

Dr hab. Michał Kałdoński, prof. UEP

Poznań, 31.03.2023 r.

Katedra Finansów Przedsiębiorstw

Instytut Rachunkowości i Zarządzania Finansami

Uniwersytet Ekonomiczny w Poznaniu

## RECENZJA

**dorobku naukowego dr Agnieszki Preś-Perepeczo w postępowaniu w sprawie nadania stopnia doktora habilitowanego w dziedzinie nauk społecznych w dyscyplinie ekonomia i finanse**

### UWAGI WSTĘPNE

Podstawą mojej recenzji jest uchwała nr 04/01/2023 Rady Naukowej Instytutu Ekonomii i Finansów Uniwersytetu Szczecińskiego z dnia 12.01.2023 r., na mocy której została mi powierzona rola recenzenta w postępowaniu habilitacyjnym dr Agnieszki Preś-Perepeczo. Postępowanie prowadzone jest w trybie ustawy z dnia 20 lipca 2018 r. Prawo o szkolnictwie wyższym i nauce. Oświadczam, że otrzymana przeze mnie dokumentacja stwarza podstawy do przeprowadzenia oceny osiągnięć naukowych w oparciu o wymogi, o których mowa w art. 219 ust. 1 pkt 1-3 ww. ustawy, zgodnie z którymi stopień doktora habilitowanego nadaje się osobie, która:

1. posiada stopień doktora;
2. posiada w dorobku osiągnięcia naukowe albo artystyczne, stanowiące znaczny wkład w rozwój określonej dyscypliny;
3. wykazuje się istotną aktywnością naukową lub artystyczną realizowaną w więcej niż jednej uczelni, instytucji naukowej lub instytucji kultury, w szczególności zagranicznej.

W kolejnych punktach, po krótkim scharakteryzowaniu sylwetki zawodowej Habilitantki, w pierwszej kolejności ocenie poddane zostanie główne osiągnięcie naukowe dr Agnieszki Preś-Perepeczo, na które składa się cykl tematycznie powiązanych artykułów oraz monografia. Następnie dokonana zostanie ocena pozostałych osiągnięć publikacyjnych wykazanych w autoreferacie oraz aktywności naukowej realizowanej w innych instytucjach naukowych.

### SYLWETKA ZAWODOWA HABILITANTKI

Pani Agnieszka Preś-Perepeczo ukończyła studia magisterskie na Wydziale Ekonomii Uniwersytetu Szczecińskiego, z którym jest związana zawodowo od 1998 r. Początkowo, jako słuchacz studiów doktoranckich, następnie jako asystent, a obecnie adiunkt w Katedrze Finansów i Bankowości Instytutu Ekonomii i Finansów. Od 2014 r. jest także członkiem Rady tegoż instytutu (przed restrukturyzacją Rady Instytutu Finansów).

Stopień doktora nauk ekonomicznych w specjalności zarządzanie finansami przedsiębiorstw Habilitantka uzyskała na podstawie rozprawy pt. *Ocena efektów finansowych fuzji i przejęć* w 2006 r. na Wydziale Nauk Ekonomicznych i Zarządzania Uniwersytetu Szczecińskiego. Promotorem rozprawy był dr hab. Dariusz Zarzecki.

Odebrane wykształcenie oraz praca, najpierw na Wydziale Nauk Ekonomicznych i Zarządzania, a następnie w Instytucie Ekonomii i Finansów US, jak sądzę, miały wpływ na ukształtowanie się zainteresowań naukowych Habilitantki. Zainteresowania te koncentrują się głównie na tematyce związanej z finansami przedsiębiorstw i szeroko rozumianym rynku kapitałowym.

Doktor Agnieszka Preś-Perepeczo jest aktywnym dydaktykiem. Prowadzi zajęcia w języku polskim i angielskim na studiach pierwszego i drugiego stopnia oraz studiach podyplomowych. Wypromowała łącznie 25 prac licencjackich. Obecnie pełni funkcję promotora pomocniczego w przewodzie doktorskim mgr inż. Radosława Bielickiego na temat: *Rynkowa wartość spółki a zjawisko sukcesji stanowiska prezesa*.

W trakcie pracy naukowo-dydaktycznej na US Habilitantka była wielokrotnie zaangażowana w aktywność o charakterze organizacyjnym oraz popularyzującym naukę. Współpracowała także z podmiotami gospodarczymi, występując w roli analityka, kontrolera finansowego oraz konsultanta.

## **OCENA WYPEŁNIENIA KRYTERIUM ZNACZNEGO WKŁADU W ROZWÓJ DISCYPLINY EKONOMIA I FINANSE**

### **Ocena głównego osiągnięcia naukowego**

Jako osiągnięcia naukowe dr Agnieszka Preś-Perepeczo przedłożyła cykl 11 powiązanych tematycznie artykułów naukowych zatytułowanych ***Reakcja akcjonariuszy na zdarzenia korporacyjne – inicjację wypłaty dywidendy, transakcję pakietową oraz zmianę na stanowisku prezesa i jej wpływ na wyniki finansowe w spółkach publicznych na polskim rynku kapitałowym*** oraz autorską monografię pod tytułem ***Efekty sygnalizacji – determinanty reakcji akcjonariuszy na zdarzenia korporacyjne w spółkach publicznych*** wydaną przez Wydawnictwo Naukowe Uniwersytetu Szczecińskiego.

Siedem publikacji z cyklu artykułów zostało napisanych w języku angielskim (pozostałe w języku polskim). W większości przypadków są to publikacje napisane we współautorstwie (cztery publikacje zostały przygotowane samodzielnie). Zaangażowanie Habilitantki obejmuje zasadniczo wszystkie kluczowe etapy powstawania publikacji, począwszy od wyprowadzania hipotez, poprzez pozyskiwanie danych, wybór metodyki i prowadzenie analiz empirycznych, na prezentacji i opisie uzyskanych rezultatów kończąc.

Na wspomniany cykl składają się teksty opublikowane w recenzowanych czasopismach zagranicznych i krajowych oraz międzynarodowych materiałach konferencyjnych. Większość czasopism jest indeksowana w bazie WoS lub Scopus. Pięć z jedenastu opracowań tworzących cykl ogłoszona została w czasopismach posiadających JCR IF.

W ramach cyklu artykułów Habilitantka wyróżniła trzy bloki (obszary) tematyczne, na które składają się następujące opracowania:

### **Obszar A1: Zmiany w polityce dywidend – rynkowa reakcja akcjonariuszy na polskim rynku kapitałowym**

1. **Perepeczo A.** (2013c). Market reactions to dividend announcements in public companies – empirical evidence, *Actual Problems of Economics* 1(2), s. 265–273. (udział Habilitantki – 100%)
2. **Perepeczo A.** (2013b). Reakcja akcjonariuszy na decyzje o wypłacie dywidendy w spółkach publicznych – wyniki badań empirycznych, *Prace Naukowe Uniwersytetu Ekonomicznego we*

Wrocławiu, *Inwestycje finansowe i ubezpieczenia – tendencje światowe a rynek polski* 323, s. 253–264. (udział Habilitantki – 100%)

3. **Perepeczo A.** (2014b). Reakcja inwestorów na decyzje o wypłacie dywidendy a kryzys finansowy, *Prace Naukowe Uniwersytetu Ekonomicznego we Wrocławiu, Zarządzanie finansami firm – teoria i praktyka* 326, s. 184–195. (udział Habilitantki – 100%)
4. **Perepeczo A.** (2014a). Shareholders' preferences, business cycles and market reactions to dividend announcements in public companies – Empirical evidence, *Transformations in Business & Economics*, 13(2B) (32B), s. 648–660. (udział Habilitantki – 100%)

#### **Obszar A2: Transakcje pakietowe – rynkowa reakcja akcjonariuszy na polskim rynku kapitałowym**

5. **Byrka-Kita K., Czerwiński M., Perepeczo A.** (2014). Reakcja akcjonariuszy na sprzedaż znaczących pakietów akcji, *Prace Naukowe Uniwersytetu Ekonomicznego we Wrocławiu, Inwestycje finansowe i ubezpieczenia – tendencje światowe a rynek polski* 371, s. 32–42. DOI: 10.15611/pn.2014.371.03. (wg oświadczeń współautorów, udział Habilitantki wynosi 40%)
6. **Byrka-Kita K., Czerwiński M., Preś-Perepeczo A.** (2018b). What drives shareholder reaction and wealth effect in block trades? Evidence from the Warsaw Stock Exchange, *Emerging Markets Finance and Trade* 54(7), s. 1586–1607. DOI: doi.org/10.1080/1540496X.2017.1315333. (wg oświadczeń współautorów, udział Habilitantki wynosi 33,33%)

#### **Obszar A3: Zmiana na stanowisku prezesa a rynkowa reakcja akcjonariuszy i wyniki finansowe spółek publicznych na polskim rynku kapitałowym**

7. **Byrka-Kita K., Czerwiński M., Preś-Perepeczo A.** (2017). Stock market reaction to CEO appointment – preliminary results, *Journal of Management and Business Administration. Central Europe* 25(2), s. 23–42. DOI: 10.7206/jmba.ce.2450-7814.194. (wg oświadczeń współautorów, udział Habilitantki wynosi 33,33%)
8. **Byrka-Kita K., Czerwiński M., Preś-Perepeczo A., Wiśniewski T.** (2018a). CEO succession puzzle in the Polish capital market, *Baltic Journal of Management* 13(4), s. 582–604. DOI: doi.org/10.1108/BJM-08-2017-0238. (wg oświadczeń współautorów, udział Habilitantki wynosi 25%)
9. **Byrka-Kita K., Czerwiński M., Preś-Perepeczo A., Wiśniewski T.** (2021). Does CEO replacement at state-owned enterprises matter? Evidence from the Polish capital market, *Eastern European Economics* 59(2), s. 125–147. DOI: doi.org/10.1080/00128775.2020.1856684. (wg oświadczeń współautorów, udział Habilitantki wynosi 25%)
10. **Byrka-Kita K., Czerwiński M., Preś-Perepeczo A., Wiśniewski T.** (2018e). Does it pay off to change the CEO? Changes in operating performance: Preliminary results, w: K. Jajuga, H. Locarek-Junge, L.T. Orłowski (red.), *Contemporary Trends and Challenges in Finance. Proceedings from the 3rd Wrocław International Conference in Finance*, s. 169–181. DOI: doi.org/10.1007/978-3-319-76228-9. (wg oświadczeń współautorów, udział Habilitantki wynosi 48%)
11. **Byrka-Kita K., Czerwiński M., Ferris S.P., Preś-Perepeczo A., Wiśniewski T.** (2020). Should they stay or should they go? CEO appointments and performance in a transitional economy, *Finance a úvěr-Czech Journal of Economics and Finance* 70(2), s. 14–171. DOI: doi.org/10.32065/CJEF.2020.02.03. (wg oświadczeń współautorów, udział Habilitantki wynosi 24%)

Z wyjątkiem publikacji [A1.4.], która ma charakter przeglądkowy, wszystkie osiągnięcia wskazane w ramach cyklu są rezultatem prowadzonych analiz empirycznych dotyczących polskiego rynku kapitałowego (spółek publicznych notowanych na Giełdzie Papierów Wartościowych w Warszawie). Ich osią wspólną, swoistym tematem przewodnim, jest badanie reakcji inwestorów na pojawienie się informacji o wybranych zdarzeniach korporacyjnych. Prowadzone przez Habilitantkę badania podporządkowane są przede wszystkim udzieleniu odpowiedzi na pytanie: jak zdarzenia korporacyjne są oceniane przez akcjonariuszy w świetle zjawiska krecji wartości i jakie są determinanty tej reakcji? Dodatkowe analizy prowadzone już tylko w obszarze [A3] mają umożliwić odpowiedź na pytanie, czy oczekiwania inwestorów związane ze zmianą prezesa znajdują potwierdzenie w wynikach spółek?

Swoistym dopełnieniem prezentacji wyników prowadzonych prac empirycznych jest autorska monografia Habilitantki, której głównym celem jest usystematyzowanie koncepcji teoretycznych opisujących wpływ decyzji podejmowanych przez spółki lub inwestorów zewnętrznych na ceny rynkowe akcji, przeprowadzenie dyskusji i dokonanie oceny wyników badań empirycznych dotyczących reakcji akcjonariuszy na zdarzenia korporacyjne w spółkach publicznych oraz umożliwiających określenie czynników wpływających na kierunek i siłę tych reakcji. Książka Habilitantki składa się z dwunastu rozdziałów, które po pogrupowaniu tworzą cztery odrębne części. Struktura pracy oraz jej zawartość podporządkowane są realizacji siedmiu celów szczegółowych.

Część pierwsza pracy ma charakter wprowadzający i koncentruje się na celach i podstawowych uwarunkowaniach funkcjonowania spółek publicznych oraz istocie i metodyce pomiaru efektów sygnalizacji. Kolejne trzy części monografii poświęcone zostały odpowiednio zagadnieniom zmiany osoby kluczowej w spółce, decyzjom dywidendowym oraz zdarzeniom z zakresu kontroli kapitałowej, jakimi są transakcje blokowe. Każda z tych trzech części została zorganizowana według jednego schematu. Najpierw Autorka przedstawia istotę i uwarunkowania opisywanego zdarzenia korporacyjnego oraz skalę zjawiska na wybranych rynkach (polskim i amerykańskim), następnie systematyzuje koncepcje teoretyczne, wreszcie dokonuje przeglądu i oceny wyników empirycznych dotyczących reakcji akcjonariuszy na wybrane zdarzenia.

**W mojej ocenie, przedłożone przez Habilitantkę osiągnięcia można zasadniczo ująć w trzy następujące grupy:**

- 1. osiągnięcia w zakresie doboru, modyfikacji i praktycznego stosowania narzędzi badawczych,**
- 2. osiągnięcia porządkujące dotychczasowy stan wiedzy,**
- 3. oryginalne i twórcze osiągnięcia stanowiące znaczący wkład do dyscypliny ekonomia i finanse.**

**Ad 1. Ocena osiągnięć w zakresie doboru, modyfikacji i praktycznego stosowania narzędzi badawczych**

Warsztat badacza wykorzystującego metodę analizy zdarzeń zazwyczaj budowany jest wieloetapowo, a biegłości w posługiwaniu się narzędziami nabywa się po przeprowadzeniu wielu prób. Spektrum różnych możliwości w poszczególnych etapach analizy zdarzeń sprawia, że dostosowanie narzędzi do specyfiki lokalnych, ciągle rozwijających się rynków kapitałowych nie jest zadaniem łatwym. Kluczowe decyzje, jakie musi podjąć badacz, dotyczą m.in. sposobu pomiaru stopy zwrotu, selekcji właściwego modelu szacowania normalnej stopy zwrotu, doboru właściwego okresu badania czy rodzaju stosowanych testów statystycznych. Podobne dylematy dotyczą badań empirycznych, w których wykorzystuje się analizę regresji. Właściwe wybory dotyczące specyfikacji modelu analitycznego (sposobu zdefiniowania zmiennej objaśnianej i podstawowych zmiennych objaśniających, doboru zmiennych kontrolnych) czy metody jego estymacji zależą od świadomości statystyczno-ekonometrycznej badacza. Budowaniu tej świadomości – w mojej ocenie – podporządkowane były

przede wszystkim prace, których rezultaty zostały przedstawione w osiągnięciach [A1.1.], [A1.2.], [A1.3.] i [A1.4.] oraz [A2.4.] i [A2.5.].

Decyzje dywidendowe oraz transakcje blokowe odnoszące się do spółek notowanych na GPW w Warszawie były już wcześniej przedmiotem zainteresowania badaczy. Co więcej, w ujęciu zagregowanym, reakcja inwestorów na GPW jest zgodna z oczekiwaniami teorii i podobna do tej obserwowanej na innych rynkach. Stąd w wymiarze poznawczym wymienione powyżej prace Habilitantki mają przede wszystkim charakter przyczynkowski. Ich podstawowa wartość to kształtowanie warsztatu badacza. Wraz z rozwojem warsztatu empirycznego publikacje Habilitantki są coraz bardziej zaawansowane metodycznie. Jako przykład można tu wskazać osiągnięcie [A2.5.], gdzie od prostej analizy podgrup badawczych w celu identyfikacji czynników determinujących się i kierunek reakcji akcjonariuszy na informacje o transakcji blokowej, Habilitantka umiejętnie przechodzi do analizy regresji wielorakiej. Moim zdaniem, w ten sposób Habilitantka udowadnia, że jest w stanie twórczo dobierać i dostosowywać narzędzia badawcze do planowanych zadań badawczych.

## **Ad 2. Ocena osiągnięć porządkujących dotychczasowy stan wiedzy**

Identyfikacja istniejącego stanu wiedzy stanowi dla każdego badacza punkt wyjścia do realizacji jego zamierzeń badawczych. Ze zrozumieniem przyjmuję więc pomysł udokumentowania przez Habilitantkę, w postaci monografii, przeglądu istniejących prac teoretycznych i empirycznych koncentrujących się wokół trzech wybranych zdarzeń korporacyjnych. Za interesujący i oryginalny uznaję pomysł stworzenia głównej osi rozważań z teorii sygnałów. Autorka ma świadomość różnych możliwych perspektyw, z których można spoglądać na problematykę dywidend, transakcji blokowych czy zmian na kluczowych stanowiskach w spółce, a hipoteza efektów sygnalizacji stanowi swoiste spoiwo dla decyzji odnoszących się do różnych obszarów funkcjonowania przedsiębiorstwa. To rozwiązanie oceniam pozytywnie, pozwala bowiem odróżnić monografię Habilitantki od innych opracowań polskich autorów dotyczących tych zagadnień.

Monografia dr Agnieszki Preś-Perepeczo ma logiczną strukturę podporządkowaną realizacji założonych celów, które moim zdaniem udało się Habilitantce osiągnąć. Za szczególnie wartościową uważam część drugą, która stanowi wynik kompleksowych studiów literaturowych dotyczących motywów i finansowych konsekwencji zmian na kluczowych stanowiskach w firmie. Według mojego stanu wiedzy, ta część przeglądu literatury jest jedną z pierwszych w polskim piśmiennictwie. Generalnie uważam, że monografia Habilitantki jest wartościowym uzupełnieniem cyklu dobranych tematycznie artykułów. Jej lektura pozwala czytelnikowi uzupełnić luki w wiedzy, które często powstają z racji ograniczeń narzucanych przez wydawców czasopism związanych z objętością ogłaszanych tekstów.

## **Ad 3. Ocena oryginalnych i twórczych osiągnięć stanowiących znaczny wkład do dyscypliny ekonomia i finanse**

Spośród wskazanych przez Habilitantkę osiągnięć stanowiących jej zdaniem znaczny wkład w rozwój dyscypliny naukowej ekonomia i finanse najwyżej oceniam cykl powiązanych tematycznie artykułów w obszarze A.3 – *Zmiana na stanowisku prezesa a rynkowa reakcja akcjonariuszy i wyniki finansowe spółek publicznych na polskim rynku kapitałowym*. Na ów obszar składają się opracowania [A3.7.], [A3.8.], [A3.9.], [A3.10.] oraz [A3.11.].

Na wstępie zaznaczę, że moja ocena wskazanego osiągnięcia koncentrować się będzie na następujących kwestiach:

- luka badawcza, ramy teoretyczne i koncepcja badań empirycznych,
- wybór próby badawczej,
- strategia modelowania empirycznego:

- a. metody badawcze,
  - b. definicja zdarzenia dotycząca decyzji kadrowych odnoszących się do prezesów spółek,
  - c. dobór pozostałych zmiennych objaśniających,
- interpretacja wyników,
  - najważniejsze ustalenia.

### Luka badawcza, ramy teoretyczne i koncepcja badań empirycznych

Najogólniej rzecz ujmując, zainteresowania badawcze Habilitantki, których rezultaty przedstawione zostały w części A3 cyklu powiązanych tematycznie opracowań (a także w części drugiej jej monografii, o czym wspominałem wcześniej), koncentrują się wokół motywów oraz finansowych konsekwencji decyzji kadrowych dotyczących prezesów/CEO spółek. W swoich badaniach wyróżnia ona dwa typy zdarzeń związanych z kluczowymi osobami w spółce: zmianę na stanowisku prezesa (*new appointment*) oraz powołanie dotychczasowego prezesa na kolejną kadencję (*reappointment*). Zjawisko zmian na stanowisku prezesa określane jest w literaturze przedmiotu mianem „rotacji” lub sukcesji (*CEO turnover, CEO succession*), z kolei zjawisko dotyczące ponownych powołań określane jest mianem „retencji” (*CEO retention*).

Zagadnienie rotacji prezesów spółek było już podejmowane przez badaczy zarówno w ujęciu teoretycznym, jak również empirycznym. W zdecydowanej większości prac empirycznych przeprowadzone analizy dotyczyły jednak rynków rozwiniętych – głównie amerykańskiego. Badania dotyczące państw Europy Środkowo-Wschodniej nie są zbyt liczne i zazwyczaj mają charakter przyczynkowski. Habilitantka wraz ze współautorami trafnie dostrzegła tę lukę badawczą i podjęła – w mojej ocenie udaną – próbę jej wypełnienia na przykładzie polskiego rynku kapitałowego.

W przypadku zjawiska retencji prezesów skala istniejącej luki badawczej wydaje się o wiele większa. Nawet na najbardziej rozwiniętym pod względem badań dotyczących spółek publicznych rynku amerykańskim analizy empiryczne w tym zakresie są bardzo nieliczne. Występują wprawdzie pojedyncze badania nad reakcjami inwestorów na ponowne powołania prezesów spółek (np. Erkens i in., 2014) czy determinantami retencji prezesów (np. Beneish i in., 2017), niemniej jednak ten nurt badawczy wydaje się ciągle być we wczesnej fazie rozwoju. Dlatego badania Habilitantki i współautorów odnoszące się do ponownych powołań na kluczowych stanowiskach można uznać za szczególnie oryginalne, a pod pewnymi względami wręcz pionierskie.

Decyzje dotyczące kluczowych stanowisk w spółkach publicznych są niewątpliwie zagadnieniem interdyscyplinarnym. Tematyka ta eksplorowana jest przede wszystkim przez badaczy zajmujących się zarządzaniem przedsiębiorstwami. Jednocześnie w ostatnich dwóch dekadach mocno przybrała na znaczeniu wśród badaczy zajmujących się finansami przedsiębiorstw. Dość rzec, że rotacja CEO, obok takich kwestii, jak rola rady dyrektorów, systemy wynagradzania menedżerów czy struktura własności, wchodzi w skład bloku tematycznego o najszerszym pokryciu w prestiżowym czasopiśmie, jakim jest *Journal of Corporate Finance* (Baker i in., 2021). W praktyce, większość współczesnych prac teoretycznych i empirycznych dotyczących zmian na kluczowych stanowiskach w spółkach lokuje się na pograniczu finansów i zarządzania. Stąd dominującą wśród badaczy perspektywą badawczą jest perspektywa nadzoru korporacyjnego. Nie dziwi zatem, że takie spojrzenie stanowi także kanwę rozważań dr Agnieszki Preś-Perepeczo.

Punktem wyjścia do rozważań Habilitantki jest rozdzielenie własności od zarządzania i związane z tym problemy agencji. Kluczowy wydaje się tu podział na insiderów i outsiderów, których relacje charakteryzują się rozbieżnością celów i nierównym dostępem do informacji. To właśnie te dwie kwestie stanowią trzon rozważań teoretycznych i prowadzonych analiz empirycznych. Innymi słowy, ramy teoretyczne prac Habilitantki wyznaczone są przede wszystkim przez dwie teorie: teorię agencji i teorię sygnałów. Na ich podstawie formułowane są szczegółowe hipotezy odnoszące się do takich zagadnień, jak efekt sygnalizacji czy efekt okopania menedżerów. Te dwie hipotezy, zakotwiczone

przede wszystkim w teorii finansów, uzupełniane są przez inne koncepcje wywodzące się z teorii zarządzania, takie jak hipoteza kozła ofiarnego czy hipoteza umiejętności. Uprawnione wydaje się więc stwierdzenie, że badania empiryczne prowadzone przez Habilitantkę oparte są na solidnych podstawach teoretycznych. Bardzo ciekawą dyskusję na ich temat można znaleźć przede wszystkim w rozdziale 4 monografii Habilitantki, ale także – choć w okrojonej wersji – w poszczególnych opracowaniach artykułowych. W mojej ocenie wybór ram teoretycznych należy uznać za trafiony. Jest on nie tylko zbieżny z istniejącym stanem wiedzy, ale przede wszystkim uwzględnia specyfikę warunków funkcjonowania spółek publicznych w ramach tzw. zamkniętego, opartego na insiderach modelu ładu korporacyjnego.

Koncepcja badań empirycznych Habilitantki w zasadzie sprowadza się do próby udzielenia odpowiedzi na trzy następujące pytania badawcze: 1) Jakie czynniki determinują zmiany na kluczowych stanowiskach w spółce?; 2) Jak uczestnicy rynku postrzegają decyzje o zmianie/pozostawieniu na stanowisku prezesa spółki oraz od czego zależy kierunek oraz skala ich reakcji na wybrane decyzje kadrowe?; 3) Czy, a jeżeli tak, to w jaki sposób, decyzje kadrowe dotyczące prezesów wpływają na wyniki finansowe spółek? Trzeba wyraźnie zaznaczyć, że rozkład akcentów pomiędzy poszczególne pytania badawcze jest zróżnicowany. Badaniom reakcji inwestorów na informacje dotyczące decyzji kadrowych związanych z kluczowymi osobami w spółce poświęcone są publikacje [A3.7.], [A3.8.] i [A3.9]. Konsekwencje decyzji dotyczące zmiany/pozostawienia prezesa na stanowisku dla wyników spółek poruszane są w publikacjach [A3.10.] i [A3.11.] Z kolei kwestia determinant decyzji o zmianie prezesa spółki podnoszona jest tylko w jednej publikacji [A3.11.]. Pomimo tych różnic co do rozkładu akcentów, należy stwierdzić, że wskazane do oceny opracowania artykułowe wraz z całą częścią drugą monografii Habilitantki (rozdziały od 3 do 5) oraz wybranymi fragmentami rozdziałów składających się na część pierwszą książki, bez wątpienia tworzą cykl opracowań powiązanych ze sobą tematycznie. Nie mam także wątpliwości, że poszczególnym zadaniom badawczym przyświeca określona myśl przewodnia. Badania empiryczne zostały w mojej ocenie zaplanowane w sposób właściwy, umożliwiając wypełnienie zidentyfikowanych przez Habilitantkę luk badawczych.

#### Wybór próby badawczej

W badaniach empirycznych z zakresu finansów przedsiębiorstw, a w szczególności tych, w którą główną perspektywą jest perspektywa nadzoru korporacyjnego, jedną z najbardziej istotnych kwestii jest dobór próby.

Według mojej wiedzy, jak na razie nie ma dobrej bazy danych, w której można by znaleźć kompleksowe informacje dotyczące charakterystyk Zarządów oraz Rad Nadzorczych spółek publicznych czy zmian kadrowych w nich zachodzących. Zarówno w bazach lokalnych (np. Notoria), jak i w bazach o zasięgu globalnym (np. Capital IQ, BoardEx), dostępne informacje mają charakter wycinkowy. O ile w bazie Notoria można znaleźć informacje o składach organów statutowych spółek publicznych i datach ich zmian (dobrze ustrukturyzowane informacje są dostępne zasadniczo od momentu uruchomienia systemu ESPI, tj. od końca 2004 r.), o tyle brak w ww. bazie jakichkolwiek informacji dotyczących okoliczności zachodzących zmian kadrowych czy charakterystyk poszczególnych osób wchodzących w skład organów statutowych. Z kolei w bazach ogólnosięwiatowych dostępne informacje dotyczą największych spółek, a zakres ujawnianych informacji jest także mocno ograniczony.

W sytuacji braku baz danych każdy z badaczy konstruuje własną próbę. Projekt badawczy, którego uczestnikiem była Habilitantka, koncentrował się – co jest zrozumiałe – na dotarciu do jak największej grupy firm, co do których dostępne były dokładne informacje o decyzjach kadrowych dotyczących prezesów spółek. Dane pozyskiwane były z różnych źródeł obejmujących między innymi oficjalne komunikaty i raporty spółek oraz publikacje prasowe i internetowe dotyczące zmian kadrowych i osób,

których te zmiany dotyczą. W wyniku tzw. ręcznego poszukiwania i pobierania danych powstała baza licząca ok. 2000 tzw. zdarzeń kadrowych, która stanowiła punkt wyjścia do badań empirycznych. O ostatecznym rozmiarze próby decydował każdorazowo przedmiot badań oraz dostępność innych danych niezbędnych do ich przeprowadzenia.

Takie postępowanie jest dość powszechnie stosowane na świecie. Oznacza jednak obciążenie parametrów modeli wynikające z problemu samoselekcji i w konsekwencji nielosowego charakteru próby. Problem ten dotyczy większości badań z zakresu empirycznych finansów przedsiębiorstw. Można go jednak ograniczyć, wprowadzając swoistą korektę z tytułu defektu próby – czy to stosując model Heckmana, czy też próby dobierane. W kontekście ocenianych prac ta kwestia wydaje się szczególnie istotna w przypadku badań nad wpływem zmian kadrowych na wyniki spółek. Niestety, moim zdaniem, nie została ona wystarczająco wyeksponowana, nawet w formie dyskusji dotyczącej ograniczeń dotyczących uzyskanych rezultatów.

Odrębną, aczkolwiek nie mniej istotną kwestią, wydaje się zróżnicowanie liczebności próby podczas realizacji poszczególnych zadań badawczych. Zagadnienia determinant i finansowych konsekwencji decyzji kadrowych dotyczących prezesów spółek są ściśle ze sobą powiązane, a niekiedy wręcz wzajemnie się przenikają. Jednocześnie, jak powszechnie wiadomo, w próbach nielosowych o różnej liczebności, obserwowane zależności są bardzo często „przypisane do danej próby” (*sample specific*). Jestem przekonany, że wyniki całego projektu badawczego zaprezentowane w postaci cyklu opracowań byłyby bardziej spójne, gdyby liczebność próby była bardziej stabilna.

Niezależnie od zgłoszonych zastrzeżeń, chciałbym wyraźnie podkreślić, że stworzona przez Habilitantkę oraz współautorów baza danych ma charakter unikatowy, a co za tym idzie – stwarza solidne podstawy do prowadzenia oryginalnych badań. Dążenie do objęcia badaniami jak najszerszej części populacji spółek notowanych na GPW w Warszawie, znajdujące swój wyraz w rosnącej liczebności próby wykorzystywanej na poszczególnych etapach postępowania badawczego, jest całkowicie zrozumiałe. Z perspektywy Habilitantki, opieranie się na wycinkowych informacjach dostępnych w bazach danych może w istotny sposób zniekształcać faktyczny obraz dotyczący skali, motywów oraz konsekwencji decyzji kadrowych odnoszących się prezesów spółek. Jako przykład można tu przytoczyć wyniki jednej z najnowszych publikacji dotyczących zmian kadrowych w spółkach publicznych opublikowanej w prestiżowym czasopiśmie *Corporate Governance: an International Review*. Według N. Burns i in. (2023), która dotarła do 137 informacji obserwacji dotyczących polskich spółek publicznych za lata 2004–2016, odsetek spółek, w których miała miejsce zmiana na stanowisku prezesa, jest w Polsce jednym z największych na świecie i wynosi 17%. Sugeruje to, że w Polsce mamy do czynienia z bardzo dobrze rozwiniętym rynkiem talentów menedżerskich, zaś rady nadzorcze wykazują się ponadprzeciętną aktywnością w zakresie decyzji kadrowych. Wyniki prac Habilitantki przeprowadzone na bardzo szerokiej próbie badawczej rzucają na badane zjawisko nowe, zgoła odmienne światło.

#### Strategia modelowania empirycznego – metody badawcze

Podstawową metodą badawczą stosowaną przez Habilitantkę jest metoda analizy zdarzeń (*event study*). Istota tej metody polega na pomiarze tzw. anormalnej stopy zwrotu towarzyszącej pojawieniu się określonej informacji. Zastosowanie tej metody uwarunkowane jest przynajmniej średnim poziomem efektywności informacyjnej rynku oraz stosowaniem dochodowego podejścia do wyceny aktywów. W rezultacie efekt cenowy zdarzenia może być utożsamiany z oddziaływaniem zdarzenia na wielkość i rozkład w czasie przyszłych wolnych przepływów pieniężnych.

Metoda *event study* została opracowana ponad pół wieku temu i stale zyskuje na znaczeniu wśród badaczy zajmujących się finansami. Wyrazem tego jest jej powszechne wykorzystanie w pracach ogłaszanych w najbardziej poczytnych czasopismach finansowych, takich jak *Journal of Financial*



*Economics, Journal of Finance* czy *The Review of Financial Studies*. Wśród kilkudziesięciu obszarów badawczych z zakresu finansów empirycznych, w ramach których wykorzystywana jest metoda analizy zdarzeń, problematyka zmian kadrowych na kluczowych stanowiskach w spółkach znajduje się w pierwszej dziesiątce (El Ghouli i in., 2023). Można więc stwierdzić, że stosowane przez Habilitantkę narzędzia dotyczące badań reakcji inwestorów na zdarzenia kadrowe dotyczące prezesów spółek wpisują się w światowe standardy.

Wielowariantowość możliwych rozwiązań z zakresu analizy zdarzeń, których świadomość udokumentowana jest w dorobku Habilitantki, wskazuje jednocześnie na jej ponadprzeciętne umiejętności w tym zakresie. Z tym warsztatem badawczym Habilitantki koliduje niekiedy wybiórcze prezentowanie wyników prowadzonych analiz. Dla przykładu, w przedstawionych do oceny opracowaniach Habilitantka ogranicza się zazwyczaj do prezentacji wyników pomiaru anormalnych stóp zwrotu z wykorzystaniem jednego wybranego modelu szacowania, tzw. normalnej stopy zwrotu (zazwyczaj jest to model oparty na średniej lub model rynkowy). Nie mam wątpliwości, że prezentowane wyniki poddane zostały testom odporności, jednakże nawet wtedy, gdy brak ich opisu wynika z ograniczeń narzuconych przez wydawcę, krótka informacja o wynikach przeprowadzonych testów powinna znaleźć się choćby w przypisie.

Poza metodą analizy zdarzeń w swoich badaniach Habilitantka stosuje analizę regresji. Regresja wieloraka jest chętnie stosowana przez Habilitantkę w tej części badań, gdzie ciężar analizy przesuwają się z pomiaru efektów zdarzeń kadrowych na analizę czynników powiązanych z danym efektem. W przypadku badań odnoszących się do identyfikacji czynników determinujących reakcję rynkową inwestorów Habilitantka stosuje klasyczne modele regresji liniowej. KMNK jest także podstawową metodą wykorzystywaną w analizach dotyczących wpływu zdarzeń kadrowych na wyniki spółek. Z kolei do modelowania decyzji o zmianie CEO wykorzystywany jest dwumianowy model logitowy. Wszystkie te modele regresji stanowią kanon mikroekonometrii finansowej i są powszechnie wykorzystywane przez badaczy zajmujących się ocenianą tematyką.

Dobór modeli regresyjnych oceniam jako właściwy. Wynika on ze stawianych pytań i hipotez badawczych oraz jest determinowany przez charakter dostępnych danych. Wydaje mi się jednocześnie, że w oparciu o zgromadzone dane można by bez większych nakładów rozszerzyć badania, zastępując na przykład dwumianowy model logitowy, modelem zmiennych wielomianowych. Modele zmiennych wielomianowych są w pewnym sensie uogólnieniem modelu dwumianowego. Stosując model dwumianowy, Habilitantka ogranicza decyzje kadrowe do dwóch możliwości: zmiany prezesa lub jej braku. Jednocześnie zarówno z rozważań teoretycznych Habilitantki, jak i dokonanego przez nią przeglądu wyników prac empirycznych wynika, że czynniki determinujące decyzję o zmianie prezesa mogą się istotnie różnić w zależności od okoliczności, w których dochodzi do zmiany (odejścia dobrowolne vs odejścia wymuszone), czy swoisty rodowód nowego prezesa (insider vs outsider). W odróżnieniu od modeli dwumianowych, modele wielomianowe opierają się na porównaniach pomiędzy kilkoma możliwościami wyboru (kategoriami). W przypadku recenzowanych osiągnięć oznaczałoby to przyjęcie jako kategorii referencyjnej scenariusza braku zmiany prezesa i porównywanie pozostałych scenariuszy związanych z rotacją na stanowisku CEO względem niej. W rezultacie zamiast jednego równania, przy  $n$  – możliwości alternatywnych można by otrzymać  $n-1$  równań logitowych.

Innym obszarem, w ramach którego można by poprawić moc prowadzonych testów, są analizy dotyczące wpływu zdarzenia, jakim jest decyzja kadrowa dotycząca prezesa, na rentowność operacyjną spółek. W obecnym stanie Habilitantka wykorzystuje poprawne, aczkolwiek dość proste jak na obecne standardy, rozwiązanie polegające na wykorzystaniu w modelu regresji opisującym zmianę poziomu rentowności operacyjnej zmiennej dychotomicznej opisującej zdarzenie kadrowe. (Swoją drogą, nie do końca wiadomo, dlaczego w głównej części rozważań Habilitantka ogranicza się wyłącznie do zdarzenia polegającego na ponownym powołaniu dotychczasowego prezesa, a wyniki badań nad

konsekwencjami zmiany CEO pojawiają się dopiero w sekcji zawierającej testy odporności). Skoro do pomiaru zmiennej objaśnianej niezbędne są dane za okres 6 lat (3 lata wstecz i 3 lata po zdarzeniu), co sugeruje, że w zakresie wielu zmiennych odnoszących się do charakterystyk finansowych spółek Habilitantka dysponuje danymi panelowymi, rekomendowałbym wykorzystanie tzw. metody różnicy w różnicach (*difference in differences*). Metoda ta, określana także niekiedy metodą efektów oddziaływania, jest współcześnie coraz częściej wykorzystywana w badaniach z zakresu empirycznych finansów przedsiębiorstw. Zmiana na stanowisku prezesa lub pozostawienie na stanowisku dotychczasowego prezesa, w zależności od pytania badawczego, może być traktowana jako oddziaływanie, któremu poddawane są jednostki obserwacji. Szerokie spektrum zmiennych charakteryzujących prezesów i spółki, które są dostępne dla Habilitantki, stwarza jednocześnie możliwość wykorzystania techniki *propensity score matching* do skonstruowania próby dopasowanej. Oba te rozwiązania, przynajmniej w jakimś stopniu, pozwalają odnieść się do takich problemów, jak wzajemna przyczynowość czy samoselekcja próby.

Wzmocnienie siły testowanych hipotez nie zawsze wymaga zastosowania bardziej wyrafinowanych metod mikroekonometrii finansowej. Jako przykład można tu wskazać próby weryfikacji hipotez odwołujących się do efektu sygnalizacji. W niektórych publikacjach Habilitantki (np. [A3.7.] i [A3.8.]), negatywna reakcja inwestorów na zmianę prezesa spółki utożsamiana jest z przewagą komponentu informacyjnego zdarzenia nad komponentem realnym. Innymi słowy, w takiej sytuacji rotacja na kluczowym stanowisku postrzegana jest z perspektywy inwestorów przede wszystkim jako próba „zachowania twarzy” w obliczu gorszych, aniżeli oczekiwane przez rynek, wyników spółki. Z kolei w przypadku pozytywnej reakcji inwestorów, zmiana prezesa postrzegana jest przez uczestników rynku przede wszystkim jako szansa na tzw. nowe otwarcie. Jednocześnie w [A3.9.] wspomniana interpretacja ulega swoistemu rozszerzeniu, dopuszcza się bowiem, że komponent realny także może przyjmować wartość ujemną. Sytuacja taka będzie miała miejsce wtedy, gdy w ocenie rynku sukcesor (następca dotychczasowego prezesa) będzie przedkładał interes akcjonariusza sprawującego kontrolę nad interes pozostałych akcjonariuszy. Aby zidentyfikować faktyczny powód negatywnej reakcji inwestorów, niezbędne wydaje się przeprowadzenie dodatkowych analiz. Jednym z możliwych rozwiązań jest podział obserwacji dotyczących zmiany prezesa ze względu na kondycję finansową spółki. Bonnier i Brunner (1989) wskazują, że w spółkach o słabej kondycji finansowej (spółki, które w okresie poprzedzającym zmianę prezesa raportowały ujemne wyniki finansowe i wstrzymały wypłatę dywidendy) znaczenie komponentu informacyjnego jest zdecydowanie mniejsze aniżeli komponentu realnego. Bardziej dogłębne dociekania mogłyby także polegać na modelowaniu interakcji pomiędzy zmiennymi uwzględnianymi w poszczególnych modelach regresji.

#### Strategia modelowania empirycznego – definicja zdarzenia dotycząca decyzji kadrowych odnoszących się do prezesów spółek

Po pierwotnym zatrudnieniu, odwoływanie lub ponowne powołanie prezesa spółki to jedno z podstawowych kompetencji i zadań rad dyrektorów/rad nadzorczych. Ponieważ zmiana na stanowisku prezesa może wynikać ze zdarzeń losowych (np. śmierć czy choroba) lub decyzji samego CEO (np. zmiana ścieżki kariery), zasadniczym zagadnieniem wydaje się identyfikacja okoliczności, w których dochodzi do rotacji na kluczowym stanowisku. W szczególności dotyczy to badań, w których zmiany kadrowe rozpatrywane są z perspektywy nadzoru korporacyjnego czy teorii sygnałów. Jednocześnie należy podkreślić, że nie jest to zadanie łatwe. Stąd duża różnorodność podejść stosowanych przez poszczególnych badaczy, determinowana przede wszystkim przez dostęp do danych.

W przypadku najbardziej rozwiniętego pod względem badań w tym obszarze rynku amerykańskiego, większość badaczy dzieli zdarzenia związane z odejściami prezesów na dwie grupy: odejścia wymuszone (*forced departures*) i odejścia dobrowolne (*voluntary departures*). Spółki nie mają obowiązku ujawnienia faktycznej przyczyny odejścia prezesa i można przypuszczać, że w przypadku dymisji CEO są mało skłonne do ujawniania tego faktu. W rezultacie, w większości dotychczasowych badań kwalifikacja do wspomnianych grup odbywa się na podstawie wieku CEO, czasu i trybu podania

do publicznej informacji o odejściu, faktu pozostania w radzie dyrektorów dotychczasowego prezesa czy informacji prasowych dotyczących okoliczności odejścia ze spółki. Podejście takie, które można określić mianem klasycznego, rozpowszechnione zostało m.in. przez Parrino (1997), dla którego punktem wyjścia były informacje prasowe w *Wall Street Journal* (dalej WSJ). Do grupy odejść wymuszonych zakwalifikowane zostały wszystkie sukcesje, o których w WSJ zamieszczona była informacja o odwołaniu CEO przez radę dyrektorów oraz ogólnikowa wzmianka o różnicy w wizji co do sposobu funkcjonowania spółki jako powodu rozstania. Ponadto jako odejścia wymuszone zaklasyfikowane zostały wszystkie inne przypadki sukcesji, z wyłączeniem tych, dla których w WSJ jako powód odejścia wskazane zostały śmierć osoby, zły stan zdrowia oraz awans wewnętrzny lub zewnętrzny. Dodatkowo do grupy odejść wymuszonych przypisane zostały także wszystkie przypadki sukcesji, dla których jako powód rozstania wskazana została emerytura, a zamiar przejścia na emeryturę nie został zakomunikowany rynkowi na co najmniej sześć miesięcy przed odejściem prezesa. Jednocześnie wszystkie przypadki odejść, dla których udało się ustalić w innych źródłach wiarygodne informacje o sprecyzowanych powodach osobistych lub biznesowych niezwiązanych z dotychczasową działalnością, podlegały reklasyfikacji jako odejścia dobrowolne.

Nawet kiedy dostępne są publiczne informacje dotyczące okoliczności odejścia, mają one charakter niepełny, a podział na rozstania wymuszone i dobrowolne jest w konsekwencji w jakimś stopniu arbitralny. Według Gentry i in. (2021), współczynnik korelacji pomiędzy przypadkami odejść prezesów zakwalifikowanych jako wymuszone w różnych badaniach dla porównywalnej próby badawczej największych spółek amerykańskich oscyluje w przedziale od 0,43 do 0,62. Wskazuje to na dość subiektywne podejście do kodowania danych, co nie pozostaje bez znaczenia dla wyników prowadzonych analiz.

Ryzyko błędnej klasyfikacji jest jednym z podstawowych wyzwania, z którymi muszą się zmierzyć badacze zajmujący się zmianami kluczowych osób w spółkach. Cały czas aktualny pozostaje postulat, że definicja okoliczności zdarzenia korporacyjnego, jakim jest odejście, powinna być możliwie jasna i jednoznaczna, jednakże natura materii sprawia, że w praktyce jest on bardzo trudny do spełnienia. Wymuszone odejścia nie muszą bowiem wynikać ze słabych wyników spółek, mogą być na przykład spowodowane skandalami obyczajowymi. Z kolei słabe wyniki spółki mogą być powodem przedwczesnego przejścia prezesa na emeryturę. Wszystko to sprawia, że współcześnie badacze coraz częściej sugerują odstąpienie od klasycznego podziału ze względu na okoliczności odejścia na rzecz bardziej obiektywnych kryteriów bezpośrednio odwołujących się do wyników spółek. Jedną z takich propozycji jest koncepcja *performance – induced turnover* (Jenter, Lewellen, 2021), która opiera się na założeniu, że powody rotacji prezesów w spółkach o dobrych wynikach finansowych mają inne podłoże aniżeli w spółkach pozostałych.

W swoich opracowaniach Habilitantka i jej współautorzy stosują najszerszą konwencję dotyczącą zdarzeń odnoszących się do zmian na stanowisku CEO. Jak już wcześniej wspomniano, punktem wyjścia jest szeroka baza o zmianach na stanowisku prezesa w spółkach notowanych na GPW w Warszawie, z której na potrzeby badań wyłączone zostały: 1) powołania o charakterze tymczasowym, takie jak np. oddelegowanie członka RN lub Zarządu do pełnienia funkcji Prezesa; 2) powołania będące następstwem fuzji i przejęć oraz 3) powołania w spółkach zagranicznych, które odbywają się na mocy przepisów innych aniżeli Kodeks Spółek Handlowych.

Podejście takie jest zasadniczo poprawne i stosuje się je bardzo często w badaniach ogólnoswiatowych. Jest ono wynikiem swoistej przezorności badaczy. Taki kwestie jak na przykład różnice kulturowe sprawiają bowiem, że precyzyjna kwalifikacja zmian na stanowisku prezesa ze względu na okoliczności jest mocno utrudniona (N. Burns i in., 2023). Dla przykładu, w państwach, w których „zachowanie twarzy” jest traktowane priorytetowo, upublicznienie przez spółkę informacji o przymusowym odejściu prezesa jest mało prawdopodobne. Co więcej, nawet w USA, gdzie dostęp do informacji jest relatywnie szeroki, właściwe rozpoznanie charakteru odejścia jest obarczone ryzykiem błędu. Najnowsze wyniki badań dotyczące spółek amerykańskich sugerują, że pomimo zewnętrznych przesłanek wskazujących

na dobrowolny charakter odejść CEO, wiele z nich de facto odbywa się w zupełnie innych okolicznościach (Fee i in., 2018). Ponieważ błędna kwalifikacja zdarzeń może w istotny sposób zniekształcać wyciągane wnioski, stosowanie szerokiej definicji zdarzenia jest powszechnie akceptowane przez badaczy. Można więc stwierdzić, że przyjęte przez Habilitantkę rozwiązanie jest „zgodne z zasadami sztuki”.

Odnoszę jednocześnie wrażenie, że w recenzowanym zbiorze prac Habilitantki potencjał badawczy związany z okolicznościami odejść prezesów spółek nie został w pełni wykorzystany. Kwestia podziału na odejścia przymusowe i dobrowolne [stosowane kryteria klasyfikacji wzorowane są na propozycji Parrino (1997)] uwzględniona została jedynie w pracy [A3.11] poświęconej analizie związków pomiędzy zmianami kadrowymi dotyczącymi prezesów a efektywnością operacyjną spółek. Co zaskakujące, wątek ten pojawia się dopiero w części poświęconej testom odporności.

W mojej ocenie, podział na odejścia wymuszone i dobrowolne mógłby zostać wyeksploatowany we wszystkich podejmowanych przez Habilitantkę obszarach badań nad zmianami kadrowymi dotyczącymi prezesów. Przymusowe odejścia zazwyczaj utożsamiane są ze słabymi wynikami firm. Obowiązkiem rad dyrektorów jest stałe monitorowanie wyników spółek oraz podejmowanie adekwatnych decyzji kadrowych dotyczących zarządzających. Zatem testowanie hipotez, w ramach których motywacje oraz konsekwencje decyzji kadrowych postrzegane są z perspektywy nadzoru korporacyjnego, mogłyby być bardziej przekonujące. Jest wielce prawdopodobne, że czynniki określające prawdopodobieństwo zmiany CEO dla różnych okoliczności mogą być mocno zróżnicowane. Podobnie przewidywania dotyczące poprawy efektywności firm wydają się lepiej umocowane dla podgrupy spółek, w których zmiany kadrowe miały charakter wymuszony. Bliźniacza argumentacja odnosi się do weryfikacji hipotezy sygnalizacji. Wydaje się, że możliwym do zastosowania – choć z pewnością niedoskonałym – sposobem określenia znaczenia tzw. komponentu informacyjnego oraz tzw. komponentu realnego w badaniach reakcji inwestorów jest uwzględnienie okoliczności odejścia. Gorsze niż oczekiwane przez rynek wyniki spółek tłumaczące negatywną reakcję inwestorów są bardziej prawdopodobne wtedy, gdy odejście prezesa ma status wymuszonego.

Polski model systemu nadzoru korporacyjnego oraz praktyki rynkowe związane ze zmianami na kluczowych stanowiskach w spółkach publicznych są dość osobliwe. Historia spółek notowanych na GPW zna dość częste przypadki przejść założycieli spółek, często pierwszych ich prezesów, do rad nadzorczych. Rodzi się zatem pytanie, czy taka sytuacja może być traktowana jako „pełnoprawna” zmiana na stanowisku prezesa? Oczekiwałbym jakiegoś bezpośredniego odniesienia się do tej kwestii w pracach Habilitantki. Przypuszczam bowiem, że pozostanie byłego prezesa spółki, będącego jednocześnie jej głównym akcjonariuszem, nie pozostaje bez znaczenia dla reakcji inwestorów czy kwestii efektywności funkcjonowania. Powróć do tego wątku w kolejnej sekcji.

#### Strategia modelowania empirycznego – dobór pozostałych zmiennych objaśniających

Kolejną istotną kwestią, którą chciałbym poruszyć, jest dobór zestawu zmiennych objaśniających, na podstawie których estymowane są modele regresji. W przypadku większości badań z zakresu szeroko rozumianych empirycznych finansów przedsiębiorstw wstępny zbiór zmiennych objaśniających ustalany jest zazwyczaj według dwóch kryteriów: ich popularności w literaturze przedmiotu oraz relatywnie dobrych wyników w objaśnianiu zmiennych zależnych we wcześniejszych badaniach. Podobne podejście zastosowała także Habilitantka, która w zależności od pytania badawczego i związanych z nim hipotez korzysta z różnego zestawu zmiennych objaśniających.

Dominacja wśród zmiennych objaśniających charakterystyk prezesów spółek oraz podstawowych zmiennych finansowych reprezentujących rentowność, zadłużenie czy skalę działalności wynika z koncepcji prowadzonych badań empirycznych i nie budzi większych zastrzeżeń. Mam jednak pewne wątpliwości co do zestawu zmiennych kontrolnych odnoszących się do tzw. czynników miękkich. Jest

to bowiem wspólny problem wielu badaczy zajmujących się rynkami rozwijającymi się, którzy w obliczu utrudnionego dostępu do danych często koncentrują się na eksplorowaniu podstawowych charakterystyk finansowych spółek, pomijając inne, często bardziej znaczące determinanty decyzji podejmowanych w spółkach oraz ich finansowych konsekwencji. Zaliczyć do nich można przede wszystkim różne charakterystyki nadzoru korporacyjnego, takie jak struktura własności (np. stopień koncentracji własności, udział insiderów, struktura udziałów różnych typów inwestorów instytucjonalnych itp.), liczebność i skład rady dyrektorów (np. udział członków niezależnych), stosowane systemy zachęt dla menedżerów (np. wykorzystanie opcji na akcje), charakterystyka audytora (np. przynależność do tzw. Wielkiej Czwórki, staż w badaniu podmiotu itp.) czy stosowane standardy sprawozdawczości finansowej. Wymienione powyżej tzw. czynniki miękkie – w mojej opinii – mogłyby znacznie wzmocnić testy postawionych przez Habilitantkę hipotez, zwłaszcza że literatura, w tym wiele pozycji, które możemy znaleźć w bibliografii recenzowanych opracowań, wskazuje na ich istotne znaczenie.

Uważam, że najważniejszą kwestią związaną z doбором zmiennych objaśniających jest relatywnie uboga reprezentacja zmiennych reprezentujących strukturę własności. Badania dotyczące państw Europy Centralnej i Wschodniej jednoznacznie wskazują, że spółki publiczne mają mocno skoncentrowaną strukturę własności (Gugler i in., 2014). Ponad dwie trzecie spółek jest kontrolowane przez dużego akcjonariusza indywidualnego (oraz jego rodzinę) lub państwo. W ponad połowie spółek duży akcjonariusze indywidualni zasiadają w zarządzie, z kolei w co trzeciej spółce są członkami rad nadzorczych. Powszechne jest także zjawisko wykorzystywania mechanizmów sprawowania kontroli, takich jak struktury piramidalne czy akcje ze zróżnicowanymi prawami głosu. W odróżnieniu od kontroli państwa, obecność dużego indywidualnego inwestora w akcjonariacie spółki zwiększa wartość firmy mierzoną wskaźnikiem Q-Tobina, a także rentowność aktywów oraz rentowność kapitału własnego. Co szczególnie interesujące, najwyższą wartość firmy osiągają spółki zatrudniające profesjonalnych menedżerów, w których rola dużych indywidualnych akcjonariuszy ogranicza się do wypełniania funkcji nadzorczych. Z kolei spółki bezpośrednio zarządzane przez dużego indywidualnego akcjonariusza wyceniane są z dyskontem. Nie ulega zatem wątpliwości, że obecność i typ akcjonariusza sprawującego kontrolę oraz zakres jego zaangażowania w sprawy spółki mają istotne znaczenie dla podejmowanych decyzji oraz kształtowania wyników spółek.

W literaturze przedmiotu można znaleźć także opracowania, które bezpośrednio odnoszą się do roli, jaką odgrywa struktura własności dla zmian kadrowych na kluczowych stanowiskach w spółkach z regionu Europy Wschodniej. Jako przykład można tu wskazać opracowanie pt. *Corporate ownership and managerial turnover in China and Eastern Europe: A comparative meta-analysis* (Iwasaki i in., 2020). Wykorzystując podejście metaanalityczne, na podstawie studiów odnoszących się do Rosji, Ukrainy, Czech i wybranych państw bałkańskich, autorzy stwierdzają, że z wyjątkiem insiderów, wszystkie pozostałe typy akcjonariuszy generalnie promują zmiany kadrowe w spółkach. Swoją drogą, z pewnym zaskoczeniem muszę stwierdzić, że tej pozycji nie udało mi się odnaleźć wśród referencji, do których odwołuje się Habilitantka w swoich publikacjach oraz autoreferacie.

Pomimo że znaczenie struktury właścicielskiej podejmowane jest przez Habilitantkę wielokrotnie w ramach rozważań teoretycznych, w badaniach empirycznych pojawia się wyłącznie w kontekście specyfiki spółek z udziałem państwa w akcjonariacie. W mojej ocenie, zmienne charakteryzujące strukturę własności, w szczególności opisujące obecność oraz ewentualnie typ akcjonariusza sprawującego kontrolę (np. insider, firma rodzinna, państwo czy inwestor branżowy), powinny uzupełnić na stałe zbiór zmiennych kontrolnych. Wobec ograniczonego dostępu do informacji na temat bardziej szczegółowych cech systemów nadzoru korporacyjnego spółek, choćby ich syntetyczna charakterystyka aproksymowana przez strukturę własności, wydaje się minimalnym wymogiem. Uważam, że spełnienie tego wymogu pozwoliłoby Habilitantce na odniesienie się do tzw. problemu pominiętych zmiennych.

## Interpretacja wyników

Odległość pomiędzy wskazaniami teorii a wynikami badań empirycznych determinowana jest każdorazowo tym, na ile świadomie badacz korzysta z narzędzi statystyczno-ekonometrycznych. Uważam, że Habilitantka ma dobry warsztat badawczy, potrafi właściwie interpretować uzyskane wyniki, a mimo tego nie uniknęła drobnych potknięć czy oczywistych pomyłek. Przykładem może być wątpliwa interpretacja przytoczona przez Habilitantkę podczas interpretacji współczynników przy zmiennych interakcyjnych w modelach (4) – (6) w tabeli 6 opracowania [A3.11.]. Skoro znak przy zmiennej interakcyjnej ( $Reappointment \times \Delta OROA -3 \text{ to } -1$ ) przyjmuje wartość dodatnią, trudno jest mi zaakceptować następujące stwierdzenie: „(...) W przypadku ponownych powołań, większe zmiany w OROA przed tym zdarzeniem są związane z mniejszymi zmianami [w efektywności operacyjnej mierzonej OROA – dopisek Recenzenta] po zdarzeniu...”.

Podobnie jak wielu badaczy prowadzących prace empiryczne, Habilitantka nie oparła się także pokusie nadinterpretacji. Jako przykład można tu wskazać sposób wyjaśnienia zaobserwowanej negatywnej zależności pomiędzy doświadczeniem sukcesora a reakcją rynkową inwestorów wykazaną w [A3.8.]. Jest ona nie tylko rozbieżna z oczekiwaniami Habilitantki, ale także z wynikami uzyskanymi przez innych badaczy.

Próbując wyjaśnić zaobserwowaną zależność, Habilitantka sugeruje, że z powołaniem doświadczonego CEO łączą się zazwyczaj wysokie koszty wynagrodzeń. To z kolei przez uczestników rynku może być odbierane jako brak wyraźnego zobowiązania zarządzających do poprawy efektywności operacyjnej spółek. W mojej opinii, taka interpretacja nie ma żadnego wsparcia w postaci dodatkowych dowodów czy istniejącego stanu wiedzy, który został opisany w opracowaniu. Po prostu idiosynkratyczne cechy poszczególnych jednostek w próbie mogą niekiedy zniekształcać relacje pomiędzy nimi. Co więcej, dane obserwacyjne w badaniach mikroekonometrycznych są zazwyczaj unikatowe w odniesieniu do miejsca i czasu. W takiej sytuacji bardzo często trudno jest o klarowną interpretację poprzez odwołanie się do teorii czy wyników innych badaczy. Mniej kontrowersyjnym rozwiązaniem wydaje się więc stwierdzenie faktu i świadoma rezygnacja z jego interpretacji.

## Najważniejsze ustalenia

Oceniając wkład cyklu powiązanych tematycznie artykułów z obszaru A3 do nauki w dziedzinie nauk społecznych w dyscyplinie ekonomia i finanse, za szczególnie wartościowe uznaję:

- identyfikację czynników, które w spółkach notowanych na GPW zwiększają lub zmniejszają szanse zmiany na stanowisku prezesa: a) im dłuższa kadencja poprzedniego prezesa, tym mniejsze szanse na zmianę prezesa; b) pogorszenie wyników finansowych przed zdarzeniem zwiększa szansę na zmianę prezesa; c) szanse na ponowną zmianę prezesa są mniejsze, jeżeli poprzednim zdarzeniem była rotacja na stanowisku prezesa;
- ustalenie, że zarówno w przypadku zmian na stanowisku prezesa w spółkach notowanych na GPW, jak i ponownych powołań, reakcja uczestników rynku jest negatywna;
- zaobserwowanie, że kierunek i siła reakcji rynkowej na zmianę prezesa determinowane są przez: kondycję finansową spółki przed zdarzeniem (zależność pozytywna), rynkowe nadwyżkowe stopy zwrotu w okresie poprzedzającym analizę zdarzenia (zależność negatywna) oraz płynność akcji (zależność negatywna). Z kolei czynniki charakteryzujące nowego prezesa, takie jak jego pochodzenie (insider/outsider), wiek i płeć, a także wielkość spółki, nie mają wpływu na kierunek i siłę reakcji rynkowej;
- udokumentowanie specyfiki spółek z udziałem państwa: niemonotoniczny charakter reakcji na zmianę na stanowisku prezesa oraz istotna rola przynależności nowego prezesa do pokolenia potransformacyjnego oraz planowany charakter zdarzenia dla kierunku i siły reakcji rynkowej;
- spostrzeżenie, że w próbie spółek z GPW zarówno zdarzenie rotacji prezesa, jak i ponownego powołania na stanowisko, poprzedzone są pogorszeniem się wyników finansowych spółki oraz

ustalenie, że decyzje kadrowe dotyczące prezesa nie wiążą się z poprawą wyników finansowych.

#### Konkluzja w zakresie głównego osiągnięcia naukowego

Mimo sformułowanych uwag pod adresem osiągnięcia naukowego obejmującego cykl artykułów oraz monografię, należy wyraźnie podkreślić, że Habilitantka posiada umiejętności w zakresie zaprojektowania oryginalnych badań, ich przeprowadzenia, oceny wiarygodności uzyskanych wyników oraz właściwego opisu wniosków. Analizując przedłożone do oceny opracowania, można dostrzec wyraźną ewolucję w zakresie postrzegania przez Habilitantkę problemów badawczych, prowadzącą do zrozumienia, że badane zjawiska są bardzo złożone, wymagają podejścia holistycznego oraz ciągłego doskonalenia warsztatu badawczego. Wysoko oceniam dorobek naukowy dr Agnieszki Preś-Perepeczo w zakresie głównego osiągnięcia naukowego. Uważam, że wnosi on znaczny wkład w rozwój dyscypliny ekonomia i finanse. Najważniejsze przesłanki, które skłaniają mnie do takiej oceny, są następujące:

- Habilitantka trafnie zidentyfikowała lukę badawczą, która jest moim zdaniem ważna i aktualna. Prowadzone przez dr Agnieszkę Preś-Perepeczo badania wpisują się w główne nurty badawcze z zakresu finansów przedsiębiorstw, jednocześnie wychodzą naprzeciw postulatowi prowadzenia badań interdyscyplinarnych.
- Zasadniczy wkład do rozwoju dyscypliny to wyniki, nierzadko pionierskich badań nad skalą, motywami oraz finansowymi konsekwencjami decyzji dotyczących kluczowych osób w spółkach publicznych z rynków wschodzących. Wyniki prac Habilitantki odnoszą się do polskiego rynku kapitałowego, otwierają jednocześnie drogę innym badaczom do kolejnych pogłębionych badań nad rynkami o podobnej specyfice.
- Wiele z publikacji zostało „ulożonych” w dość wysoko punktowanych czasopismach naukowych o zasięgu międzynarodowym. W mojej ocenie jest to wyrazem nie tylko potrzeby, ale także aprobaty środowiska dla jakości badań prowadzonych przez Habilitantkę. W wymiarze lokalnym, za wartościową można uznać także autorską monografię dr Agnieszki Preś-Perepeczo stanowiącą w polskiej literaturze przedmiotu pierwsze tak kompleksowe opracowanie na temat istniejącego stanu wiedzy w zakresie efektów sygnalizacji wybranych decyzji w spółkach publicznych.

#### Ocena osiągnięć nieujętych w cyklu i monografii (pozostały dorobek publikacyjny)

Poza publikacjami wchodzącymi w skład głównych osiągnięć naukowych, Habilitantka przedstawia dodatkowe opracowania, które są tematycznie powiązane z trzema obszarami tworzącymi cykl. Są to:

##### **Obszar A1: Zmiany w polityce dywidend – rynkowa reakcja akcjonariuszy na polskim rynku kapitałowym**

1. **Mitek A., Perepeczo A.** (2012). Polityka dywidend w spółkach notowanych na GPW S.A., *Studia Ekonomiczne, Zeszyty Naukowe Wydziałowe Uniwersytetu Ekonomicznego w Katowicach 107, Finanse w niestabilnym otoczeniu – dylematy i wyzwania. Finanse przedsiębiorstw*, s. 109-117. (wg oświadczeń współautorów, udział Habilitantki wynosi 80%)
2. **Perepeczo A.** (2013a). Reakcja akcjonariuszy na zmiany polityki dywidend: przegląd wyników badań, *Zeszyty Naukowe Uniwersytetu Szczecińskiego 761, Finanse, Rynki finansowe, Ubezpieczenia 60, Zarządzanie finansami. Wycena przedsiębiorstw, zarządzanie wartością, zarządzanie ryzykiem*, s. 251–261. (udział Habilitantki – 100%)

##### **Obszar A2: Transakcje pakietowe – rynkowa reakcja akcjonariuszy na polskim rynku kapitałowym**

3. **Preś-Perepeczo A.** (2015). Reakcja akcjonariuszy na transakcje blokowe – przegląd wyników badań, *Zeszyty Naukowe Uniwersytetu Szczecińskiego 855, Finanse, Rynki finansowe, Ubezpieczenia 74, t. 1, Rynek kapitałowy i wycena przedsiębiorstw*, s. 161–169. DOI: 10.18276/frfu.2015.74/1-14. (udział Habilitantki – 100%)
4. **Preś-Perepeczo A., Byrka-Kita K., Czerwiński M.**, (2016). What drives shareholders' reaction and wealth effect in block trades-empirical evidence from the Warsaw Stock Exchange, *International OFEL Conference on Governance, Management and Entrepreneurship, Wydawnictwo: Centar za istrazivanje i razvoj upravljanja d.o.o., Zagreb*, s. 144–167. (wg oświadczeń współautorów, udział Habilitantki wynosi 33,33%)

### **Obszar A3: Zmiana na stanowisku prezesa a rynkowa reakcja akcjonariuszy i wyniki finansowe spółek publicznych na polskim rynku kapitałowym**

5. **Perepeczo A.** (2014c). Rynkowa ocena ładu korporacyjnego w spółkach publicznych – przegląd wyników badań, *Zeszyty Naukowe Uniwersytetu Szczecińskiego 804, Finanse, Rynki finansowe, Ubezpieczenia 67, Narzędzia zarządzania finansami*, s. 643–655. (udział Habilitantki – 100%)
6. **Preś-Perepeczo A.** (2016). Zmiana zarządzającego a wyniki finansowe spółki – przegląd wybranych badań, *Zeszyty Naukowe Uniwersytetu Szczecińskiego, Finanse, Rynki finansowe, Ubezpieczenia 4/2016(82), cz. 2, Rynek kapitałowy i wycena przedsiębiorstw*, s. 261–269. DOI: 10.18276/frfu.2016.4.82/2-21. (udział Habilitantki – 100%)
7. **Byrka-Kita K., Czerwiński M., Preś-Perepeczo A., Wiśniewski T.** (2018c). Zmiana na stanowisku prezesa zarządu na polskim rynku kapitałowym, *Organizacja i Kierowanie 1(180)*, s. 11–34. (wg oświadczeń współautorów, udział Habilitantki wynosi 14%)
8. **Byrka-Kita K., Czerwiński M., Preś-Perepeczo A., Wiśniewski T.** (2018d). CEO succession in the Polish capital market in 2000–2015, w: T. Dudycz, G. Osbert-Pociecha, B. Brycz (red.), *Efficiency in Business and Economics – Proceedings from the International Conference on Efficiency as a Source of the Wealth of Nations ESWN, Wrocław 2017*, s. 39–56. DOI: doi.org/10.1007/978-3-319-68285-39. (wg oświadczeń współautorów, udział Habilitantki wynosi 14%)

Prace te – w mojej ocenie – mają w dużej mierze charakter przeglądowy. Niektóre z nich zawierają także ocenę skali poszczególnych zdarzeń na GPW oraz ich podstawowe charakterystyki. Wiele z poruszanych w tych opracowaniach wątków pokrywa się z rozważaniami Habilitantki opisanymi w jej monografii lub artykułach wskazanych w ramach cyklu. Za najbardziej wartościową uznaję publikację pt. *Zmiana na stanowisku prezesa zarządu na polskim rynku kapitałowym*, a w szczególności te jej fragmenty, które precyzyjnie opisują procedurę budowy bazy danych, wyszukiwania, selekcji i weryfikacji komunikatów o powołaniu prezesa w spółkach z polskiego rynku kapitałowego. Uważam, że z racji pionierskiego charakteru bazy danych, szczegóły dotyczące jej konstrukcji zasługują na to, aby zostać włączone do cyklu artykułów wskazanych jako główne osiągnięcie naukowe. Opisany algorytm tworzenia bazy danych utwierdza mnie w przekonaniu, że Habilitantka wraz ze współautorami dołożyła wszelkich starań, aby stworzyć zbiór informacji o jak najwyższej jakości. Nie mam także wątpliwości, iż zaproponowana procedura będzie – być może po pewnych modyfikacjach – wykorzystywana przez kolejnych badaczy. To z kolei powinno przełożyć się na dużą cytowalność.

Spektrum zainteresowań badawczych Habilitantki nie ogranicza się wyłącznie do polityki dywidend, transakcji blokowych czy zmian na kluczowych stanowiskach w spółkach. Wśród jej wczesnego dorobku (przed doktoratem) można znaleźć opracowania poświęcone roli funduszy europejskich w finansowaniu przedsiębiorstw [obszar B1], zarządzaniu płynnością finansową [obszar B2] czy procesom upadłościowym i naprawczym [obszar B3]. Rezultatem prac związanych z przygotowaniem rozprawy



doktorskiej jest z kolei cykl publikacji dotyczących fuzji i przejęć [obszary B4 i B5], spośród których na szczególne wyróżnienie zasługuje autorska monografia pt. *Fuzje i przejęcia – efektywność finansowa. Wyniki badań zagranicznych i krajowych*. Habilitantka jest także jednym ze współautorów monografii dotyczącej leasingu zwrotnego (*Leasing zwrotny: teoria, zastosowanie i wpływ na wartość przedsiębiorstwa*; współautorzy Czerwiński M., Marcjaniuk A.).

Podsumowując, należy stwierdzić, że poruszane przez dr Agnieszkę Preś-Perepeczo na różnych etapach rozwoju jej kariery zagadnienia, pozostają w głównym nurcie badań z obszaru finansów przedsiębiorstw. W szczególności monografie, których Habilitantka jest autorką, ale także wybrane pozycje artykułowe, zawierają opisy oryginalnych i interesujących badań. Analiza publikacji Habilitantki spoza cyklu dostarcza dodatkowych argumentów przemawiających za pozytywną oceną jej dokonań naukowych.

### **OCENA WYPEŁNIENIA KRYTERIUM ISTOTNEJ AKTYWNOŚCI NAUKOWEJ**

W załączonej dokumentacji Habilitantka łącznie wykazała 55 pozycji (w tym 3 monografie, z czego jedna została przygotowana we współautorstwie). Spośród wspomnianych osiągnięć 5 ukazało się w czasopismach indeksowanych na liście JCR (Impact Factor wg daty publikacji – 4,934, wg 2021 roku – 11,093). Na dzień przygotowywania recenzji liczba cytowań Habilitantki w Web of Science wynosi 19 (h-indeks – 3), z kolei według Scopus – 17 cytowań (h-indeks – 3). Według Google Scholar łączna liczba cytowań Habilitantki wynosi 146 (h-indeks – 7).

Dr Agnieszka Preś-Perepeczo była członkiem kilku zespołów badawczych realizujących łącznie cztery projekty finansowane przez KBN, MNISZW oraz NCN. Wyniki prowadzonych przez Habilitantkę badań były dyskutowane na krajowych oraz zagranicznych konferencjach naukowych. W latach 1999–2022 Habilitantka wygłosiła łącznie 41 referatów, a w jej dorobku można znaleźć wystąpienia na prestiżowych konferencjach międzynarodowych, takich jak *INFINITI*, *EFMA* czy *MFS*. Dr Agnieszka Preś-Perepeczo była także członkiem komitetów naukowych lub współorganizatorem kilku konferencji krajowych i zagranicznych. Legitymuje się także przynależnością do międzynarodowych stowarzyszeń naukowych. Jest aktywnym recenzentem w czasopismach (przygotowywała recenzje dla takich periodyków, jak np. *International Review of Financial Analysis*, *Eastern European Economics* czy *Multinational Finance Journal*).

Habilitantka odbyła kilka krótkoterminowych staży w zagranicznych ośrodkach (m.in. w Portugalii, we Włoszech, w Niemczech i Wielkiej Brytanii). W ostatnich latach intensywnie współpracuje z prof. Stephenem P. Ferrisem z Ball State University, Miller College of Business (USA), który jest jednym z najczęściej cytowanych autorów w prestiżowym czasopiśmie *Journal of Corporate Finance*. Owocem tej współpracy są m.in. wspólne publikacje oraz wnioski o granty.

Pozostały dorobek i aktywność naukową dr Agnieszki Preś-Perepeczo oceniam pozytywnie. Odbyte staże zagraniczne, łącznie z pozostałą aktywnością międzynarodową, pozwalają stwierdzić, że Habilitantka spełnia wymagania w zakresie wykazywania aktywności naukowej realizowanej w więcej niż jednej uczelni.

## KONKLUZJA

Po zapoznaniu się z dorobkiem naukowym dr Agnieszki Preś-Perepeczo stwierdzam, że **spełnione zostały wymogi, o których mowa w art. 219 ust. 1 pkt 1-3 ww. ustawy Prawo o szkolnictwie wyższym i nauce. Doktor Agnieszka Preś-Perepeczo posiada w dorobku osiągnięcia naukowe stanowiące znaczny wkład w rozwój dyscypliny ekonomia i finanse oraz wykazuje się istotną aktywnością naukową realizowaną w więcej niż jednym ośrodku naukowym, w tym zagranicznym. W związku z powyższym wnoszę o dopuszczenie wniosku dr Agnieszki Preś-Perepeczo do dalszego procedowania w postępowaniu w sprawie nadania stopnia doktora habilitowanego w dziedzinie nauk społecznych, w dyscyplinie ekonomia i finanse.**

*Michał Wądołowski*

Poznań, 31.03.2023 r.

## BIBLIOGRAFIA – SPIS CYTOWANYCH W RECENZJI PRAC

- Baker, H. K., Kumar, S., & Pattnaik, D. (2021). Twenty-five years of the journal of corporate finance: a scientometric analysis. *Journal of Corporate Finance*, 66, 101572.
- Beneish, M. D., Marshall, C. D., & Yang, J. (2017). Explaining CEO retention in misreporting firms. *Journal of Financial Economics*, 123(3), 512–535.
- Bonnier K., Bruner R. (1989). An analysis of stock price reaction to management change in distressed firms, *Journal of Accounting and Economics* 11(1), 95–106.
- Burns, N., Minnick, K., & Starks, L. (2023). CEO turnover: Cross-country effects. *Corporate Governance: An International Review*.
- El Ghoul, S., Guedhami, O., Mansi, S. A., & Sy, O. (2023). Event studies in international finance research. *Journal of International Business Studies*, 54(2), 344–364.
- Erkens, M., Gan, Y. and Stolowy, H. (2014). “Welcome back? Economic consequences of CEO reappointments”, *European Financial Management Association 2015 Annual Meetings*, available at: [www.efmaefm.org/OEFMAMEETINGS/EFMA%20ANNUAL%20MEETINGS/2015-Amsterdam/papers/EFMA2015\\_0304\\_fullpaper.pdf](http://www.efmaefm.org/OEFMAMEETINGS/EFMA%20ANNUAL%20MEETINGS/2015-Amsterdam/papers/EFMA2015_0304_fullpaper.pdf)
- Fee, C. E., Hadlock, C. J., Huang, J., & Pierce, J. R. (2018). Robust models of CEO turnover: New evidence on relative performance evaluation. *Review of Corporate Finance Studies*, 7(1), 70–100.
- Gentry, R. J., Harrison, J. S., Quigley, T. J., & Boivie, S. (2021). A database of CEO turnover and dismissal in S&P 1500 firms, 2000–2018. *Strategic Management Journal*, 42(5), 968–991.
- Gugler, K., Ivanova, N., & Zechner, J. (2014). Ownership and control in Central and Eastern Europe. *Journal of Corporate Finance*, 26, 145–163.
- Iwasaki, I., Ma, X., & Mizobata, S. (2020). Corporate ownership and managerial turnover in China and Eastern Europe: A comparative meta-analysis. *Journal of Economics and Business*, 111, 105928.
- Jenter, D., & Lewellen, K. (2021). Performance-induced CEO turnover. *The Review of Financial Studies*, 34(2), 569–617.
- Parrino, R. (1997). CEO turnover and outside succession a cross-sectional analysis. *Journal of Financial Economics*, 46(2), 165–197.

