

## Reakcje rynku na odejście z firmy osoby kluczowej

Radosław Bielicki\*

**Streszczenie:** W artykule zostały przedstawione powody występowania dyskonta z tytułu osoby kluczowej na rynkach kapitałowych oraz analiza wyników badań tego zjawiska na rynkach światowych i w Polsce. Badania reakcji rynku na odejście osoby kluczowej prowadzone przez różnych specjalistów wskazują na występowanie dyskonta z tytułu odejścia osoby kluczowej. Wartość dyskonta jest uzależniona od powodu odejścia. Obserwuje się również uzależnienie reakcji rynku od innych czynników, takich jak wielkość firmy czy liczba osób w zarządzie przedsiębiorstwa. Przytoczono wyniki badań zachowań inwestorów giełdowych na odejście osoby kluczowej ze spółek notowanych na warszawskiej GPW. W artykule podjęto również problem klasyfikacji powodów rezygnacji. Omówiono także metodologię badań zjawiska z wykorzystaniem analizy okna zdarzenia.

**Słowa kluczowe:** dyskonto z tytułu osoby kluczowej, reakcja rynku na odejście osoby kluczowej, klasyfikacja przyczyn rezygnacji osoby kluczowej

### Wprowadzenie

Reakcja inwestorów giełdowych na odejście osoby kluczowej z firmy nie jest jednoznaczna. Z prac wielu badaczy wynikają często sprzeczne wnioski. W niektórych badaniach reakcja rynku wskazuje na występowanie premii, w innych można znaleźć dowody na spadek wartości firmy związany z odejściem osoby postrzeganej jako kluczowa.

Celem niniejszego artykułu jest analiza występowania dyskonta z tytułu osoby kluczowej na rynkach kapitałowych, wstępne studia literaturowe w tym zakresie oraz analiza wyników badań tego zjawiska na rynkach światowych i w Polsce.

### 1. Klasyfikacja rezygnacji

Dwudziestego czwartego sierpnia 2011 r. świat obiegła wieść, że Steve Jobs, dyrektor zarządzający firmy Apple rezygnuje ze stanowiska. Powodem rezygnacji były problemy zdrowotne. I choć na zwolnieniu lekarskim przebywał od 11 stycznia, i można było przewidzieć taki scenariusz, reakcja giełdy była wyjątkowo gwałtowna. W ciągu zaledwie kilku godzin wartość spółki spadła o ponad 17 mld USD. Można postawić tezę, że w ten sposób rynek wycenił wyjątkowe zdolności Jobsa.

Odejście z firmy osoby kluczowej (prezesa zarządu, wiceprezesa) następuje z wielu powodów – fuzji i przejęć, zmian strategii, choroby czy nieosiągnięcia przez firmę wymaganych przez akcjonariuszy wyników ekonomicznych. Fakt ten może powodować zmianę

---

\* mgr Radosław Bielicki – Uniwersytet Szczeciński, doktorant Wydziału Nauk Ekonomicznych i Zarządzania, ul. Mickiewicza 64, 71-101 Szczecin, e-mail: radek@szczecinek.pl

rynkowej wyceny spółki. Wartość zwykłej stopy zwrotu pośrednio umożliwia wycenę wartości osoby kluczowej. Warto jednak w tym miejscu zwrócić uwagę, że nie zawsze reakcja inwestorów jest określona i przewidywalna. Można postawić hipotezę, że zależy od wielu czynników, m.in. powodu odejścia, rodzaju biznesu, wielkości przedsiębiorstwa.

Analizę zjawiska należy rozpocząć od postawienia pytania: Kim jest w biznesie osoba kluczowa? Przytoczyć można wiele definicji. Przykładem jednej z nich jest pochodząca z art. 52 Układu Europejskiego (*Układ Europejski...* dostęp 14.03.2012). Zgodnie z nią przez personel kluczowy należy rozumieć wyższych rangą pracowników organizacji, którzy przede wszystkim zajmują się zarządzaniem, organizacją i podlegają ogólnemu nadzorowi lub kierownictwu, głównie ze strony zarządu lub udziałowców przedsiębiorstwa. Do tej kategorii są zaliczane również osoby zatrudnione przez organizacje, które mają wysokie lub specjalistyczne kwalifikacje odnośnie do typu pracy lub zawód wymagający specyficznej wiedzy technicznej. Mogą to być także osoby dysponujące dużą specjalistyczną wiedzą niezbędną do obsługi organizacji, aparatury badawczej, technologii lub zarządzania. Shannon P. Pratt w swojej pracy (2009: 264) definiuje osobę kluczową jako tę, której udział w biznesie jest tak znaczący, że istnieje pewność, iż przyszłe dochody ulegną zmniejszeniu z powodu jej odejścia. Zwraca jednocześnie uwagę na fakt, że osoba będąca udziałowcem lub członkiem zarządu nie musi być osobą kluczową.

Leslie Gaines-Ross (2000: 366–370), powołując się na przeprowadzone badania, stwierdza, że reputacja prezesa odgrywa znaczącą rolę w sposobie percepcji firmy przez akcjonariuszy. Faktem jest, że na giełdach pojawiło się wiele podmiotów, które oferują swoim klientom najnowsze technologie, produkty i usługi. Ich mnogość powoduje, że inwestorzy zaczynają postrzegać wartość firmy jako pochodną reputacji osób zarządzających (w szczególności prezesów zarządów). Co więcej, liczne akwizycje na globalnym rynku, zmieniające krajowe firmy w ogóln światowe korporacje, powodują wzrastającą dezorientację inwestorów bardziej skłonnych powierzyć swoje zasoby tym prezesom, których cechy osobowościowe i profesjonalne umiejętności gwarantują utrzymanie przedsiębiorstw na ścieżce wzrostu. Pamiętać przy tym należy, że jest to szczególnie ważne dziś, w dobie kryzysu i wielkich turbulencji na światowych rynkach. Warto dodać, że „Worth Magazine” (prestżowy magazyn docierający do ponad 125 tys. czytelników w USA, w większości inwestorów) już w 1999 r. zwrócił uwagę na znaczenie osoby kluczowej, publikując ranking osób, które najbardziej przyczyniają się do kreowania wartości dla akcjonariuszy.

Należy zauważyć, że w literaturze (Mahajan, Lummer 1993: 393–410) rozróżnia się różne rodzaje powodów rezygnacji osób zarządzających. Pierwotny podział jest dokonywany na rezygnacje związane z utratą możliwości zarządzania firmą, reorganizacją przedsiębiorstwa i odejściem na emeryturę po osiągnięciu wymaganego prawem wieku. W każdym z tych przypadków należy spodziewać się różnej reakcji rynku.



**Rysunek 1.** Klasyfikacja powodów rezygnacji osoby kluczowej

Źródło: opracowanie własne na podstawie Mahajan, Lummer (1993).

Utrata możliwości kierowania firmą może następować z powodu zwolnienia (rezygnacja przymusowa) z zajmowanego stanowiska na skutek złych wyników firmy, rezygnacji niekonfliktowej (dobrowolnej) związanej z otrzymaniem bardziej intratnej propozycji zatrudnienia. Ostatnią z przyczyn bywa zazwyczaj ciężka i długotrwała choroba lub śmierć.

## 2. Metodologia badań

Reakcja cen akcji na giełdach na wieść o zmianach w składzie zarządu firmy była dotychczas przedmiotem badań z wykorzystaniem metodologii analizy okna zdarzeń. Pierwszy etap wymaga znalezienia wśród dostępnych komunikatów giełdowych tych, w których następuje ogłoszenie informacji o odejściu osoby kluczowej. Mając na uwadze fakt, że powód rezygnacji może mieć wpływ na rodzaj i wielkość reakcji rynku, należy precyzyjnie go określić. W tym celu badacze sięgają najczęściej do dostępnych komentarzy giełdowych, których autorzy wskazują najczęściej przyczyny rezygnacji. Gdy powód rezygnacji jest niemożliwy do określenia, przypadki takie nie są badane. Następnie rejestruje się wahania cen akcji w wyselekcjonowanym momencie i poddaje je analizie z wykorzystaniem metody analizy okna zdarzenia. Polega ona na pomiarze zmian cen akcji spółek notowanych na giełdzie w wyniku pewnego zdarzenia lub jego zapowiedzi. Głównym założeniem jest, że cena akcji jest wartością obecną oczekiwanych przez akcjonariuszy przyszłych przepływów pieniężnych. Analiza okna zdarzenia pozwala na ocenę wpływu zdarzenia na wartość dla akcjonariuszy przejawiającą się występowaniem zwykłych stóp zwrotu. Zwykła stopa zwrotu jest różnicą pomiędzy rzeczywistą stopą zwrotu w okresie obserwacji a oczekiwaną stopą zwrotu z akcji. Pod pojęciem oczekiwanej stopy zwrotu należy rozumieć stopę możliwą do uzyskania w sytuacji, gdyby zdarzenie nie wystąpiło. Analiza zdarzenia jest przeprowadzana w określonych przedziałach czasowych względem dnia odniesienia. Występują tu dwa przedziały czasowe – okno zdarzenia i okno estymacyjne. W celu pomiaru dodatkowych stóp zwrotu niezbędne jest precyzyjne ustalenie daty wystąpienia zdarzenia, względem którego będzie oceniana zmiana wartości. Datą wystąpienia zdarzenia w tym przypadku jest dzień publicznego ogłoszenia rezygnacji osoby kluczowej. Względem tego dnia jest ustalany okres obserwacji, jako przedział czasowy mierzony zwykle w dniach, określany w literaturze mianem okna zdarzenia. Określenie liczby dni przed i po wystąpieniu zdarzenia pozwala na ustalenie szerokości okna zdarzenia. Należy zauważyć, że parametr ten ma decydujący wpływ na jakość otrzymanych wyników. Przyjęcie zbyt szerokiego okna może spowodować, że wyniki

zostaną zniekształcone przez inne zdarzenia mające wpływ na cenę akcji. Odwrotnie – zbyt wąskie okno zdarzenia może uniemożliwić wychwycenie zjawiska.

Szerokość okna zdarzenia może mieć stałą wartość, która jest stosowana do każdego zdarzenia uwzględnionego w próbie. Warunkiem koniecznym jest występowanie dostatecznie licznej próby badawczej (Gurgul 2006: 37). Innym podejściem jest dynamiczne wyznaczenie szerokości okna. Opiera się ono na założeniu, że w okresie dostosowywania cen do nowej informacji i poza tym okresem stopy zwrotu mają inne właściwości. Szerokość okna zdarzenia jest wyznaczana według ściśle określonych zasad:

1. Reguła zwykłej stopy zwrotu – okno zdarzenia sięga do pierwszego dnia po zdarzeniu, w którym nie zauważono istotnej wartości zwykłej stopy zwrotu.

2. Reguła zwykłego wolumenu – szerokość okna jest ustalana na podstawie wielkości obrotów; okno kończy się w dniu, w którym nie stwierdza się istotnej statystycznie zwykłej wartości wolumenu obrotów.

3. Reguła zwykłej wariancji – okno zdarzenia ustala się na podstawie występowania statystycznie istotnej wyższej wariancji stóp zwrotu w okresie jednego dnia dla notowań ciągłych.

Innym problemem jest ustalenie szerokości okna estymacyjnego. Jest to okres tak dobrany, by nie występował w nim wpływ zdarzenia na ceny. Zazwyczaj okno estymacyjne obejmuje okres bezpośrednio przed wystąpieniem badanego zdarzenia, pod warunkiem że istnieje pewność braku wpływu zdarzenia na ceny akcji. W rozważanych w niniejszym artykule powodach rezygnacji całkowitą pewność można mieć jedynie w nielicznych przypadkach rezygnacji, np. związanych z nagłą śmiercią osoby kluczowej. Inne rezygnacje, w tym przymusowe, mają często powód w postaci słabych wyników firmy. Akcjonariusze mogą oczekiwać, że zmiana osoby prezesa lub całego zespołu zarządzającego odpowiedzialnego za wyniki firmy (straty) spowoduje uzdrowienie firmy. Symptomy zmiany mogą być dostrzegalne na wiele dni przed jej ogłoszeniem.

Analiza zdarzenia ma na celu ustalenie dodatkowych korzyści lub strat uzyskiwanych przez akcjonariuszy spółek, które uczestniczą w tym zdarzeniu. Ich pomiar sprowadza się do ustalenia wartości dodatkowej stopy zwrotu. Istotą dodatkowej stopy zwrotu jest porównanie dochodów akcjonariuszy w oknie zdarzenia do stóp zwrotu z okresu, w którym nie były odczuwalne skutki zdarzenia. W rachunkowym ujęciu dodatkowa stopa zwrotu z akcji spółki *i* jest wynikiem różnicy pomiędzy rzeczywistą stopą zwrotu a oczekiwaną stopą zwrotu akcji spółki *i* w okresie *t*, co ilustruje ogólna formuła (Perepeczo 2009: 76):

$$AR_{i,t} = R_{i,t} - E(R_{i,t})$$

gdzie:

- $AR_{i,t}$  – dodatkowa stopa zwrotu z akcji *i* osiągnięta w okresie *t*,
- $R_{i,t}$  – rzeczywista stopa zwrotu z akcji *i* osiągnięta w okresie *t*,
- $E(R_{i,t})$  – oczekiwana stopa zwrotu z akcji *i* w okresie *t*, gdyby zdarzenie nie wystąpiło.

W literaturze opisującej zachowania organizacyjne są prezentowane trzy teorie wpływu zmiany osoby kluczowej na sprawność działania firmy. Pierwszy pogląd opiera się na przesłance, że osoba ma wpływ na wyniki organizacji, a więc następcą prawdopodobnie uniknie błędów popełnionych przez osobę opuszczającą kluczowe stanowisko. W rezultacie prowadzi do wniosku, że zmiany w zarządzie mają pozytywny wpływ na wyniki firmy. Dodatkowa

stopa zwrotu może przyjmować wówczas wartość większą od zera, gdy rynek pozytywnie odbiera informację o zmianie osoby kluczowej. Drugi z wspomnianych poglądów sugeruje, że zmiany organizacyjne nie mają znaczącego wpływu na sprawność działania organizacji. Dane empiryczne wspierające tę hipotezę zostały przedstawione przez Williama A. Gamsona i Normana A. Scotcha (1964) na podstawie badań wyników zespołów koszykówki po zmianie trenera lub menedżera. Stanley Liberson i James O'Connor w swojej pracy (1972: 117–130) wykazali, że jednym z powodów tego zjawiska są ograniczenia efektywności zarządzania wynikające z rozmiarów i złożoności organizacji. W tym przypadku nie należy oczekiwać dodatkowej stopy zwrotu. Trzeci pogląd, prezentowany przez Oscara Grusky'ego (1963: 21–31), sugeruje, że zmiany w zarządzie niekorzystnie wpływają na efektywność organizacji. Powodem są związane z nimi napięcia, niestabilność i zwiększone prawdopodobieństwo dalszych zmian, które mają wpływ na przyszłe wyniki organizacji. Dodatkowa stopa zwrotu będzie przyjmować wtedy wartości ujemne.

Z analizy rezultatów dotychczasowych badań wynika, że przedstawione hipotezy będą znajdowały potwierdzenie, gdy dokona się podziału przypadków ze względu na powód rezygnacji.

### 3. Wyniki dotychczasowych badań

Steven E. Bolten i Yan Wang (1997: 143–146) dokonali selekcji zdarzeń na podstawie zawartości kolumny *Who's News* publikowanej w dzienniku „Wall Street Journal” w okresie od 1 sierpnia do 28 listopada 1996 r. Poszukiwali informacji o zmianach w zarządach firm na stanowiskach w randze powyżej wiceprezesa. Wyselekcjonowali wszystkie istotne przypadki, w których istniała pewność, że zmiana była istotna. Eliminowali jednocześnie te, w których zmiany miały charakter kosmetyczny – były związane np. z utworzeniem nowego stanowiska w zarządzie bez zatrudniania lub z zatrudnieniem nowej osoby. Próba została podzielona pod względem wielkości firm (kapitalizacja poniżej i powyżej 280 mln dolarów) i liczby osób w zarządzie. Dodatkowo dokonano podziału pod względem powodu zmiany. Wyniki badań przedstawiono w tabeli 1.

**Tabela 1**

Dodatkowa stopa zwrotu w zależności od wielkości firmy, liczebności zarządu i przyczyny rezygnacji

	Średni wzrost %	Średni spadek %	Zakres zmian stopy zwrotu (%)	Liczba obserwacji
1	2	3	4	5
Małe firmy (< 280mln dolarów)	4,900	-8,650	-27do 20	27
Duże firmy (> = 280 mln dolarów)	2,260	-4,830	-26 do 11	74
Liczba osób w zarządzie				
Mniej niż 6	8,500	-9,430	-23 do 24	20
Pomiędzy 6 do 10	2,700	-8,000	-14 do 23	52
Pomiędzy 11 a 15	1,180	-3,825	-6 do 14	13
Ponad 16	2,342	-2,650	-4 do 9	10
				6
				– brak danych

1	2	3	4	5
Powód rezygnacji				
Rezygnacja lub odejście	10,00	-5,67	-6 do 20	39
Zastąpienie lub zwolnienie	14,80	-0,69	-0,69 do 15	5
Awans wewnętrzny	8,00	-5,88	-6,3 do 12	28
Sukcesja (osoba spoza firmy)	1,25	-5,98	-11 do 7,8	17
Problemy zdrowotne	2,15	-10,71	-10,7 do 2,15	3
				9
				– brak danych

Źródło: opracowanie własne na podstawie Boltzen, Wang (1997: 143–146).

Wyniki badań potwierdzają przypuszczenie, że odejście osoby kluczowej niezależnie od przyczyny powoduje negatywną zmianę wyceny firmy. Średnia wielkość spadku wartości akcji w przypadku publicznych, małych firm (o kapitalizacji mniejszej niż 280 mln dolarów) wyniosła 8,65%. Dla dużych firm spadek ten sięgnął 4,83%. Autorzy wiążą ten fakt z różnicami w strukturze zarządzania. Obok spadków zauważa się również wzrosty występujące prawdopodobnie w sytuacjach, gdy zmiana osoby kluczowej była przez rynek oczekiwana. Im mniejsza firma i, jak można przypuszczać, większa rola osoby kluczowej – obserwuje się większą negatywną reakcję na zmianę.

Rezultaty badań prowadzonych na grupie firm dużych wskazują na istnienie innych prawidłowości. Istotnym czynnikiem mającym wpływ na cenę akcji okazała się liczba osób w zarządzie. Im zarząd liczniejszy, tym wpływ odejścia osoby kluczowej był mniejszy. Przy mniej niż sześciu osobach w zarządzie firmy spadek wartości wyniósł 9,43%. Dla porównania, gdy liczba osób w zarządzie przekraczała 16 osób, spadek wynosił zaledwie 2,65%. Analogiczna tendencja wystąpiła w przypadkach, gdy cena akcji wzrosła.

Analiza wyników ze względu na przyczynę rezygnacji nie wykazuje zdecydowanej tendencji. Wyjątek stanowią przypadki nagłej śmierci osób kluczowych, w których występował ponad dziesięcioprocentowy spadek wartości firmy. Potwierdzenie można znaleźć w innych pracach. Klasyfikując przypadki ze względu na przyczynę rezygnacji, otrzymano następujące rezultaty:

Rezygnacje przymusowe. Eugene Furtado i Michael Rozeff (1987: 147–160) stwierdzili istotny wzrost cen akcji w ciągu dwóch dni po ogłoszeniu przymusowej rezygnacji, jednak nieistotny statystycznie. Michael S. Weisbach (1988: 431–460) stwierdził zależność reakcji rynku od składu zarządu. W przypadku rezygnacji dyrektorów wewnętrznych ceny akcji nie uległy zmianie. Istotna zmiana cen towarzyszyła rezygnacji dyrektorów zewnętrznych. Jerold Warner, Ross Watts i Karen Wruck (1988: 461–492) na podstawie przeprowadzonych badań stwierdzili, że pomiędzy piątym a trzydziestym dniem po ogłoszeniu rezygnacji ceny akcji spadły o średnio 4,3%. Co więcej, zmiana była istotna statystycznie. Podsumowując, uprawnione jest stwierdzenie, że w grupie rezygnacji sklasyfikowanych jako przymusowe wyniki badań nie wskazują jednoznacznie, jakiego typu reakcji należy oczekiwać.

Rezygnacje niekonfliktowe. Opierając się na wynikach badań przeprowadzonych na próbie 498 zdarzeń Arvind Mahajan i Scott Lummer (1993: 409) stwierdzili, że ogłoszenie dobrowolnej rezygnacji w sytuacji, gdy odchodząca osoba kluczowa pozostaje związana z firmą, pełniąc np. funkcję doradcy, nie wpływa znacząco na cenę akcji. Zmiana ta, jeśli powoduje reakcję cen akcji, to istotnie mniejszą w porównaniu do sytuacji, gdy wszelkie więzi z firmą zostają zerwane.

Rezygnacje z powodu długotrwałej choroby lub śmierci osoby kluczowej. Przytoczyć można wyniki badań przeprowadzonych przez Bang Dang Nguyena i Kaspera M. Nielsena (2010: 550), które obejmowały 259 przypadków śmierci dyrektorów w latach 1994–2007. Badacze zaobserwowali około jednoprocenowy spadek cen akcji firm w dniach następujących po ogłoszeniu wiadomości. Biorąc pod uwagę średnią kapitalizację badanych przedsiębiorstw wynoszącą 5,3 mld dolarów, można ocenić, że spadek wartości firm wyniósł około 50 mln dolarów.

Rezygnacje z powodu osiągnięcia wieku emerytalnego. Rynek zwykle przewiduje wystąpienie takiego zdarzenia i nie notuje żadnych istotnych zmian cen akcji. Badania Randolpha P. Beatty'ego i Edwarda J. Zajaca (1987: 305–317) potwierdzają to przypuszczenie.

Interesujące wydaje się porównanie wyników badań światowych do rezultatów w odniesieniu do spółek notowanych na GPW. Niestety, przeprowadzono stosunkowo niewiele badań w tej dziedzinie. Henryk Gurgul i Paweł Majdosz (2007: 179–192, dostęp 14.03.2012) badali reakcję rynku na podstawie wyników notowań spółek obecnych na warszawskim parkiecie. Okres badania obejmował przedział od stycznia 2000 do czerwca 2005 r., badane spółki były notowane na głównym rynku. W badanym okresie wystąpiło sześćdziesiąt komunikatów o rezygnacji członków zarządów, które spełniały założone kryteria. Wykorzystując metodę analizy okna zdarzenia, znaleziono empiryczne dowody na występowanie reakcji inwestorów na ogłoszenie rezygnacji osoby kluczowej. Stwierdzono występowanie wzrostu cen akcji bezpośrednio przed dniem ogłoszenia komunikatu o rezygnacji. Po ogłoszeniu rezygnacji i w kolejnych pięciu dniach zaobserwowano odwrotną tendencję – spadek cen. Podobnych efektów rezygnacji nie obserwowano w badaniach prowadzonych w innych krajach. Można podjąć próbę wyjaśnienia tego zjawiska działalnością insiderów, zazwyczaj dobrze poinformowanych o sytuacji w firmach, w których są zatrudnieni. Przed ogłoszeniem komunikatu, wiedząc o mającej nastąpić rezygnacji, prawdziwych jej powodach i licząc na zakończenie konfliktów wewnątrz zarządu, dokonują zakupu akcji, wpływając na wzrost ich ceny. Pozostali inwestorzy dowiadują się o rezygnacji z oficjalnych komunikatów i zazwyczaj nie mając pełnej wiedzy na temat sytuacji i występowania konfliktów w zarządzie spółki, odbierają fakt rezygnacji jako utratę przez spółkę części kapitału ludzkiego.

## Podsumowanie

Na reakcję rynku ma wpływ wiele czynników. Za decydujący należy uznać powód odejścia osoby kluczowej. Rezygnacje konfliktowe powodują reakcję cen akcji, której kierunek jest trudny do przewidzenia. Gdy rezygnacja jest dobrowolna, nie obserwuje się najczęściej żadnych istotnych zmian cen akcji.

W Polsce zaobserwowano odmienne zjawisko – wzrost cen akcji w okresie dwóch dni poprzedzających ogłoszenie wiadomości o odejściu osoby kluczowej i spadek w okresie pięciu dni po ogłoszeniu komunikatu. Prawdopodobną przyczyną tego zjawiska jest wcześniejszy dostęp niektórych akcjonariuszy do poufnych informacji o rezygnacji członków zarządów.

W przyszłych badaniach należy wziąć pod uwagę fakt, że GPW jest rynkiem młodym, ze znacznym udziałem spółek, których akcje posiada Skarb Państwa, a decyzje o obsadzie kluczowych stanowisk są podejmowane często z powodów politycznych. Można przypuszczać, że reakcje rynku na rezygnacje w spółkach z istotnym udziałem Skarbu Państwa mogą znacząco różnić się od występujących dla spółek z kapitałem prywatnym. Badanie występowania prawidłowości w tym zakresie stanowi interesujący wątek badawczy dotyczący zjawiska na GPW w Warszawie.

## Literatura

- Beatty R.P., Zajac E.J. (1987), *CEO Change and Firm Performance in Large Corporations: Succession Effects and Manager Effects*, „Strategic Management Journal” vol. 8.
- Bolten S.E., Wang Y. (1997), *The Impact of Management Depth on Valuation*, Business Valuation Review”, September.
- Furtado E., Rozeff M. (1987), *The Wealth Effects of Company Initiated Management Changes*, „Journal of Financial Economics” vol. 18.
- Gaines-Ross L. (2000), *CEO Reputation: A Key Factor in Shareholder Value*, „Corporate Reputation Review” vol. 3, no. 4.
- Gamson W.A., Scotch N.A. (1964), *Scapegoating in Basketball*, „American Journal of Sociology” vol. 70.
- Grusky O. (1963), *Managerial Succession and Organizational Effectiveness*, „American Journal of Sociology” vol. 69.
- Gurgul H. (2006), *Analiza zdarzeń na rynkach akcji. Wpływ informacji na ceny papierów wartościowych*, Oficyna Ekonomiczna, Kraków 2006.
- Gurgul H., Majdosz P. (2007), *Stock Prices and Resignation of Members of the Board: The case of Warsaw Stock Exchange*, „Managing Global Transitions” vol. 5, no. 2, [www.fm-kp.si/zalozba/ISSN/1581-6311/5\\_179-192.pdf](http://www.fm-kp.si/zalozba/ISSN/1581-6311/5_179-192.pdf).
- Liberson S., O'Connor J. (1972), *Leadership in Organizational Performance: A Study of a Large Corporation*, „American Sociological Review” vol. 37.
- Mahajan A., Lummer S. (1993), *Shareholder Wealth Effects Of Management Changes*, „Journal of Business Finance & Accounting”, April.
- Nguyen B.D., Nielsen K.M. (2010), *The Value of Independent Directors: Evidence from Sudden Deaths*, „Journal of Financial Economics”, December vol. 98, iss. 3.
- Perepeczo A. (2009), *Fuzje i przejęcia – efektywność finansowa. Wyniki badań zagranicznych i krajowych*, Wydawnictwo Naukowe Uniwersytetu Szczecińskiego, Szczecin.
- Pratt S.P. (2009), *Business Valuation Discount and Premiums, Second Edition*, John Wiley & Sons, Hoboken, New Jersey.
- Układ Europejski ustanawiający stowarzyszenie między Rzeczpospolitą Polską, z jednej strony, a Wspólnotami Europejskimi i ich Państwami Członkowskimi, z drugiej strony, sporządzony w Brukseli dnia 16 grudnia 1991 r.*, [www.polskawue.gov.pl/files/Dokumenty/uklad\\_europejski/ue.pdf](http://www.polskawue.gov.pl/files/Dokumenty/uklad_europejski/ue.pdf).
- Warner J., Watts R., Wruck K. (1988), *Stock prices and top management changes*, „Journal of Financial Economics” vol. 20.
- Weisbach M. (1988), *Outside directors and CEO turnover*, „Journal of Financial Economics” vol. 20.

## STOCK MARKET REACTION TO THE KEY PERSON DEPARTURE

**Abstract:** The purpose of the article was to determine the prevalence of key person discounts in capital markets, the initial literature studies in this area and the results of analysis of this phenomenon on the world markets and in Poland. Studies of market reaction to the departure of key person conducted by various researchers indicate the existence of discount for the key person leaving. The value of the discount depends on the reason of departure. There is also an addiction to reaction of the market to other factors such as size of company or number of persons on the company board. Results of studies on behavior of stock market investors on departure of a key person from companies listed on the Warsaw Stock Exchange were adduced. The article deals with the problem of classification of resignations. There was also discussed research methodology utilized in analysis of the event window.

**Keywords:** key person discounts, capital market reaction on key person resignation, classification of key person resignation

**Translated by** Radosław Bielicki