

Dr hab. Czesław Mesjasz, prof. UEK  
Katedra Procesu Zarządzania  
Wydział Zarządzania  
Uniwersytet Ekonomiczny w Krakowie  
mesjaszc@uek.krakow.pl

Kraków, 12.01.2019

## **RECENZJA ROZPRAWY DOKTORSKIEJ:**

mgr Michał Bartłomiejczyk

### **Executive remuneration and corporate performance. Evidence from the Warsaw Stock Exchange companies**

**Promotor:** dr hab. Maria Aluchna, Prof. nadzw. SGH

**Promotor pomocniczy:** dr Tomasz Napiórkowski

**Instytucja nadająca stopień:** Kolegium Gospodarki Światowej, Szkoła Główna Handlowa w Warszawie.

#### **1. Podstawa formalna**

Podstawę formalną niniejszej recenzji stanowi pismo Pani Dziekan Kolegium Gospodarki Światowej, Prof. dr hab. Marzenny Weresy z dnia 27 września 2018 roku (data stempla pocztowego 16 października 2018 roku), w którym zostałem poinformowany o powołaniu mnie przez Radę Kolegium Gospodarki Światowej Szkoły Głównej Handlowej w Warszawie na recenzenta rozprawy doktorskiej mgr. Michała Bartłomiejczyka pt. *“Executive remuneration and corporate performance. Evidence from the Warsaw Stock Exchange companies”*.

Recenzja została przygotowana na podstawie art. 16 Ustawy z dn. 14 marca 2003 roku o stopniach naukowych i tytule naukowym oraz o stopniach i tytule w zakresie sztuki (Dziennik Ustaw nr 65 poz. 595 z późn. zmianami) oraz na podstawie Rozporządzeniu Ministra Nauki i Szkolnictwa Wyższego z dnia 30 października 2015 r. w sprawie szczegółowego trybu i warunków przeprowadzania czynności w przewodzie doktorskim, w postępowaniu habilitacyjnym oraz w postępowaniu o nadanie tytułu profesora (Dziennik Ustaw 2015, poz. 1842). (Z uwzględnieniem art. 179 ust. 1 Ustawy z dnia 3 lipca 2018 r. Przepisy wprowadzające Ustawę – Prawo o szkolnictwie wyższym i nauce (Dz.U. 2018 poz. 1669 z późn. zm.).

Praca napisana jest w języku angielskim jednakże ze względów formalnych niniejsza recenzja została napisana w języku polskim.

## 2. Wprowadzenie

Identyfikacja związków pomiędzy efektywnością funkcjonowania przedsiębiorstwa a działaniami jego kierownictwa najwyższego szczebla stanowi jeden z najważniejszych problemów szeroko rozumianej teorii i praktyki zarządzania przedsiębiorstwem. Oprócz podstawowych metod zarządzania, problem ten jest analizowany z punktu widzenia wielu dziedzin wiedzy – teorii firmy, teorii i praktyki finansów przedsiębiorstwa, psychologii (działania i motywacja jednostki, dynamika grupowa, zachowania organizacyjne), socjologii a także statystyki – wówczas, gdy badania dotyczą identyfikacji związków przyczynowo-skutkowych na podstawie badania dużych populacji obiektów. Zagadnienie to stanowi jeden z podstawowych przedmiotów zainteresowania inter- i multidyscyplinarnego obszaru teorii i praktyki *Corporate Governance* (ładu korporacyjnego, władania korporacyjnego)<sup>1</sup>.

Tego rodzaju poszukiwania mają trzy, niejako odwieczne, cele. Po pierwsze, jak dobrać członków naczelnego kierownictwa przedsiębiorstwa (*Upper Echelons Management*), czy też TMT (*Top Management Teams*)? Po drugie, jak powinni oni działać aby zapewnić jak najwyższą efektywność kierowanych przez siebie organizacji? Po trzecie, pytanie szczególnie aktualne w epoce dynamicznego rozwoju, dynamiki (i niestabilności) rynków kapitałowych. Jak powiązać działania kierownictwa najwyższego szczebla przedsiębiorstwa z jego efektywnością, i w konsekwencji, z jego wartością rynkową?

Recenzowana praca zawiera właśnie taką interdyscyplinarną próbę odpowiedzi na dwa pierwsze z trzech przedstawionych powyżej pytań. Jako recenzent uważam za konieczne pogłębioną identyfikację podstawowego problemu badawczego rozprawy, gdyż stanowi on dla mnie podstawę jej oceny. Problem ten, w zasadniczym stopniu wskazany przez Autora jest następujący. Czy wiele modeli opisujących zależności pomiędzy wynagrodzeniami kierownictwa najwyższego szczebla a różnorodnie mierzoną efektywnością działalności przedsiębiorstwa pozwala na stwierdzenie pozytywnej zależności pomiędzy tymi zmiennymi? Autor rozprawy jest w pełni świadom dużej liczby modeli, różnic występujących pomiędzy nimi, czy też rozbieżności wyników dla poszczególnych modeli, krajów, branż itp. Stąd też moja ocena nie polega na udzieleniu odpowiedzi na pytanie, czy Autor w swojej pracy,

---

<sup>1</sup> Termin ten jest tłumaczony na język polski jako nadzór korporacyjny, ład korporacyjny, władztwo korporacyjne czy też władanie korporacyjne. W recenzji stosowany jest termin *Corporate Governance* oraz (zamiennie) jego wybrane polskie odpowiedniki – ład korporacyjny oraz władanie korporacyjne.

potwierdzającej Jego wszechstronność zainteresowań, erudycję a także, co wymaga szczególnego podkreślenia, doskonałej znajomości metod statystycznych, osiągnął jakieś wyniki pozwalające na jednoznaczne określenie prawidłowości występujące wśród przedsiębiorstw notowanych na Giełdzie Papierów Wartościowych w Warszawie.

Moja ocena dotyczy głównie znajomości teorii dotyczących badanego problemu, znajomości i umiejętności stosowania metod badawczych, głównie modeli zależności, metod statystycznych, oraz *last but not least*, także i osiągniętych wyników nie w ujęciu absolutnej poprawności, ale w odniesieniu do wyników innych autorów. Ponadto, co też jest istotne, w jakim zakresie osiągnięte wyniki mogą być „obronione” na podstawie uwag krytycznych zawartych w niniejszej recenzji.

Pragnę też dodać pewne wyjaśnienie pomocne w zrozumieniu moich uwag. Ład korporacyjny, czy też, jak preferuję tłumaczyć *Corporate Governance*, władanie korporacyjne, jest przedmiotem moich wieloletnich zainteresowań uwzględniających multidyscyplinarność teorii i praktyki tego obszaru wiedzy i praktyki. Natomiast jako specjalista w zakresie zarządzania (magisterium z (wówczas) Akademii Ekonomicznej w Krakowie i posiadający stopnie naukowe w tej dyscyplinie, a jednocześnie absolwent fizyki (drugi w pełni ukończony kierunek studiów na Uniwersytecie Jagiellońskim) i prowadzący również badania w zakresie ekonofizyki, będącej syntezą wiedzy z zakresu ekonomii, zarządzania i finansów oraz wiedzy wynikającej z zastosowania metod z fizyki i statystyki, mogłem się podjąć oceny wykorzystania metod formalnych stosowanych przez Autora recenzowanej rozprawy.

### **3. Ogólna charakterystyka rozprawy**

Jak już wspomniano powyżej, temat pracy jednoznacznie mieści się w problematyce z dziedziny nauk ekonomicznych, w dyscyplinie nauk o zarządzaniu i dotyczy jednego z istotnych związków wynagradzania menedżerów najwyższego szczebla z efektywnością przedsiębiorstw (spółek)<sup>2</sup>. Jest to jeden z podstawowych problemów *Corporate Governance*.

Praca ma charakter teoretyczno-empiryczny i składa się ze Wstępu obejmującego pięć nienumerowanych części opisujących w skrótowym ujęciu jej strukturę logiczną: przedstawienie celu głównego i hipotezy głównej, uzasadnienia podjęcia tematu i podstawy teoretyczne, lukę badawczą, określoną przez Autora jako luka literaturowa oraz motywy podjęcia badań, opis metody badań oraz strukturę pracy.

---

<sup>2</sup> Do kwestii dotyczących rozróżnienia pomiędzy efektywnością spółki akcyjnej a efektywnością przedsiębiorstwa, dla którego spółka jest przedsiębiorcą odniosę się w dalszej części recenzji.

W rozdziale pierwszym przedstawiono podstawy teoretyczne *Corporate Governance* oraz teorie związane i niezwiązane z nimi teorie wynagrodzenia menedżerów. Tutaj dodaję pewną uwagę. W treści pracy nie wprowadza się rozróżnienia pomiędzy *remuneration* i *compensation*. Odzwierciedla to chyba w znacznym stopniu sytuację występującą w literaturze światowej. W rozdziale drugim opisana została analiza porównawcza związków władania korporacyjnego i wynagrodzenia menedżerów najwyższego szczebla w ujęciu międzynarodowym. Rozdział trzeci zawiera analizę relacji pomiędzy efektywnością spółki (przedsiębiorstwa) a wynagrodzeniem menedżerów najwyższego szczebla. Założenia, hipotezy, przebieg i wyniki badań empirycznych zawarte są w rozdziale czwartym. Podstawowe rozważania pracy kończą wnioski.

Objętość dysertacji wynosi 264 strony. Bardzo obszerna i bogata bibliografia obejmuje 19 stron. Zestawienia wykresów, tabel, rysunków i modeli obejmują 6 stron, zestawienie równań 1 stronę, lista skrótów (niepoprawnie nazwana Glossary – 1 strona. Powinno raczej być „*list of abbreviations*”). Istotnym elementem pracy są zestawienia stosowanych metod i pojęć z zakresu statystyki (s. 243-250), dodatki (s. 252-262), lista badanych spółek (s. 263) oraz Streszczenie w języku polskim (s. 264).

#### **4. Opis struktury logicznej rozprawy zawarty we Wstępie**

Struktura logiczna pracy została bardzo szczegółowo opisana we Wstępie. W pierwszej części Wstępu przedstawiony został główny cel pracy oraz hipoteza główna. Celem pracy jest badanie związków pomiędzy wynagrodzeniem kierowników najwyższego szczebla (*executives*) w spółkach notowanych na Giełdzie Papierów Wartościowych w Warszawie, w szczególności całkowitego wynagrodzenia Naczelných Dyrektorów (Chief Executive Officers – CEOs), a efektywnością tych spółek mierzoną ich wyceną rynkową. Hipoteza główna rozprawy sformułowana została następująco: Całkowite wynagrodzenie (*compensation*) jest dodatnio związane z efektywnością niefinansowych spółek notowanych na Giełdzie Papierów Wartościowych w Warszawie mierzoną za pomocą wartości akcji.

W drugiej części wstępu Autor zawarł uzasadnienie podjęcia tematu oraz wstępne odniesienie się do teorii. Już w tym fragmencie pracy Autor wskazuje bardzo głębokie teoretyczne uzasadnienie podjęcia pracy – nawiązanie do teorii agencji, zgodnie z którą wyniki spółek (przedsiębiorstw) związane są pozytywnie z wynagrodzeniem dyrektorów naczelných. Jest to bardzo dobre wstępne uzasadnienie do przeprowadzenia badań empirycznych mających

na celu potwierdzenie tego zjawiska w odniesieniu do spółek niefinansowych notowanych na GPW w Warszawie.

W trzeciej części wstępu Autor nawiązuje do przeglądu literatury oraz określa motywy podjęcia badań. Studium literatury i opisana w nim bardzo dobrze luka badawcza wyrażająca się, między innymi, rozbieżnymi wynikami badań empirycznych, określona jest jako luka literaturowa, co nie jest chyba określeniem zbyt poprawnym. Stwierdzenie, że celem pracy byłoby wypełnienie luki literaturowej (s. 9-10) jest chyba zbyt daleko idące. Autor winien raczej wspomnieć tutaj o częściowym wypełnieniu luki poznawczej poprzez badanie tego zjawiska w Polsce. Czwarta część Wstępu zawiera opis metody badawczej, do czego odniosę się w dalszej części recenzji. W piątej części Wstępu Autor przedstawił strukturę pracy.

## 5. Ocena części teoretycznej

Przed przystąpieniem do oceny części teoretycznej pragnę zwrócić uwagę na dwie wątpliwości dotyczące rozważań teoretycznych, które w istotny sposób wpływają na koncepcyjne założenia pracy, a mówiąc w bardziej formalny sposób, wątpliwości dotyczące ontologicznych i epistemologicznych założeń badań.

Pierwszy problem dotyczy dokładnej interpretacji terminu anglosaskiego *company* (tak, nie chodzi tylko o *British English*) oraz *enterprise* i *entrepreneur*. Podobny problem występuje w polskiej terminologii – *company* jako spółka i *company* jako przedsiębiorstwo oraz przedsiębiorstwo i przedsiębiorca (spółka jako przedsiębiorca). Pomijam użycie potocznego terminu „firma”, gdyż *implicite* zakładam, że Autor zna jego precyzyjny sens prawniczy i interpretacje potoczne, chociaż w ekonomii głównego nurtu też mamy dodatkową komplikację w postaci terminu *theory of the firm*.

W badaniu efektywności rodzą się wątpliwości, czy mamy do czynienia z pomiarem efektywności działania spółki (przedsiębiorcy) (*entrepreneur*), czy przedsiębiorstwa (*enterprise*) tej spółki. Problem nie jest abstrakcyjny, czy też scholastyczny, gdyż na przykład celem strategicznym najwyższego kierownictwa przedsiębiorstwa w systemie dwupoziomowym będzie tworzenie wieloletniej strategii, a celem akcjonariuszy spółki władającej tym przedsiębiorstwem będzie sprzedaż akcji własnej spółki zaraz po opracowaniu i upublicznieniu tej strategii, aby na przykład, wykorzystać chwilowy wzrost wartości jej akcji. Jest to także bardzo częsty problem dotyczący częściowego udziału spółki nadrzędnej (spółki-matki) w kontroli korporacyjnej spółki zależnej (spółki-córki)<sup>3</sup>.

---

<sup>3</sup> Przy okazji warto dodać problemy związane z tłumaczeniem terminu *control* na język polski. Nie odgrywają one jednak istotnej roli w odniesieniu do omawianej rozprawy.

Problem ten nie posiada prostych wyjaśnień i nie można wymagać, aby był szczegółowo omawiany w niniejszej dysertacji. Tym niemniej powinien być chociaż częściowo wspomniany, gdyż wiąże się z drugą istotną słabością pracy związanej z pewnym ukrytym jej założeniem. Jest to również kwestia ontologiczno-epistemologiczna. Wynika ona z istnienia dwóch podstawowych systemów władania korporacyjnego, czyli jedno- i dwupoziomowego. CEO w systemie jednopoziomowym – i problemy związane z jej/jego wynagrodzeniem nie mogą być traktowane jako tożsame z wynagrodzeniem kierownictwa najwyższego szczebla w systemie dwupoziomowym. Chodzi tutaj przecież o członków zarządu spółki oraz dyrektorów przedsiębiorstwa. Sądzę, że szczegółowe wyjaśnienie tego problemu nie jest z mojej strony konieczne. Podobnie jak w powyższym przypadku, nie można wyjaśnić wszystkich związanych z tym wątpliwości lecz dobrze byłoby, gdyby Autor wyjaśnił powyższe kwestie w trakcie publicznej dyskusji nad rozprawą.

Rozważania teoretyczne dotyczące tematu pracy zawarte zostały w rozdziałach 1, 2 i 3. Rozdział 1 zatytułowany „Ład korporacyjny a teoria wynagrodzenia kierownictwa najwyższego szczebla” zawiera bardzo obszerne i szczegółowe rozważania dotyczące teorii definicji władania korporacyjnego (ładu korporacyjnego) (pkt. 1.2.), teoria wynagrodzenia (pkt. 1.3.), modele władania korporacyjnego (pkt. 1.4.) oraz mechanizmy nadzoru (kontroli) (pkt. 1.5.)

Nie mam specjalnych uwag do pkt. 1.2. Natomiast chciałbym zwrócić uwagę na bardzo głęboką analizę teoretyczną wynagradzania kierowników najwyższego szczebla. Autor przedstawia zarówno teorie psychologiczne i psychospołeczne (pkt 1.3.1 i 1.3.2) oraz teorie menedżerskie i ekonomiczne nawiązujące do racjonalności ekonomicznej i jej ograniczeń, także w relacjach kontraktowych. W tym miejscu chciałbym tylko wspomnieć, że szkoda iż Autor nie nawiązał do nowych teorii wynagradzania kierowników najwyższego szczebla wynikające z nadmiernego rozwarstwienia płac pracowników na niższych szczeblach i tegoż kierownictwa. Tym bardziej, że Autor cytuje moją pracę dotyczącą tego problemu (Rys. 2.3. 28, s. 117), gdzie wspominam o koncepcjach „oburzenia społecznego”, czy też „skandalu” (*outrage*) i maskowania (*camouflage*). W pełni rozumiem, że Autor w swojej koncepcji analizy ilościowej nie uwzględnił tego problemu, ale kto wie, czy w innych próbach modelowania zależności efektywności od wynagrodzeń kierowników najwyższego szczebla, kwestie nadmiernych różnic nie będą uwzględniane, np. jako warunki brzegowe. Jest to bowiem istotna kwestia dotycząca efektywności wynagrodzenia członków najwyższego kierownictwa, gdyż powstają wątpliwości, czy ich nadmierne wynagrodzenia nie przyczyniają się do

tworzenia wartości, ale wręcz nawet do przechwytywania (wydobywania) wartości finansowej wytwarzanej w przedsiębiorstwach (spółkach) (*value extraction*) (celowo nie używam terminu ekstrakcja).

Punkty 1.4 i 1.5 oceniam bardzo wysoko. Są one potwierdzeniem bardzo dużej erudycji Autora i umiejętności selekcji i oceny omawianych koncepcji teoretycznych. Na podkreślenie zasługuje fakt, że Autor, oprócz cytowania prac polskich autorów, często sięga do prac klasycznych, „źródłowych” i realizuje swego rodzaju „archeologię wiedzy”, którą zawsze polecam młodym badaczom.

Na wysoką ocenę zasługują rozważania porównawcze zawarte w rozdziale 2 – trudno je nazwać analizą porównawczą z punktu widzenia poprawności metodologicznej, ale ta uwaga nie wpływa w żaden sposób na wysoką ocenę tych rozważań. Punkt 2.2 ma charakter podręcznikowy i mógł być krótszy ale z drugiej strony Autor niejako chciał ukazać zakres i głębokość uwarunkowań swoich rozważań.

Punkt 2.3 zawiera przegląd wynagrodzeń członków naczelnego kierownictwa w Stacjach Zjednoczonych, w całej Unii Europejskiej, a także, odrębnie, w wybranych krajach członkowskich UE oraz w Polsce. W punkcie tym ujawnia się inny, istotny element kompetencji autora, czyli umiejętność zgromadzenia, opracowania (w tym wizualizacji) oraz interpretacji danych). Jak jednakże wspomniałem na początku recenzji, już w tym miejscu powinien zostać chociaż częściowo wyjaśnione konsekwencje różnic systemów władania korporacyjnego dla rozważań dotyczących wynagradzania menedżerów najwyższego szczebla.

Punkt 3.2 zawiera rozważania dotyczące definicji efektywności (pkt. 3.2.1) oraz czynników ją determinujących. Należy tutaj podkreślić, że Autor pisząc tekst po angielsku, częściowo, ale nie całkowicie, uniknął problemów definicyjnych. Nawet bowiem w języku angielskim istnieje wiele rozbieżności pomiędzy terminami *effectiveness* i *performance*. W języku polskim, dochodzą problemy z wielorakim tłumaczeniem obydwu terminów. Istotnym wyzwaniem są także problemy z niestarannym stosowaniem terminów *efficacy*, *efficiency* przez autorów piszących po angielsku. Dodatkowo, w polskiej terminologii dochodzą kwestie związane z odpowiedniością terminów, takie jak, na przykład – jak tłumaczyć na język angielski skuteczność, czy też sprawność definiowaną przez Tadeusza Kotarbińskiego? Dlatego też dla piszących w języku polskim na podstawie tłumaczeń z języka angielskiego, problem definiowania efektywności jest prawie niemożliwy do jednoznacznego rozstrzygnięcia.

W omawianej pracy problemy występujące w języku polskim zostały przez Autora rozwiązane, ale też i częściowo pominięte poprzez odnoszenie się do finansowych kryteriów oceny działania – właśnie kogo? (czego?). Spółki, czy przedsiębiorstwa kontrolowanego przez spółkę? Zestawienia przygotowane przez Autora prowadzą do powstania istotnych wątpliwości – od Tabeli 3.2.1 do Tabeli 3.2.4. W tym punkcie rozważań, oprócz wspomnianych na początku tej recenzji kwestii definicji efektywności i jej układu odniesienia, czyli spółki, czy też przedsiębiorstwa kontrolowanego przez spółkę, pojawia się drugi problem wspomniany na wstępie – wynagrodzenie CEO w systemie jedno- i dwupoziomowym. W bardzo szczegółowo opracowanym punkcie 3.3. Autor w zasadzie nie odnosi się do tego problemu. Jest to o tyle istotne, gdyż potem rozważania te służą do identyfikacji czynników determinujących związku wynagrodzenia naczelnych kierowników w Polsce - czy prezesów zarządów spółek, czy też naczelnych dyrektorów przedsiębiorstw? Nie mam innych uwag do pkt. 3.3.

Punkt 3.4. zawiera opis identyfikacji związków pomiędzy wynagrodzeniem kierownictwa najwyższego szczebla i efektywnością spółki. Dla rozważań zawartych w tym punkcie podstawowe znaczenie posiada odpowiedź na pytanie – kim jest CEO? Czy jest to CEO z systemu jednopoziomowego – często lecz nie zawsze przewodniczący Rady Dyrektorów? Czy też jest prezes zarządu spółki w systemie dwupoziomowym, dyrektor naczelny przedsiębiorstwa spółki, czy może nawet przewodniczący rady nadzorczej w systemie dwupoziomowym? Warto też pamiętać, że w Polskiej praktyce często występuje łączenie funkcji Prezesa Zarządu Spółki oraz Dyrektora Naczelnego przedsiębiorstwa tejże spółki. Na rozważania w tym punkcie powyższe kwestie mają dość istotny wpływ ale logika wyводу Autora idzie w innym kierunku, czyli poszukiwanie odpowiedniego modelu, co zostało szczegółowo opisane w omawianym punkcie podsumowane w erudycyjnej Tabeli 3.4.1.

Od tego miejsca pracy, przy braku rozważań dotyczących subtelności różnic oceny CEO w jedno- i dwupoziomowym systemie ładu korporacyjnego, moje pytanie jako oceniającego jest następujące. Czy na podstawie zgromadzonej wiedzy teoretycznej, metodologicznej i danych liczbowych Autor prowadzi poprawne poszukiwanie modelu pozwalającego na weryfikację głównej hipotezy badawczej? Pytanie to można jeszcze bardziej sprecyzować. Czy pomimo niepełnego wyjaśnienia kim jest CEO w różnych systemach ładu korporacyjnego, stosowane metody badań empirycznych mogą dostarczyć wartościowych wyników dla GPW w Warszawie, czy mogą być one stosowane przez innych, w innych,



podobnych warunkach. Widzimy więc, że w odniesieniu do metodologicznych rozważań Autora, wchodzimy na metodologiczny meta-poziom oceny.

## **6. Ocena badań empirycznych oraz analizy wyników**

Założenia badań empirycznych, ich realizacja oraz wnioski z nich wynikające stanowią jedną kolejną wartościową część rozprawy – rozdział 4. Przede wszystkim należy zauważyć, że w punkcie 4.3.1 Autor bez komentarza rozwiewa wspomniane powyżej wątpliwości przyjmując silne aprioryczne założenie, że CEO w Radzie Dyrektorów w systemie jednopoziomowym jest odpowiednikiem Prezesa Zarządu Spółki w polskim systemie dwupoziomowym. Nie będę rozwijał tego wątku oceny ale jednocześnie po raz kolejny przypominam Autorowi o konieczności wyjaśnienia wątpliwości związanych z takim podejściem. Nie mam żadnych zastrzeżeń do pozostałych części punktu 4.3. Natomiast wysoko oceniam erudycyjny przegląd zmiennych stosowanych w modelach związków pomiędzy wynagrodzeniem członków naczelnego kierownictwa – Tabela 4.4.1. Nie wchodzę w szczegóły, gdyż jest to stopień szczegółowości poza zakresem recenzji. Oczywistym jest, że można było chociaż w przypisie zastanowić się nad sensem operacjonalizacji poszczególnych zmiennych i słabościami koncepcji skal pomiarowych Stevensa. Nie jest to jednakże uwaga krytyczna. W naukach społecznych badacz zawsze musi „wypreparować” i uprościć swój obszar poszukiwań.

Podstawową kwestią w tym fragmencie pracy jest dobór zmiennych i budowa modelu. Autor wykazuje się bardzo głęboką wiedzą w tym zakresie (liczba omawianych modeli), co pozwala sądzić, że wybór jego modelu będzie odpowiednio uzasadniony. Niestety – i tutaj pojawia się moje kolejne pytanie. Jakie przesłanki fenomenologiczne stały za doбором tego modelu? Czy powstał on w wyniku testowania innych modeli metodą kolejnych przybliżeń? Czy była to metoda prób i błędów? Które modele stanowiły główną inspirację do budowy modelu proponowanego przez Autora?

Tutaj nawiąże do wpływu ekonofizyki na ekonomię, zarządzanie i finanse. W fizyce poszukuje się z reguły niewielkiej liczby parametrów opisujących całościowo zachowania systemów. W zastosowaniu metod statystycznych do zjawisk ekonomicznych buduje się modele zawierających wiele zmiennych i parametrów, a następnie dokonuje się badanie stopnia ich dopasowania do badanego zjawiska. W każdym takim przypadku w odniesieniu do modeli statystycznych nasuwa się pytanie o sens funkcjonalny (fenomenologiczny) i formalny przyjętych zmiennych i parametrów. W fizyce pytamy się skrótowo: „jaka jest fizyka w danym

modelu matematycznym?”. W omawianym przypadku nie sięgałbym aż tak głęboko pytając o sens dobranych wskaźników, ale chciałbym poznać przesłanki wyboru takich a nie innych modeli, które Autor przedstawia na s. 203 i 204 oraz w Dodatkach II, III i IV. Wtedy łatwiej mógłbym interpretować wyniki z Tabeli 4.7.1 i z pozostałych zestawień wyników. Nie oznacza to, że podważam te wyniki. Dobór metod testowania modelu uważam bowiem za poprawny.

Nie mam specjalnych uwag do interpretacji wyników z wykorzystaniem proponowanych modeli zwartych we wspomnianych zestawieniach. Interpretacja zawarta w punktach 4.8 i w dyskusji – pkt 4.9 jest przekonująca. Ponieważ moja ocena dotyczy meta-poziomu metodologicznego brakuje mi odniesienia się do problemów, które poruszyłem wcześniej – kwestia różnic rozumienia CEO w różnych systemach ładu korporacyjnego, itp. Winno to być uwzględnione przy omawianiu ograniczeń badań – s. 209.

Wnioski, które Autor sformułował są poprawne. Jest jednakże moim obowiązkiem jako recenzenta jest przypomnieć, że istotnym elementem każdego badania jest wskazanie kierunków dalszych poszukiwań, czego brakuje w ocenianej rozprawie.

## **7. Ocena strony formalnej rozprawy**

Strona formalna rozprawy nie budzi zastrzeżeń. Struktura logiczna pracy jest poprawna, ciąg wywodu jest bardzo spójny. Język angielski stosowany w tekście jest bardzo dobry, idiomatyczny. Występuje niewiele struktur wziętych z języka polskiego. Widać, że Autor bardzo dobrze zna język angielski lub też korzystał z konsultacji osób, dla których angielski jest językiem ojczystym (pierwszym albo drugim). Liczba zauważonych przez mnie błędów drukarskich jest zanedbywalnie mała, co świadczy o bardzo starannej redakcji tekstu.

Atutem pracy jest wręcz wzorcowe opracowanie graficzne – wykresy i tabele. W niektórych przypadkach kłopoty sprawia jedynie zbyt mała czcionka w tabelach (chyba 4-5 pkt.), co w zasadzie czyni tekst mało czytelnym. Jest to o tyle niezrozumiałe, że taka wielkość czcionki nie była konieczna ze względu na objętość pracy. Młodemu Autorowi zaś pragnę powiedzieć, że mnie, trochę bardziej wiekowemu niż On, recenzentowi, nie sprawiało to problemów. Obawiam się natomiast, że wielu młodych ludzi, ze względu na negatywne konsekwencje zbyt częstego korzystania z komputerów i telefonów, może mieć problemy z odczytaniem zawartości takich tabel.

## 8. Ogólna ocena rozprawy

Recenzowana rozprawa jest opracowaniem oryginalnym zarówno w skali krajowej, jak i w skali międzynarodowej. Autor podjął się trudnego zadania i wykonał je w sposób świadczący o Jego wysokich kompetencjach. Cel rozprawy został osiągnięty.

Moja ostateczna ogólna ocena rozprawy jest pozytywna. Jako zalety rozprawy traktuję następujące jej cechy:

1. Ważny, nowatorski i specjalistyczny temat.
2. Bardzo szerokie i kompetentne rozważania teoretyczne.
3. Bardzo dobra znajomość problemów władania korporacyjnego, wynagrodzenia kierowników najwyższego szczebla oraz związków tego wynagrodzenia z efektywnością kierowanych przez nie/nich przedsiębiorstw.
4. Umiejętność gromadzenia, przetwarzania i interpretacji wielkiej liczby danych.
5. Wręcz doskonała znajomość statystyki – budowa modeli oraz statystyczna analiza danych i ich interpretacja.
6. Użyteczność wyników badań teoretycznych empirycznych, które po odpowiedniej selekcji i uporządkowaniu powinny być propagowane w formie publikacji, referatów konferencyjnych itp. Odpowiednio zmodyfikowana wersja doktoratu może być nawet opublikowana w formie książkowej, ale w takim przypadku zalecałbym znaczne ograniczenie liczby informacji – danych liczbowych, zestawień, tabel, itp. Należy wtedy tylko przedstawić najbardziej istotne kwestie.

Jako słabe strony rozprawy traktuję:

1. Niepełną analizę rozbieżności wynikających z rozróżnienia przedsiębiorcy i przedsiębiorstwa w rozważaniach dotyczących spółki akcyjnej – wcześniejsze uwagi w recenzji.
2. Podobna, niepełna analiza uproszczeń dotyczących specyfiki kierownictwa najwyższego szczebla w jedno- i dwupoziomowych systemach *Corporate Governance*. Szczegółowo wyjaśniłem to wcześniej.
3. Pominięcie wskazania kierunków dalszych badań.

## 9. Konkluzja

Biorąc pod uwagę wszystkie powyższe oceny pozytywne jak i uwagi krytyczne, stwierdzam, że rozprawa doktorska magistra Michała Bartłomiejczyka pt. „*Executive remuneration and corporate performance. Evidence from the Warsaw Stock Exchange companies*” spełnia wszystkie wymogi stawiane w Ustawie z dn. 14 marca 2003 roku o stopniach naukowych i tytule naukowym oraz o stopniach i tytule w zakresie sztuki (Dz. U. z 2014 r. poz. 1852, z 2015 r. poz. 249). (Z uwzględnieniem art. 179 ust. 1 Ustawy z dnia 3 lipca 2018 r. Przepisy wprowadzające Ustawę – Prawo o szkolnictwie wyższym i nauce (Dz.U. 2018 poz. 1669 z późn. zm.)). W związku z tym wnioskuję do Rady Kolegium Gospodarki Światowej Szkoły Głównej Handlowej o dopuszczenie tej rozprawy do publicznej dyskusji.

