

Gdańsk 18.09.2023 r.

dr hab. Jacek Jaworski, prof. UWSB Merito

Uniwersytet WSB Merito w Gdańsku

Wydział Biznesu

RECENZJA PRACY DOKTORSKIEJ

pt. *Zawodność rynku w świetle praktyki nieudanych fuzji i przejęć przedsiębiorstw w Polsce,*

autorstwa mgr. Łukasza Bogdańskiego

Podstawą wykonania niniejszej recenzji była uchwała Rady Dyscypliny Ekonomia i Finanse Uniwersytetu Gdańskiego z dnia 13.07.2023 r. powierzająca mi obowiązki recenzenta i członka komisji doktorskiej w postępowaniu w sprawie nadania stopnia doktora Panu mgr. Łukaszowi Bogdańskiemu. Celem recenzji było udzielenie odpowiedzi czy przedłożona do recenzji praca spełnia kryteria określone w art. 187 ustawy z dnia 20 lipca 2018 r. Prawo o szkolnictwie wyższym i nauce (Dz. U. 2018 poz. 1668 z późn. zm.), a w szczególności czy:

- 1) prezentuje ogólną wiedzę teoretyczną kandydata w dyscyplinie Ekonomia i finanse oraz umiejętność samodzielnego prowadzenia pracy naukowej,
- 2) przedmiotem rozprawy jest oryginalne rozwiązanie problemu naukowego lub oryginalne rozwiązanie w zakresie zastosowania wyników własnych.

Do recenzji został mi przedłożony maszynopis liczący 281 stron, na które składają się: streszczenia (abstrakt), wstęp, pięć rozdziałów oraz zakończenie, bibliografia, spisy tabel i rysunków, załączniki. Praca została przygotowana w języku polskim pod kierunkiem naukowym dr. hab. Andrzeja Letkiewicza, prof. UG, promotorem pomocniczym była dr Magdalena Markiewicz. Oceny przedłożonej pracy dokonałem według następującej agendy:

- A. Ocena ogólna podjętego tematu oraz jego znaczenia dla nauki i praktyki,
- B. Ocena układu, struktury i treści rozprawy,
- C. Analiza zaprojektowanego procesu badawczego oraz użytych metod naukowych,
- D. Pozostałe uwagi do treści rozprawy,
- E. Sentencja końcowa.

A. Ocena ogólna podjętego tematu oraz jego znaczenia dla nauki

Fuzje i przejęcia stanowią jeden z podstawowych procesów rynkowych na współczesnych rykach kapitałowych. Wiele z rozpoczętych procesów połączenia (przejęcia) przedsiębiorstw nie dochodzi jednak do skutku. Przyczyn niepowodzeń można poszukiwać między innymi w niedoskonałości rynku kapitałowego, a także otaczających go uwarunkowaniach zewnętrznych. Poszukiwanie przyczyn niepowodzeń fuzji i przejęć oraz tworzenie rekomendacji jak przyczynom tym przeciwdziałać jest istotne z naukowego punktu widzenia, a także bardzo ważne dla praktyki gospodarczej.

We wstępie do rozprawy Autor sformułował następujący główny cel pracy: „identyfikacja przyczyn niepowodzeń fuzji i przejęć w warunkach zawodności rynku”, a następnie zdezagregował go na pięć celów szczegółowych. Ostatni z celów („określenie rozwiązań narzędziowych i regulacyjnych przeciwdziałających niesprawności rynku”) nieco wykracza poza cel główny jednak jest logiczną konsekwencją prawidłowo zaplanowanego badania. Poza celami pracy Autor sformułował także pięć pytań badawczych operacjonalizujących tok rozważań. Zarówno cele jak i pytania badawcze zakreślają bardzo interesujący aspekt funkcjonowania rynku kapitałowego.

Podjętą problematykę badawczą, zakreślone cele pracy oraz ich operacjonalizację za pomocą pytań badawczych oceniam pozytywnie. Fuzje i przejęcia przedsiębiorstw są procesem często badanym i dobrze opisanym w literaturze. Badania w tym obszarze są jednak cały czas kontynuowane z uwagi na zachodzące zmiany uwarunkowań wewnętrznych i zewnętrznych. Zakreślony celami i pytaniami badawczymi temat jest właściwy dla dyscypliny naukowej Ekonomia i finanse. Zawiera także pewne odniesienia do wiedzy specyficznej dla dyscypliny Nauki o zarządzaniu i jakości.

B. Ocena układu, struktury i treści rozprawy

Strukturę pracy oraz rozłożenie treści można uznać za poprawne. Praca została podzielona na pięć rozdziałów o względnie równej liczebności stron (39-60 stron). Wyjątkiem jest rozdział drugi liczący 29 stron. Rozdziały podzielono na 3 do 4 podrozdziałów.

Właściwe treści rozprawy poprzedza *Wstęp*. Uzasadnienie istotności podejmowanego problemu badawczego Autor oparł na omówieniu zmian polskiej gospodarki po przemianach społeczno-ekonomicznych w latach 1989-1990. W mojej ocenie jest to najsłabsza strona pracy. Autor oparł się w zasadzie tylko na własnych przemyśleniach. Brak jest w tym fragmencie pracy odwołań do literatury, jednak sam tok i logika rozważań nie budzą

większych zastrzeżeń. Warto dodać, że Autor wraca do tego tematu dość systematycznie (np. rozdziały 2.3. i 4.3.) koncentrując się na wpływie zmian ustroju gospodarczego w Polsce na przekształcenia własnościowe przedsiębiorstw oraz tym razem, odwołując się do określonej literatury. Z jednej strony usprawiedliwia to brak odwołań we *Wstępie*, z drugiej wskazuje na naruszenie zasady jedności miejsca i czasu podejmowania określonych kwestii.

W dalszej części *Wstępu* Autor sformułował cele i pytania badawcze oraz podjął próbę postawienia hipotez badawczych. Następnie przedstawił strukturę pracy wskazując treści poszczególnych rozdziałów. Można zatem uznać, że struktura *Wstępu* zawiera wszystkie wymagane elementy.

Dwa pierwsze rozdziały pracy to głównie deskryptywny przegląd literatury zawierający charakterystykę głównych teorii ekonomicznych wraz z uogólnieniem podstawowych zasad mechanizmu rynkowego w gospodarce mieszanej, gdzie interwencje państwa dopuszczalne są w przypadku wystąpienia zakłóceń (niedoskonałości) na rynku. Treści te są merytorycznie prawidłowe i oparte na właściwej literaturze. Jako usterki można wskazać występowanie kilku powtórzeń (w rozdziale 2.2. z rozdziału 1.3.) oraz niejasny podział treści na rozdziały (np. rozdział 2.1. to bardziej uzupełnienie treści rozdziału 1 niż nawiązanie do tematyki rozdziału 2). Mankamentem tego fragmentu pracy jest jednak słabe powiązanie rozdziałów 1.1 do 2.2. z celami pracy. Autor nawiązuje do celów dopiero w rozdziale 2.3. Rozdział ten zawiera kluczowe informacje na temat polskiej transformacji społeczno-ekonomicznej i kreśli tło dla zaplanowanego badania empirycznego. Jest on dobrze napisany i istotny dla realizacji celów rozprawy. Brak w nim jest jedynie odniesień do zmian w gospodarce polskiej w latach 2013-2023 które w sposób istotny zmieniły liberalny charakter polskiego rynku, w tym rynku kapitałowego (likwidacja OFE, repolonizacja, Polski Ład itp.).

Rozdział trzeci to bardzo ważna część pracy i ściśle powiązana z jej celami. Definiuje ona przedmiot badania (fuzje i przejęcia). Rozdział zawiera także omówienie przyczyn oraz skutków fuzji i przejęć we współczesnej gospodarce. Ciekawym tego rozwinięciem jest przedstawienie fuzji i przejęć jako przedmiotu popytu i podaży rynkowej. Jest to rozdział napisany z dużą wprawą, zawierający krytyczne podejście do istniejącej wiedzy. Pewną redundancją charakteryzuje się rozdział 3.1. w zakresie opisu zasad i metod analizy finansowej. Odczuwalny jest także brak odniesień do badań empirycznych.

Rozdział czwarty stanowi przygotowanie do własnego badania empirycznego. W pierwszych dwóch podrozdziałach podjęto próbę zdefiniowania i scharakteryzowania *due diligence* jako metody badania fuzji i przejęć. Treści tych rozdziałów są prawidłowe, odnoszą

się do właściwej literatury, można jednak odnieść wrażenie, że panuje w nich pewien chaos. Autor zamiast zastosować typową w takich przypadkach dedukcyjną metodę opisu w dość przypadkowy sposób przeskakuje od tematu do tematu. Brak jest też w tych rozważaniach przywołania przykładów wcześniejszego zastosowania *due diligence* w badaniach naukowych (analiza badań empirycznych). W rozdziale czwartym jako najlepiej napisany wyróżnia się podrozdział 4.3. Porządkuje on przedmiot i zakres ewentualnych porównań fuzji i przejęć możliwych do wykonania metodą *due diligence*. Autor bardzo zgrabnie podsumowuje poszczególne etapy rozważań tabelami zawierającymi szczegółowe wytyczne tych porównań.

Badaniu empirycznemu poświęcono rozdział piąty rozprawy. W podrozdziale 5.1. określono źródło oraz metodę wyboru próby badawczej. Po wskazaniu wziętych pod uwagę nieudanych przejęć i fuzji z polskiego rynku kapitałowego, Autor opisał podstawowe okoliczności towarzyszące tym procesom w kontekście wcześniej zdefiniowanych zakłóceń (niedoskonałości) działania mechanizmu rynkowego. Następnie w rozdziale 5.2. zestawiał wyniki dokonanego przeglądu obszarów ryzyka towarzyszącego wszystkim wariantom fuzji i przejęć (fuzje, inkorporacje, przyjazne przejęcia kontroli, przejęcia majątku, wrogie przejęcia). Opierając się na liczbowym podsumowaniu zidentyfikowanych rodzajów ryzyka mających potencjalny wpływ na nieudane przejęcie (fuzje) określił „wąskie gardła” dla całego rynku starając się uogólnić wnioski zarówno dla poszczególnych faz procesu (czasowo), a także dla wskazanych wcześniej wariantów przejęć i fuzji. Ten fragment pracy napisany jest z dużym znanstwem. Wnioski oparte są na rzetelnych przesłankach. Za bardzo cenną z punktu widzenia obecnej wiedzy należy uznać tabelę 17 (s. 230) zawierającą ilościowe i jakościowe zestawienie czynników niepowodzeń zbadanych procesów fuzji i przejęć. Jest to wiedza mająca duży potencjał do uogólnień naukowych w zakresie dyscypliny Ekonomia i finanse, ale przede wszystkim bardzo istotna z praktycznego punktu widzenia jako lista zagrożeń w prowadzonych w przyszłości procesach przekształceń własnościowych. Jako mankamenty tego fragmentu pracy można wskazać: (i) brak precyzyjnego wskazania źródeł wiedzy wykorzystywanej w analizowanych przypadkach fuzji i przejęć (jest jedynie ogólne wskazanie: „sprawozdania przedsiębiorstw i inne oficjalne dokumenty i komunikaty, strony internetowe przedsiębiorstw, artykuły i wywiady na portalach branżowych i serwisach finansowych, strony organów i urzędów państwowych”), (ii) brak zastosowania w dokonywanych porównaniach jakiegokolwiek skali porządkowej, (iii) późne podsumowanie zaobserwowanych zjawisk, co utrudnia bieżącą refleksję nad prezentowanymi wynikami.

Rozdział 5.3. zawiera zbiór zasad i reguł rekomendowanych przez Autora dla usprawnienia przeprowadzania fuzji i przejęć w przyszłości. Wynika on z wcześniej



zdiagnozowanych obszarów ryzyka, choć w tym zakresie Autor bardzo skromnie się do tych diagnoz odnosi. Zbiór ten został przedstawiony jako spójny i uporządkowany model procesu fuzji i przejęcia z fazą przygotowawczą i transakcyjną w czterech warstwach: zasad procesowych, ekonomiczno-finansowych, formalno-prawnych i behawioralnych (rysunek 11, s. 238). Uważam, że model ten wraz z jego opisem powstał na bazie dojrzałej refleksji naukowej Autora i stanowi ciekawe połączenie wyników badań specyficznych dla dyscypliny Ekonomia i finanse z rozwojem modeli normatywnych w domenie dyscypliny Nauki o zarządzaniu i jakości.

C. Analiza zaprojektowanego procesu badawczego oraz użytych metod naukowych

Każde badanie empiryczne rozpoczyna się wskazaniem luki badawczej, którą chce się wypełnić. Ważne jest aby przy tym wykazać jej istotność pod względem naukowym, ale także znaczenie zaplanowanego badania dla praktyki gospodarczej. Ten etap procesu badawczego w recenzowanej pracy oceniam najslabiej. O ile znaczenie badania dla praktyki gospodarczej zostało przez Autora w miarę precyzyjnie wskazane, to luka w istniejącej wiedzy naukowej nie została zakreślona. Stąd też trudno mi się odnieść czy uzyskane wyniki badania empirycznego mają istotne znaczenie naukowe.

W realizacji celu badania miała pomóc Autorowi hipoteza badawcza: „Nieudane fuzje i przejęcia stanowią przejaw niesprawności rynku, a czynniki ich niepowodzeń wykraczają poza dotychczasowe postrzeganie zawodności rynku w świetle teorii ekonomii dobrobytu”. Hipoteza ta składa się z dwóch części. Pierwsza z nich mówiąca, że nieudane fuzje i przejęcia stanowią przejaw niesprawności rynku jest dość oczywista i nie wymaga weryfikacji. Druga zaś część dotycząca postrzegania zawodności rynku jest na tyle enigmatyczna, że w mojej ocenie nie może być jednoznacznie zweryfikowana. Lepiej pod względem metodycznym prezentują się cztery hipotezy szczegółowe, choć i w tym przypadku nie udało się Autorowi uniknąć błędów (użycie nieprecyzyjnych określeń „powinna” czy „zawiodły”). Hipotezy te łączą się jednak z postawionymi pytaniami badawczymi. Autor realizując cele pracy odniósł się do wszystkich sformułowanych hipotez, co oznacza, że wskazane usterki warsztatowe mają mniejszą wagę.

Dla weryfikacji poszczególnych hipotez przeprowadzono badanie *due diligence* wybranych nieudanych procesów fuzji i połączeń w Polsce w latach 2015-2021. Wyboru Autor dokonał na podstawie danych zawartych w bazie Eikon prowadzonej przez Thomson Reuters/London Stock Exchange Group. Spośród 118 zidentyfikowanych przypadków, do badania Autor przyjął 28 z nich kierując się przede wszystkim dostępnością do informacji na

temat konkretnej fuzji/przejęcia. Dobór próby badawczej został przeprowadzony właściwie i można uznać, że jest ona reprezentatywna dla uwarunkowań polskiej gospodarki.

Badanie empiryczne polegało na przestudiowaniu i zestawieniu informacji na temat każdego wybranego przypadku nieudanej fuzji/przejęcia w czterech perspektywach: (i) procesowej, (ii) ekonomiczno-finansowej, (iii) formalno-prawnej i (iv) behawioralnej. Dokonując stosownych porównań Autor zidentyfikował główne obszary ryzyka, które mogły mieć wpływ na niepowodzenie fuzji/połączenia. Obszary te zostały przyporządkowane poszczególnym wariantom fuzji/przejęcia. Przyjętą metodę badawczą uznaję za prawidłową i właściwie wykorzystaną.

Wyniki badania zestawione zostały w tabeli 17 (s. 230). Następnie Autor podjął próbę ich uogólnienia i wskazania implikacji praktycznych. Niestety w tym fragmencie pracy zabrakło przedyskutowania uzyskanych wyników z badaniami innych autorów, a tym samym osadzenia własnych osiągnięć w istniejącej wiedzy naukowej.

Za silną stroną przeprowadzonego procesu badawczego należy uznać podjętą próbę wykorzystania uzyskanych wyników w konstrukcji modelu dobrych praktyk dotyczących przeprowadzania fuzji/przejęć. Wskazuje to na dobre rozpoznanie potrzeb praktyki gospodarczej przez Autora oraz domyka zaplanowane badanie.

D. Pozostałe uwagi do treści rozprawy

Tekst rozprawy przygotowany jest starannie. Praca uboga jest w elementy graficzne, które zdecydowanie czyniłyby ją bardziej przystępną dla czytelnika. W streszczeniu pracy dominuje uzasadnienie podejmowanej problematyki, znacząco mniej omówione są uzyskane wyniki. Użyta literatura jest aktualna i wystarczająco liczna jak dla zaawansowanych prac naukowych. Jednak głównie są to pozycje polskojęzyczne. Brak przeglądu literatury zagranicznej jest znaczącym ograniczeniem w uogólnieniu wyników przeprowadzonego badania.

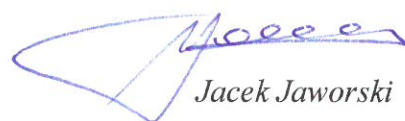
E. Sentencja końcowa

Biorąc pod uwagę wyżej sformułowane opinie, uważam że Pan mgr Łukasz Bogdański wykazał się w recenzowanej pracy wysoką wiedzą z zakresu teorii ekonomicznych objaśniających mechanizm rynkowy, a także problematyki fuzji i przejęć przedsiębiorstw. Praca stanowi również oryginalne rozwiązanie problemu naukowego, choć ten aspekt pracy należy ocenić zdecydowanie niżej.



W mojej opinii praca spełnia wymogi ustawowe stawiane pracom doktorskim. Dlatego wnoszę do Rady Dyscypliny Ekonomia i finanse Uniwersytetu Gdańskiego o dopuszczenie pracy do publicznej obrony.

Recenzent



Jacek Jaworski