

## Zmiana zarządzającego a wyniki finansowe spółki – przegląd wybranych badań\*

Agnieszka Preś-Perepeczo\*\*

**Streszczenie:** *Cel* – Celem artykułu był przegląd badań dotyczących zależności pomiędzy zmianą na stanowisku CEO/prezesa a wynikami finansowymi spółek.

*Metodologia badania* – W artykule przeprowadzono studium literatury zaobserwowanych wyników, zależność sukcesji CEO i kondycji finansowej przed i po powołaniu na stanowisko na podstawie wybranych prac empirycznych na rynkach rozwiniętych.

*Wynik* – Wyniki przeprowadzonego studium literatury wskazują, że zmiana na stanowisku CEO jest poprzedzona spadkiem wyników finansowych. Po sukcesji CEO następuje poprawa kondycji finansowej, szczególnie, kiedy miała ona charakter wymuszony. Zewnętrzny CEO sprawniej zarządza spółką niż wewnętrzny. Rezultaty badań, co do wpływu płci na wyniki finansowe nie są jednoznaczne.

*Oryginalność/wartość* – Na polskim rynku kapitałowym jest luka badawcza w zakresie analizy zdarzenia, jakim jest zmiana na stanowisku zarządzającego zarówno w podejściu rynkowym, jak i księgowym. Przegląd obserwacji na rynkach rozwiniętych jest podstawą do aplikacji i poszukiwań podobnych zależności wśród polskich spółek publicznych.

**Słowa kluczowe:** zmiana CEO, sukcesja, wyniki finansowe

### Wprowadzenie

Zgodnie z obowiązującymi w Polsce regulacjami prawnymi, organem zarządzającym spółką jest zarząd, na czele którego stoi prezes zarządu. Powołanie zarządu należy do kompetencji rady nadzorczej reprezentującej interesy właścicieli. Dotyczy to tych spółek, które funkcjonują w oparciu o system dwuszczeblowy typowy dla niemieckiego modelu ładu korporacyjnego. W modelu anglo-amerykańskim, gdzie jest system jednoszczeblowy osobą kluczową jest dyrektor zarządzający, tzw. CEO. Jednakże współcześnie różnice pomiędzy modelami stopniowo się zacierają i coraz szerzej na świecie wdrażane są rozwiązania systemu jednoszczeblowego.

To, kto kieruje spółką, nie jest bez znaczenia i ma wpływ nie tylko na samą firmę, ale również mikro- i makrootoczenie. Z punktu widzenia spółki prezes/CEO jest osobą bezpośrednio odpowiedzialną za wyniki finansowe przed właścicielami – akcjonariuszami/

---

\* Badanie finansowane ze środków NCN: Wartość rynkowa i wyniki finansowe przedsiębiorstwa a sukcesja stanowiska prezesa, nr umowy: 2014/15/B/HS4/04355, kierownik: dr hab. Katarzyna Byrka-Kita prof. US.

\*\* dr Agnieszka Preś-Perepeczo, Uniwersytet Szczeciński, Wydział Nauk Ekonomicznych i Zarządzania, Instytut Finansów, Katedra Zarządzania Finansami, e-mail: perepecz@wneiz.pl.

udziałowcami. Kiedy oczekiwania akcjonariuszy rozchodzą się z rzeczywistymi osiągnięciami zarządu, następstwem jest odwołanie dotychczasowego składu i powołanie nowego, w tym prezesa. To niejedyna przyczyna rotacji na stanowisku CEO. Mogą być to nowe propozycje na rynku pracy, odejście na emeryturę, sprawy zdrowotne lub nagła śmierć, jak i zmiany następujące w konsekwencji wyborów parlamentarnych. W tym ostatnim przypadku w polskich realiach gospodarczych dotyczy to spółek z udziałem Skarbu Państwa.

Wpływ osoby kluczowej w biznesie był i nadal jest przedmiotem licznych badań empirycznych na rynkach kapitałowych. Badano między innymi jaki ma to związek z wynikami finansowymi przedsiębiorstwa (Kaiser, Hogan, Craig 2008) i poziomem generowanych zysków (Davidson i in. 2006; Gangloff, Connelly, Shook 2014). Każda zmiana osoby kluczowej z punktu widzenia inwestorów jest sygnałem dotyczącym możliwości rozwoju firmy. W krótkim okresie może skutkować nagłą zmianą cen akcji, a w długim natomiast może zmienić możliwości dostępu do kapitału, a co za tym idzie, wpłynąć na zdolność przedsiębiorstwa do generowania zysków w przyszłości. Z jednej strony zmiana na stanowisku zarządzającego może być postrzegana przez inwestorów pozytywnie jako szansa na poprawę dotychczasowych wyników. Z drugiej strony – jako odpływ kapitału intelektualnego zdolnego do generowania zysków, co znajdzie odzwierciedlenie w spadku wartości rynkowej. Ta druga sytuacja wydaje się być nierealna, skoro odwołując CEO rada nadzorcza czy też rada dyrektorów, w zależności od systemu ładu korporacyjnego, reprezentuje właścicieli i ich stanowisko. Jednakże, kiedy na rynku kapitałowym mamy rozdrobniony akcjonariat i rozproszoną strukturę udziałów w spółkach publicznych, to ocena sytuacji przez akcjonariuszy większościowych i mniejszościowych może być zupełnie odmienna. Ruch cen i spadek lub wzrost wartości rynkowej oraz dodatkowych stóp zwrotu jest oceną przede wszystkim akcjonariuszy mniejszościowych.

Autorzy badań poszukując zależności pomiędzy rotacją na stanowiskach zarządczych, wartością rynkową a kondycją finansową próbują m.in. odpowiedzieć na następujące pytania. Czy zmiana ta jest następstwem złych wyników? Czy po zmianie na stanowisku zarządzającego następuje poprawa wyników finansowych? Jakie cechy osoby zarządzającej zwiększają prawdopodobieństwo dobrych wyników? Na te i jeszcze wiele innych pytań próbowano znaleźć odpowiedź w licznych pracach empirycznych. Zdecydowana większość badań dotyczyła rozwiniętych rynków kapitałowych. Jednakże wraz ze wzrostem zainteresowania ładem korporacyjnym i wprowadzaniem rozwiązań prawnych w tym zakresie, ta tematyka badawcza stała się przedmiotem zainteresowań także na rynkach rozwijających się.

Na polskim rynku kapitałowym badanie dotyczące reakcji akcjonariuszy na rezygnację członka zarządu przeprowadzili Gurgul i Majdosz (2007). Nie brak jednak i prób poszukiwań związków pomiędzy zarządami, radami nadzorczymi a wynikami finansowymi prowadzonych z księgowego punktu widzenia. W swoich badaniach Bohdanowicz (2010) porusza jednak kwestię nie sukcesji, ale liczebności składu organu zarządzającego i nadzorującego. Celem niniejszej pracy jest przegląd wyników wybranych badań przeprowadzonych na rynkach rozwiniętych w poszukiwaniu związków rotacji na stanowisku CEO

a osiąganymi wynikami finansowymi spółek. W artykule, po wprowadzeniu do tematu, przedstawione zostały rezultaty zagregowanych wyników wpływu sukcesji CEO na wyniki finansowe. Następnie dokonano przeglądu wyników uwzględniających wpływ na kondycję finansową pochodzenia sukcesora, a konkretnie jego wewnętrzny i zewnętrzny charakter. W kolejnej części przedstawiono studium literatury dotyczące płci osoby zarządzającej i jej wpływu na wyniki spółek. Artykuł zamykają konkluzje przedstawionych obserwacji.

## 1. Rotacja CEO a wyniki finansowe

Zainteresowanie badaczy zależnościami pomiędzy osobą zarządzającą a wartością rynkową oraz wynikami finansowymi obserwujemy stopniowo. Największe przypada na okres, kiedy na rynkach kapitałowych rozpoczęto dyskusję, a w jej następstwie, rozpoczęto regulację prawną związków pomiędzy akcjonariuszami, organami nadzorującymi i zarządzającymi i wprowadzono kodeksy ładu korporacyjnego. Denis i Denis (1995) jako jedni z pierwszych opublikowali wyniki swoich badań, w których poszukiwali odpowiedzi na pytanie czy zmiana osoby na stanowisku zarządzającego prowadzi do poprawy wyników finansowych. Autorzy analizowali 721 zdarzeń ogłoszonych w latach 1985–1988 w „Wall Street Journal”, w tym 83 wymuszone rezygnacje, 99 odejść na emeryturę oraz 296 zmian CEO i 295 zmian pozostałych zarządzających. Okres analizy wyników operacyjnych obejmował 7 lat, gdzie  $t = 0$  był rokiem sukcesji. Zmiany wyników operacyjnych zostały zmierzone miernikiem OIBD/TA – zysk operacyjny przed amortyzacją do aktywów ogółem. Na podstawie wartości absolutnych średnich i median autorzy znaleźli dowody na to, że w przypadku całej badanej populacji miało miejsce nieznaczne pogorszenie się wyników finansowych w latach od  $-3$  do  $-1$ . Statystycznie istotny spadek zaobserwowanych wartości był nieco wyższy dla podgrupy wymuszonych rezygnacji w tym samym przedziale czasowym, zarówno przy zastosowaniu miernika absolutnego (1,6% – mediana i 3,4% – średnia), jak i skorygowanego o sektor (0,5% – mediana, 3,3% – średnia). W przypadku odejść na emeryturę, autorzy zaobserwowali nieznaczny wzrost.

Podsumowując przedstawione rezultaty można przypuszczać, że w przypadku zmian wymuszonych ich przyczyną były pogarszające się wyniki, które miały doprowadzić do ich poprawy i wzrostu. W latach od  $-1$  do  $+3$  autorzy badania dla całej badanej populacji jak i podgrup sukcesje wymuszone oraz odejścia na emeryturę zaobserwowali statystycznie istotny wzrost. Wartości median i średnich miernika nie były jednak spektakularnie wysokie i oscylowały od 0,6% – mediana OIBD/TA skorygowanego o sektor dla całej populacji do 2,6% – średnia, 4,6% – mediana w przypadku wymuszonych rezygnacji.

W kwestii sytuacji, kiedy analizowane były zmiany wyników dla podgrup: zmiana na stanowisku CEO oraz zmiana na pozostałych stanowiskach zarządczych, wyniki wskazują, że większe zmiany miały miejsce w pierwszym przypadku niż w drugim. Potwierdza to hipotezę testowaną przez autorów, że z ekonomicznego punktu widzenia, zmiana CEO jest istotniejsza dla firmy niż zmiana na innych stanowiskach zarządczych.

Szukając przyczyn zaobserwowanego pogorszenia, a następnie poprawy wyników operacyjnych, autorzy przeanalizowali wartość księgową aktywów ogółem, liczbę zatrudnionych oraz wydatki kapitałowe dla całej populacji, wymuszonych rezygnacji oraz odejść na emeryturę. Uzyskane wartości median dla analizowanych mierników nie były jednoznaczne. Absolutna wartość księgową aktywów dla całej populacji rosła przed i po sukcesji. Jednakże w przypadku jej skorygowanej wartości o sektor mediana była ujemna, a wyniki istotne statystycznie. Skorygowana o sektor mediana wartości księgowej aktywów dla wymuszonych rezygnacji wskazuje na to, że sukcesje poprzedzone były spadkiem wartości aktywów, a po nich spadek ten był kontynuowany. Ponadto autorzy znaleźli również dowody, iż sukcesje będące wynikiem przejścia na emeryturę charakteryzowały się wzrostem wartości księgowej aktywów w wartościach absolutnych przed i po zdarzeniu. W kwestii liczby zatrudnionych uzyskane wartości median dowodzą, że przed sukcesją i po sukcesji były one spadkowe bez względu na podgrupę badawczą. Nieco inaczej przedstawia się sytuacja wydatków kapitałowych. Tutaj spadek był statystycznie istotny dla całej populacji w analizowanym okresie przed i po sukcesji w przypadku wartości skorygowanych o sektor. Kiedy jednak przyczyną zmiany było odejście na emeryturę wydatki te statystycznie rosły przed i po zdarzeniu w wartościach absolutnych. Wymuszona zmiana na stanowisku kierowniczym była poprzedzona istotnie statystycznym spadkiem wydatków kapitałowych skorygowanych o sektor w nieco krótszym okresie od roku  $-1$  do  $+1$  oraz od  $-1$  do  $+2$ .

Reasumując, bardziej szczegółowe analizy wybranych wielkości finansowych potwierdzają, że w przypadku zmian wymuszonych poprawa była znacząca w porównaniu do pozostałych okoliczności sukcesji na stanowisku zarządzającego. Kiedy była ona efektem odejścia na emeryturę, zaobserwowano nieznaczną poprawę.

Kolejne kompleksowe badania wpływu zjawiska sukcesji na wyniki finansowe na rynku amerykańskim przeprowadzili i opublikowali Huson, Malatesta, Parinno (2004). Ich badania były poszerzeniem wcześniejszych prac badawczych przeprowadzonych na rynku amerykańskim przez Denis & Denis (1995). W pracy autorzy weryfikowali szereg hipotez badawczych i próbowali znaleźć odpowiedź m.in. na następujące pytania. Czy zmiana ta jest następstwem złych wyników? Czy po zmianie na stanowisku zarządzającego następuje poprawa wyników finansowych? W latach 1971–1995 autorzy zidentyfikowali i przyjęli do badania 1,344 sukcesji CEO, przeprowadzonych w największych spółkach publicznych, z wykluczeniem zdarzeń wynikających z transakcji przejęcia.

Ze względu na charakter zmiany CEO oraz cechy obejmującego stanowisko zarządzającego badania zostały przeprowadzone dla różnych podgrup badawczych. Podzielono sukcesje na wymuszone i dobrowolne. Przy czym istotna jest charakterystyka tej klasyfikacji zastosowana przez autorów, gdyż wymuszone powołania nie były związane wyłącznie z sytuacją zwolnienia ze stanowiska, lecz także wynikać mogły z obowiązkowego przejścia na emeryturę. Ponadto podzielono populację na dwie podgrupy, gdzie nowy CEO pochodził z firmy lub spoza niej.

Wyniki uzyskane przez Husona i zespół (2004) są bardzo interesujące i różnią się nieznacznie w zależności od zastosowanego wskaźnika pomiaru wyników finansowych. W latach  $-3$ ,  $-2$ ,  $-1$  poprzedzających zmianę na stanowisku CEO wartości średniej i median operacyjnej stopy zwrotu (OROA) spadały i były statystycznie istotne dla całej populacji oraz podgrupy zmian dobrowolnych i wymuszonych. Odnotowany spadek był większy, kiedy poprzedzał sukcesję wymuszoną. W roku  $t = 0$ , kiedy miało miejsce zdarzenie, spadek miernika był największy. Autorzy znaleźli dowody, że zmiana na stanowisku CEO jest poprzedzona pogarszającymi się wynikami finansowymi, a w przypadku sukcesji wymuszonej prawdopodobnie wydaje się być, że to złe wyniki były przyczyną zmiany na stanowisku prezesa.

Po zmianie CEO wartości średnie i median wskaźnika OROA w latach od  $-1$  do  $+3$  względem roku sukcesji nieco się różniły w zależności o zastosowanego miernika i podgrupy badawczej. W przypadku wszystkich sukcesji odnotowano średnią poprawę wyników na poziomie  $0,3\%$  i  $0,9\%$  odpowiednio dla wskaźnika skorygowanego o sektor oraz o grupę kontrolną. Wartości median były nieco niższe, ale również pozytywne i istotne statystycznie. Podobny wzrost średnich i median OROA odnotowano dla sukcesji dobrowolnych i wymuszonych. W tym ostatnim przypadku wzrost ten był na średnim poziomie odpowiednio  $1,1$  i  $1,3\%$ , w zależności od sposobu kalkulacji wskaźnika. Uzyskane wyniki badań dowodzą, że po zmianie na stanowisku zarządzającego następuje poprawa wyników operacyjnych mierzonych wskaźnikiem OROA.

Zdaniem jednak autorów uzyskane rezultaty nie potwierdzają jednoznacznie wzrostu efektywności operacyjnych firmy, bowiem zmiany wskaźnika OROA mogły być wynikiem pewnych działań restrukturyzacyjnych zmniejszających kapitałochłonność biznesu poprzez eliminację słabszych jednostek lub też aktualizację wyceny aktywów. Dlatego w celu pogłębienia analizy i poszukania przyczyn odnotowanych zmian wskaźnika OROA po zdarzeniu, autorzy przeanalizowali pakiet wybranych mierników opisujących sytuację finansową firmy w latach od  $-1$  do  $+3$ , w tym m.in. zmianę wartości księgowej aktywów, zmianę aktywów środków trwałych, zmianę wydatków kapitałowych, zmianę liczby zatrudnionych, zmianę wielkości sprzedaży przypadającej na zatrudnionego, zmianę zysku operacyjnego przypadającego na zatrudnionego. Autorzy analizowali te mierniki w wartościach absolutnych, skorygowanych o inflację, skorygowanych o sektor i skorygowanych o grupą kontrolną. Uzyskane rezultaty tej części badań są zgodne ze zagregowanymi wynikami. Zmiana na stanowisku CEO skutkuje poprawą jakości zarządzania spółką, co przejawia się w poprawie wyników finansowych, a jej celem nie jest znalezienie kozła ofiarnego, ale poprawa jakości zarządzania i wzrost spółki.

## 2. Pochodzenie osoby kluczowej a wyniki finansowe

Kolejne nurtujące i podejmowane w pracach empirycznych pytanie dotyczące zjawiska sukcesji dotyczy pochodzenia osoby kluczowej. Czy jest ono obojętne czy też nie dla firmy? Czy lepiej, sprawniej, efektywniej przedsiębiorstwo będzie zarządzane przez osobę, która od lat jest z nim związana, tj. przez osobę która zna realia jej funkcjonowania i zna osoby działające w zespole? Czy może lepszym rozwiązaniem jest zatrudnienie osoby spoza firmy, która tzw. „świeżym okiem” spojrzy na działalność przedsiębiorstwa, dostrzeże to czego inni nie potrafili zobaczyć. A jednocześnie nie znając osób, z którymi będzie współpracowała, nie będzie miała ograniczeń w podejmowaniu decyzji w kwestiach zatrudnienia.

Z punktu widzenia procesów restrukturyzacji, bardziej efektywnym rozwiązaniem wydaje się być zatrudnianie osoby spoza przedsiębiorstwa – nowego ducha, która nie będzie miała ograniczeń w podejmowaniu decyzji. Jednakże istotnym w tym momencie będzie doświadczenie takiej osoby. Z logicznego punktu widzenia wydaje się, że osoba mająca doświadczenie zawodowe na podobnym stanowisku, a może nawet w tym samym sektorze, lepiej sobie poradzi na czele firmy niż osoba bez doświadczenia zawodowego i sektorowego. Czy to również przekłada się na wyniki finansowe? Na to i inne pytania związane z pochodzeniem osoby kluczowej poszukiwano odpowiedzi w badaniach empirycznych.

Denis i Denis (1995) w swoich badaniach zależności pomiędzy rotacją na stanowisku zarządzającego a wynikami finansowymi zidentyfikowali grupę 62 powołań zewnętrznych. Mediany wskaźnika OIBD/TA w wartości absolutnej oraz skorygowanego o sektor były dodatnie w przedziale (-1,+3) na poziomie odpowiednio 0,5 i 2,2%. Jednakże wyniki te nie były statystycznie istotne, tak jak i w przypadku wartości średnich. Niestety autorzy nie podają wyników dla pozostałych rodzajów powołań. Na podstawie przedstawionych rezultatów możemy tylko przypuszczać, że prawdopodobnie po powołaniach zewnętrznych, tak jak po wszystkich sukcesjach, następuje wzrost wyników w porównaniu do okresu przed rotacją.

W badaniach Huson i in. (2004) też znajdujemy analizę zależności pomiędzy wynikami finansowymi a pochodzeniem sukcesora. Autorzy zidentyfikowali 156 powołań zewnętrznych i 846 wewnętrznych. Zmiana wartości absolutnej średniej i mediany wskaźnika OROA w latach od -1 do +3 była pozytywna, kiedy CEO pochodził spoza firmy, w przeciwieństwie do sukcesora powołanego wewnętrznie, gdzie zmiana OROA była negatywna. Wyniki były istotne statystycznie. Nieco odmienne rezultaty autorzy otrzymali, kiedy skorygowali OROA o sektor oraz o grupę kontrolną. Wówczas zmiana była zawsze dodatnia bez względu na charakter powołania, ale nieco niższa dla powołań wewnętrznych. Jednocześnie słabe wyniki testów istotności statycznej tej części pozwalają nam tylko przypuszczać, ale nie dowodzą, że nowa osoba mianowana na stanowisko CEO osiąga lepsze wyniki finansowe od swego poprzednika.

Podobne wnioski można też wysnuć z części badań, gdzie w podgrupie badawczej rotacji wymuszonych (119) zidentyfikowane zostały powołania wewnętrzne (62) i zewnętrzne (56). We wszystkich przypadkach kalkulacji wartość średniej i mediany wskaźnika OROA

były dodatnie dla obu rodzajów powołań, lecz nieco niższe w przypadku sukcesora wewnętrznego. Jednak słabe testy istotności wyników nie potwierdzają jednoznacznie wyników tych obserwacji.

W poszukiwaniu zależności pomiędzy poprawą wyników po sukcesji Huson i in. (2004) przeprowadzili analizę regresji oraz zbadali korelację pomiędzy zmiennymi przyjętymi w modelach. Rezultat tej części badań wskazywały na pozytywną i istotną statystycznie zależność pomiędzy wzrostem wyników a udziałami inwestorów instytucjonalnych w strukturze akcjonariatu, zarządem zewnętrznym oraz zewnętrznym sukcesorem. Przy czym, zarząd zewnętrzny to taki, gdzie 60% stanowili członkowie spoza spółki. Analogicznie przyjęty został próg procentowy dla inwestorów instytucjonalnych – 60%.

Reasumując, na przykładzie wybranych prac empirycznych możemy wnioskować, że tak jak w procesach restrukturyzacji, lepsze efekty mierzone księgowymi stopami uzyskujemy zatrudniając osobę dotychczas niezwiązaną bezpośrednio ze spółką. Sukcesor zewnętrzny sprawniej zarządza firmą niż CEO wewnętrzny.

### **3. Kobiety w zarządzie a wyniki finansowe**

Innym rozważanym czynnikiem w literaturze przedmiotu, mającym potencjalnie wpływ na realizowane wyniki finansowe, jest płeć osoby zarządzającej. Temat ten stał się przedmiotem zainteresowań licznych studiów empirycznych. Pośrednio przyczyną poszukiwania zależności pomiędzy płcią a wynikami finansowymi są liczne dyskusje nad obligatoryjnymi parytetami zatrudniania kobiet i próby wyrównania różnic w strukturze zatrudnienia na stanowiskach kierowniczych. Od początku lat 80. XX wieku obserwuje się wzrost udziału kobiet na rynku pracy. Nadal jednak w większości krajów na świecie, jak i w Europie, kobiet pracujących na stanowiskach kierowniczych jest istotnie mniej niż mężczyzn.

Campbell i Vera (2010) poszukiwali w swoich badaniach związku między objęciem przez kobietę stanowiska w zarządzie a ceną akcji i wynikami finansowymi. Okres badań obejmował lata 1989–2001, poprzedzające liczne zmiany regulacji dotyczących struktury zatrudnienia na stanowiskach kierowniczych pod względem płci. W całym okresie odnotowano ponad 4050 powołań do zarządu, a tylko 105 z nich dotyczyło kobiet. W wyniku selekcji danych końcowa próba liczyła 47 przypadków. W krótkim czasie autorzy nie znaleźli dowodów na pozytywny wpływ kobiety w zarządzie na wartość rynkową spółek. Jednakże wyniki przeprowadzonej analizy funkcji regresji wskazują, że w długiej perspektywie czasowej objęcie funkcji zarządczych przez kobietę pozytywnie wpływa na wyniki finansowe i na ceny akcji, a tym samym na jej wartość rynkową. Dlatego zdaniem autorów ustalenie parytetu jest zasadne nie tylko ze względów etycznych, ale i ekonomicznych.

Przedstawione wyniki badań nie są jedynymi poruszającymi zależności pomiędzy wynikami finansowymi a płcią osoby w zarządzie lub radzie nadzorczej. W badaniach przeprowadzonych dla duńskich spółek notowanych na giełdzie w Kopenhadze w latach

1998–2001 Rose (2007) na podstawie wartości Q-Tobina nie wykrył żadnych istotnych zależności pomiędzy wynikami finansowymi osiąganymi przez spółki a liczbą kobiet w radzie nadzorczej. Badana populacja liczyła 443 obserwacje, z której zostały wykluczone banki, firmy ubezpieczeniowe oraz kluby sportowe. Także Smith, Smith i Verner (2006) analizując rynek duński w latach 1993–2003 i 1000 obserwacji dla firm zatrudniających 50 i więcej pracowników, nie zaobserwowali żadnej zależności pomiędzy płcią osoby zarządzającej a wynikami spółek.

Również Farrell i Hersch (2005) nie zaobserwowali żadnej zależności pomiędzy płcią osoby obejmującej stanowisko w zarządzie a wynikami spółek mierzonymi m.in. wielkością sprzedaży i rentownością majątku. Ich analizy obejmowały największe spółki na amerykańskim rynku z listy Fortune 500 i Service 500 w latach 1990–1999, z wykluczeniem instytucji finansowych, ubezpieczeniowych oraz związanych z nieruchomościami, prądem, gazem i usługami sanitarnymi. Liczba obserwacji ze względu na dostępność danych wahała się od 309 do 266 przypadków.

W bogatej literaturze przedmiotu znajdziemy jednak również dowody na pozytywny wpływ zarządu z kobietą na pokładzie na wyniki finansowe, w tym m.in. badania Cartera i in. (2003), Erharda i in. (2003) oraz te, które wskazują na negatywną zależność, na przykład wyniki badań autorów Jehn i Bezrukovej (2003) oraz Böhrena i Ströma (2005).

Statystycznie, kobiety są lepiej wykształcone od mężczyzn. Udział kobiet w zarządach wzrasta z roku na roku, jednakże bardzo często wynika to z efektu dywersyfikacji składu osobowego i narzuconych regulacji prawnych niż podniesienia jakości zarządu w drodze zatrudnienia wykwalifikowanej kadry. Zjawisko to jest niepokojące ze względów ekonomicznych, jak i z punktu widzenia kobiet. Rodzi się pytanie, czy nie spowoduje to zepsucia rynku pracy kobiet i zamiast podnieść ich wiarygodność, pozostawi je nadal w grupie pracowników chronionych i niższej kategorii? I może to jest przyczyna niejednoznacznych wyników prac empirycznych dotyczących płci i efektów działalności firmy.

## **Uwagi końcowe**

Badania konsekwencji rotacji na stanowisku prezesa obejmują różnorodne zagadnienia, od okoliczności poprzedzających sukcesję i następujących po sukcesji. Przeprowadzone studium literatury i rezultatów wybranych badań na rynkach rozwiniętych dowodzi, że rotacja na stanowisku zarządzającego jest poprzedzona pogarszającymi się wynikami finansowymi. Efektem zmiany na stanowisku CEO lub innego zarządzającego jest poprawa wyników spółki. Ponadto, większe zmiany wyników przed i po sukcesji obserwujemy, kiedy ma ona charakter wymuszony. Podobnie jak w przypadku procesów restrukturyzacji, lepsze wyniki osiągane są w efekcie mianowań zewnętrznych niż wewnętrznych.

Poza tym w przeprowadzonym przeglądzie nie znaleziono jednoznacznych rezultatów na korzyść kobiet jako sprawniejszych i efektywniejszych zarządzających spółkami. W tej



kwestii w jednych badaniach znajdujemy, że płeć ma znaczenie i zdecydowanie lepiej radzą sobie kobiety w przełożeniu na wyniki finansowe. W innych natomiast zaobserwowano zależność odwrotną lub też brak jakiegokolwiek zależności.

Podsumowując, wiele pytań nadal pozostaje bez odpowiedzi. Na rynku polskim jest luka badawcza w tym zakresie. Obserwacje na rynkach rozwiniętych są podstawą do aplikacji i poszukiwań podobnych zależności wśród polskich spółek publicznych.

## Literatura

- Bohdanowicz L. (2010). Wpływ liczebności rad nadzorczych i zarządów spółek publicznych na wyniki spółek. *Master of Business Administration*, 3, 18–30.
- Böhren O., Ström R.O. (2007). *Aligned, informed, and decisive: Characteristics of value-creating boards*. EFA Ljubljana Meetings Paper. Pobrano z: <http://ssrn.com/abstract=966407> (25.02.2016).
- Campbell K., Vera A.M. (2010). Female board appointments and firm valuation: short and long-term effects. *Journal of Management & Governance*, 14 (1), 37–59.
- Carter D.A., Simkins B.J., Simpson W.G. (2003). Corporate governance, board diversity, and firm value. *Financial Review*, 38, 33–53.
- Davidson III W.N., Tong S., Worrell D.L., Rowe W. (2006). Ignoring rules of succession: How the board reacts to CEO illness announcements. *Journal of Business Strategies*, 23 (2).
- Denis D.J., Denis D.K. (1995). Performance Changes Following Top Management Dismissals. *The Journal of Finance*, 1 (4), 1029–1057.
- Erhardt N.L., Werbel J.D., Shrader C.B. (2003). Board of director's diversity and firm financial performance. *Corporate Governance: An International Review*, 11, 102–111.
- Farrell K.A., Hersch P.L. (2001). *Additions to Corporate Boards: Does Gender Matter?* Pobrano z: <http://dx.doi.org/10.2139/ssrn.292281> (25.02.2016).
- Gangloff K.A., Connelly B.L., Shook C.L. (2014). Of Scapegoats and Signals Investor Reactions to CEO Succession in the Aftermath of Wrongdoing. *Journal of Management*. Pobrano z: <http://dx.doi.org/10.1177/0149206313515521> (25.02.2016).
- Gurgul H., Majdosz P. (2007). Stock price and resignation of members of the board: The case of the Warsaw Stock Exchange. *Managing Global Transitions*, 5 (2), 179–192.
- Huson M.R., Malatesta P.H., Parrino R. (2004). Managerial succession and firm performance. *Journal of Financial Economics*, 74, 237–257.
- Jehn K.A., Bezrukova K. (2004). A field study of group diversity, group context, and performance. *Journal of Organizational Behavior*, Special Issue: *Diversity and the Workplace*, 25 (6), 703–729. Pobrano z: <http://dx.doi.org/10.1016/j.jfineco.2010.07.004>.
- Kaiser R.B., Hogan R., Craig S.B. (2008). Leadership and the fate of organizations. *The American Psychologist*, 63, 96–110.
- Smith N., Smith V., Verner M. (2006). Do women in top management affect firm performance? A panel study of 2,500 Danish firms. *International Journal of Productivity and Performance Management*, 55, 569–593.

## MANAGERIAL CHANGE AND COMPANY OPERATING PERFORMANCE – THE REVIEW OF RESEARCH RESULTS

**Abstract:** *Purpose* – The purpose of the article was to review research results of the relation between CEO succession and firm performance.

*Design/methodology/approach* – The literature study related to the CEO succession and operating performance before and after the event in developed markets was performed.

*Findings* – Results of literature study in the developed markets indicate that an decrease in operating performance is observed before the CEO change. The CEO succession is followed by an increase in operating performance, especially in the case of forced changes. An external CEO operates more effectively in comparison

to an internal one. Research result how the gender of CEO could impact company performance are not clear. *Originality/value* – There is a literature gap addressing CEO changes and operating as well market performance in the Polish capital market. The literature review and observations made in developed markets are the basis for the application and exploration of similar correlations among the Polish public companies.

**Keywords:** CEO change, succession, operating performance

## Cytowanie

Preś-Perepeczo A. (2016). Zmiana zarządzającego a wyniki finansowe spółki – przegląd wybranych badań. *Finanse, Rynki Finansowe, Ubezpieczenia*, 4 (82/2), 261–270. DOI: 10.18276/frfu.2016.4.82/2-21.