



Warszawa, 14 marca 2023r roku

Dr hab. Paweł Mielcarz, prof. ALK

Akademia Leona Koźmińskiego w Warszawie

Katedra Finansów

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

### **1. Uwagi wstępne**

Niniejsza recenzja została przygotowana na podstawie uchwały nr 04/01/2023 Rady Naukowej Instytutu Ekonomii i Finansów Uniwersytetu Szczecińskiego z dnia 12 stycznia 2023 roku, na mocy której zostałem wyznaczony na recenzenta w postępowaniu dr Agnieszki Preś-Perepeczo w sprawie nadania stopnia naukowego doktora habilitowanego nauk społecznych w dyscyplinie ekonomia i finanse.

Recenzja została przygotowana z uwzględnieniem art. 219 [Warunki nadania stopnia doktora habilitowanego] Ustawy z dnia 20 lipca 2018 roku. – Prawo o szkolnictwie wyższym i nauce (Dz. U. z 2018 r. poz. 1669).

Podstawą do przygotowania recenzji jest dostarczona przez Habilitantkę dokumentacja obejmująca:

- autoreferat, który podsumowuje postępy w karierze Habilitantki, przedstawia główne osiągnięcia naukowe oraz podsumowuje inne osiągnięcia naukowe, dydaktyczne i organizacyjne;
- wykaz opublikowanych prac naukowych, rozdziałów w monografiach i referatów konferencyjnych;

- kopie prac naukowych, które stanowią główne osiągnięcie naukowe;
- kopie pozostałych prac naukowych niewykazanych jako część głównego osiągnięcia naukowego.

## **2. Podstawowe informacje o Habilitantce**

Dr Agnieszka Preś-Perepeczo ukończyła studia magisterskie na Wydziale Ekonomii Uniwersytetu Szczecińskiego w 1996 roku i uzyskała tytuł magistra ekonomii w zakresie systemów informacyjnych zarządzania. W 2006 roku habilitantka uzyskała stopień doktora nauk ekonomicznych na Wydziale Nauk Ekonomicznych i Zarządzania Uniwersytetu Szczecińskiego na podstawie rozprawy doktorskiej pt. "Ocena efektów finansowych fuzji i przejęć", przygotowanej pod kierunkiem prof. dr hab. Dariusza Zarzeckiego. Od tego czasu habilitantka związała swoją pracę naukową, dydaktyczną i organizacyjną na stałe z Uniwersytetem Szczecińskim.

## **3. Ocena głównego osiągnięcia naukowego, o którym mowa w art. 219 ust. 1 pkt. 2 Ustawy**

Jako główne osiągnięcie naukowe, o którym mowa w art. 219 ust. 1 pkt 2. Ustawy, Habilitantka wskazuje cykl powiązanych tematycznie publikacji pt. „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 pt. „Efekty sygnalizacji – determinanty reakcji akcjonariuszy na zdarzenia korporacyjne w spółkach publicznych”.

### **Ocena cyklu publikacji pt. „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”**

Cykl publikacji obejmuje 11 pozycji – 4 autorskie i 7 współautorskich. Artykuły te korespondują z następującymi trzema obszarami badawczymi: 1) zmiany w polityce dywidend – rynkowa reakcja akcjonariuszy (obszar A1); 2) transakcje pakietowe a rynkowa reakcja akcjonariuszy

(obszar A2); 3) zmiana na stanowisku prezesa a rynkowa reakcja akcjonariuszy i wyniki finansowe spółek publicznych (obszar A3). Większość stanowią prace opublikowane w języku angielskim w międzynarodowych czasopismach indeksowanych w bazie Web of Science oraz posiadających współczynnik Impact Factor.

Część artykułów, które wchodzi w skład cyklu publikacji, powstała w wyniku realizacji projektów badawczych, w których habilitantka pełniła obowiązki wykonawcy. Projekty te były finansowane przez Narodowe Centrum Nauki.

Artykuły skupiają się na trzech głównych typach zdarzeń korporacyjnych: 1) wypłatach dywidend, które tradycyjnie uważane są za jedno z podstawowych narzędzi do sygnalizowania oczekiwań co do przyszłych wyników operacyjnych firmy; 2) transakcjach pakietowych, które mogą wiązać się z ewentualną zmianą kontroli nad spółką i w związku z tym mogą mieć istotne konsekwencje dla akcjonariuszy mniejszościowych; 3) zmianie prezesa zarządu, która może sygnalizować nie tylko zwroty transformacyjne w strategii rozwoju firmy, ale także istotne zmiany w strukturze ładu korporacyjnego i w sposobie traktowania akcjonariuszy mniejszościowych.

Habilitantka wyjaśniając motywację podjęcia tematu badawczego, wskazuje na brak badań empirycznych dotyczących reakcji inwestorów na zdarzenia korporacyjne, opartych na danych z rynków wschodzących, w tym z Polski. Habilitantka stwierdza, że ze względu na specyfikę prawa i praktyk w zakresie ochrony akcjonariuszy mniejszościowych w regionie Europy Środkowo-Wschodniej, determinanty reakcji rynku na zdarzenia korporacyjne mogą być jakościowo odmienne od obserwowanych na dojrzałych rynkach kapitałowych, na których większość badań opiera swoje dane. W pełni zgadzam się, że bezpośrednia ekstrapolacja wyników raportowanych dla rynków dojrzałych na wschodzące rynki kapitałowe, takie jak Polska, może być trudna lub niemożliwa. Dlatego uważam, że wybrana przez Habilitantkę lukę badawczą jest istotna i wymaga dalszych, pogłębionych badań, uwzględniających specyfikę polskiego rynku kapitałowego.

Jednocześnie chciałbym zauważyć, że pomimo tego, że każde z analizowanych zjawisk (wypłaty dywidend, transakcje pakietowe, zmiana prezesa) spełnia definicję „zdarzenia korporacyjnego”, to jednak są to zjawiska i decyzje należące do różnych obszarów zarządzania przedsiębiorstwem. To, co je najsilniej łączy z ekonomicznego punktu widzenia, to fakt, że wszystkie zawierają

sygnały dla inwestorów i wywołują reakcję rynku, którą można zmierzyć za pomocą metodologii analizy zdarzeń. Narzędzie to zajmuje jedno z czołowych miejsc w warsztacie badawczym Habilitantki.

Ze względu na zróżnicowanie tematyki poszczególnych obszarów badawczych wyodrębnionych przez Habilitantkę w autoreferacie, każdy z nich będzie analizowany osobno w dalszej części recenzji. Na końcu zostanie przedstawiona syntetyczna ocena całego cyklu artykułów.

### ***Obszar A1: Zmiany w polityce dywidend – rynkowe reakcje akcjonariuszy na polskim rynku kapitałowym***

Do tego obszaru Habilitantka zalicza następujące artykuły: Perepeczo (2013c), Perepeczo (2013b), Perepeczo (2014b), Perepeczo (2014a)<sup>1</sup>.

Celem wszystkich czterech artykułów było oszacowanie reakcji rynku na pierwszą wypłatę dywidendy przez badane spółki publiczne notowane na GPW. Materiał empiryczny wykorzystany w poszczególnych badaniach w dużej mierze pokrywa się. Wykorzystując metodologię analizy zdarzeń, Habilitantka oblicza skumulowaną średnią ponadprzeciętną stopę zwrotu (CAAR) w przedziale obserwacyjnym [-60, +60] dni wokół daty ogłoszenia o wypłacie dywidendy. CAAR są szacowane dla poszczególnych firm i dla całej próby badawczej. Analiza zdarzeń w tym układzie jest dość powszechnie stosowana w badaniach reakcji rynku na wypłatę dywidendy. W Perepeczo (2013b) i Perepeczo (2014b) Autorka nieco poszerza analizę i oblicza CAAR w oparciu o dwa modele – skorygowany o średnią i skorygowany o rynek. W artykułach Perepeczo (2014b), Perepeczo (2014a) Habilitantka bada przekrojowe różnice CAAR w zależności od fazy cyklu koniunkturalnego dzieląc próbę wykorzystaną we wcześniejszych badaniach na podpróby zawierające wypłaty dywidend w okresach bessy na rynkach finansowych i poza nimi.

Wnioski sformułowane w artykułach są w dużej mierze zbieżne z konsensusem przedstawionym w literaturze: Autorka stwierdza pozytywną reakcję rynku na pierwszą wypłatę dywidendy przez badane spółki. Jednocześnie obserwowane w prawie połowie przypadków negatywne ponadprzeciętne stopy zwrotu Autorka przypisuje efektowi klienteli. Wyniki dotyczące reakcji

---

<sup>1</sup> Odwołania do artykułów jak w autoreferacie

rynku na wypłaty dywidend podczas bessy są niejednoznaczne: znak i wartość CAAR zmieniają się w zależności od sposobu pomiaru i okna obserwacji.

Na moment publikacji prezentowane artykuły należały do nielicznych badań analizujących reakcję rynku na pierwszą wypłatę dywidendy przez spółki publiczne w Polsce. I choć uważam je za wartościowe i wnoszące wkład do polskiej literatury w zakresie badań nad rynkami kapitałowymi, to jednak mam kilka uwag krytycznych.

Po pierwsze, wszystkie cztery artykuły opierają się na tym samym materiale empirycznym, mają ten sam cel badawczy (hipotezy 1 i 2 w artykułach Perepeczo (2013b) i Perepeczo (2014b) są identyczne; artykuł Perepeczo (2014a) przedstawia statystyki opisowe dla próby oraz syntetyczny opis wyników wcześniejszych badań), i stosunkowo niewielkie różnice metodologiczne. Fragmentaryczna publikacja wyników nie jest dobrą praktyką w badaniach empirycznych.

Po drugie, sformułowanie hipotezy 2 w Perepeczo (2013b) i Perepeczo (2014b) „Reakcja akcjonariuszy na wypłatę dywidendy jest zróżnicowana” uważam za nieudane, ponieważ hipoteza nie precyzuje sposobu pomiaru reakcji i progę istotności uzyskanych wyników, ani nie określa wymiaru, w jakim reakcja akcjonariuszy ma być zróżnicowana. Chociaż hipotezy tej nie można jednoznacznie zweryfikować używając narzędzi statystycznych, znajduje ona jednak, zdaniem Autorki, częściowe potwierdzenie w danych empirycznych, które wskazują na negatywną reakcję rynku w prawie połowie zbadanych przypadków wypłaty dywidendy. Habilitantka przypisuje tę negatywną reakcję efektowi klienteli. Żaden z artykułów jednak nie zawiera dowodów, które pozwoliłyby potwierdzić lub zaprzeczyć występowaniu efektu klienteli, ponieważ Autorka nie bada determinant reakcji rynku przedstawiając jedynie analizę jednoczynnikową. Poza efektem klienteli, przyczyną negatywnej reakcji rynkowej na wypłatę dywidendy może być: wartość dywidendy poniżej oczekiwań, wypłata po zaciągnięciu przez firmę długu, wypłata dywidendy mimo konieczności zrezygnowania z nakładów inwestycyjnych, wypłata w trakcie kryzysu na rynkach finansowych itd. Podczas badań stóp zwrotu z akcji szczególnie ważne jest uwzględnienie w analizie płynności akcji, ponieważ może ona mieć bardzo istotny wpływ na zachowania cen w odpowiedzi na zdarzenia korporacyjne. W przypadku akcji niepłynnych nawet niewielkie zmiany wolumenu obrotu mogą przełożyć się na znaczną reakcję cenową. Problem ten może być szczególnie dotkliwy na polskim rynku kapitałowym, który charakteryzuje się niższą płynnością, niż rynki dojrzałe.

W artykułach Perepeczo (2014b), Perepeczo (2014a) Habilitantka kontroluje wpływ koniunktury giełdowej na kształtowanie się reakcji rynkowej, ale poza tym, Autorka nie używa narzędzi analizy wieloczynnikowej, np. regresji wielorakiej, w omawianych czterech artykułach. Rozwinięcie badań o analizę wielowymiarową mogłoby rozwiązać część problemów interpretacyjnych związanych z niestabilnością wyników. W artykule Perepeczo (2014b) Habilitantka stwierdza, że „...Wyniki uzyskane na podstawie obu modeli [*skorygowanego o średnią i rynek – rec.*] dają sprzeczne informacje, większość z uzyskanych wartości CAAR jest trudna do wyjaśnienia i wymaga dalszych badań...”. Jest to związane z tym, że CAAR często zmieniają znak i wartość w zależności od sposobu pomiaru i przedziału obserwacji. Dlatego wydaje się, że bez poszerzenia o analizę wieloczynnikową uzyskane wyniki nie pozwalają na przeprowadzenie jednoznacznego wnioskowania statystycznego.

Mimo zgłoszonych uwag, artykuły z obszaru A1 stanowią dobry przykład użycia metodologii analizy zdarzeń, z której Autorka korzysta w wielu swoich pracach badawczych. Wykorzystanie analizy zdarzeń na tak szeroką skalę samo w sobie nie jest wadą, gdyż jest to standardowe narzędzie powszechnie stosowane w literaturze. Ale zastosowanie tej metodologii bez większych modyfikacji w większości artykułów stanowiących główne osiągnięcie naukowe Habilitantki jest, moim zdaniem, słabą stroną tego dzieła. Obok CAAR istnieją inne powszechnie stosowane miary ponadprzeciętnych stóp zwrotu, np. BHAR (buy-and-hold abnormal return), CTAR (calendar time abnormal return). Ich zastosowanie równoległe do CAAR sprawiłoby, że wyniki byłyby bardziej wiarygodne i stabilne. Drobne błędy w opisach metodologii pogłębiają moje wątpliwości w tym zakresie. Np. na s. 257 w Perepeczo (2013b) można przeczytać: „... zostały obliczone rzeczywiste dzienne stopy zwrotu dla każdej przejmowanej spółki...”; natomiast w Perepeczo (2014a) na s. 652 można przeczytać „... An aggregated abnormal return for all block trades was Cumulative Average Abnormal Returns...”.

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

Do tego obszaru Habilitantka zalicza następujące artykuły: Byrka-Kita, Czerwiński i Perepeczo (2014), Byrka-Kita, Czerwiński i Preś-Perepeczo (2018b).

Oba analizowane artykuły opierają się na tej samej bazie danych zawierającej transakcje pakietowe polegające na zakupie ponad 5% akcji z prawem głosu zawarte w latach 1996-2009. W artykule Byrka-Kita i in. (2014) Autorzy obliczają skumulowane ponadprzeciętne stopy zwrotu (CAAR) w oknie zdarzeń [-60, +60] dni wokół daty transakcji.

Wyniki przedstawione przez Autorów są jakościowo podobne do wyników dla rynków dojrzałych, w tym dla Stanów Zjednoczonych. W szczególności Autorzy stwierdzają dodatnią i statystycznie istotną skumulowaną ponadprzeciętną stopę zwrotu związaną z transakcjami pakietowymi, jednak w ponad 40% przypadków reakcja rynku na transakcję jest negatywna. Autorzy przedstawiają przegląd teorii, które mogłyby wytłumaczyć otrzymane przez nich wyniki empiryczne. Ogólna pozytywna reakcja rynku na pakietowe transakcje może być wyjaśniona z punktu widzenia teorii sygnalizacji, zgodnie z którą akcjonariusze mogą postrzegać transakcje pakietowe jako sygnał przyszłych zmian w wynikach operacyjnych spółek.

Podczas gdy artykuł Byrka-Kita i in. (2014) zawiera tylko jednoczynnikową analizę skumulowanych ponadprzeciętnych stóp zwrotu, artykuł Byrka-Kita i in. (2018) podejmuje również próbę zbadania uwarunkowań reakcji rynku na transakcje pakietowe. Autorzy badają szereg możliwych zmiennych objaśniających związanych z wynikami spółek, charakterystykami transakcji (wartość transakcji, premia / dyskonta względem ceny akcji w okresie poprzedzającym transakcję etc.) oraz cechami nabywcy (kraj pochodzenia i branża).

Przedstawione w artykule wyniki wskazują na gorszą reakcję rynku na transakcje przewidujące przejęcie kontroli nad spółką. Podobnie niższe zwroty są obserwowane w przypadku transakcji z udziałem nabywcy z zagranicy lub z udziałem inwestora finansowego. Stwierdzono również, że relatywna siła zdywersyfikowanego akcjonariatu przed transakcją, aproksymowana indeksem siły Shapleya-Shubika, jest dodatnio powiązana z siłą reakcji rynku na transakcję. Transakcje rozliczane z dyskontem w stosunku do ceny akcji sprzed transakcji wywołują lepszą reakcję rynku niż transakcje rozliczane z premią. Co ciekawe, bezwzględna wielkość pakietu, wielkość spółki,  $q$  Tobina aproksymujące popyt inwestycyjny i potencjał wzrostu czy późniejsze zmiany w zarządzie po transakcji okazały się nie mieć istotnego wpływu na siłę reakcji rynku.

Przedstawione w artykule Byrka-Kita i in. (2018) wyniki stanowią ważny wkład w polską literaturę empiryczną dotyczącą rynków kapitałowych. Autorzy zgromadzili obszerny materiał badawczy, co wymagało dużego nakładu pracy, ponieważ większości procedur zbierania danych

nie można było łatwo zautomatyzować. Artykuł ten uważam za nowatorski i wysoce wartościowy. Zastosowana przez Autorów metodologia jest adekwatna do postawionego w artykułach zadania i została prawidłowo zastosowana do zebranych danych empirycznych. Z autoreferatu Habilitantki wynika, że jej rola w przygotowaniu artykułu polegała przede wszystkim na opracowaniu koncepcji badania, obliczeniu anormalnych stóp zwrotu, sprawdzeniu istotności statystycznej wyników oraz oszacowaniu regresji.

Niemniej jednak chciałbym poczynić kilka uwag krytycznych. Zaczniemy od tego, że oba artykuły opierają się na tym samym zbiorze danych (mimo że są to oryginalne i trudne do zdobycia dane) i są częściowo oparte na tym samym zestawie narzędzi metodologicznych. Po drugie, ponownie przy obliczaniu stóp zwrotu Autorzy ograniczają analizę do CAAR. Po trzecie, nie do końca zgadzam się z niektórymi wnioskami Autorów. Na przykład w streszczeniu artykułu Byrka-Kita i in. (2018) Autorzy piszą: „The positive abnormal returns obtained for the entire sample indicate that block trades create shareholder value”. Jedną z zasad teorii zarządzania przez wartość (value-based management), zwana zasadą zachowania wartości (conservation of value principle), głosi, że nic, co nie przyczynia się do wzrostu wolnych przepływów pieniężnych, nie generuje wartości dla akcjonariuszy. Transakcja sama w sobie nie wpływa na przepływy pieniężne i przez to nie tworzy wartości dla akcjonariuszy, ale może prowadzić do zmian w sposobie zarządzania lub procesach wewnętrznych, które mogłyby potencjalnie poprawić przepływy pieniężne, a w konsekwencji przyczynić się do wzrostu długoterminowego potencjału firmy do kreowania wartości. W przypadku reakcji na transakcje pakietowe powinniśmy raczej mówić o krótkoterminowych zyskach kapitałowych dla akcjonariuszy, które mogą nie utrzymywać się w średnim i długim okresie. W samym artykule Autorzy analizują krótkoterminową reakcję inwestorów na zdarzenie, a nie wpływ zdarzenia na wartość dla akcjonariuszy.

Poczynione uwagi nie umniejszają mojej pozytywnej oceny tych artykułów, ponieważ opierają się one na unikalnej bazie danych i dotyczą problemu badawczego, który ma istotne znaczenie zarówno dla inwestorów, jak i dla organów nadzorujących rynki kapitałowe.

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



Do tego obszaru badawczego Habilitantka zalicza następujące artykuły: Byrka-Kita, Czerwiński i Preś-Perepeczo (2017); Byrka-Kita, Czerwiński, Preś-Perepeczo i Wiśniewski (2018a); Byrka-Kita, Czerwiński, Preś-Perepeczo i Wiśniewski (2021); Byrka-Kita, Czerwiński, Preś-Perepeczo i Wiśniewski (2018e); Byrka-Kita, Czerwiński, Ferris, Preś-Perepeczo i Wiśniewski (2020).

Ten obszar badań Habilitantki jest najbardziej owocny pod względem publikacji w czasopiśmie o międzynarodowej renomie, indeksowanych w Web of Science i posiadających Impact Factor. Artykuły powstały w wyniku projektu badawczego finansowanego przez NCN w latach 2015-2019 (2014/15/B/HS4/04355, kierownik projektu - dr hab. Katarzyna Byrka-Kita, prof. US). Celem czterech artykułów składających się na ten obszar jest zbadanie reakcji rynku na powołania prezesów oraz ustalenie, czy inwestorzy prawidłowo odczytują sygnały informacyjne zawarte w decyzjach korporacyjnych dotyczących zmiany prezesów.

Artykuły opierają się na unikalnej bazie danych dotyczącej powołań prezesów w polskich spółkach publicznych w latach 2000-2015 (z pewnymi różnicami w interwałach obserwacji między artykułami). Autorzy mierzą reakcję rynku na powołania prezesów za pomocą metodologii analizy zdarzeń. Oprócz skumulowanych średnich ponadprzeciętnych stóp zwrotu (CAAR), które są powszechnie stosowane przez Habilitantkę w poprzednich artykułach, tym razem Autorzy wykorzystują również skumulowaną medianę ponadprzeciętnych stóp zwrotu (CMAR) jako dodatkową miarę reakcji rynku (Byrka-Kita i in., 2018a). Jednoczynnikowa analiza ponadprzeciętnych stóp zwrotu jest następnie rozszerzana o wielowymiarową analizę ekonometryczną determinant reakcji rynku. Uwzględnione w analizie zmienne objaśniające odnoszą się do cech nowego prezesa oraz charakterystyki firmy.

Autorzy dochodzą do szeregu ważnych wniosków na podstawie analizy ekonometrycznej. Po pierwsze, w większości przypadków obserwują negatywną reakcję rynku na zmianę prezesa, jednocześnie jednak siła i kierunek reakcji nie zawsze są stabilne. Regresje wieloczynnikowe pokazują, że podstawowe czynniki kształtujące reakcję rynku na zmianę prezesa dotyczą kondycji finansowej spółki oraz charakterystyk akcji, takich jak płynność i skumulowana stopa zwrotu przed datą zdarzenia (Byrka-Kita i in., 2018a). Stwierdzono, że cechy nowego prezesa nie mają statystycznie istotnego wpływu na reakcję rynku. Badanie podpróby spółek państwowych (Byrka-Kita i in., 2021) sugeruje, że reakcja rynku jest lepsza, gdy nowy prezes należy do

pokolenia potransformacyjnego. Zaobserwowano również zależność w kształcie litery U między udziałem własności państwowej a reakcją rynku na powołanie prezesa.

W artykułach Byrka-Kita i in. (2018e) i Byrka-Kita i in. (2020) Autorzy badają, w jaki sposób powołania prezesów kształtują późniejsze wyniki operacyjne spółek. Wymiana prezesów jest bardziej prawdopodobna w przypadku pogarszających się wyników operacyjnych. Ponowne powołanie obecnego prezesa nie wywiera pozytywnego wpływu na późniejsze wyniki operacyjne spółek. Autorzy wyjaśniają również czynniki, które wpływają na prawdopodobieństwo powołania nowego prezesa. Dłuższa kadencja i wcześniejsze zmiany na stanowisku prezesa wiążą się z niższym prawdopodobieństwem powołania nowego prezesa. Jednocześnie okazuje się, że pogorszenie wyników operacyjnych zwiększa prawdopodobieństwo wymiany prezesa.

Nie do końca zgadzam się z konkluzją przedstawioną w artykule Byrka-Kita i in. (2020) sugerującą, że wyniki empiryczne przedstawione przez Autorów wskazują na potencjalne problemy w systemie ładu korporacyjnego w polskich spółkach publicznych, które mogą wymagać działań regulacyjnych lub głębokich zmian w sposobie selekcji i funkcjonowania komitetów ds. nominacji i wynagrodzeń. Ta konkluzja nie znajduje, moim zdaniem, wystarczającego poparcia w wynikach badania. Negatywna krótkoterminowa reakcja rynku na powołania prezesów niekoniecznie świadczy o problemach z ładem korporacyjnym, lecz może być wypadkową wielu czynników, co potwierdza analiza wieloczynnikowa. Autorzy interpretują brak istotnej poprawy wyników operacyjnych spółek po powołaniu prezesa jako dowód na problemy w mechanizmach ładu korporacyjnego. Jednak cechy ładu korporacyjnego, takie jak charakterystyki rady nadzorczej, skład komitetów, mechanizmy wynagrodzeń itp., nie zostały skontrolowane w analizie regresyjnej. W związku z tym problematyczne wydaje się wyciąganie jakichkolwiek wniosków przyczynowo-skutkowych w odniesieniu do możliwego wpływu struktur ładu korporacyjnego na związek między powołaniami prezesów a późniejszymi wynikami operacyjnymi. Aby ustalić wspomniany związek przyczynowo-skutkowy, należałoby dokładnie zoperacjonalizować i skontrolować różnice w cechach ładu korporacyjnego w badanych spółkach. Natomiast fundamentalnych przyczyn stagnacji wyników operacyjnych badanych spółek może być wiele, w tym specyfika branżowa spółek notowanych na GPW.

Artykuły składające się na omawiany obszar badań (A3) oparte są na obszernym materiale badawczym, który został ręcznie zebrany przez Autorów. W chwili publikacji artykuły te

należały do nielicznych analizujących narastające problemy sukcesji i wymiany prezesów w polskich spółkach publicznych. Z metodologicznego punktu widzenia prace te świadczą o stopniowym doskonaleniu warsztatu metodologicznego Habilitantki. Połączenie analizy jednoczynnikowej i wielowymiarowej pozwoliło Autorom na odkrycie wielu cech charakterystycznych dla polskiego rynku kapitałowego oraz wyciągnięcie interesujących i wartościowych wniosków. Ogólnie oceniam badania Habilitantki w tym obszarze bardzo pozytywnie i uważam je za najlepiej wykonane w całym cyklu artykułów, które Habilitantka zgłasza jako swoje główne osiągnięcie naukowe. Analizowane pojedynczo, niektóre artykuły mają wady, takie jak brak analizy wieloczynnikowej. Jednak razem te cztery artykuły stanowią dogłębną analizę postawionego przez Autorów problemu badawczego, być może nawet najlepszą dotychczas przeprowadzoną w oparciu o dane z polskiego rynku kapitałowego. Pomimo faktu, że wszystkie artykuły zostały opublikowane we współautorstwie, Habilitantka uczestniczyła we wszystkich etapach procesu badawczego, w tym w zbieraniu danych, opracowaniu metodologii, analizie danych, wnioskowaniu statystycznym, pisaniu i edytowaniu ostatecznej wersji artykułu.

### **Ocena cyklu**

Z analizowanego cyklu artykułów wynika, że Habilitantka potrafi samodzielnie formułować i realizować zadania badawcze mające na celu udzielenie odpowiedzi na konkretne pytania badawcze. Habilitantka wykazała się dobrą znajomością metodologii badań ilościowych i umiejętnością budowania przekonującej narracji.

Wśród słabych stron tego cyklu artykułów wymieniłbym różnorodność zagadnień poruszanych w ramach tego samego cyklu publikacji. Wypłaty dywidend, transakcje blokowe i zmiany w zarządzie to bardzo ważne zdarzenia korporacyjne, z których każde jest analizowane w bardzo szerokim odrębnym nurcie literatury empirycznej. Habilitantka połączyła je pod parasolem teorii sygnalizacji. Niemniej jednak są to trzy odrębne zagadnienia.

Najważniejsze artykuły z cyklu ukazały się we współautorstwie. Tylko jeden artykuł opublikowany w czasopiśmie z przypisanym współczynnikiem Impact Factor jest samodzielną publikacją Habilitantki. W pozostałych artykułach publikowanych w czasopiśmie z przypisanym IF Habilitantka posiada udział mniejszościowy. Sumaryczny współczynnik IF 5

publikacji opublikowanych w czasopismach z listy JCR na podstawie danych z roku publikacji wynosi 4,934.

Podsumowując, pomimo sformułowanych uwag krytycznych, ostateczna ocena cyklu publikacji pt. „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” z punktu widzenia znaczącego wkładu w dyscyplinę ekonomia i finanse jest pozytywna.

Habilitantka udowodniła, że potrafi prawidłowo zidentyfikować lukę badawczą, umiejętnie sformułować zadanie i hipotezy badawcze, w sposób odpowiedni dobrać materiał empiryczny i zastosować pasujące do problemu badawczego metody analizy ilościowej. Atuty recenzowanego cyklu publikacji, w mojej ocenie, przeważają nad dostrzeżonymi w trakcie jego lektury niedostatkami oraz sformułowanymi uwagami krytycznymi.

**Ocena monografii pt. „Efekty sygnalizacji–determinanty reakcji akcjonariuszy na zdarzenia korporacyjne w spółkach publicznych” wydanej przez Wydawnictwo Naukowe Uniwersytetu Szczecińskiego**

Monografia składa się z 12 rozdziałów, zakończenia, bibliografii, spisu tabel, wykresów i rysunków.

Monografia jest następstwem badań empirycznych składających się na cykl artykułów zgłoszonych jako część głównego osiągnięcia naukowego Habilitantki. Monografia syntetyzuje najważniejsze wyniki przedstawione w artykułach, łączy je i porównuje z wynikami podobnych badań na rynkach zagranicznych.

Głównym celem monografii jest podsumowanie i usystematyzowanie dotychczasowego stanu wiedzy i wyników badań empirycznych dotyczących reakcji rynków kapitałowych na zdarzenia korporacyjne w spółkach publicznych oraz czynników kształtujących siłę i kierunek tej reakcji.

Pierwsza część monografii koncentruje się na omówieniu ogólnych podstaw funkcjonowania spółek publicznych oraz omówieniu problemów teoretycznych i metodologicznych, które są kluczowe dla badań reakcji rynku na zdarzenia korporacyjne.

Kolejne trzy części monografii skupiają się na trzech typach zdarzeń korporacyjnych, które stanowią trzon całego dorobku naukowego Habilitantki: wypłatach dywidend, transakcjach pakietowych i powołaniach prezesów. Każda z tych części jest skonstruowana w podobny sposób. Na początku Habilitantka podsumowuje kluczowe koncepcje teoretyczne leżące u podstaw analizy określonego typu zdarzeń korporacyjnych. Następnie przedstawia systematyczny przegląd literatury obejmujący bardzo obszerną listę badań empirycznych dotyczących reakcji rynku na określony typ zdarzenia korporacyjnego. W przeglądzie literatury oddzielnie przedstawiono wyniki raportowane dla rynku polskiego i amerykańskiego, co zdaniem Habilitantki powinno pozwolić czytelnikowi na porównanie i skonstrastowanie wyników uzyskanych dla rynku na etapie transformacji i rynku dojrzałego. Zdaniem Habilitantki, systematyczny przegląd literatury połączony z analizą porównawczą powinien pozwolić na lepsze zrozumienie czynników kształtujących efekty sygnalizacji na konkretnym rynku.

Monografia wzbogaca polską literaturę z zakresu badań nad rynkami kapitałowymi i stanowi cenne źródło informacji na temat aktualnego stanu wiedzy w zakresie reakcji rynków kapitałowych na zdarzenia korporacyjne. Po pierwsze, zawiera ona analizę porównawczą reakcji rynku na zdarzenia korporacyjne na amerykańskim i polskim rynku kapitałowym. Po drugie, systematyzuje teoretyczne koncepcje związane z efektami sygnalizacyjnymi analizowanych zdarzeń korporacyjnych. Po trzecie, prezentuje kompleksowy przegląd i syntezę najważniejszych badań empirycznych dotyczących reakcji rynku na wydarzenia korporacyjne. Po czwarte, pokazuje istniejące luki badawcze i dalsze kierunki badań empirycznych.

W mojej opinii, ww. cele sformułowane przez Habilitantkę w monografii zostały osiągnięte. Monografia stanowi jeden z najobszerniejszych istniejących przeglądów literatury dotyczącej reakcji rynku na zdarzenia korporacyjne. Habilitantka wykonała niezwykle pracę, analizując ponad 500 źródeł literaturowych i łącząc je w studium porównawcze.

Monografia uzupełnia cykl prac empirycznych pt. „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” i syntetyzuje główne wyniki zawarte w artykułach składających się na ten cykl. Jest więc ona zwieńczeniem prawie dekady prowadzonych przez Habilitantkę badań empirycznych dotyczących reakcji rynku na różnego rodzaju zdarzenia korporacyjne.

O ile ogromny wysiłek, jaki Habilitantka włożyła w usystematyzowanie piśmiennictwa obejmującego trzy ogromne nurty badań empirycznych (dotyczących reakcji rynków na wypłaty dywidend, transakcje pakietowe i powołania prezesów), jest godny pochwały, to jednak uważam, że zasadniczy nowatorski wkład w stan wiedzy w dyscyplinie ekonomia i finanse tkwi w opublikowanych przez Habilitantkę artykułach empirycznych. Monografia jest użytecznym uzupełnieniem stanowiącym szerokie wprowadzenie do tematu, prezentującym aktualny stan wiedzy oraz pozwalającym czytelnikowi na porównanie wyników własnych prac empirycznych Habilitantki z wynikami badań na innych rynkach.

Podsumowując, analizowany cykl publikacji wraz z monografią stanowią kompleksowe studium reakcji rynków kapitałowych na zdarzenia korporacyjne. Zawiera ono zarówno imponujący komponent empiryczny zbudowany na dużych oryginalnych bazach danych, jak i obszerną dyskusję na temat wyników, w tym największą z aktualnie dostępnych analiz porównawczych dla polskiego i zagranicznych rynków kapitałowych.

Moja ogólna ocena prac naukowych zgłoszonych jako główne osiągnięcie naukowe Habilitantki jest pozytywna.

#### **4. Ocena pozostałego dorobku naukowego i aktywności naukowej**

Pozostały dorobek naukowy Habilitantki po doktoracie składa się z 23 artykułów w recenzowanych czasopismach i materiałach konferencyjnych (w tym 6 we współautorstwie), 2 monografii (w tym 1 we współautorstwie), 3 rozdziałów w monografiach. Większość z nich została opublikowana w języku polskim.

Osiem z wyżej wspomnianych artykułów dotyczy tych samych zagadnień, co główne osiągnięcie naukowe Habilitantki, a mianowicie reakcji rynku na zdarzenia korporacyjne, w tym wypłaty dywidendy, transakcje pakietowe i powołania prezesów. Większość z tych prac zawiera wstępne wyniki badań, statystyki opisowe lub przegląd literatury. Jedna z nich została opublikowana w czasopiśmie indeksowanym w bazie Web of Science.

Pozostałe artykuły opublikowane przez Habilitantkę po uzyskaniu stopnia doktora dotyczyły zasadniczo dwóch tematów: 1) finansowych konsekwencji fuzji i przejęć; 2) oceny reakcji rynku na fuzje i przejęcia w oparciu o metodologię analizy zdarzeń. Publikacje te opierają się na

wcześniejszych badaniach Habilitantki przeprowadzonych w ramach doktoratu. Głównym osiągnięciem w tym obszarze badań jest autorska monografia (Perepeczo, 2009a).

Dodatkowo w 2022 roku została opublikowana monografia pt. „Wpływ transakcji leasingu zwrotnego na wartość rynkową i wyniki finansowe przedsiębiorstw”, która jest wynikiem realizacji projektu badawczego finansowanego ze środków NCN (kierownik grantu – dr Mateusz Czerwiński) i której współautorką jest Habilitantka.

Pod względem ilościowym pozytywnie oceniam pozostałą działalność naukową Habilitantki. Jednocześnie, moim zdaniem, słabością tych publikacji jest względna jednorodność zastosowanych metod badawczych oraz obserwowana w niektórych przypadkach fragmentaryczność publikacji polegająca na tym, że Habilitantka dzieli badanie empiryczne na kilka publikacji, z których jedna ma przedstawiać przegląd literatury, kolejna przedstawia wstępne wyniki, w tym statystyki opisowe, kolejna przedstawia wyniki oparte na metodologii ekonometrycznej, w tym analizie zdarzeń lub analizie regresji wielorakiej, kolejna przedstawia podsumowanie. O ile praktyka ta powiększa objętość dorobku i jest stosunkowo powszechna, to osłabia go jakościowo i zmniejsza szanse na publikacje w renomowanych czasopismach międzynarodowych.

Na chwilę pisania recenzji publikacje Habilitantki były cytowane 146 razy w bazie Google Scholar i 17 razy w bazie Scopus. Indeks Hirscha w bazie Google Scholar wynosi 7, w bazie Scopus - 3. Pod względem wskaźników naukometrycznych dorobek Habilitantki oceniam pozytywnie.

Habilitantka aktywnie uczestniczy w międzynarodowych konferencjach naukowych w dyscyplinie ekonomia i finanse, w tym INFINITI, EFMA, MFS, FRAP, OFEL. W ciągu ostatnich trzech lat była członkiem komitetu naukowego międzynarodowej konferencji ICAFI – International Conference on Accounting and Finance Innovation, organizowanej przez Uniwersytet w Aveiro (Portugalia). Stale angażuje się również w organizację międzynarodowej konferencji „Zarządzanie finansami” organizowanej przez Uniwersytet Szczeciński.

Habilitantka recenzowała artykuły dla międzynarodowych czasopism, w tym International Review of Financial Analysis, Eastern European Economics, Bulletin of Economic Research,

Multinational Finance Journal, Journal of Banking and Financial Economics, Economics and Business Review.

Habilitantka aktywnie uczestniczy w projektach naukowych finansowanych przez MNiSW oraz NCN. W latach 2008-2011 brała udział w projekcie finansowanym przez MNiSW pt. „Premia z tytułu kontroli na polskim rynku kapitałowym” (kierownik – prof. Dariusz Zarzecki). W latach 2015-2019 uczestniczyła w projekcie finansowanym przez NCN pt. „Wartość rynkowa i wyniki finansowe przedsiębiorstwa a sukcesja stanowiska prezesa” (kierownik projektu – prof. Katarzyna Byrka-Kita); udział Habilitantki - główny wykonawca. W 2022r. była współautorką monografii będącej efektem projektu finansowanego przez NCN pt. „Wpływ transakcji leasingu zwrotnego na wartość rynkową i wyniki finansowe przedsiębiorstw” (kierownik – dr Mateusz Czerwiński).

Moja ogólna ocena pozostałej działalności naukowej Habilitantki jest pozytywna. Szczególnie pozytywnie oceniam zaangażowanie w projekty naukowe finansowane przez NCN i MNiSW.

## **5. Ocena dorobku dydaktycznego, popularyzatorskiego i współpracy międzynarodowej**

Habilitantka od wielu lat prowadzi zajęcia dydaktyczne na studiach licencjackich i magisterskich z zakresu finansów przedsiębiorstw i zarządzania finansami. Wypromowała 25 prac dyplomowych na poziomie licencjackim. Jest także promotorem pomocniczym w jednym przewodzie doktorskim. Habilitantka jest również aktywnie zaangażowana w różne zadania administracyjne i organizacyjne (m.in. akredytacje programów studiów na Uniwersytecie Szczecińskim).

W 2019 roku Habilitantka została wybrana na członka Rady Instytutu Ekonomii i Finansów.

Osiągnięcia dydaktyczne i organizacyjne Habilitantki oceniam pozytywnie.

W ramach współpracy międzynarodowej Habilitantka uczestniczyła w programie Erasmus+ i odwiedziła Uniwersytet w Aveiro w 2015 r. oraz Università degli Studi di Cagliari w 2016 r. Obie wizyty miały głównie cele dydaktyczne.

Habilitantka ukończyła zarówno studia magisterskie, jak i doktorat na tej samej uczelni. Habilitantka nie odbyła długoterminowego pobytu ani stażu w innej zagranicznej lub krajowej



uczelni. W związku z tym moja ogólna ocena osiągnięć Habilitantki w tym obszarze jest negatywna.

Habilitantka była również członkiem stowarzyszeń międzynarodowych, w tym Multinational Finance Society, European Financial Management Association, Society for the Study of Emerging Markets.

W ramach działalności pozaakademickiej Habilitantka uczestniczyła w szeregu projektów doradczych z obszaru finansów przedsiębiorstw.

## **6. Konkluzja**

Po zapoznaniu się z dorobkiem naukowym, dydaktycznym i organizacyjnym dr Agnieszki Preś-Perepeczo ostatecznie stwierdzam, że Habilitantka spełniła warunki określone w art. 219 [Warunki nadania stopnia doktora habilitowanego] Ustawy z dnia 20 lipca 2018 roku. – Prawo o szkolnictwie wyższym i nauce (Dz. U. z 2018 r. poz. 1669).

Mimo zgłoszonych w recenzji uwag krytycznych, wyniki prac badawczych Dr Agnieszki Preś-Perepeczo, w tym cyklu artykułów pt. „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 monografii pt. „Efekty sygnalizacji – determinanty reakcji akcjonariuszy na zdarzenia korporacyjne w spółkach publicznych”, stanowią, moim zdaniem, istotny wkład w rozwój dyscypliny ekonomia i finanse. Pozostały dorobek naukowy, dydaktyczny, organizacyjny i popularyzatorski jest wystarczający do spełnienia wymogów stawianych kandydatom do stopnia naukowego doktora habilitowanego.

*Ostateczna ocena dorobku naukowego, dydaktycznego i organizacyjnego dr Agnieszki Preś-Perepeczo, z punktu widzenia spełnienia kryteriów uzyskania stopnia naukowego doktora habilitowanego określonych w art. 219 Ustawy, jest pozytywna.*

*Robert Jurek*