

Prof. zw. Dr hab. inż. Zbigniew **M A L A R A**
POLITECHNIKA WROCLAWSKA

RECENZJA

Rozprawy doktorskiej mgr. Łukasza **BOGDAŃSKIEGO** zatytułowanej *Zawodność rynku w świetle praktyki nieudanych fuzji i przejęć przedsiębiorstw w Polsce* przygotowanej pod kierunkiem promotora dr. hab. Andrzeja **LETKIEWICZA**, prof. UG oraz promotora pomocniczego dr Magdaleny **MARKIEWICZ**

Podstawa oceny¹

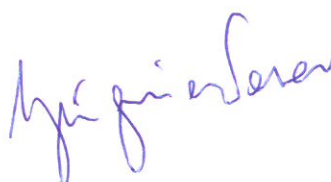
Podstawą opracowania oceny jest prośba o recenzję Przewodniczącego Rady Dyscypliny Ekonomii i Finansów Uniwersytetu Gdańskiego z dnia 13 lipca 2023 roku, dr. hab. Przemysław **BORKOWSKIEGO**², profesora Uniwersytetu Gdańskiego, umowa o dzieło sporządzona pomiędzy stronami: Uniwersytetem Gdańskim, reprezentowanym przez dr hab. Monikę **BAK**, profesor Uniwersytetu Gdańskiego, a sporządzającym recenzję, niżej podpisanym, prof. dr. hab. inż. Zbigniewem **MALARA**, profesorem zwyczajnym – Politechnika Wroclawska oraz załączony do dokumentów egzemplarz rozprawy.

Uwagi wstępne

Problematyka zawodności (niezawodności) odnoszona do rynku to zagadnienie wielowymiarowe, co do zasady, oceniane z punktu widzenia wielu kryteriów, a przez to trudne (o ile

¹ Niniejszą ocenę sporządzono w oparciu o kryteria wynikające z zapisów Ustawy z dnia 14 marca 2003 roku o stopniach naukowych i tytule naukowym oraz o stopniu i tytule naukowym w zakresie sztuki (Dziennik Ustaw z 2017 roku, pozycja 1789 z późniejszymi zmianami w związku z artykułem 179, ustęp 1 Ustawy z dnia 3 lipca 2018 roku.) Przepisy wprowadzające ustawę – Prawo o szkolnictwie wyższym i nauce (Dziennik Ustaw, pozycja 1669 z późniejszymi zmianami).

² Pismo wraz z dokumentacją dotarło do recenzenta w dniu 7 sierpnia 2023 roku.

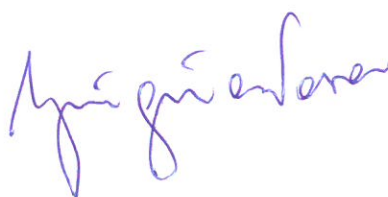


w ogóle możliwe) w dochodzeniu do jednoznacznych, obiektywnych ustaleń. Innymi słowy, poruszanie się w tej przestrzeni nastęca wiele trudności teoretykom, a zwłaszcza praktykom usiłującym dociec źródeł powodzenia (sprawności, skuteczności, ekonomiczności) mechanizmów rynkowych, sprzyjających budowaniu względnie trwałych struktur w gospodarce, które umożliwią osiągnięcie i utrwalanie dobrostanu gospodarki i społeczeństwa w warunkach otwartego, dynamicznego i niepredyktywnego rynku. Słowem, problematyka, którą podjęto w pracy to zbiór złożonych zagadnień składających się na obszar ograniczony wielokątem, w który wpisuje się wieloczynnikowy kontekst *świata mgieł i luster*, oparty na wierzchołkach odpowiadających słowom kluczowym, na których osadzona jest rozprawa: *gospodarka otwarta, mechanizmy rynkowe, dobrostan a zawodność (niezawodność) rynku, struktura kapitału i jego alokacja, stabilność runku oraz narzędzia umożliwiające jej zapewnienie*.

Aby temu sprostać, współczesne podmioty (organizacje i instytucje), nie zaniebując klasycznych i sprawdzonych sposobów służących adaptacji i przetrwaniu oraz wzrostowi i rozwojowi, coraz częściej sięgają po innowacyjne formy budowania potencjału na poziomie mikro- i makro-gospodarki. Zauważa to także Autor rozprawy, upatrując w podejmowanych działaniach udział zjawiska *fuzji i przejęć* w oparciu o podejście (koncepcję, metodykę) *należytej staranności* (ang. *Due diligence*).

Jest to istotna konstatacja, bowiem z powodu rozwijających się zjawisk związanych z globalizacją rośnie znaczenie czynników makro- i mikroekonomicznych oraz ich wpływ na gospodarkę i rynek. To powoduje, że przedsiębiorstwa, podejmując wysiłki świadomego i konsekwentnego budowania potencjału zwiększającego możliwości funkcjonowania na rynku w drodze fuzji i przejęć, liczą na możliwość poprawy zdolności do ekspansji (także w wymiarze globalnym), podnoszenie poziomu tolerancji ryzyka niepowodzenia (poprawę elastyczności) i wzrostu zdolności finansowania działalności (duży może więcej), a w rezultacie, możliwość zwiększenia zdolności tolerowania niepewności i ryzyka związanego z funkcjonowaniem na rynku.

Fazom, etapom, krokom i operacjom (procedurom) służącym adaptacji oraz przypisanym im procesom towarzyszy szereg scenariuszy uwzględniających rozmaite ścieżki, których wybór zależy od celów, szeroko rozumianego potencjału podmiotów zainteresowanych fuzją (przejęciem), warunków w jakich realizowany jest proces oraz zdolności podmiotów do radzenia sobie z rynkiem i niepewnością jego mechanizmów. Z tych powodów, **kojarzenie terminów zawodność rynku z pojęciami fuzje i przejęcia wydaje się zarówno trafne co zasadne i, z perspektywy badacza, kuszące i atrakcyjne, chociaż niełatwe.**



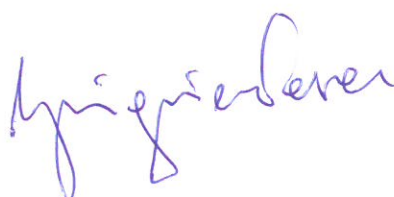
Dysertabilność problematyki rozprawy oraz ogólna ocena pracy

Zagadnienia związane z funkcjonowaniem rynku to tematyka istotna, aktualna i okresowo nagłaśniana zarówno wśród praktyków jak i niezmiennie podejmowana przez teoretyków ekonomii i finansów. Badacze koncentrują się z reguły na aspektach funkcjonowania rynku, opierając swoje zainteresowania na pytaniach o sprawność przebiegu mechanizmów, ich niezawodność, czy efektywność alokacji zasobów, bądź poszukiwanie sposobów na zapewnienie równowagi ogólnogospodarczej, a także identyfikację błędów (czynników) sprzyjających zawodności rynku. W ostatnich latach rozwinęła się także problematyka i ujawniła potrzeba poszukiwania rozwiązań w zakresie poprawy skuteczności, efektywności i sprawności w obrębie fuzji i przejęć jako narzędzia sprzyjającego przekształceniom kapitałowemu, przyczyniającego się do zwiększenia poziomu korzyści (wzrostu i rozwoju) przekształcanych podmiotów oraz podnoszącego ogólny dobrostan państwa, gospodarki i społeczeństwa.

O ile zjawisko fuzji i przejęć jest znane od dawna w praktyce i szeroko opisane w literaturze przedmiotu, to problematyka tzw. *nieudanych aliansów* jest wciąż dalece nierozpoznana i wymagająca dalszych badań, zwłaszcza z uwagi na potrzebę identyfikacji przyczyn niepowodzeń fuzji i przejęć w warunkach zawodności rynku oraz potrzebę opracowania wskazań metodycznych poprawiających te procesy.

Dobrze się więc stało, że **Autor dostrzega ten problem (lukę badawczą) i podejmuje próbę** poszukiwania odpowiedzi na pytania związane z tym zjawiskiem, skupiając się na dwójnym celu: poznawczym i utylitarnym, uzasadniając podjęty wysiłek – z jednej strony, koniecznością rozwinięcia wiedzy dotyczącej przyczyn braku oczekiwanych wyników w następstwie fuzji i przejęć oraz spodziewanych korzyści dla przedsiębiorstw biorących udział w postępowaniu – z drugiej zaś, potrzebą opracowania wskazań (postulatów metodycznych) umożliwiających zbliżenie efektów, tak dla podmiotów i ich właścicieli, jak również wypełnienia oczekiwań odnośnie do dobrostanu, ze strony społeczeństwa i gospodarki. Stąd, **głównym zamiarem Autora rozprawy jest identyfikacja przyczyn niepowodzeń dokonywanych fuzji i przejęć w warunkach zawodności rynku**, ponad te, zidentyfikowane i rozpoznane dotąd i wynikające z niedostatku wiedzy i doświadczenia, a nieuwzględnione dotychczas przez praktyków i nieopisane przez teoretyków.

Na potrzeby osiągnięcia tak formułowanych zamiarów **sprecyzowano dodatkowo pięć celów cząstkowych** (s. 12 rozprawy). Są one sformułowane logicznie i wymuszają sposób postępowania (podejście) oraz strukturę (układ) rozprawy (o czym będzie mowa w dalszej części

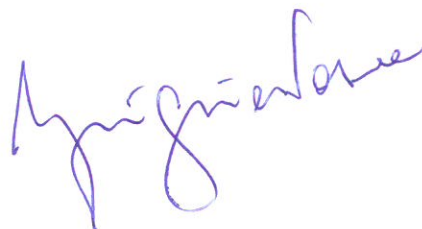


recenzji). Autor zakłada, że zarówno osiągnięcie celu głównego jak i celów cząstkowych umożliwi opracowanie wskazań odnośnie do zakresu wykorzystania instrumentarium wspierającego procesy przekształceń oraz posłuży wzmocnieniu mechanizmów konsolidacji w obrębie procesów fuzji i przejęć przedsiębiorstw oraz mitygujących zawodność (niedoskonałość, niesprawność) rynku kapitałowego.

Dodatkowo, aby przybliżyć się do sformułowanych celów i doprecyzować zakres peregrynacji, **Autor rozprawy zadał pięć pytań badawczych dotyczących zagadnień na poziomie makro- i mikro-gospodarki**. Zapisano je na s. 13 rozprawy. Uwzględniając treści pytań badawczych **sformułowano także pięć hipotez** (główną oraz cztery pomocnicze), których weryfikacja winna petryfikować założenia przyjęte w rozprawie (s. 13). **Takie podejście do uznaję za zasadne, zarówno z punktu widzenia uwzględnienia potrzeb teorii, jak i oczekiwań praktyki**.

Niezależnie od wątpliwości, jakie można formułować odnośnie do kompletności i komplementarności tak opracowanego zestawu celów rozprawy, pytań badawczych oraz hipotez, jako recenzent uważam, że **podjęte wyzwanie to niekoniunkturalne, odważne i - co istotne - zasadne podejście do rozważanego w rozprawie zagadnienia**, zwłaszcza z punktu widzenia oczekiwań praktyki. Przyjęte założenia rozprawy wskazują bowiem na potrzebę sformułowania paradygmatu, na którym winny opierać się działania przedsiębiorstw zaangażowanych w budowanie pozycji rynkowej, a ich adresatem jest realna gospodarka i otoczenie instytucjonalne. Ponadto, wywołany **problem jest oryginalnie ujęty i przedstawiony (rozwiązany)**, polegający na wieloaspektowym uwzględnieniu zagadnień należących do zjawiska fuzji i przejęć.

Co zaś się tyczy oceny merytorycznej rozprawy mgr. Łukasza Bogdańskiego, muszę to jeszcze raz wyraźnie podkreślić, to podjęty przez Doktoranta **temat ma znaczenie nie tylko utylitarne. Jest on ważny również z tego powodu, iż ustalenia z przeprowadzonych analiz pozwolą na przyjęcie nowej perspektywy, uwzględniającej instrumentarium (narzędzia) niewykorzystywane dotąd, co zasadniczo przesądza o dysertabilności podjętego przez Niego wyzwania**. Współczesna gospodarka wywołuje bowiem potrzebę identyfikowania czynników sprzyjających rozwojowi gospodarki w ogólności, a także przedsiębiorstw, które uczestniczą na rynku w warunkach zmieniającego się szeroko rozumianego otoczenia oraz wynikającego stąd przymusu definiowania wytycznych, w oparciu o które przychodzi im konkurować.



Struktura pracy oraz ocena zawartości rozdziałów rozprawy

Rozprawa ma charakter teoretyczno – empiryczny, a przyjęty układ pracy wykorzystuje klasyczną formułę (schemat) postępowania badawczego opartego na triadzie: teoria – empiria – wnioskowanie. Obejmuje ono definiowanie i eksplorację problemu badawczego oraz zagadnień z nim związanych, sformułowanie celu i hipotez wraz z eksplikacją, wyznaczeniem narzędzi badawczych, empirię oraz badania właściwe. Następnie, analizę i weryfikację uzyskanych wyników (hipotez), a w konsekwencji formułowanie postulatów i uzupełnień o charakterze wskazań metodycznych. Tym samym struktura pracy odpowiada trzem warstwom: teoretycznej, metodycznej (**nie metodologicznej, jak pisze Autor**) oraz empirycznej, w którą odpowiednio wpisano rozdziały 1-3, 4 oraz 5. Poprzedza je Wstęp i wieńczy Zakończenie.

Wszystkie części są względnie autonomiczne, to jest, mimo odrębności są ściśle ze sobą powiązane, a liczba rozdziałów pracy wynika wprost z podejścia do omawianych problemów. **Akcenty podkreślające znaczenie treści pracy są rozłożone właściwie, co wedle recenzenta oznacza, że przyjęte proporcje są odpowiednie.**

Jako całość rozprawa jest obszernym opracowaniem (liczy 281 stron), obejmującym szerokie i głębokie ujęcie omawianej problematyki. Pomieszczono w niej również bibliografię skompletowaną ze 192 polskojęzycznych publikacji zwartych, 46 artykułów oraz 28 innych źródeł (dokumenty organizacyjne, rozporządzenia i akty prawne, raporty z badań) a także spis³ tabel (18) i rysunków (11) oraz załącznik (1) zawierający wykaz nieudanych fuzji i przejęć przeprowadzonych w latach 2015 – 2021. **Tak uformowaną strukturę rozprawy uznają za prawidłową i odpowiadającą potrzebom i podjętym w pracy wyzwaniom.**

Rozdział 1.⁴ *Zawodność mechanizmu rynkowego w założeniach ekonomii dobrobytu*, uwzględnia przegląd koncepcji ekonomicznych z perspektywy rynku w kontekście jego zawodności. Sporo miejsca poświęcono tzw. *ekonomii dobrobytu*, przywołując zarówno teorie klasyczne (A. Smith, J. Mill), neoklasyczne (L. Walras, A. Marshall, J. Schumpeter, T. Veblen) oraz koncepcje bliższe szkołom współczesnym (J.M Keynes, F.A. Hayek), czy wreszcie teorie współczesne, rozwinięte o wątki socjologiczne i psychologiczne (G. Kanton) z uwzględnieniem tzw. *ekonomii behawioralnej* i składowe ekonomii międzynarodowej i globalnej. Autor

³ Umieszczone w pracy tabele oraz rysunki są omówione, co podkreślam, są wartościową konfirmacją zgłoszonych poglądów i czynią je wiarygodnymi oraz lokują je bliżej rzeczywistości organizacyjnej.

⁴ **Uwaga o charakterze edycyjnym.** Po tytule rozdziału w treści pojawia się tytuł podrozdziału – tak jest w każdym rozdziale. Zasadą jest, aby przestrzeń pomiędzy tytułem a podrozdziałem została wypełniona akapitem o charakterze wprowadzenia do rozdziału. W rozprawie tej zasady nie uwzględniono.

rozprawy czyni to roztropnie, starannie przywołując odpowiednie źródła literatury przedmiotu petryfikujące omawiane koncepcje i zgłaszane poglądy. Odrębnymi częściami tego rozdziału są rozważania dotyczące teorii ekonomii dobrobytu oraz mechanizmów w gospodarce otwartej w kontekście ich zawodności (niedoskonałości). Doktorant Łukasz Bogdański prowadzi narrację starannie, sięgając zarówno do dzieł i autorów uznawanych za historyczne (A. Smith, A. Marshall, V. Pareto, A. Pigou) jak również pozycje i przedstawicieli rozwijających teorie ekonomii w skali makro- i mikroanalizy gospodarki otwartej, poddając pod dyskusję znaczenie i rolę interwencji państwa w mechanizmy mające na celu stabilizowanie (umacnianie) dobrostanu gospodarczego i społecznego.

Rozważania **rozdziału 2.**, zatytułowanego *Zawodność rynku i jego⁵ rezultaty w warunkach gospodarki rynkowej w Polsce* poświęcono problematyce zawodności rynku i jej skutków w warunkach gospodarki rynkowej. Podobnie jak ma to miejsce w przypadku rozdziału 1., Autor opiera rozważania o bogatą literaturę przedmiotu, poddając analizie teorie zgłaszane przez badaczy reprezentujących rozmaite koncepcje odnośnie do mechanizmów gospodarki rynkowej (otwartej). Tym samym dokonuje On przeglądu szeregu teorii ekonomii, m.in. *ekonomii poddaży* oraz narzędzi jej towarzyszących, kształtujących ogólny poziom wzrostu gospodarczego.

Interesującą, bo trafną konstatacją wyrażoną przez Autora jest konkluzja, iż znaczącym faktorem burzącym dobrobyt państwa, jest luka (różnica) wynikająca z rzeczywistych potrzeb gospodarki i faktycznych realiów systemu politycznego państwa (s. 75), a stąd wynikająca zasadnicza trudność we wzajemnym dostrajaniu mechanizmów polityki i gospodarki obliczonych na długi horyzont czasowy (wymiar strategiczny). Dzieje się tak niezależnie od starań na poziomie mikro-gospodarki, rozumiejącej przymus dbania o optima częściowe użyteczności działań (maksymalizowanie efektów podmiotów) oraz obowiązku ich sumowania i przekładania na dobrobyt na poziomie ogólnym państwa (makrogospodarki), co powinno zagwarantować spójność społeczno-ekonomiczną. Wyrażona przez Autora rozprawy konkluzja jest wynikiem interpretacji myśli zgłaszanych przez badaczy (A. Smith, D. Ricardo, J. Mill, V. Pareto, A. Marshall, A. Pigou, P. Samuelson, K. Arrow).

Problem, który także zauważa Autor dotyczy fundamentalnych pytań o efektywność alokacji zasobów oraz sposób ich wykorzystywania, a także podział dóbr i usług pomiędzy składowe społeczeństwa. W odpowiedzi na te dylematy Autor zasadnie upatruje przyczyn

⁵ *Zawodność* to rzeczownik rodzaju żeńskiego. W tytule rozdziału zasadne jest więc użycie zaimka *jej*, a nie *jego*.

niepowodzeń w funkcjonowaniu sprawnych, efektywnych i skutecznych mechanizmów służących konstruowaniu dobrostanu społeczno-gospodarczego.

W dalszej części rozdziału Autor skupia się na nakreśleniu warunków towarzyszących przekształceniom kapitałowym przedsiębiorstw w Polsce, przyjmując, że każde państwo utrzymuje mechanizmy funkcjonowania gospodarki z uwzględnieniem reguł *Świętej Trójcy*, to jest pełni rolę *regulacyjną, redystrybucyjną i stabilizującą*, w które powinny być wpisane narzędzia zapewniające porządek determinujący jakość systemu funkcjonowania gospodarki, nie zaniebując przy tym reguł charakterystycznych dla wolności gospodarczej podmiotów. Oznacza to, chociaż Autor nie wyraża tego wprost, że w funkcjonowaniu państwa, gospodarki i społeczeństwa winno się dążyć do swoistego *status quo*, wynikającego *zasady przeciwstawnych strumieni*: strategia i polityka realizowane na poziomie makro- winny wychodzić naprzeciw potrzebom i oczekiwaniom podmiotów na poziomie mikro-, one same zaś, muszą swoimi działaniami wpisywać się w szeroko rozumiany program państwa zapewniający ogólny dobrobyt (rozwój i wzrost).

Wyznaczając makro- i mikroekonomiczny zakres porządkowania systemu państwa z zamiarem respektowania reguł funkcjonowania podmiotów gospodarczych, Autor kreśli równocześnie tło (kontekst), na który składa się szereg częściowych procesów towarzyszących funkcjonowaniu (przywracaniu) reguł wolnego rynku, objaśniając przy tym pojęcia z tym związane: *deregulacja, komunalizacja, komercjalizacja, restrukturyzacja*, akcentując równocześnie wielowymiarowość podejmowanych wysiłków (nie zawsze spójnych) na poziomie makro- i mikrosystemu, mających umożliwić dochodzenie gospodarki do poziomu państw rozwiniętych.

W zakończeniu rozdziału **Autor formułuje odważną konstatację, iż niezależnie od struktury własnościowej, podmioty poszukujące korzyści (wzrostu i rozwoju) wciąż dążą do konsolidacji zapewniającej wzrost konkurencyjności i maksymalizacji wartości rynkowej (czy są to jedyne cele?) na drodze zmian własnościowych i przepływu kapitału w drodze fuzji i przejęć.** Problemem otwartym pozostaje zaś pytanie jak to udanie (sprawnie, efektywnie, skutecznie) czynić?

Rozdział 3., zatytułowany *Fuzje i przejęcia przedsiębiorstw w warunkach zawodności rynku* to główna oś rozprawy. Obejmuje zapis wiedzy dotyczącej fuzji i przejęć i jest szczególną częścią pracy, na niej jest bowiem osadzona część empiryczna pracy, skumulowana w rozdziałach 4-5. Rozdział ten zawiera zarówno rys historyczny zagadnień związanych z kształtowaniem się systemu powiązań produkcyjnych, technologicznych, handlowych, finansowych i instytucjonalnych, jak i charakterystykę ogólnych zasad współczesnej polityki ekonomicznej,

także międzynarodowej i globalnej. Znaczną część rozdziału – dodam, zasadnie – poświęcono zagadnieniom kapitału oraz pojęciom jemu pokrewnych. Kapitał bowiem, jego strukturyzacja i sposób zarządzania ma kluczowe znaczenie dla podmiotów skupiających się na zamiarach przetrwania i adaptacji oraz rozwoju i wzrostu. Podobnie oceniam przydatność podrozdziału zawierającego zapisy odnośnie do celów i funkcji oraz funkcji i przejęć przedsiębiorstw. Ta część pracy (ss. 130-144) zawiera syntetyczny opis zagadnień związanych z formami, zadaniami i przesłankami dokonywanych fuzji i przejęć, i jest przydatna na potrzeby rozumienia i interpretacji ustaleń z badań opisanych w dalszej części rozprawy.

Rozdziały te (1-3) oceniam jako ważne wprowadzenie i istotną poznawczo część rozprawy, interesująco przedstawioną. Rozważania poparte są bogatą literaturą (liczną i wartościową), którą Doktorant umiejętnie w pracy wykorzystuje. W tym miejscu **poczuję się do milego obowiązku podkreślenia wysiłku nakierowanego na kwerendę literatury przedmiotu oraz trafną, z uwagi na merytoryczną zgodność i względną aktualność, jej selekcję⁶.** Rozdziały są semiautonomiczne, co oznacza, że mogą występować odrębnie, a równocześnie składają się w udaną całość.

Rozdział 4., nosi tytuł *Due Diligence⁷ jako metoda analizy procesów fuzji i przejęć przedsiębiorstw*. Z punktu widzenia zamiarów utylitarnych rozdział ten jest kluczowy dla dysertacji, obejmuje bowiem przegląd i objaśnienia metod użytecznych w procesie konsolidacji podmiotów i dedykowanych do potrzeb fuzji i przejęć (*analizę fundamentalną, obejmującą analizę makro-otoczenie, analizę sektorową, analizę sytuacyjną podmiotów, analizę finansową, wycenę przedsiębiorstwa*). Opisano tu syntetycznie także wybrane metody rozwinięte (kompleksowe), bliższe współczesnej rzeczywistości, m.in. *metodę benchmarking'u*, która w połączeniu z *metodą analizy fundamentalnej* wykorzystywana jest w ramach szerszych badań (audytu oraz jego rozmaitych form, zależnie od zakresu, celów oraz potrzeb) np. badań prowadzonych w oparciu o *metodę należytej staranności*. Innymi słowy, w rozdziale 4. Przybliżono aspekt metodyczny oraz jego składowe (metody jakościowe i ilościowe wykorzystywane w

⁶ Autor wprowadza niejednoznaczność zapisów odnośnie do imion autorów powoływanych pozycji literaturowych. Czyni to bowiem niekonsekwentnie, wybiórczo i przypadkowo, np. na s. 65. Zasadą jest bowiem, iż w przypadku powołania danego autora po raz pierwszy w tekście, winno podawać się jego pełne imię (imiona). W pracy Autor tego nie czyni.

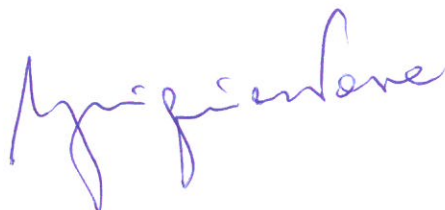
⁷ *Metoda Należytej Staranności* (ang *Due Diligence Method*) – Zasadą w każdym języku, w trosce o ochronę języka ojczystego, jest unikanie neologizmów wywodzących się z języków obcych. O ile w tzw. *kulturze korporacyjnej* tolerowane są rozmaite zwroty pochodzące z języków obcych – głównie z języka angielskiego, o tyle w języku naukowym nie jest to dopuszczalne. Zdecydowanie jestem przeciwny zamieszczaniu ich zwłaszcza w tytułach (prac, rozdziałów, podrozdziałów, itp.). Tym samym tytuł zapisany na s. 145 rozprawy oraz w spisie treści (s. 9) wraz ze wszelkimi konsekwencjami winien przyjąć następującą formę: *Metoda Najwyższej Staranności na potrzeby analizy procesów fuzji i przejęć przedsiębiorstw*.

procesie fuzji przejęć) w celu (głównie) mitygowania ryzyka niepowodzenia procesu. Narzędzia te (koncepty, filozofie, podejścia i metody), niezależnie od etapu przebiegu procesu – na co zwrócił uwagę Autor rozprawy – muszą spełniać wymóg należytej staranności, oznaczający pogłębioną analizę (weryfikację rozwiązań), której wyniki pozwolą na potwierdzenie, iż przyjęte scenariusze są zgodne z oczekiwaniami stron transakcji. *Metoda należytej staranności* zasługuje na uznanie również i z tego powodu, że obejmuje kompleksowo problem (szerzej, niż ma to miejsce w przypadku standardowych, jednokryterialnych metod oceniających proces z uwagi na wymogi formalne, także w odniesieniu do metod jakościowych). Wypada przy tym podkreślić, że obszarem objętym wykorzystywaniem metody (por. schemat działań na s. 165) jest nie tylko stan historyczny (przeszły), ale i teraźniejszość oraz możliwe (antycypowane) stany przyszłe. Mówiąc wprost, *metoda należytej staranności*, wymagająca wprawdzie od badacza rozległej wiedzy i doświadczenia, przemawia to za jej przydatnością w procesie fuzji i przejęć.

Na marginesie tych rozważań rodzi się pytanie: Jaki charakter – zdaniem Autora rozprawy – powinna posiadać rzeczona metoda: chronologiczny, czy logiczny? A w związku z tym, czy przybiera ona formę algorytmu, czy też elastycznego (sytuacyjnego) schematu działań. Rad bym poznać odpowiedź Doktoranta w trakcie przebiegu publicznej obrony.

W ramach konkluzji wynikających z rozważań prowadzonych w tej części rozprawy, Autor formułuje propozycje (postulaty metodyczne) odnośnie do usprawniania przebiegu procesu w oparciu o metodę należytej staranności z uwzględnieniem trzech etapów (etap przygotowawczy, etap transakcyjny, etap integracyjny), która zastosowana na potrzeby analizy i diagnozy dotąd przeprowadzonych nieudanych transakcji (por. rozdział 5.), umożliwi sformułowanie wniosków (propozycji rozwiązań) realizowanych, bądź planowanych transakcji. Takie podejście umożliwi - z jednej strony – rozbudowanie bazy informacyjnej gromadzącej wiedzę wynikającą z prowadzonych przebiegów doświadczeń (krzywa doświadczenia wtedy rośnie), z drugiej zaś - na skonstruowanie elastycznego systemu działań ograniczających ryzyko i niepewność⁸ co do skutków w oparciu o szerokie, zależne od sytuacji, wykorzystywanie narzędzi. Propozycje możliwych form i scenariuszy działań obliczonych na wybór ścieżki przekształceń oraz ocenę ich skutków pomieszczono na odpowiednio ss. 190-197 oraz s. 210 rozprawy.

⁸ **Jawi się tu pytanie do Doktoranta:** Jak należałoby interpretować pojęcia *ryzyko* i *niepewność* w przypadku nieudanych (udanych) fuzji i przejęć?



Rozdział 5., *Analiza zawodności rynku w świetle praktyki nieudanych fuzji i przejęć przedsiębiorstw w Polsce* jest kontynuacją zapisów uwzględnionych w rozdziale 4. W tej części pracy Autor konfrontuje założenia (rozwiązania, propozycje) sformułowane wcześniej, eksponując zbiór 118 przypadków fuzji i przejęć (lata 2015-2021), które nie doszły do skutku i jednoznacznie wskazują na symptom zawodności rynku (ss. 211-250). Zapisy tu pomieszczone są ważkie z punktu widzenia znaczenia ustaleń, jakie poczyniono w badaniach.

Badania przeprowadzono dwuetapowo: na etapie pierwszym, w celu ustalenia skali zjawiska, wyodrębniono z użyciem *metody należytej staranności*, przypadki nieudanych fuzji i przejęć z uwzględnieniem skonstruowanych *scenariuszy przekształceń* (pięciu ścieżek przekształceń). Następnie, na etapie drugim, w oparciu o kryteria: dostępności (sic!), użyteczności (przydatności), i wiarygodności (rzetelności) informacji, sięgnięto po 28 przypadków (24% całej próby) celem dalszego ich badania.⁹

Wnioskowanie jest słabszą stroną pracy. O ile Autor wszechstronnie, rzeczowo i rzetelnie poddaje analizie zebrany materiał, to w oparciu o ustalenia nie formułuje wniosków mogących posłużyć operacjonalizacji zjawiska. Innymi słowy, postuluje, co należy przedsięwziąć, lecz nie precyzuje, jak to należy czynić – brakuje wskazań o charakterze praktycznym. **Słowem, Autor wykazał się znacznym wysiłkiem diagnozującym stan rzeczy, nieprzekładającym się na praktykę organizacyjną, nie mniej, zebrany materiał ma znaczące walory poznawcze i może stanowić tło do dalszych badań.**

Potwierdzeniem dla tak sformułowanej oceny są treści pomieszczone w podrozdziale 5.2 *Praktyczne znaczenie przyczyn i skutków zawodności mechanizmów rynkowych w świetle nieudanych fuzji i przejęć*, gdzie Autor wnikliwie analizuje wyniki ustaleń z badań, poddając ocenie poszczególne przypadki (tabela 17, s. 230) niepowodzeń oraz ich skutki (tabela 18, s. 235). Moją ocenę łagodzą nieco treści podrozdziału 5.3 *Modelowanie czynników opisujących procesy fuzji i przejęć ograniczające wystąpienie przejawu zawodności rynku*, gdzie w oparciu o poczynioną analizę sformułowano zestaw postulatów o charakterze intencjonalnym, nazwanych przez Autora rozprawą *Zbiorem zasad* (10) wpisujących się w autorski *Model Należytej Staranności Procesów Fuzji i Przejęć*. Zawarto w nim również zestaw narzędzi, po które należy sięgać na potrzeby zwiększenia skuteczności, efektywności i sprawności w procesie konsolidacji.

⁹ Pytanie do Doktoranta: Kto w badaniach pełnił rolę eksperta decydującego o wyborze do dalszych badań konkretnych przypadków? Z treści wynika, że ekspertem był sam Autor co czyni, że badania mają charakter subiektywny. Proszę o odniesienie się do tej wątpliwości.



Sformułowany model obejmuje całościowo czynniki odpowiedzialne za powodzenie (niepowodzenie) procesu fuzji i przejęć. **Wartość modelu rośnie tym bardziej, iż jest on pochodną doświadczeń wyniesionych z praktyki organizacyjnej i chociaż jego implementacja nie przesądza o powodzeniu procesów, to z pewnością zwiększa szansę na udane fuzje i przejęcia.**

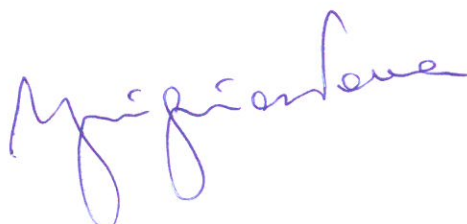
Ocena metod i postępowania badawczego

Pochodną ustaleń i wnioskowani są wieloaspektowe badania ilościowo – jakościowe procesów konsolidacji (fuzji i przejęć) przeprowadzonych przez Autora rozprawy w aspekcie *procesowym, ekonomiczno – finansowym, formalno – prawnym oraz behawioralnym* procesów fuzji i przejęć, a niewątpliwą zaletą rozprawy jest fakt, iż jej Autor odniósł się do sformułowanych zamierzeń (celów), odpowiedział na pytania badawcze oraz zweryfikował sprecyzowane hipotezy. W konsekwencji, **przyjęte postępowanie posłużyło opracowaniu autorskiego, teoretycznego Modelu Należytej Staranności Procesów Fuzji i Przejęć, który wspierany zestawem narzędzi wykorzystywanych w procesie, posłużyłby zwiększaniu skuteczności, efektywności i sprawności jego przebiegu i rezultatów.**

Jest to niewątpliwie *wartością dodaną* rozprawy i ważnym osiągnięciem ocenianym z praktycznego punktu widzenia, z zastrzeżeniem, że **nie może być (nie jest) to model uniwersalny**. Uwarunkowany jest bowiem czynnikami (wewnętrznymi i zewnętrznymi) konsolidowanych podmiotów, wynikającymi ze specyfiki funkcjonowania danego (konkretnego) przedsiębiorstwa (technicznymi, ekonomicznymi, organizacyjnymi, politycznymi, społecznymi...). Nie mniej, pomimo ograniczeń, **może on posłużyć jako uogólniony schemat do działań służących wyborowi ścieżki zmierzającej do integracji zbliżonej do oczekiwań stron transakcji.**¹⁰

Badania właściwe przeprowadzono w latach 2015 - 2021 (118 przypadków nieudanych fuzji i przejęć). Założenia do badań oraz ich szczegółowy przebieg opisano w rozdziałach 4 - 5 przeto nie wymagają one dodatkowego komentarza poza stwierdzeniem, że **przyjętą w rozprawie metodykę eksploracji problemu oraz uzyskanych wyników uznają za poprawną**. Za tak sformułowaną opinią przemawiają następujące uwagi:

¹⁰ Wypada przy tej okazji zwrócić uwagę, że pozytywny wizerunek pracodawcy nie jest celem – jest środkiem do celu, którym jest wysoka pozycja rynkowa, swoisty wyścig o miano pierwszego wśród równych (łac. *Primus inter Pares*) i należy go traktować jako wynik złożonych działań przekładających się na osiągnięcia ekonomiczne przedsiębiorstwa.



- (1) W rozprawie, na stronach 254 – 255 dokonano przeglądu szeregu rozmaitych metod badawczych, a w konsekwencji wykorzystano wszechstronną filozofię metody analizy jakościowo – ilościowej uwzględniającą tzw. *należyłą staranność*, obudowaną *teorią podejmowania decyzji*, tworząc tym samym kontekst służący badaniu procesów fuzji i przejęć;
- (2) O zasadności wykorzystanego podejścia przemawia dodatkowo jego *użyteczność* na potrzeby kompleksowego ujęcia przebiegu procesów fuzji i przejęć, a ponadto *służebność* wobec oczekiwań na poziomie makro- (gospodarki). Udana fuzje i przejęcia wzmacniają bowiem mechanizmy rynkowe i mitygują zawodność rynku oraz łagodzą ewentualne skutki niesprawności występujące w gospodarce otwartej;
- (3) Szczegółowym postępowanie objęto szereg przypadków (28), które umożliwiły wskazanie *ekonomii dobrobytu* jako najbardziej wszechstronnego podejścia do zagadnień dotyczących analizy mechanizmów rynkowych oraz na określenie trendu zmian w świetle doktryny *ekonomii podaży i dobrobytu* oraz identyfikację możliwych skutków, a także, na charakterystykę zasad dotyczących fuzji i przejęć (integracji przedsiębiorstw) w warunkach funkcjonowania rynku w gospodarce globalnej (otwartej);
- (4) Z punktu widzenia praktyki organizacyjnej wykorzystane postępowanie badawcze, a w szczególności zastosowana metodyka, pozwoliły na sprecyzowanie kilku wariantów scenariuszy adresowanych do potrzeb przekształceń podmiotów gospodarczych (*pięciu ścieżek przekształceń*) oraz na analizę i diagnozę przyczyn i skutków nieudanych fuzji i przejęć (*fuzje sensu stricto, inkorporacje, fuzje przyjacielskie, wrogie przejęcia kontroli oraz przejęcia kontroli*);

W aspekcie oceny stopnia realizacji przyjętych celów i założeń rozprawy, uznaję, że Autor sprostał zadaniu, formułując dziewięć grup wniosków (ogólnych i szczegółowych), ss. 251 – 253 wpisujących się w przyjęte ramy pracy. Szczegółowa zaś analiza przyczyn niepowodzeń fuzji i przejęć pozwoliła na weryfikację (potwierdzenie) hipotezy głównej i hipotez pomocniczych.¹¹ Tym samym, ustalenia z badań i sformułowane na ich podstawie wnioski uznaję za odważne, trafne (s. 255) i z całą pewnością wzmacniające przesłanki oraz potrzebę ich potwierdzenia w dalszych badaniach.

¹¹ *Nota bene*, potwierdzenie wszystkich hipotez może wskazywać, na fakt, iż zostały one sformułowane *a posteriori*. Jak pokazuje bowiem doświadczenie recenzenta, częstą regułą jest niepotwierdzenie którejs z hipotez, co wzmacnia rzetelność prowadzonych badań uzasadnia wiarygodność ustaleń oraz petryfikuje uczciwość naukową badacza.

Podzielając w tej mierze wyrażone przez Autora rozprawy poglądy, odpowiedzialnie stwierdzam, że **podjęta w pracy problematyka obejmuje istotne dylematy nauki i gospodarki**, bez rozwiązania których nie będzie możliwe zapewnienie sprawności, skuteczności i efektywności funkcjonowania rynku, a co za tym idzie, podniesienie poziomu ogólnego dobrobytu. Należy uzupełnić, że jest to zagadnienie złożone, a przez to trudne dla pojedynczego badacza, mierzącego się z tą materią. Stąd, podjęta przez mgr. Łukasza Bogdańskiego próba jest zamiarem zasługującym na uznanie, zwłaszcza z uwagi na wątpliwości, co do uzyskanych w wyniku badań rezultatów. Tym więcej próba ta zasługuje na uznanie bez przesądzania o wartości uzyskanych efektów. Niechaj o ich znaczeniu dla teorii i praktyki przesądzi czas, on jest bowiem najlepszym sędzią!

Lektura rozprawy utwierdza w przekonaniu, że **jest to opracowanie rzetelne, ugruntowane solidnymi badaniami i konstruktywnymi wnioskami**. Biorąc pod uwagę ostatnią konkluzję oraz oceny cząstkowe dotąd sformułowane, wyrażam pogląd, że **rozprawa jest oryginalnym opracowaniem i samodzielnie rozwiązany problemem badawczym** Doktoranta i – oceniając dzieło z tej perspektywy – **stanowi istotny wkład w rozwój w dziedzinę Ekonomii, dyscyplinę Ekonomia i Finanse**.

Konkluzje

Powyższą recenzję sporządzono, wykorzystując postępowanie zgodne z najlepszą intencją i doświadczeniem recenzenta. Wziąwszy pod uwagę wszelkie uwagi i opinie cząstkowe (także krytyczne) składające się na ocenę całościową stwierdzam, że praca mgr Łukasza Bogdańskiego spełnia w stopniu wystarczającym wymagania określone w artykule 16. Ustęp 2. Ustawy z dnia 14 marca 2003 roku, o stopniach naukowych i tytule naukowym oraz o stopniu i tytule naukowym w zakresie sztuki (Dz. U nr 65, poz. 595 z późn. zm.) oraz Rozporządzeniu Ministra Nauki i Szkolnictwa Wyższego z dnia 1 września 2011 roku w sprawie kryteriów oceny osiągnięć osoby ubiegającej się o nadanie stopnia doktora naukowego (Dz. U. Nr 196. poz. 1165).

Powyższe stwierdzenie oznacza, że **rozprawa może być poddana dalszemu procedowaniu i być przedmiotem publicznej obrony w dziedzinie ekonomii, dyscyplinie ekonomia i finanse**.

Wrocław, Cieplice Zdrój, 6 września 2023 roku

