową i operacyjną spółki.

Na podstawie bogatego przeglądu literatury Doktorantka wskazała na lukę badawczą, którą jej badania wypełniają, czyli wyjaśnienie związku między kadencyjnością prezesa zarządu i organów statutowych w spółkach publicznych a wynikami finansowymi tych spółek, na przykładzie wybranych krajów postsocjalistycznych. Procedura badawcza jest dokładnie przemyślana i przeprowadzona. Doktorantka: analizuje spółki mające dwustopniowy model korporacyjny z 4 krajów (Polski, Litwy, Łotwy i Estonii), określa długość kadencji prezesa zarządu i organów statutowych, identyfikuje wszystkie (podkreślenie – KS) zmiany na stanowiskach w ciągu roku (zazwyczaj w badaniach jest uwzględniana zmiana na koniec półrocza albo roku), dokonuje kwantyfikacji czasu pełnienia funkcji w organie statutowym, stosuje pomiar wyników finansowych rynkowych i księgowych. Badania tego regionu w kontekście sformułowanego problemu, tj. kadencyjności prezesa zarządu i organów statutowych nie były prowadzone w takim zakresie i z zastosowaniem takich mierników jak w recenzowanej pracy.

Przeprowadzone badania wpisują się w długą debatę nt. oddzielenia własności przedsiębiorstwa od zarządzania nim, zasad kontraktów zawartych między właścicielami a menedżerami, znaczenia kadencyjności prezesa zarządu i organów statutowych dla efektywności finansowej. Praca jest poprawnie osadzona w dziedzinie nauk społecznych, w dyscyplinie: ekonomia i finanse. Doktorantka właściwie prowadzi analizę ekonomiczną i finansową, formułując wnioski, które są ważne dla finansów przedsiębiorstw i ładu korporacyjnego.

2. Cel rozprawy, hipotezy

Przedmiotem badań jest związek między kadencyjnością prezesa zarządu i organów statutowych w spółkach publicznych a wynikami finansowymi tych spółek w Polsce, Litwie, Łotwie i Estonii w okresie 2010-2020.

W rozprawie sformułowano jako główny cel: „identyfikację i ocenę związku między długością kadencji prezesa zarządu i organów statutowych a miarami wyników spółek publicznych z Polski i z krajów bałtyckich w latach 2010-2020” (s. 11). Doktorantka zdezagregowała ten cel na 7 celów szczegółowych, którymi są (s. 11-12):

- przegląd i omówienie podstaw teoretycznych dotyczących nadzoru korporacyjnego i kadencyjności członków organów statutowych;
- identyfikacja podobieństw i różnic rozwiązań legislacyjnych w zakresie powoływania i funkcjonowania organów statutowych w Polsce i w krajach bałtyckich;
- przegląd badań dotyczących związku między długością kadencji prezesa zarządu a wynikami spółek;
- charakterystyka długości kadencji członków organów statutowych w Polsce i w krajach bałtyckich;
- wskazanie i porównanie kierunku związku między długością kadencji prezesa zarządu a rynkowymi oraz księgowymi wynikami spółek w Polsce i w krajach bałtyckich;
- wskazanie i porównanie kierunku związku między długością kadencji członków organów statutowych w podziale na zarząd i radę nadzorczą;
- wskazanie i porównanie kierunku związku między długością kadencji prezesa zarządu a wynikami spółek w przypadku krótkich i długich kadencji.

Ponadto sformułowano cel metodyczny, jakim jest „ustalenie kryteriów służących do pomiaru długości kadencji” oraz cel aplikacyjny: „sformułowanie praktycznych rekomendacji dla właścicieli oraz członków rad nadzorczych dotyczących związku między długością kadencji członków organów statutowych a wynikami spółek” (s. 12 maszynopisu).

Wszystkie powyższe cele zostały właściwie sformułowane i zrealizowane w rozprawie w poszczególnych pięciu rozdziałach. Tytuł rozprawy jest adekwatny do przyjętych celów.

Praca ma charakter empiryczny. Doktorantka sformułowano hipotezy na podstawie krytycznego, bogatego przeglądu badań nad kadencyjnością prezesa zarządu i organów statutowych w różnych modelach korporacyjnych a wynikami finansowymi spółek. Hipotezy były testowane za pomocą metod ekonometrycznych. Doktorantka sformułowano 3 hipotezy:

- 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

Hipotezy H1 i H2 dodatkowo uszczegółowiono, wskazując możliwe kierunki analizowanej relacji, czyli wskazanie zależności przyczynowo-skutkowej. Są to:

- 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.

Hipotezy są prawidłowo sformułowane.

3. Procedura badawcza

W celu identyfikacji i oceny związku długości kadencji prezesa zarządu i organów statutowych z wynikami finansowymi (falsyfikacja sformułowanych hipotez) Doktorantka zaprojektowała następującą procedurę badawczą.

1. Perspektywa teoretyczna:

Do analizy dynamiki kadencyjności prezesa zarządu i organów statutowych w pracy przyjęte są perspektywy kilku teorii: agencji, służebności, okopania menedżerów, wyższego kierownictwa. Pierwsza z nich to teoria agencji, która opisuje relacje między właścicielami a kadrami zarządzającą (relacja pryncypał – agent). Według niej strony zawierają między sobą kontrakty, które jednak bywają niekompletne. W relacji pryncypał – agent właściciele nie zawsze zgadzają się co do tego, kto i jak ma zarządzać przedsiębiorstwem. Ponadto sami zarządzający, niebędący właścicielami, często walczą o wpływy i zarządzanie i zdarza się, że to oni nadzorują działalność przedsiębiorstwa (jest tak szczególnie w przypadku rozdrobnionego akcjonariatu w spółkach publicznych). Doktorantka ten aspekt analizuje w swoich badaniach empirycznych w kontekście właściciela państwowego (zidentyfikowane spółki z udziałem dominującym skarbu państwa), co budzi pewien niedosyt, ale też – jak sama Doktorantka wskazuje w pracy – stanowi dalszy kierunek badań. Druga to teoria służebności, zgodnie z którą menedżerowie kierując się potrzebą samorealizacji i doskonalenia identyfikują się z celami spółki, przyjmują na siebie odpowiedzialność i starają się zintegrować własne interesy z interesami akcjonariuszy. Kolejna teoria to teoria okopania menedżerów, według której menedżerowie pozostający zbyt długo na stanowisku dążą głównie do zabezpieczenia swojej pozycji w spółce, co wpływa na podejmowane przez nich decyzje i wyniki finansowe spółki. Według ustaleń teorii wyższego kierownictwa to cechy osobowościowe i doświadczenia menedżera mają zasadnicze znaczenie dla wyników ekonomicznych, a podejście do zarządzania spółką zmienia się w trakcie trwania kadencji, różnych jej etapów.

Hipotezy zostały sformułowane na podstawie krytycznego bogatego przeglądu badań empirycznych i teorii (rozdział 1 i rozdział 3).

2. Dobór zmiennych i grupy do analizy

Wybrane zmienne objaśniające to długość kadencji prezesa zarządu, zarządu oraz rady nadzorczej. Zmienne kontrolne dotyczą charakterystyk spółki, cech prezesa zarządu i otoczenia makroekonomicznego.

Dla pracy ważne są definicje i konsekwencja w ich stosowaniu. Doktorantka przedstawia proces zdefiniowania podstawowego terminu, jakim jest „długość kadencji” i jego operacjonalizacji. Definiuje długości kadencji jako „(...) łączny okres pełnienia funkcji przez danego członka organu statutowego w jednej spółce na tym samym stanowisku, niezależnie od liczby kolejnych odrębnych powołań” (s. 7). (Drobna uwaga, czy tekst w przypisie 3., na s. 7-8 nie powinien się znaleźć jednak w głównym tekście?) Doktorantka konsekwentnie stosuje przyjętą terminologię i definicje; ta dyscyplina jest godna podkreślenia.

Jako zmienne zależne wykorzystano dwie miary rynkowe: wskaźnik Q-Tobina i wskaźnik market to book value (M/BV) oraz dwie miary księgowe: wskaźnik rentowności aktywów (ROA) i wskaźnik rentowności kapitału własnego (ROE). Miary te skorygowano także o wartość przeciętną wskaźników rentowności w sektorach, w których funkcjonują poszczególne spółki.

Próba badawcza obejmowała spółki publiczne notowane na Głównym Rynku GPW i spółki notowane na Nasdaq Baltic w latach 2010-2020. Początkowy zbiór danych składał się z 475 spółek, w tym 410 spółek z Polski, 26 – z Litwy, 21 – z Łotwy i 18 – z Estonii. Próba była zawężona ze względu na cztery kryteria: niefinansowe spółki, obowiązywanie dwukadencyjnego modelu nadzoru korporacyjnego, ciągłość dostępności raportów okresowych spółek, okres dostępności raportów co najmniej 10 lat. W wyniku tego finalna grupa składa się z 331 spółek, w tym: 287 spółek z Polski, 17 z Litwy, 16 z Łotwy i 11 z Estonii.

3. Zebranie danych

Istotną częścią procesu badawczego było pracochłonne i czasochłonne zebranie jednostkowych danych o spółkach publicznych z różnych źródeł, w tym: baza Notoria, baza Orbis, strona Nasdaq Baltic (obejmuje trzy bałtyckie rynki kapitałowe: litewski, łotewski i estoński), baza Equity RT. Zostało to szczegółowo opisane w rozdziale 3. Próbie badawczą stanowiły spółki publiczne, niefinansowe, notowane na Głównym Rynku GPW i Nasdaq Baltic w okresie 2010-2020. W sumie badaniem objęto 331 spółek. Doktorantka następnie zebrała dane dot. osób zasiadających w organach statutowych tych spółek w całym analizowanym okresie. Ogółem w pracy uwzględniono 6453 członków zarządów oraz rad nadzorczych (pełniących funkcje w 287 spółkach z Polski i 44 spółkach z krajów bałtyckich), w tym: 5692 osoby z Polski, 273 z Litwy, 312 z Łotwy oraz 176 z Estonii.

Zebranie danych o wskaźnikach księgowych i rynkowych i o kadencjach prezesów i członków organów statutowych i ich charakterystykach (długość kadencji, liczebność członków zarządu, wiek i płeć prezesa, długość kadencji zarządu i rady nadzorczej) wymagało wielkiej pracy. Doktorantka stworzyła szczegółowy, unikatowy zbiór danych, który następnie poddała analizie. Zbiór danych wymagał wielkiej pracy i staranności. Jakość tych danych jest wysoka, co przekłada się na rzetelność i wiarygodność badań i wyników (por. tabela „3.18 Charakterystyka zmiennych objaśniających i kontrolnych wykorzystanych w badaniu empirycznym” ze s. 115-116).

Tu pewna refleksja. Powstaje coraz więcej prac, w których są analizowane różne aspekty ładu korporacyjnego w powiązaniu z cechami członków zarządów czy rad nadzorczych, na podstawie wielkich baz danych mikroekonomicznych o przedsiębiorstwach pozyskanych z komercyjnych źródeł. Są to tzw. *data-driven* analizy, a nie *theory-driven* analizy. Można powiedzieć, że tymi pracami rządzi – parafrazując słowa X. Sala-i-Martin – takie podejście: „I had just collected two billion data points on companies, and then I ran two million regressions”. Ale jakość tych danych pozostawia wiele do życzenia; nie sposób sprawdzić ich jakości, jest to tylko poleganie na prawie wielkich liczb. Badania Aurelli E. Bajerskiej oparte są o dostępne bazy danych, ale też o czasochłonne zbieranie pojedynczych danych, ich sprawdzanie w kilku źródłach, uzupełnianie braków. Każda dana to fakt, który musi być sprawdzony i potwierdzony. To jest rzetelne podejście do pracy naukowej.

4. Metody badawcze

Wszystkie zmienne zostały scharakteryzowane przy wykorzystaniu statystyki opisowej, korelacji między zmiennymi, testów na różnice średnich i median między grupami. Wykorzystano modele regresji, w których analizowano związek między długością kadencji a wynikami ekonomicznymi spółek (ogólny i 3 szczegółowe). Do poszczególnych hipotez zastosowano modele regresji Pooled OLS dla danych panelowych bez efektów i z efektami stałymi dla kraju, lat i sektora.

5. Interpretacja wyników

Procedura falsyfikacji hipotez została poprawnie przeprowadzona i opisana. Otrzymane wyniki zostały odpowiednio przedstawione i zinterpretowane, z przywołaniami innych opracowań w tym zakresie. Wysoka staranność przy opisie i interpretacji wyników statystycznych i ekonometrycznych. Rzetelna analiza.

4. Struktura, treść i redakcja pracy

Rozprawa doktorska mgr. Aurelii E. Bajerskiej pt. „Związek kadencyjności prezesa zarządu i organów statutowych wynikami spółek publicznych w Polsce i w krajach bałtyckich” składa się ze Wstępu, 5 rozdziałów, Zakończenia, Bibliografii oraz Załączników. Układ pracy jest logiczny i spójny z postawionymi celem głównym, celami szczegółowymi, hipotezami. Pod względem struktury i prezentacji rozwiązania problemu badawczego praca odpowiada standardom opracowania naukowego.

We Wstępie Doktorantka przedstawiła problem badawczy i jego uzasadnienie oraz cele i procedurę badawczą.

W pierwszym rozdziale pt. „Nadzór korporacyjny a koncepcja sezonowości” przedstawione rozważania dotyczą teorii, modeli i mechanizmów nadzoru korporacyjnego oraz ich znaczenia w kontekście strategii korporacyjnej i efektywności spółek (operacyjnej i finansowej). Istotne

dla pracy jest przedstawienie koncepcji sezonowości kadencji prezesa zarządu. Porównano również prawne ramy ustanawiania i funkcjonowania organów statutowych (przepisy dotyczące długości kadencji, liczba członków organów statutowych, mechanizmy kontroli i nadzoru) w Polsce, Litwie, Łotwie i Estonii w celu identyfikacji podobieństw i różnic regulacyjnych. Zestawienie cech systemów prawnych stanowi uzasadnienie do wybranej próby badawczej (opis i tabela na s. 50-51). Ciekawe są też opinie Doktorantki o polskim modelu ładu korporacyjnego.

W rozdziale drugim pt. „Przegląd badań dotyczących kadencyjności członków organów statutowych” Doktorantka dokonuje systematycznego krytycznego przeglądu literatury w zakresie relacji między kadencyjnością a wynikami finansowymi przedsiębiorstw.

Rozdział trzeci pt. „Kadencyjność prezesa zarządu i organów statutowych – założenia metodyczne badania” zawiera prezentację procedury badawczej, definicje, przedstawione są problem, cele, hipotezy, metody, proces zebrania danych i stworzenia bazy danych. Scharakteryzowano próbę badawczą analizowanych spółek (charakterystyka sektorowa, wyniki ekonomiczne) i osoby zasiadające w organach statutowych (długość kadencji, wiek prezesa) z wykorzystaniem statystyk opisowych. Zaprezentowano także korelacje długości kadencji prezesa, zarządu oraz rady nadzorczej z rynkowymi i księgowymi wynikami spółek. Przedstawiono modele ekonometryczne wykorzystane do testowania postawionych hipotez. Proces badawczy został rzetelnie przedstawiony.

Rozdział czwarty pt. „Długość kadencji prezesa zarządu i organów statutowych a wyniki spółek publicznych w Polsce i w krajach bałtyckich – wyniki badań” prezentuje wyniki badań nad identyfikacją i oceną związku długości kadencji prezesa zarządu i organów statutowych z wynikami finansowymi analizowanych spółek publicznych.

W piątym rozdziale pt. „Nieliniowość związku długości kadencji prezesa zarządu i wyników spółek publicznych w Polsce i w krajach bałtyckich – wyniki badań” są przedstawione wyniki badań empirycznych dotyczące charakteru związku między długością kadencji prezesa zarządu a wynikami spółek. Weryfikacja nieliniowości tej relacji 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. Interpretacja wyników jest odpowiednia.

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

Pracę jest napisana w stylu naukowym i spełnia wymagania stawiane rozprawom naukowym z dyscypliny ekonomia i finanse. Doktorantka odpowiednio stosuje odwołania w tekście do wykorzystanych pozycji literaturowych. Tekst pracy został właściwie zredagowany. Należy

podkreślić umiejętność prezentowania i konfrontowania różnych stanowisk przez Doktorantkę.

5. Konkluzja

Biorąc pod uwagę przedstawione oceny, stwierdzam, że przedłożona do recenzji rozprawa doktorska mgr. Aurelii Elizy Bajerskiej pt. „Związek kadencyjności prezesa zarządu i organów statutowych z wynikami spółek publicznych w Polsce i w krajach bałtyckich”, przygotowanej pod kierunkiem naukowym promotora dr hab. Katarzyny Byrka-Kita, prof. USz i promotora pomocniczego dr Mateusza Czerwińskiego spełnia wymagania prawne stawiane rozprawom doktorskim zgodnie z przepisami określonymi w ustawie z dnia 20 lipca 2018 r. Prawo o szkolnictwie wyższym i nauce (Dz. U. z 2024 poz. 1571 ze zm.). Stanowi ona oryginalne rozwiązanie problemu naukowego. Doktorantka wykazała w pracy wysoki poziom wiedzy w dyscyplinie ekonomii i finansów i potwierdziła tym samym umiejętność samodzielnego prowadzenia oryginalnej pracy naukowej. Mając powyższe na uwadze, wnioskuję o dopuszczenie mgr. Aurelii E. Bajerskiej do publicznej obrony przedłożonej rozprawy doktorskiej oraz popieram wnioski o nadanie Jej stopnia doktora w dziedzinie nauk społecznych, w dyscyplinie ekonomia i finanse. Ponadto, biorąc pod uwagę rzetelność i skrupulatność analizy, dobór zmiennych, zebranie danych o najwyższej jakości i odpowiedzialność za nie, zaprojektowanie procedury badawczej z wykorzystaniem metod ilościowych, wprowadzenie sposobu pomiaru długości kadencji, głęboką refleksję naukową, wnioskuję o wyróżnienie tej pracy.