



The World's Largest Open Access Agricultural & Applied Economics Digital Library

This document is discoverable and free to researchers across the globe due to the work of AgEcon Search.

Help ensure our sustainability.

Give to AgEcon Search

AgEcon Search

<http://ageconsearch.umn.edu>

aesearch@umn.edu

*Papers downloaded from **AgEcon Search** may be used for non-commercial purposes and personal study only. No other use, including posting to another Internet site, is permitted without permission from the copyright owner (not AgEcon Search), or as allowed under the provisions of Fair Use, U.S. Copyright Act, Title 17 U.S.C.*

No endorsement of AgEcon Search or its fundraising activities by the author(s) of the following work or their employer(s) is intended or implied.

Rotacje zarządów polskich spółek publicznych w warunkach kryzysu gospodarczego

Wprowadzenie

W dyskusjach na temat przyczyn obecnego kryzysu gospodarczego poruszana jest kwestia odpowiedzialności osób zarządzających korporacjami. Organizacje pogrążone w kryzysie walcząc o przetrwanie podejmują dramatyczne decyzje: ograniczanie produkcji, zamykanie zakładów, zwolnienia pracowników, cięcia budżetowe, outsourcing i inne metody obniżania kosztów. W końcu jednak wzrok kierowany jest ku górze. Jeżeli to błędne decyzje biznesowe naczelnego kierownictwa są jedną z przyczyn problemów finansowych i bankructw, jeżeli prowadzą one nie do kreacji wartości dla akcjonariuszy, ale niszczą tę wartość, jedynym wyjściem z kryzysu wydaje się być zmiana kierownictwa. Firmy potrzebują nowych liderów, przynoszących świeże idee, dających nadzieje na inny typ przywództwa, kreujących nowe wizje. Zmiana na stanowisku dyrektora generalnego powinna wносить odmienny styl zarządzania, wiedzę, umiejętności, poparte doświadczeniem z poprzednich stanowisk, które przełożą się na nową, bardziej efektywną perspektywę funkcjonowania korporacji.

Jest to jedno z najważniejszych zadań, jakie stoją przed systemem nadzoru nad firmami. Wybór osób zarządzających jest powszechnie uznawany za jedną z krytycznych decyzji determinujących sposób funkcjonowania i perspektywy rozwoju korporacji. Decyzje te powinna cechować fundamentalna zależność – osoby nieudolnie zarządzające muszą liczyć się z możliwością utraty stanowiska kierowniczego. Zachowanie związku między stabilnością posad czołowych menedżerów a efektywnością jest podstawowym warunkiem, którego spełnienie determinuje osiąganie celów stawianych korporacjami.

Obserwacja ruchów kadrowych na najwyższych stanowiskach kierowniczych, towarzyszących zjawiskom kryzysowym w gospodarce światowej, nie potwierdza jednoznacznie sformułowanej wyżej tezy. Jednym ze skutków poprzedniego kryzysu z początku XXI wieku były rosnące wskaźniki fluktuacji szefów 2500 największych światowych spółek publicznych. Liczba zwolnień w roku 2002 wzrosła o 70% w stosunku do roku 2001. Biorąc pod uwagę wszystkie zmiany na stanowisku dyrektora generalnego, do jakich doszło w roku 2002, 39% z nich były to zmiany wymuszone, spowodowane słabymi wynikami ekonomicznymi. W kolejnych latach, aż do roku 2006, obserwowano zmniejszenie skali tego

* Autor jest pracownikiem Katedry Ekonomii Instytucjonalnej Uniwersytetu Łódzkiego. Artykuł wpłynął do redakcji w listopadzie 2009 r.

zjawiska. Od roku 2007 ponownie rośnie liczba zmian na stanowiskach dyrektora generalnego, w tym przede wszystkim zmian nie wynikających z przyczyn naturalnych (emerytura, przejście na inne stanowisko, rezygnacja z przyczyn osobistych). Badania agencji Challenger, Gray & Christmas, Inc. pokazują, że skala zmian w roku 2008 była największa od 10 lat, kiedy jest prowadzony monitoring rynku pracy menedżerów. Dane te wskazują na rosnącą presję wywieraną na liderów biznesu ze strony rad spółek i akcjonariuszy, która może mieć związek z występowaniem zjawisk kryzysowych. Wyniki badań, prowadzonych przez agencję Booz & Company na próbie 2500 największych światowych korporacji publicznych prowadzą do nieco innych konkluzji. W roku 2008 wskaźnik zmian na stanowisku prezesa zarządu obniżył się o 0,5 punktu % w stosunku do roku 2007 w korporacjach amerykańskich i o 1,9 punktu % w Europie. Tylko w dwóch sektorach zaobserwowano wzrost tego wskaźnika. Są to sektory usług finansowych i energetyczny. Może to sugerować, że w warunkach kryzysu rady spółek raczej polegają na sprawdzonych menedżerach, postrzegając radykalne ruchy kadrowe wśród osób pełniących kluczowe stanowiska kierownicze jako zbyt ryzykowne.

W artykule została podjęta próba przedstawienia na przykładzie polskich spółek giełdowych wybranych aspektów polityki kadrowej realizowanej przez rady nadzorcze spółek. Analizie poddano zmiany na stanowisku prezesa zarządu, do jakich dochodziło w latach 2006-2009 oraz wskazano przyczyny, które mogły prowadzić do występowania tych zmian.

Funkcja kadrowa jako narzędzie nadzoru nad działalnością spółek

Funkcja kadrowa jest jedną z najważniejszych funkcji realizowanych przez radę spółki. Obowiązkiem rady jest taki dobór kadry kierowniczej, aby interesy spółki były prowadzone przez kompetentnych ludzi. Od tego, kogo rada powoła na stanowisko prezesa zarządu i jaki będzie skład zarządu, w dużym stopniu zależą wyniki osiągane przez spółki. W tym kontekście rada spółki może być postrzegana jako „ostateczny wewnętrzny mechanizm monitorowania kontraktowej struktury, jaką jest firma, którego najważniejszym zadaniem jest ocena decyzji podejmowanych przez czołowych funkcjonariuszy firmy” [Fama, 1980, s. 294].

Sposób sprawowania funkcji kadrowej jest determinowany przez wiele czynników: formę kontroli nad spółką i typ dominującego inwestora, wyniki ekonomiczne, pozycję zajmowaną przez prezesa zarządu w hierarchicznej strukturze korporacji, sytuację na rynku pracy menedżerów, skład rady, wielkość spółki i wiele innych.

Czynnikiem istotnie determinującym pozycję prezesa zarządu jest możliwość sprawowania efektywnej kontroli nad spółką [Conyon, Flour, 2001]. Decyduje o tym **struktura i koncentracja własności**. Nie istnieje precyzyjna, funkcjonalna zależność określająca, przy jakim stopniu koncentracji występuje określona forma kontroli. Analizując formę kontroli nad spółką należy wziąć pod uwagę

dwa przypadki: model otwarty (outsiderski), charakteryzujący się rozproszoną własnością i model zamknięty (insiderski) o własności skoncentrowanej. Dla gospodarki amerykańskiej, ze względu na duże rozproszenie udziałów, przyjmuje się umownie, że jeżeli nie występuje akcjonariusz indywidualny lub instytucjonalny, który posiada więcej niż 5% akcji spółki, można uznać, że jest to spółka kontrolowana przez menedżerów. W przeciwnym przypadku mamy do czynienia ze spółką kontrolowaną przez akcjonariuszy. Tego rodzaju kryterium nie ma zastosowania dla spółek działających w ramach modelu zamkniętego. Tutaj, w celu określenia formy kontroli, należy dodatkowo wziąć pod uwagę zjawisko akcjonariatu menedżerskiego. Czasami określa się taką sytuację jako przypadek kontroli właścicielsko-menedżerskiej [Kroll i in., 1997, s. 88]. Trudno jednoznacznie wskazać, jaki udział we własności spółki prowadzi do tego, że menedżer zaczyna „myśleć jak właściciel”. Można przyjąć, że własność akcji rzędu 20-30% daje zakres kontroli wystarczający do obrony przed próbami wrogiego przejęcia. Jeżeli więc osoby zarządzające posiadają więcej niż 20% akcji uznaje się, iż mamy do czynienia ze spółkami kontrolowanymi przez menedżerów [Eisenman, 2002, s. 527].

Istotny wpływ na politykę kadrową prowadzoną przez rady spółek może mieć **typ inwestora dominującego**. W przypadku przedstawionej powyżej właścicielsko-menedżerskiej formy kontroli nad spółką nie występuje zjawisko oddzielenia własności od zarządzania. Należy zatem oczekiwać, iż stanowisko prezesa zarządu jest stabilne. Zmiany na tym stanowisku mogą być efektem decyzji podejmowanych przez samych zainteresowanych na podstawie innych przesłanek, niż te, które występują w sytuacji formalnego oddzielenia funkcji zarządczych i właścicielskich. Przyczyną zmiany może być realokacja uprawnień decyzyjnych od właścicieli do profesjonalnych menedżerów. Konieczność pozyskiwania kapitału jako źródła finansowania nakłada na spółkę wymóg wdrażania takich standardów funkcjonowania, które będą miały przede wszystkim wpływ na efektywność i transparentność prowadzonych operacji gospodarczych. Proces transferu własności na zasadzie sprzedaży mniejszościowych pakietów akcji jest łatwiejszy w przypadku spółek zarządzanych przez profesjonalistów posiadających odpowiednie kwalifikacje, dysponujących wiedzą i dostępem do informacji oraz zaangażowanych w sprawy firmy. Pojawiający się nowi akcjonariusze zwracają szczególną uwagę na skład zarządu, rozkład i strukturę interesów właściciela, a także jego możliwości wpływu na działalność spółki [Koładkiewicz, 2003, s. 481]. Specyficzną odmianą właścicielsko-menedżerskiej formy kontroli nad spółką jest przypadek tzw. biznesów rodzinnych [Tsai i in., 2006]. W tego typu spółkach obserwujemy zjawisko międzypokoleniowego transferu własności, kontroli i zarządzania. Inna perspektywa oceny efektywności, dłuższy horyzont czasowy decyzji biznesowych, tradycyjne postawy kulturowo-społeczne cechujące się paternalizmem, konformizmem, poszanowaniem wieku, hierarchii, autorytetów, powinny się przekładać na większą stabilizację stanowisk zajmowanych przez osoby kierujące spółkami.

Ważną rolę w procesie nadzoru korporacyjnego pełnią inwestorzy instytucjonalni – fundusze inwestycyjne, towarzystwa ubezpieczeniowe, fundusze

emerytalne, banki i fundusze zarządzane przez banki. Oczekuje się od nich przejęcia aktywnej roli dominujących akcjonariuszy zainteresowanych efektywnym monitorowaniem działalności zarządów spółek oraz działania w imieniu wszystkich akcjonariuszy. Horyzont czasowy inwestorów instytucjonalnych jest wyraźnie krótszy w porównaniu z innymi inwestorami. Działają oni pod ciągłą presją raportowania bieżących wyników na zarządzanych portfelach aktywów [Graves, Waddock, 1990, s. 75], [Prahalač, 1993, s. 42]. Nie mogą więc sobie pozwolić na angażowanie się w przedsięwzięcia przynoszące wyniki długookresowe, ale wymagające ponoszenia znacznych bieżących nakładów na rozwój lub inwestycje w kapitał trwały. Ta presja jest przenoszona na zarządy spółek. Te, które nie potrafią sprostać oczekiwaniom są wymieniane.

Odmienny typ zachowań charakteryzuje inwestora strategicznego – branżowego. Celem inwestycji jest pozyskanie kontroli nad spółką. Oprócz dochodów kapitałowych inwestora strategicznego mogą interesować korzyści ze związku gospodarczego – sieci powiązanych kapitałowo spółek zależnych. Prowadzi to do powstawania długookresowych relacji między dużymi akcjonariuszami a ich firmami, sprzyja budowaniu stabilnych związków i ułatwia finansowanie długoterminowych przedsięwzięć inwestycyjnych i innowacyjnych, o odłożonej w czasie lub niewielkiej stopie zwrotu. Efektem może być większa stabilizacja osób zarządzających, które nie muszą działać pod ciągłą presją generowania bieżących wyników. Zarazem inwestor większościowy ma motywacje i możliwości sprawowania efektywnej kontroli nad zasobami firmy, która ma zapewnić respektowanie jego interesów.

Specyficznym typem inwestora w polskich spółkach publicznych jest Skarb Państwa. Postępujący proces przekształceń własnościowych polskiej gospodarki zmniejsza liczbę spółek, w których Skarb Państwa pozostaje jednym lub dominującym właścicielem. Z taką sytuacją mamy jednak wciąż do czynienia nawet w spółkach, których akcje są notowane na giełdzie. Dotyczy to przede wszystkim spółek największych (KGHM, PKO BP, PKN Orlen, Lotos, BGŻ). Proces zarządzania i nadzoru nad tego typu spółkami jest skomplikowany ze względu na nieprzejrzysty układ relacji zachodzących między podmiotami mającymi wpływ na funkcjonowanie spółki i zakres ich odpowiedzialności [Kostecka, 2002, s. 171]. Jest to szczególnie widoczne w obszarze polityki kadrowej związanej z trybem powoływania osób zarządzających. Mimo deklaracji kolejnych koalicji rządowych jest to wciąż traktowane jako rozdawnictwo stanowisk na zasadzie synekury politycznej. Bardzo często członkowie zarządów nie mają odpowiedniego przygotowania fachowego do sprawowania funkcji. Zarządy stają się poczekalnią pozwalającą na przeczekanie okresu dekonjunkury politycznej lub przystanią dla osób odsuniętych od sceny politycznej.

Proces oceny kierownictwa spółek jest determinowany **wynikami ekonomicznymi** lub oczekiwaniami członków rady spółki, co do wyników ekonomicznych jednostki [Conyon, 1998], [Jensen, Murphy, 1990]. Istotną kwestią, która musi być tutaj rozstrzygnięta jest sposób pomiaru wyników. W ocenach kierownictwa najczęściej wykorzystywane są wskaźniki rachunkowe, rynkowe, ekonomiczne. Tego rodzaju kryteria oceny posiadają szereg wad [Urbanek, 2006,

s. 67]. Przede wszystkim są one podatne na manipulacje ze strony menedżerów, którzy mają możliwości kreowania wyników. Dotyczy to zwłaszcza wskaźników rachunkowych. Skandale korporacyjne związane m.in. ze stosowaniem tzw. kreatywnej rachunkowości doprowadziły w większości rozwiniętych krajów do zmian standardów sprawozdawczości finansowej. Klasycznym przykładem nowych regulacji jest amerykański Sabarnes-Oxley Act z roku 2002. W firmach, które były zmuszone dokonać daleko idących rewizji w stosowanych zasadach rachunkowości i sprawozdawczości finansowej można było zaobserwować częstsze zmiany na stanowisku dyrektora generalnego i dyrektora finansowego [Arthaud-Day, 2006]. Tego rodzaju rewizje są traktowane przez rynek kapitałowy jako dowód oszukańczych lub nadmiernie agresywnych praktyk księgowych, sztucznego kreowania zysków, przekraczania lub nadinterpretacji prawa bilansowego. Wymiana kadry kierowniczej jest sygnałem wysyłanym przez spółkę do inwestorów w celu poprawy jej reputacji i odzyskania wiarygodności.

Ocena menedżerów na podstawie wyników ekonomicznych musi również uwzględniać wrażliwość wyniku na czynniki niebędące pod kontrolą kierownictwa firmy, np. sytuacja gospodarki narodowej. Częstym przypadkiem jest występowanie sytuacji, kiedy „dobre wyniki pojawiają się pomimo braku starań lub odwrotnie – złe wyniki mogą wystąpić mimo podejmowania dużych wysiłków” [Bayssinger, Hoskinsson, 1998, s. 77]. Jest to kluczowy problem, który można sprowadzić do prostego pytania: w jakim stopniu efektywność organizacji jest skutkiem decyzji (ludzie), w jakim zaś jest determinowana otoczeniem (sytuacja)? Czynniki ryzyka powinien być brany pod uwagę przy podejmowaniu przez radę spółki decyzji kadrowych. Zarazem jednak złe wyniki makroekonomiczne nie mogą stanowić swoistego parawanu, za którym szefowie spółek chowają swoje porażki biznesowe i niekompetencje.

Ważnym kryterium służącym do oceny pracy menedżerów jest konfrontacja rzeczywiście osiągniętych rezultatów z tymi, które są ujmowane w sprawozdaniach finansowych pro forma [Puffer, Weitrop, 1991]. W ostatnich latach obserwujemy znaczącą poprawę jakości projekcji finansowych. Na spółki został nałożony obowiązek składania wyjaśnień dotyczących przyczyn różnic między sprawozdaniami planowanymi a oficjalnymi raportami finansowymi. W tej sytuacji można przyjąć, iż założenia tych projekcji odzwierciedlają oczekiwania właścicieli i rady spółki, co do wyników ekonomicznych. Jeżeli te wyniki nie są satysfakcjonujące z tego punktu widzenia założonych celów bieżących i strategicznych, rośnie prawdopodobieństwo zwalniania osób bezpośrednio za to odpowiedzialnych [Frederickson i in., 1998, s. 257], [Dahya i in., 2002].

Oczekiwania rady mogą być również funkcją długości zatrudnienia menedżera [Allgood, Farell, 2000]. Krótko po zawarciu kontraktu z nowo powołanym prezesem występuje wysoka niepewność, co do jego zdolności do efektywnego kierowania korporacją. W tej sytuacji rada może być bardziej pobłażliwa, jeżeli rzeczywiste rezultaty odbiegają od założonych projekcji. Jeżeli wariancja oczekiwanych wyników zmniejsza się wraz z wydłużeniem stażu pracy, powinno to przekładać się na wzrost prawdopodobieństwa zwolnienia przy pogarszaniu wyników. Można również spotkać opinie przeciwne wskazujące na to, iż osoby

młode, niedawno zatrudnione są bardziej narażone na zwolnienie w przypadku pogorszenia wyników niż osoby zbliżające się do wieku emerytalnego.

Stabilność pozycji zajmowanych przez czołowych funkcjonariuszy spółek jest również funkcją szeroko rozumianego **kapitału ludzkiego**. Składają się na to takie komponenty, jak: poziom kwalifikacji, wykształcenie, doświadczenie zawodowe, wiek, staż pracy w przedsiębiorstwie i na stanowisku kierowniczym. Szczególne znaczenie ma tutaj staż na stanowisku prezesa zarządu. Im dłuższy jest staż pracy na tym stanowisku, tym silniejsza jest pozycja prezesa w relacjach z radą spółki. Składa się na to wiele przyczyn. Osoby z krótkim stażem potrzebują czasu na zapoznanie się z kulturą organizacji, jej zasobami, technologią, specyfiką działalności operacyjnej [Singh, Harianto, 1989, s. 15]. Muszą one współpracować z radą, która była nominowana przez poprzednie kierownictwo. Wraz ze wzrostem długości stażu pracy zaczyna pojawiać się tendencja do wykazywania solidarnych postaw wśród osób ze ścisłego kierownictwa, która może przybierać formę osiągania obustronnych korzyści [Mangel, Singh, 1993, s. 342-343], [Hill, Phan, 1991]. Szefowie firm z długim stażem pracy mają decydujący wpływ na skład rady [Farrell, Whidbee, 2002]. Przekłada się to na swoistą lojalność kolejno nominowanych członków rady w stosunku do osoby decydującej o nominacji. Naturalną konsekwencją takich relacji jest brak możliwości dokonywania obiektywnej oceny szefa spółki przez członków rady.

Wymiana osób zarządzających spółką może dojść do skutku tylko wtedy, kiedy rada spółki dysponuje alternatywnymi profesjonalnymi kandydatami na kierownicze stanowiska. Można wskazać trzy podejścia do problemu planowania przez radę sukcesji na te stanowiska [Vlak, 2006, s. 21-22]. W firmach dysponujących szeroką „ławką rezerwowych” preferowany jest swoisty „wyścig szczurów”, w celu identyfikacji kandydata posiadającego pożądane cechy przywódcze. Inna metoda polega na wyborze osoby, która stopniowo będzie przechodziła kolejne szczeble kariery aż do stanowiska szefa spółki [Zajac, Westphal, 1996]. Zaletą tej metody jest przewidywalność sukcesji i unikanie ryzyka wyniszczającej konkurencji między wieloma kandydatami [Shen, Canella, 2002]. Wreszcie rady mogą poszukiwać potencjalnych kandydatów zewnętrznych na rynku pracy menedżerów.

Decyzja wyboru między kandydatami zewnętrznymi i wewnętrznymi musi uwzględniać wiele czynników. Atutami kandydatów zewnętrznych są nowe idee, świeżość spojrzenia, większa łatwość inicjowania zmian, sukcesy odnoszone na poprzednich stanowiskach. Ma to szczególne znaczenie w sytuacji, kiedy firma przechodzi kryzys i potrzebuje radykalnych zmian. Wymagane są wtedy szybkie decyzje, tworzenie nowych struktur, redukcja kosztów, umiejętność redefiniowania celów i formułowania nowych perspektyw działania [Clutterbuck, 1998, s. 79-80]. Osoba spoza firmy, a także sektora, nie napotyka na ograniczenia wynikające z homogeniczności percepcji, socjopsychologicznego przywiązania do *status quo*, wąskiej perspektywy postrzegania wyborów strategicznych.

Zarazem zatrudnienie takiej osoby może prowadzić do wielu problemów. Jest to szczególnie widoczne w sytuacji, kiedy kontynuacja dotychczasowych

strategii zarządzania jest wskazana bardziej niż rewolucyjne zmiany. W takiej sytuacji kluczowe może być doświadczenie kandydata wynikające ze znajomości specyfiki przedsiębiorstwa, rozumienia kultury korporacji i jej nadrzędnych wartości. Kandydaci zewnętrzni, szczególnie w sytuacjach kryzysowych będą skłonni podejmować radykalne decyzje, gdy tymczasem bardziej wskazana może być dobrze uzasadniona modyfikacja dotychczasowych strategii uwzględniająca istniejące w organizacji struktury i procesy. Innym problemem jest zjawisko negatywnej selekcji, wynikające z występowania asymetrii informacji. Rada, oceniając przydatność kandydata zewnętrznego musi brać pod uwagę informacje uzyskane od niego, które nie zawsze można zweryfikować. Utrudnia to właściwą ocenę kandydata pod kątem przydatności do oczekiwań i potrzeb firmy. Należy także zwrócić uwagę na kwestię transferowalności kompetencji menedżerskich. Jeżeli prawdziwa „wiedza menedżerska” ma walor uniwersalnej aplikacyjności, jest to atut kandydatów zewnętrznych. W przeciwnym przypadku przewagę powinni mieć dobrze znani radzie kandydaci wewnętrzni, z którymi kontakt był utrzymywany przez wiele lat.

Opis badanej próby

Badanie zostało prowadzone na próbie 350 spółek notowanych na Warszawskiej Giełdzie Papierów Wartościowych dla lat 2006-2009. Źródłem danych użytych dla potrzeb analiz były jednostkowe raporty roczne spółek giełdowych SA-R oraz baza danych NOTORIA.

Zmiany w składzie zarządu analizowano biorąc pod uwagę to, czy w danym roku w spółce nastąpiła zmiana na stanowisku prezesa zarządu. Przyjęta metoda w sposób uproszczony przedstawia zjawisko rotacji w składzie osób zarządzających, ponieważ nie uwzględnia ona powodów, które prowadzą do zmian. Przyczyną, która jest przedmiotem analizy, jest zwolnienie ze stanowiska na skutek nieudolnego zarządzania. Symptomaticz tego może być pogorszenie wyników ekonomicznych spółki, presja ze strony inwestora dominującego, konflikty na linii prezes – rada nadzorcza lub wewnątrz zarządu. Identyfikacja tego rodzaju przypadków umożliwiałaby bardziej wiarygodną analizę związków przyczynowo-skutkowych między efektywnością spółki a rotacjami na stanowisku prezesa. Zarazem trzeba pamiętać o tym, że mogą występować także inne motywy wymiany kadry kierowniczej: odejście na emeryturę, śmierć, odejście na własną prośbę (sytuacja rodzinna, stan zdrowia), zmiana stanowiska, zmiana właściciela, itp. Powody te są czasami wskazywane w raportach bieżących spółek, natomiast trudno jednoznacznie stwierdzić, czy są to powody rzeczywiste czy też informacje, które mają ukryć prawdziwe przyczyny zmian.

Próba objęta badaniem może zostać podzielona według różnych kryteriów. Najważniejszym z punktu widzenia analizowanych zjawisk jest struktura własności i wynikająca z tego forma kontroli nad spółką, którą określono na podstawie inwestora posiadającego 1 pakiet głosów na WZA. Przede wszystkim wyróżniono spółki kontrolowane przez menedżerów. Przyjęto, że z tym przypadkiem mamy

do czynienia, kiedy osoby zarządzające spółką mają razem pakiet akcji dający im największy udział głosów na walnym zgromadzeniu w relacji do każdego innego indywidualnego akcjonariusza. Taka forma kontroli w systemie zamkniętym jest określana jako kontrola właścicielsko-menedżerska. Analiza struktury własności umożliwiła wyróżnienie kilku dodatkowych kategorii spółek. Są to spółki, w których kontrolny pakiet akcji należy do inwestorów indywidualnych (w tym osób zasiadających w radzie nadzorczej), spółki z dominującym inwestorem zagranicznym lub krajowym (branżowym lub finansowym), spółki z udziałem podmiotów państwowych. W tablicy 1 przedstawiono liczebność poszczególnych kategorii spółek.

Tablica 1

Kategorie spółek objętych badaniem (stan na I kwartał 2009)

Typ inwestora dominującego	Liczba spółek	% próby
Cała próba	350	100
Zarząd	89	25,4
Inwestor indywidualny	65	18,6
Inwestor zagraniczny	66	18,9
Inwestor krajowy branżowy	71	20,3
Inwestor krajowy finansowy	39	11,1
Podmioty państwowe	14	4,0
Pozostałe*	6	1,7

* kategoria „Pozostałe” obejmuje przypadek spółek bez dużego akcjonariusza oraz spółki, w których 1 pakiet akcji stanowią akcje własne spółki do umorzenia

Źródło: opracowanie własne

Ponad 25% badanych spółek jest kontrolowanych przez osoby zarządzające. W co piątej spółce największy pakiet akcji i głosów posiada krajowy inwestor branżowy. Inwestorzy indywidualni i zagraniczni kontrolują nieco ponad 18% spółek.

W przekroju sektorowym najwięcej badanych spółek pochodzi z sektorów: budownictwo (13,2%), handel (12,4%), przemysł elektromaszynowy i metalowy (12,1%), informatyka (10,8%), przemysł lekki, drzewno-papierniczy i pozostałe (9%), pozostałe usługi (8,4%), przemysły chemiczny i spożywczy (po 7,9%).

Wyniki badania

Analizując zmiany na stanowisku prezesa, istotne jest nie tylko określenie zmian, jakie mają miejsce w ciągu jednego roku obrotowego. Równie ważne jest wskazanie, w ilu spółkach prezes pełni swoją funkcję w dłuższym czasie. Stabilność tej pozycji ma szczególne znaczenie w obszarze zarządzania strategicznego spółką. Tworzenie i implementacja długookresowych strategii rozwojowych wymaga odpowiednio długiego horyzontu. Poczucie stabilności

i bezpieczeństwa nie wymusza działania pod presją konieczności kreowania krótkookresowych wyników finansowych. Umożliwia bardziej perspektywiczne spojrzenie na skutki podejmowanych decyzji. Ma to decydujący wpływ na skłonność spółek do angażowania się w działania efektywne z punktu widzenia długookresowych korzyści spółki i akcjonariuszy (prace badawczo-rozwojowe, działalność promocyjna i reklamowa, programy szkoleń i rozwoju pracowników), ale zarazem są to działania, które mogą obniżyć bieżące wyniki finansowe.

W tablicy 2 przedstawiono liczbę i odsetek spółek, w których nastąpiła zmiana na stanowisku prezesa zarządu. W latach 2004-2009 do tego rodzaju sytuacji doszło w prawie połowie badanych spółek (49,1%). W okresie rocznym najczęściej rotacji wystąpiło w roku 2007 – w co czwartej spółce. Średni staż na stanowisku prezesa zarządu w całej badanej próbie wyniósł nieco ponad 5 lat. Symptomatyczne jest to, iż nie wystąpiły istotne różnice w skali rotacji na stanowisku prezesa zarządu między okresami wysokiej koniunktury gospodarczej (lata 2006-2007) i okresem kryzysu (lata 2008-początek 2009). Może to świadczyć o tym, iż właściciele i rady nadzorcze traktują pogorszenie wyników ekonomicznych osiąganych przez spółki przede wszystkim jako efekt oddziaływania czynników egzogenicznych, związanych z ogólną sytuacją gospodarczą, nie zaś jako skutek błędnych decyzji osób zarządzających spółkami. Wymiana kadry kierowniczej w takiej sytuacji może być postrzegana jako nadmierne ryzyko, nie gwarantujące znaczącej poprawy kondycji spółki.

Tablica 2

Liczba i odsetek spółek, w których doszło do zmiany na stanowisku prezesa zarządu oraz średni staż na stanowisku prezesa zarządu

Typ inwestora dominującego	2004-2009	2009*	2008	2007	2006	Średni staż w latach
Cała próba	155 (49,1%)	19 (5%)	76 (20,1%)	88 (23,2%)	84 (22,2%)	5,04
Zarząd	27 (35,5%)	3 (3,5%)	8 (9,3%)	18 (20,9%)	17 (22,4%)	6,71
Inwestor indywidualny	40 (66,7%)	8 (12,3%)	17 (26,2%)	22 (33,8%)	18 (30,0%)	2,86
Inwestor zagraniczny	21 (38,2%)	3 (5,0%)	11 (18,0%)	12 (21,1%)	8 (14,5%)	6,46
Inwestor krajowy branżowy	38 (56,7%)	5 (7,0%)	21 (29,6%)	16 (22,9%)	18 (26,9%)	4,30
Inwestor krajowy finansowy	16 (41,0%)	0 (0,0%)	9 (23,1%)	7 (17,9%)	9 (23,1%)	5,46
Podmioty państwowe	11 (84,6%)	0 (0,0%)	10 (71,4%)	7 (50,0%)	8 (61,5%)	1,93
Pozostałe	2 (40,0%)	0 (0,0%)	0 (0,0%)	2 (33,3%)	1 (20,0%)	4,33

* dane obejmują 1 kwartał roku 2009.

Źródło: opracowanie własne

Istotny wpływ na rotację na stanowisku prezesa zarządu ma forma kontroli nad spółką. Najrzadziej do zmian dochodzi, co jest oczywiste, w spółkach kontrolowanych przez osoby zarządzające (35% spółek w całym badanym okresie). Często jest to związane z przejęciem kontrolnego pakietu akcji spółki. W tego

typu spółkach prezesi zarządu najdłużej przeciętnie sprawują swoje stanowisko – prawie 7 lat. Ponieważ te dane odnoszą się do okresu, kiedy spółka działa w formie spółki kapitałowej, okres ten byłby z pewnością dłuższy, gdyby uwzględnić poprzednie formy organizacyjnoprawne, kiedy spółki były zarządzane i kontrolowane przez te same osoby. Zdecydowanie najmniej stabilne jest stanowisko prezesa w spółkach kontrolowanych przez Skarb Państwa (zmiany w 84,6% spółek, przeciętny staż 1,93 roku).

Kraj pochodzenia inwestora może mieć wpływ na skalę analizowanych zjawisk. Relatywnie rzadziej do zmiany dochodzi w spółkach kontrolowanych przez inwestorów zagranicznych (38,2% w całym badanym okresie) niż krajowych. W ramach tej drugiej grupy spółek wyższe wskaźniki rotacji występują w przypadku spółek z inwestorami branżowymi (56,7%) niż finansowymi (41%). Jest to zaskakujący rezultat, ponieważ należałoby oczekiwać, iż w przypadku inwestorów branżowych mamy do czynienia z budowaniem długookresowych związków biznesowych, w których akceptowane są odłożone w czasie lub niewielkie stopy zwrotu. Wyrazem tego powinna być większa stabilizacja kadry zarządzającej spółkami. Inwestorzy finansowi działający pod ciągłą presją raportowania bieżących wyników na zarządzanych portfelach aktywów powinni przenosić tę presję na zarządy spółek. Te, które nie potrafią sprostać oczekiwaniom są odwoływane.

Drugim obok formy kontroli nad spółką czynnikiem decydującym o zmianach osób zarządzających są wyniki ekonomiczne osiągane przez spółkę.

Dla potrzeb opracowania przyjęto wskaźniki służące do pomiaru zmiany sytuacji ekonomicznej, charakteryzujące trzy kluczowe dla oceny efektywności spółki obszary: pozycji rynkowej, zdolności do generowania nadwyżki ekonomicznej, oceny dokonywanej przez rynek kapitałowy. Są to odpowiednio: zmiany przychodów ze sprzedaży, zmiany zysku netto oraz relacja między stopą zwrotu z akcji danej spółki a średnioważoną stopą zwrotu z akcji spółek z tego samego sektora¹. Przeprowadzona analiza polegała na wskazaniu, w jakim stopniu pogorszenie tak wyrażonej sytuacji ekonomicznej wpływa na prawdopodobieństwo utraty stanowiska przez prezesa zarządu. W tablicy 3 przedstawiono otrzymane rezultaty.

Analiza relacji występujących między zmianami wybranych wskaźników a zmianami na stanowisku prezesa zarządu wykazała występowanie oczekiwanych zależności. Związek ten występuje dla przychodów ze sprzedaży oraz zysku netto, dla dwóch badanych lat: 2006 i 2007. W roku 2007 dla spółek, które w tym roku zanotowały wzrost sprzedaży w 21,9% przypadkach nastąpiła zmiana prezesa. Ten sam wskaźnik dla spółek, których sprzedaż spadła wynosił prawie 40%. Podobne wyniki wystąpiły dla roku 2006. W przypadku zmian zysku netto jego spadek prowadzi również do większych rotacji na stanowisku

¹ Jako wagę przyjęto udział kapitalizacji spółki w całkowitej kapitalizacji spółek sektora. Dla potrzeb analizy wyróżniono 13 sektorów: bankowość, budownictwo, przemysł: chemiczny, elektromaszynowy i metalowy, lekki, drzewno-papierniczy i pozostałe, spożywczy, usługi finansowe, handel, informatykę, materiały budowlane, media, telekomunikację, pozostałe usługi.

prezesa zarządu. Zjawisko to występuje jednak z rocznym opóźnieniem. W roku 2007 do zmiany doszło w 35% spółek, które zanotowały pogorszenie wyniku finansowego w poprzednim roku. W spółkach z rosnącym zyskiem wskaźnik rotacji wyniósł 20,1%. Oceniając wpływ zmiany tych dwóch kategorii na rotację na stanowisku prezesa można zaobserwować interesującą prawidłowość. Zmiany prezesa mają miejsce w roku, w którym sprzedaż spada. Oznacza to, że problemy, jakie zaczynają występować w obszarze sprzedaży, prowadzące do spadku udziału w rynku i pogorszenia pozycji konkurencyjnej, wywołują bardzo szybką reakcję ze strony organu nadzorczego – rady spółki. Jest to szczególnie interesujące w porównaniu z wynikami, jakie otrzymano dla zysku netto. Tutaj rada nadzorcza przy podejmowaniu decyzji w większym stopniu bierze pod uwagę wyniki poprzedniego roku.

Tablica 3

**Zmiana wyników ekonomicznych a zmiany na stanowisku prezesa zarządu
(% spółek, w których doszło do zmiany)**

Miernik oceny wyników		Tendencja zmiany	2008	2007	2006
Przychody ze sprzedaży	W roku zmiany	Spadek	20,7%	39,3%	32,9%
		Wzrost	21,8%	21,9%	21,8%
	W poprzednim roku	Spadek	22,0%	23,6%	30,6%
		Wzrost	21,2%	24,8%	21,2%
Zysk netto	W roku zmiany	Spadek	22,4%	25,5%	26,5%
		Wzrost	21,1%	25,4%	24,1%
	W poprzednim roku	Spadek	24,5%	35,0%	30,8%
		Wzrost	20,5%	20,1%	20,9%
Stopa zwrotu z akcji	W roku zmiany	Niższa	24,8%	22,2%	23,9%
		Wyższa	18,5%	25,0%	25,0%
	W poprzednim roku	Niższa	22,1%	24,8%	27,3%
		Wyższa	23,7%	24,0%	22,4%

Pogrubione wyniki oznaczają zależność istotną statystycznie na poziomie 0,1.

Źródło: opracowanie własne

Po raz kolejny wystąpiła zasygnalizowana wcześniej prawidłowość. Związek między ruchami kadrowymi a wynikami ekonomicznymi ma miejsce w okresach wysokiej koniunktury gospodarczej. W roku 2008 tego typu zależności nie wystąpiły.

Dla żadnego z okresów nie wykazano wpływu wyników rynkowych spółki – stopy zwrotu z akcji – na zmiany prezesa. Ten ostatni wniosek nie zaskakuje w odniesieniu do roku 2008, kiedy pojawiły się pierwsze symptomy kryzysu na rynkach finansowych. W sytuacji ogólnego spadku indeksów giełdowych trudno oczywiście pozycjonować wyniki rynkowe spółki, ponieważ w dużym stopniu są one determinowane czynnikami egzogenicznymi. Natomiast w okre-

sach hossy na rynku kapitałowym dziwić może brak tego rodzaju zależności. Zarazem brak tego związku może być tłumaczony specyfiką polskiego modelu kontroli nad działalnością spółek, charakteryzującego się wysokimi wskaźnikami koncentracji własności i kontroli. Obecność praktycznie w każdej spółce dominującego akcjonariusza niefinansowego może oznaczać, że dążenie do maksymalizacji stopy zwrotu z inwestycji nie jest traktowane jako nadrzędny cel, którego realizacja staje się kryterium oceny osób zarządzających.

Przedstawiona analiza odnosiła się do reakcji rady spółki na zmiany wskaźników efektywności. Interesująca jest również ocena jak duża musi być skala pogorszenia wyników, żeby wzrosło prawdopodobieństwo wymiany prezesa. W tym celu wszystkie spółki zostały podzielone na decyle na podstawie trzech kryteriów: dynamiki sprzedaży, stopy zwrotu z kapitału własnego, stopy zwrotu z akcji. Dla każdego decyla wyznaczono średnie prawdopodobieństwo zmiany przyjmując, iż wynosi ono 100% w spółkach, w których zaszła zmiana i 0% w pozostałych spółkach. Pod uwagę wzięto wyniki z okresu zmiany i z poprzedniego okresu.

Podobnie jak w poprzednich analizach można zauważyć wpływ wskaźników sprzedaży i rentowności na decyzje kadrowe rad nadzorczych (tablica 4). Prawdopodobieństwo rośnie przy przechodzeniu od najlepszych do najgorszych decyli, jakkolwiek ta zależność nie ma charakteru liniowego. W roku 2007 dla wskaźnika dynamiki sprzedaży dla spółek z 1 decyla (najgorsze) prawdopodobieństwo zmiany wynosi 44%, w spółkach z decyla 10 tylko 22%. Zdecydowanie słabsza zależność występuje dla dynamiki sprzedaży z okresu poprzedzającego zmianę. Potwierdza to sformułowaną wcześniej tezę, iż negatywne zjawiska pojawiające się w obszarze pozycji rynkowej spółki wywołują bardzo szybką reakcję rady. W przypadku wskaźnika rentowności ta reakcja wydaje się być przesunięta w czasie. Tym razem udało się stwierdzić wpływ wyceny rynkowej spółki na rotację kadry kierowniczej. Dla pierwszego decyla prawdopodobieństwo zmiany jest o ponad 50% wyższe niż dla decyli najwyższych. Wydaje się, iż analizowane zależności mogą być nieco zniekształcone w sytuacji, kiedy rada nadzorcza oceniając pracę zarządu stosuje podejście benchmarkingu sektorowego, odnosząc swoją spółkę nie do przeciętnej giełdowej, ale w ramach porównywalnej grupy spółek.

Przedstawione powyżej relacje były także analizowane biorąc pod uwagę formę kontroli nad spółką. Najwięcej statystycznie istotnych związków otrzymano dla spółek kontrolowanych przez inwestorów indywidualnych. Na przykład w roku 2007 do zmian na stanowiskach prezesów doszło w 53% spółek, które odnotowały spadek przychodów ze sprzedaży. Tam, gdzie przychody rosły wymieniono 27% szefów spółek. Dla roku 2006 te liczby wynoszą odpowiednio 52,9% i 22,2%. Jeszcze większa skala rotacji miała miejsce w roku 2007 w spółkach, w których spadają zyski netto – wymieniono w nich 50% prezesów (niecałe 10% w pozostałych spółkach). Podobnie jak dla całej badanej próby analiza z podziałem na typ inwestora nie wykazała żadnego wpływu wyników rynkowych osiąganych przez spółkę (stopy zwrotu z akcji) na rotację na stanowisku prezesa.

Tablica 4

Prawdopodobieństwo zmiany na stanowisku prezesa zarządu według decyli ze względu na dynamikę przychodów ze sprzedaży, stopę zwrotu z kapitału własnego, stopę zwrotu z akcji

Decyl	$\Delta S/S$		ROE		SHR	
	t	$t - 1$	t	$t - 1$	t	$t - 1$
Rok 2008						
1	0,2188	0,1875	0,2903	0,3030	0,3103	0,4545
2	0,1875	0,3030	0,3750	0,3235	0,2667	0,2174
3	0,1563	0,2059	0,2424	0,0857	0,2333	0,1304
4	0,3750	0,3030	0,2424	0,1765	0,2581	0,1250
5	0,0690	0,2000	0,2500	0,2581	0,2903	0,1364
6	0,2121	0,2424	0,0909	0,2000	0,1290	0,1818
7	0,1563	0,1563	0,0000	0,2000	0,3438	0,3750
8	0,3437	0,0909	0,2727	0,2059	0,1290	0,1818
9	0,1563	0,1471	0,2500	0,3235	0,2187	0,2083
10	0,2581	0,3030	0,1563	0,1250	0,1333	0,3636
Rok 2007						
1	0,4375	0,2667	0,4848	0,3824	0,4348	0,5455
2	0,2941	0,1765	0,0882	0,2778	0,2174	0,2273
3	0,2647	0,3333	0,2286	0,2727	0,3750	0,1818
4	0,3235	0,1818	0,2500	0,1389	0,0417	0,2381
5	0,2000	0,1818	0,2424	0,2059	0,0435	0,1500
6	0,1471	0,1563	0,2059	0,2162	0,1364	0,0952
7	0,0968	0,2500	0,2222	0,1515	0,2800	0,1818
8	0,2571	0,1935	0,1765	0,2353	0,2500	0,1905
9	0,2647	0,4062	0,3939	0,2000	0,2500	0,2000
10	0,2187	0,3125	0,2903	0,4286	0,2727	0,4091
Rok 2006						
1	0,3214	0,2414	0,3939	0,3667	0,4091	0,2353
2	0,3529	0,3214	0,3429	0,2941	0,2727	0,3889
3	0,3333	0,3226	0,2188	0,3333	0,2727	0,3529
4	0,2121	0,3226	0,3056	0,2941	0,0476	0,1579
5	0,1212	0,1935	0,2059	0,1333	0,3000	0,1579
6	0,2581	0,2903	0,1111	0,1429	0,0952	0,3333
7	0,1000	0,2581	0,1563	0,1875	0,3636	0,3684
8	0,1379	0,1250	0,2258	0,3333	0,1429	0,2353
9	0,2857	0,1200	0,2647	0,1111	0,2000	0,1765
10	0,3103	0,2222	0,3043	0,2692	0,3182	0,1667

$\Delta S/S$ – dynamika przychodów, ROE – stopa zwrotu z kapitału własnego, SHR – stopa zwrotu z akcji; t – wyniki w okresie, w którym doszło do zmiany, $t - 1$ – wyniki w poprzednim okresie; decyl 1 – najgorsza grupa, decyl 10 – najlepsza grupa.

Źródło: opracowanie własne

Wnioski

Wyniki badań przeprowadzonych na próbie polskich spółek publicznych wskazują na występowanie wielu prawidłowości związanych z prowadzoną w polskich spółkach publicznych polityką kadrową w stosunku do osób zarządzających. Najważniejszą konkluzją jest to, że pozycja zajmowana przez osoby zarządzające spółkami nie jest stabilna. Zmiany na stanowisku prezesa występują stosunkowo często, szczególnie jeżeli brany jest pod uwagę okres dłuższy niż jeden rok obrotowy. Skala tych zmian jest większa niż w innych krajach, różni się także ich rozkład w poszczególnych latach. W polskich spółkach najwyższe wskaźniki fluktuacji wystąpiły dla roku 2007, w którym stanowisko utracił prawie co czwarty prezes zarządu. Porównywalny wskaźnik w spółkach europejskich i amerykańskich nie przekraczał 20%. Interesujące jest to, iż w roku 2008, kiedy skutki kryzysu gospodarczego dla spółek (spadek sprzedaży, rentowności) i akcjonariuszy (spadek wartości rynkowej) stały się zdecydowanie bardziej dotkliwe skala zjawiska nie różni się od tej obserwowanej w okresie wysokiej koniunktury.

Z dwóch czynników objętych badaniami zdecydowanie większy wpływ na decyzje kadrowe rad nadzorczych ma forma kontroli nad spółką niż osiąganе przez nią wyniki ekonomiczne. Najbardziej stabilna jest pozycja zajmowana przez osoby kierujące spółkami, w których występuje kontrola właścicielsko-menedżerska. Największe zmiany mają miejsce w spółkach kontrolowanych przez Skarb Państwa oraz inwestorów indywidualnych. Ze wskaźników służących do oceny efektywności ekonomicznej, najsilniejszy związek wystąpił dla zmian przychodów ze sprzedaży oraz zysku netto. Żadnego wpływu na decyzje kadrowe rad nadzorczych nie mają wyniki rynkowe osiąganе przez spółki, co można tłumaczyć występowaniem zamkniętego modelu kontroli nad korporacjami, jaki występuje w polskich spółkach publicznych.

Ocena polityki zatrudniania naczelnego kierownictwa powinna brać pod uwagę także inne zjawiska, które zostały pominięte w przedstawionej analizie. Należy tutaj wskazać m.in.: przyczyny rotacji z uwzględnieniem tych wynikających z przyczyn naturalnych i wymuszonych, zmiany struktur właścicielsko-kontrolnych w spółkach związane z wrogimi przejęciami lub fuzjami, sytuację na rynku pracy menedżerów, wymogi formalnoprawne stawiane kandydatom na stanowiska kierownicze (szczególnie dla spółek z sektora usług finansowych), wiek prezesa i staż pracy zarządu na zajmowanym obecnie stanowisku, pochodzenie osoby przejmującej stanowisko (kandydat wewnętrzny czy zewnętrzny), skład rady nadzorczej.

Bibliografia

- Allgood S., Farrell K.A., [2000], *The Effect of CEO Tenure on the Relation Between Firm Performance and Turnover*, „The Journal of Financial Research”, Vol. XXIII, No. 3, Fall.
- Arthaud-Day M.L., Certo S.T., Dalton C.M., Dalton D.R., [2006], *A Changing of the Guard: Executive and Director Turnover Following Corporate Financial Restatement*, „Academy of management Journal”, Vol. 40, No. 6.

- Baysinger B., Butler H., [1985], *Corporate Governance and the Board of Directors: Performance Effects of Changes in Board Composition*, „Journal of Law, Economics and Organization”, nr 1.
- Baysinger B., Hoskisson R.E., [1988], *The Composition of Boards of Directors and Strategic Control: Effects on Corporate Strategy*, „Academy of Management Review”, Vol. 13, No. 1.
- Clutterbuck D., [1998], *Handing over the reins: should the CEO's successor be an insider or an outsider*, „Corporate Governance Research Papers”, nr 2.
- Conyon M.J., [1998], *Director's Pay and Turnover: An Application to Sample of Large UK Firms*, „Oxford Bulletin of Economics and Statistics”, 60, 4.
- Conyon M.J., Flour A., [2001], *CEO Dismissal, Ownership and Corporate Performance*, referat na 24th Annual Congress of the European Accounting Association, Ateny, maszynopis powielony;
- Dahya J., McConnell J.J., Travlos N.G., [Feb. 2002], *The Cadbury Committee, Corporate Performance, and Top Management Turnover*, „The Journal of Finance”, Vol. LVII, No. 1.
- Eisenmann T.R., [2002], *The Effects of CEO Equity Ownership and Firm Diversification on Risk Taking*, „Strategic Management Journal”, nr 23.
- Fama E.F., [1980], *Agency Problems and the Theory of the Firm*, „Journal of Political Economy”, Vol. 88, nr 2.
- Fama E.F., Jensen M.C., [June 1983], *Separation of Ownership and Control*, „Journal of Law & Economics”, Vol. 26.
- Farrell K.A., Whidbee D.A., [Spring 2002], *The Impact Of Forced CEO Turnover On Committee Structure*, „Journal of Management Issues”, Vol. XIV, No. 1.
- Frederickson J.W., Hambrick D.C., Baumrin S., [1988], *A Model of CEO Dismissal*, „Academy of Management Review”, Vol. 13(2).
- Graves S., Waddock S., [1990], *Institutional ownership and control: implication for long-term corporate strategy*, „Academy of Management Executive”, Vol. 4, nr 1.
- Hill Ch.W. Phan L., P., [1991], *CEO Tenure as a Determinant of CEO Pay*, „Academy of Management Journal”, Vol. 34, No. 3.
- Jensen M.C., Meckling W.H., [1976], *Theory of the Firm: Managerial Behavior, Agency Costs and Ownership Structure*, „Journal of Financial Economics”, nr 3.
- Jensen M.C., Murphy K.J., [1990], *Performance Pay and Top-Management Incentives*, „Journal of Political Economy”, Vol. 98, No. 2.
- Koładkiewicz I., [2003], *Nadzór korporacyjny w firmach rodzinnych – zarys mapy problemów*, [w:] Jeżak J. (red.), *Rozwój teorii i praktyki zarządzania strategicznego*, Polsko-Amerykańskie Centrum Zarządzania, Łódź.
- Kostecka D., [2002], *Rola rady nadzorczej w procesie nadzoru nad JSSP*, [w:] S. Rudolf (red.), *Strategiczne obszary nadzoru korporacyjnego zewnętrznego i wewnętrznego*, Wydawnictwo Uniwersytetu Łódzkiego.
- Kroll M., Wright P., Toombs L., Leavell H., [1997], *Form of Control: a Critical Determinant of Acquisition Performance and CEO Rewards*, „Strategic Management Journal”, Vol. 18/2.
- Lee P.M., James E.H., [2007], *She'-E-OS: Gender Effects and Investor Reaction to the Announcement of Top Executive Appointments*, „Strategic Management Journal”, No. 28.
- Mangel R., Singh H., [1993], *Ownership Structure, Board Relationships and CEO Compensation in Large US Corporations*, „Accounting and Business Research”, No. 91A.
- Prahalad C.K., [May 1993], *Corporate Governance or Corporate Value Added?: Rethinking the Primacy of Shareholder Value*, „Journal of Applied Corporate Finance”.
- Puffer S.M., Weintrop J.B., [March 1991], *Corporate Performance and CEO Turnover: The Rule of Performance Expectations*, „Administrative Science Quarterly”, 36.
- Shen W., Canella A.A. Jr., [2002], *Revisiting the Performance Consequences of CEO Succession: The Impacts of Successor Type, Post succession Senior Executive Turnover, and Departing CEO Tenure*, „Academy of Management Journal”, Vol. 45, No. 4.

- Singh H., Harianto F., [1989], *Management-board relationships, takeover risk and adaptation of golden parachutes: An empirical investigation*, „Academy of Management Journal”, Vol. 30.
- Tsai W-H., Hung J-H., Kuo Y-C., Kuo L., [March 2006], *CEO Tenure in Taiwanese Family and Nonfamily Firms: An Agency Theory Perspective*, „Family Business Review”, Vol. XIX, No. 1.
- Urbanek P., [2006], *Wynagrodzenia zarządu w spółkach kapitałowych*, PWE, Warszawa.
- Vlak A., [May/June 2006], *CEO Succession: Improving The Odds*, „Corporate Board”.
- Yan Z., [August 2008], *Information asymmetry and the dismissal of the newly appointed CEO's: an empirical investigation*, „Strategic Management Journal”, Vol. 29.
- Zajac E.J., Westphal J.D., [1996], *Who Shall Succeed? How CEO/Board Preferences and Power Affect the Choice of New CEO*, „Academy of Management Journal”, Vol. 34.

MANAGEMENT RESHUFFLES IN POLAND'S PUBLICLY TRADED COMPANIES AT A TIME OF ECONOMIC CRISIS

Summary

The paper examines selected aspects of management reshuffles in Poland's exchange-listed companies. Specifically, the analysis focuses on the dismissal and appointment of chief executive officers by the companies' supervisory boards in 2006-2009. The author identifies the possible causes for these changes. The research shows that company chairmen come and go. According to Urbanek, these reshuffles did not intensify after an economic crisis hit companies and their shareholders in 2008, leading to falling sales, lower profitability and a decreased market value. The frequency of management reshuffles at a time of crisis is similar to that observed under an economic boom, Urbanek says. He concludes that the form of ownership has a greater influence on staffing decisions made by supervisory boards than the company's economic performance.

Keywords: management reshuffles, staffing policy, supervisory boards, publicly traded companies