



DF-KFP.071.3.2025

dr hab. Tomasz Słoński, prof. UEW

Katedra Finansów Przedsiębiorstw i Finansów Publicznych

Wydział Ekonomii i Finansów

Uniwersytet Ekonomiczny we Wrocławiu

Ul. Komandorska 118/120

53-345 Wrocław

Wrocław 25.05.2025 r.

Recenzja rozprawy doktorskiej Aurelii Bajerskiej pt. „Związek kadencyjności prezesa zarządu i organów statutowych z wynikami spółek publicznych w Polsce i w krajach bałtyckich”

1. Opis przedmiotu recenzji

Praca doktorska jest zwartym opracowaniem naukowym o charakterze monograficznym. Rozprawa naukowa mieści się na 284 stronach tekstu, których zasadniczą część stanowi 5 rozdziałów. Ponadto, Doktorantka wyodrębniła w pracy: wstęp, zakończenie, spisy tabel, wykresów i rysunków oraz spis wykorzystanej w pracy literatury. Ważną część pracy stanowią liczne załączniki numerowane od Z.2.1 do Z.4.26 uzupełniających badania przeprowadzane w różnych częściach pracy.

Prowadzone w pracy rozważania mają charakter teoretyczno-aplikacyjny (tzw. *research thesis*). Układ pracy jest typowy dla tego typu prac, ponieważ dwa pierwsze rozdziały mają charakter teoretyczno-analityczny, w których poprzez analizę zastanego stanu wiedzy naukowej oraz aktów prawnych Autorka stara się sformułować i uzasadnić postawione hipotezy badawcze. W następnych trzech rozdziałach opisany jest: proces samego badania, struktura wykorzystanych danych, wyniki badania wraz ze stosowną interpretacją wyników oraz dyskusja nad uzyskanymi wynikami. Tym samym, układ pracy należy uznać za wewnętrznie spójny i poprawny, który pozwala na właściwe prowadzenie wnioskowania naukowego.

We wstępie Autorka podaje cel pracy wyrażony jako identyfikacja i ocena związku między długością kadencji prezesa zarządu i organów statutowych a miarami wyników spółek publicznych z Polski i z krajów bałtyckich w latach 2010 – 2020.

Ponadto sformułowano szereg celów cząstkowych:

CP1. Przegląd i omówienie podstaw teoretycznych dotyczących nadzoru korporacyjnego i kadencyjności członków organów statutowych.

CP2. Identyfikacja podobieństw i różnic rozwiązań legislacyjnych w zakresie powoływania i funkcjonowania organów statutowych w Polsce i w krajach bałtyckich.

CP3. Przegląd badań dotyczących związku między długością kadencji prezesa zarządu a wynikami spółek.

CP4. Charakterystyka długości kadencji członków organów statutowych w Polsce i w krajach bałtyckich.

CP5. Wskazanie i porównanie kierunku i związku między długością kadencji prezesa zarządu a rynkowymi i księgowymi wynikami spółek w Polsce i krajach bałtyckich.

CP6. Wskazanie i porównanie kierunku związku między długością kadencji członków organów statutowych w podziale na zarząd i radę nadzorczą.

CP7. Wskazanie i porównanie kierunku związku między długością kadencji prezesa zarządu a wynikami spółek w przypadku krótkich i długich kadencji.

Cel metodyczny pracy określono jako „ustalenie kryteriów służących do pomiaru długości kadencji” (s.12).

Cel aplikacyjny polega na „sformułowaniu praktycznych rekomendacji dla właścicieli oraz członków rad nadzorczych dotyczących związku między długością kadencji członków organów statutowych a wynikami spółek” (s.12).

Następnie sformułowano hipotezy odnoszące się do badania statystycznego przeprowadzonego w rozdziałach 4 i 5. Hipotezy przyjęły następującą postać:

H1: Istnieje statystycznie istotny związek między długością kadencji prezesa zarządu a wynikami spółek. Hipoteza H1a zakłada związek negatywny, a Hipoteza H1b zakłada związek pozytywny.

H2: Istnieje statystycznie istotny związek między długością kadencji organów statutowych (zarządów i rad nadzorczych) a wynikami spółek. Hipoteza H2a zakłada związek negatywny, a Hipoteza H2b zakłada związek pozytywny.

H3: Zależność między długością kadencji prezesa zarządu a wynikami spółek ma charakter nieliniowy.

Zakres celu głównego pracy jest określony stosunkowo wąsko, ponieważ odnosi się do analizy powiązań pomiędzy długością sprawowania funkcji prezesa i organów statutowych a wynikami finansowymi. Tak postawiony cel główny stosunkowo dobrze koresponduje z postawionymi hipotezami badawczymi (w hipotezach pominięto cezurę czasową badania).

W celach cząstkowych można odnaleźć listę zadań do wykonania (etapów procesu badawczego), a nie celów związanych z weryfikacją wcześniej sformułowanych tez. Nie podano również kryteriów oceny skuteczności i trafności celu metodycznego oraz celu aplikacyjnego.

2. Ocena rangi tematu pracy doktorskiej

Badania nad sprawowaniem funkcji zarządczych oraz nadzorem nad spółkami giełdowymi stanowią ważny element współczesnych prac naukowych kojarzonych z szerszą koncepcją ESG. Ewolucja wiązki celów realizowanych przez przedsiębiorstwa wymusza eksponowanie cech systemu zarządzania i nadzoru nad przedsiębiorstwem oraz wpływu tych cech na wyniki przedsiębiorstw. Szczególnie obszar zarządzania i nadzoru (tzw. „*governance*”) stanowi ważny element w projektowaniu strategii realizowanych przez współczesne przedsiębiorstwa. Praca wpisuje się w ten ważny nurt badań prowadzonych obecnie na wielu uniwersytetach w Polsce i na świecie.

W pracy wykorzystano tradycyjne podejście do oceny zadań realizowanych przez członków zarządu i rad nadzorczych. Z szerokiego zakresu możliwego oddziaływania prezesa i organów statutowych na wyniki przedsiębiorstw wybrano wyniki finansowe jako potencjalnie najbardziej istotne. Finansowy cel działalności przedsiębiorstwa wciąż pozostaje jednym z najbardziej istotnych elementów jego oceny. Fakt ten potwierdzają liczne badania, na które powołuje się Doktorantka w przedłożonej do recenzji pracy.

Jako przedmiot badań wskazano kadencyjność prezesa, zarządu oraz rad nadzorczych jako czynnika, który w zasadniczym stopniu może wpływać na wyniki finansowe osiągnięte przez przedsiębiorstwa. Kadencyjność jest w oczywisty sposób powiązana z mechanizmami wyłaniania osób pełniących funkcje zarządcze i kontrolne, sposobem sprawowania władzy przez te osoby, kontrolą nad tymi osobami oraz trybem ich odwoływania. Z oczywistych powodów te istotne dla spółki zagadnienia podlegają licznym regulacjom prawnym.

Temat poruszony w pracy jest ważnym zagadnieniem naukowym, który ma istotne znaczenie dla dyscyplin naukowych związanych z ekonomią i finansami, zarządzaniem i prawem. Aktualność tematyki badawczej oraz jej multidyscyplinarność pozwalają na wysoką ocenę potencjału badawczego poruszanych w niniejszej pracy zagadnień.

3. Strona edycyjna rozprawy, poziom językowy oraz styl rozprawy

Strona edycyjna rozprawy nie budzi zastrzeżeń. Rozprawa została przygotowana jako profesjonalny tekst akademicki. Praca została napisana na dobrym poziomie językowym i skierowana jest do osób, które posiadają przygotowanie ekonomiczne i matematyczne.

4. Zalety pracy

Przedłożona do recenzji praca doktorska zawiera wielowątkowe rozważania na temat kadencyjności w Polsce. Można w niej odnaleźć wiele cennych informacji i wyników badań

cząstkowych, które mogą mieć duże znaczenie dla wszystkich uczestników rynku giełdowego i prawodawców. Do niewątpliwych zalet pracy należy zaliczyć:

4.1. Zakres i sposób przeprowadzenia badań literaturowych

Multidyscyplinarny charakter pracy wymagał przeprowadzenia bardzo obszernych badań literaturowych. Lista przeanalizowanych pozycji literaturowych ściśle związanych z przedmiotem badań to 224 pozycje, a lista wszystkich pozycji bibliograficznych pozycji literaturowych obejmuje blisko 400 pozycji. Na uwagę zasługuje próba usystematyzowania badań literaturowych poprzez: wskazanie sposobu wyłonienia publikacji najbardziej istotnych, standaryzację wyników badań, pogłębioną refleksję nad stosowanymi w badaniach zmiennymi (np. w odróżnieniu od innych badań uwzględniono zmianę na stanowiskach w ciągu roku). Właściwie sporządzony przegląd literatury pozwolił na przeprowadzenie badania zgodnie z najlepszymi standardami prowadzenia badań w tym obszarze.

4.2. Wpływ czynników prawno-regulacyjnych

W pracy silnie zaakcentowano **aspekty prawno-regulacyjne** związane z zagadnieniem kadencyjności. Porównanie spółek pochodzących z 4 krajów wymagało analizy porównawczej regulacji obowiązujących w czterech reżimach prawnych. Sama analiza porównawcza została przeprowadzona w uporządkowany i przemyślany sposób.

4.3. Unikatowy zbiór danych

Autorka opracowała zestaw danych gromadząc je z najróżniejszych baz danych (m.in. Orbis, EquityRT, Notoria, World Development Indicators) uzupełniając je o dane na temat organów statutowych „ręcznie” zbierane ze raportów publikowanych przez spółki. Ostatecznie baza obejmowała wstępnie informacje na temat 475 spółek, a komplet informacji zebrano na temat 331 podmiotów w okresie 11 lat analizy. Skład bazy został poddany weryfikacji pod kątem reprezentatywności spółek dla poszczególnych sektorów i całych gospodarek.

Zbiór zmiennych objaśnianych obejmował wskaźniki rentowności kapitałów własnych i rentowności aktywów (w postaci powszechnie występującej oraz w postaci skorygowanej o wpływ wyników sektora), oraz wskaźniki q-Tobina i wskaźnik wartości rynkowej do wartości księgowej. Zmienne objaśniające stanowiły grupy zmiennych charakteryzujących stanowisko prezesa (m.in. długość kadencji, rotację osób na stanowisku prezesa, wiek, płeć) oraz grupę danych charakteryzujących organy statutowe spółki, grupę zmiennych finansowych oraz grupę zmiennych makroekonomicznych.

4.3.1. Zakres prowadzonych badań z wykorzystaniem zaawansowanych narzędzi statystyczno-ekonometrycznych.

Zakres przeprowadzonych badań W badaniu oprócz narzędzi statystyki opisowej wykorzystano narzędzia badające korelacje zmiennych, testy redukujące możliwość wpływu niepożądanych efektów (np. braku stałości wariancji składnika losowego reszt). Ostateczny kształt modeli ekonometrycznych, które służyły weryfikacji hipotez badawczych opracowano na podstawie metody Pooled OLS z efektami stałymi i bez efektów stałych dla próby niezbilansowanej i zbilansowanej. Łącznie opracowano ponad 100 modeli ekonometrycznych.

4.4. Osiągnięcie celów pracy oraz weryfikacja hipotez

Przeprowadzone badanie pozwoliło przede wszystkim na **weryfikację postawionych hipotez badawczych**:

- pozytywna weryfikacja hipotezy H1a nt. kadencyjności prezesa dla miar rynkowych,
- pozytywna weryfikacja hipotezy H2a nt. kadencyjności zarządu dla miar rynkowych,
- pozytywna weryfikacja hipotezy H2b nt. rad nadzorczych dla miar rentowności dla rad nadzorczych spółek.

Ponadto, zweryfikowano pozytywnie hipotezę H3 dowodząc, że relacja pomiędzy długością kadencji prezesa zarządu a wynikami spółek ma charakter nieliniowy.

Weryfikacja hipotez badawczych pozwoliła na osiągnięcie celu głównego pracy. Przeprowadzone badanie obejmowało również wykonanie czynności badawczych zdefiniowanych jako cele cząstkowe, które również można uznać za osiągnięte.

Jeżeli postulowane w celu metodycznym kryteria oceny odczytamy jako opracowanie sposobu pomiaru długości kadencji to cel ten również można uznać za spełniony. Cel aplikacyjny można uznać za spełniony częściowo, ponieważ uzyskane wyniki prowadzą Autorkę do uproszczonych spostrzeżeń, które mogą stanowić początek szerszej dyskusji.

Przeprowadzenie badania pozwoliło na **wypełnienie luki badawczej** odnośnie badań nad kadencyjnością nie tylko prezesów, ale i organów statutowych w Polsce i krajach bałtyckich (tj. w krajach, w których obowiązują dwustopniowy modelu ładu korporacyjnego).

Prowadzenie działalności naukowej jest działaniem wielowątkowym, przebiegającym na wielu etapach. Podczas pisania rozprawy doktorskiej nie sposób ustrzec się przed popełnieniem błędów i usterek, które mogą w różny sposób rzutować na ostateczną ocenę pracy. Omówienie najważniejszych mankamentów i uchybień stanowi treść kolejnego punktu recenzji.

5. Usterki i mankamenty pracy

5.1. Tytuł i cel pracy

Zawarte w tytule i celu pracy sformułowanie „wyniki spółek” można interpretować bardzo szeroko, gdyż zarządzający spółką oraz organy statutowe mogą kształtować wyniki w różnych obszarach działalności spółki. Mając na względzie to, że w pracy przeprowadzono badanie nad wynikami finansowymi spółek należałoby doprecyzować tytuł i celu pracy poprzez bezpośrednie wskazanie na „wyniki finansowe”.

5.2. Uzasadnienie wyboru próby badawczej oraz zakres prowadzonych analiz

W pracy wykorzystano spółki z czterech różnych krajów. Wybór tych krajów nie został jednak w obszerny sposób uzasadniony. Istnieje oczywiście wiele wspólnych cech takich jak: podobny moment rozpoczęcia tranzycji ustrojowej, przynależność do UE i NATO itp. Jednakże, podobny zestaw cech charakteryzuje również inne kraje z naszego regionu, których nie objęto badaniem.

Podejmując się analizy potencjalnych różnic pomiędzy krajami nie należy skupiać się na różnicach wynikających z odmiennych regulacji prawnych, ale należy rozważyć możliwość wpływu czynników o charakterze kulturowym. Szczególnie, jeżeli analizie poddaje się zmienne związane z cechami systemu sprawowania władzy w spółce (występujące w badaniu zmienne „długość kadencji”, „płeć”). Np. według modelu Hofstede’a istnieją różnice kulturowe pomiędzy tymi krajami w takich obszarach jak postrzeganie „indywidualizmu”, „maskulinizmu (macho)¹” czy „orientacji na efekt w długim okresie”.

5.3. Zakres prowadzonego wnioskowania

5.3.1. Zmienne objaśniane

W pracy skupiono się na analizie możliwego powiązania kadencyjności z bieżącymi wynikami finansowymi (rentowność) oraz z wartością rynkową kapitału własnego (MV/BV) i aktywów (współczynnik Tobina). Wydaje się, że szczególnie w przypadku rady nadzorczej istotnym elementem oceny jej pracy jest ryzyko prowadzonej działalności przez spółkę. Rada nadzorcza powołuje m.in. Komitet Ryzyka, którego zadanie polega na ocenie ryzyka działalności.

Moim zdaniem, kwestia analizy ryzyka może mieć dla badania istotne znaczenie. Mając na uwadze bardzo duże zróżnicowanie miar księgowych w próbie (średnia dla ROE to 3,05%, a odchylenie standardowe to 35,35%!) oraz często występujący efekt zmienności zysków w

¹ Jako cechy kultury organizacyjnej

przypadku obserwacji skrajnych², to wprowadzenie zmiennych, które odpowiadają za ryzyko podstawowej działalności³ mogłoby z powodzeniem uzupełnić zestaw zmiennych.

5.3.2. Zakres przeprowadzonych analiz

W rozprawie zaprezentowano bardzo obszerny materiał badawczy, a zakres przeprowadzonych analiz można uznać za imponujący. Lista zmiennych objaśniających i kontrolnych obejmuje kilkanaście pozycji. Wnioski dotyczące wpływu poszczególnych zmiennych uznają jednak za zbyt skrótowe i odnoszące się jedynie do wybranych zmiennych. Doktorantka skupia się na wybranych przez siebie zmiennych wiodących w dużej mierze pomijając analizę wpływu pozostałych zmiennych.

Istotną kwestię stanowi zmienna „liczebność prezesów zarządu” (CEOcount), która w badaniu jest wykorzystana jako zmienna objaśniająca przypisana spółce i jest traktowana jako zmienna dodatkowa, tak jak: płeć czy wiek prezesa. Jeżeli zmienimy perspektywę analizy i zamiast próby analizy wpływu poszczególnych prezesów wykorzystamy wskaźnik pokazujący rotację na tym stanowisku (COEcount również można uznać za miarę kadencyjności prezesów na stanowisku), to ostateczne wyniki analiz w rozprawie zostaną niepomiarowo wzbogacone. Zmienna ta jest bardzo istotna statystycznie w każdym z przedstawionych w pracy modeli (zarówno miary księgowo jak i rynkowe), a jej współczynniki kierunkowe są o wiele silniejsze w porównaniu z innymi miarami kadencyjności (często 10x lub więcej). Oczywiście zmienna ta pokazuje pewien skrajny wariant szybkiej rotacji prezesów w ciągu roku (minimum dla tej zmiennej to 1, mediana 1, średnia 1,13), ale ładunek informacyjny, który ze sobą niesie jest trudny do pominięcia we wnioskach końcowych. Postulowałbym, aby tę zmienną potraktować jako jedną z wiodących zmiennych w badaniu i wnioski sformułowane na podstawie jej analizy dołączyć do zasadniczych wniosków w pracy.

Oczywiście część badań można było przeprowadzić dla mniejszej próby. Spółki polskie stanowią najliczniejszą próbę (287 spółek z 331 spółek ogółem) i dla nich można przeprowadzić badania z wyłączeniem pozostałych krajów aby sprawdzić czy wyłącznie innych krajów z analizy zmienia rezultaty badań dla spółek polskich. W podobny sposób można przeprowadzić osobne badania dla bardziej licznych sektorów.

W badaniach dotyczących Hipotezy 3 (nieliniowy charakter zależności) podzielono próbę na dwie grupy danych wykorzystując medianę. Uzyskane wyniki należy uznać za istotne i interesujące. Oczywiście pytaniem jest, jakie rezultaty uzyskano by gdyby próbę podzielić na mniejsze podgrupy, np. kwartyle lub decyle.

² Kurach R. Stoński T., The PE ratio and the predicted earnings growth : the case of Poland, Folia Oeconomica Stetinensia 15(23)/1, 127-138, 2015

³ W badaniu występuje zmienna odpowiadająca za ryzyko finansowe, tj. wskaźnik zadłużenia.

Uważam, że recenzja powinna stanowić źródło inspiracji dla dalszej pracy naukowej. Mam nadzieję, że moje krytyczne uwagi zostaną wyłącznie potraktowane jako koleżeńskie wskazania, które mogą jedynie ulepszyć sposób prowadzenia dalszej działalności naukowej Doktorantki. W ostatniej części recenzji sformułuję ostateczny osąd o rozprawie, mając na względzie osiągnięcia pracy jak i jej usterki i mankamenty.

6. Wniosek końcowy

Zaprezentowane w rozprawie wyniki badań Doktorantki poszerzają zakres wiedzy na temat powiązań kadencyjności prezesów, zarządów i rad nadzorczych z wynikami finansowymi spółek giełdowych.

Doktorantka zaprojektowała i zrealizowała obszerne, wieloetapowe badanie wykorzystując unikalny zestaw danych. Przeprowadzone badanie pozwoliło na sformułowanie wniosków będących oryginalnym rozwiązaniem problemu naukowego, a uzyskane wyniki mają potencjał do ich wykorzystania w sferze gospodarczej. Sposób przeprowadzenia badania przez Doktorantkę (projekt badania, jego realizacja, sposób prezentacji wyników oraz ich interpretacja) świadczy o umiejętności samodzielnego prowadzenia pracy naukowej. Dokonany przez Doktorantkę przegląd i krytyczna analiza dotychczasowego stanu wiedzy na temat wpływu kadencyjności prezesa, zarządu i rad nadzorczych wraz z przeglądem najważniejszych teorii, modeli i mechanizmów nadzoru korporacyjnego świadczą o posiadaniu ogólnej wiedzy teoretycznej w dyscyplinie naukowej, do której przypisano rozprawę.

Mając na względzie powyższe spostrzeżenia, oceniam przedłożoną do oceny rozprawę doktorską pozytywnie i rekomenduję ją do dalszych etapów przewodu doktorskiego.

Z wyrazami szacunku

