

Recenzja

rozprawy doktorskiej mgr Michała Wierzbięty pt. „ Finansowe skutki fuzji i przejęć przedsiębiorstw w sektorze spożywcym” zrealizowanej pod kierunkiem naukowym dr hab. Iwony Kowalskiej , prof. SGGW w Warszawie.

1. Uwagi wstępne

Przedłożona do recenzji praca doktorska składa się ze wstępu, sześciu rozdziałów, zakończenia oraz stosownych spisów; literatury, tabel i rysunków. Treść pracy wraz ze spisami zawarta jest na 249 stronach, spis wykorzystanych źródeł zawiera 172 pozycje. Po wyłączeniu sprawozdań finansowych pozostaje 146 pozycji. Niezbyt liczna jest literatura zagraniczna. Rozdział 1 ma 13 stron, rozdział 2 ma 30 stron, rozdział 3 to 27 strony, objętość rozdziału czwartego to 22 strony, rozdziału piątego - najistotniejszego w strukturze pracy 69 stron, ostatni rozdział to 53 strony. Nie zostały zatem zachowane właściwe proporcje w prezentowanych treściach pracy.

We wstępie pokazana została struktura i zawartość merytoryczna poszczególnych rozdziałów.

Cel pracy, cele szczegółowe, hipotezy badawcze, metody badawcze oraz kryteria doboru podmiotów do badania zawarte zostały w rozdziale pierwszym, metodycznym. Cel główny pracy ” określenie finansowych skutków fuzji i przejęć przedsiębiorstw działających w sektorze spożywcym” został dobrze sformułowany. Brak jest hipotezy głównej pracy. Sformułowane zostały cztery hipotezy cząstkowe. Są one ogólnie sformułowane i stanowią swoisty przewodnik w formułowaniu treści krytycznej analizy literatury przedmiotu oraz prezentowania wyników badań własnych. Autor założył iż konsekwencją koncentracji są istotne zmiany w kondycji finansowej jednostek przejmujących, nie określił natomiast kierunku tych zmian (poprawa bądź pogorszenie wyników). Nie określił też, w których obszarach kondycji te zmiany nastąpią.

W drugiej hipotezie Doktorant zakłada, że transakcje fuzji i przejęć nie wpływają istotnie na poziom zadłużenia jednostek przejmujących. W praktyce często przejmowane są podmioty słabe, zadłużone co znajdzie wyraz w skonsolidowanym sprawozdaniu finansowym. Dodatkowo wiele transakcji fuzji i przejęć finansowana jest długiem. Trzecia hipoteza „spółki

przejmujące cechują się rosnącą rynkową wartością dodaną” nie nasuwa wątpliwości. Czwarta hipoteza cząstkowa „ źródło finansowania transakcji fuzji i przejęć zasadniczo różnicuje kondycję finansową spółki przejmującej w aspekcie jej płynności”. Ta hipoteza powinna być częścią ogólnej hipotezy pierwszej. Przy jej weryfikacji Doktorant powinien uwzględnić determinanty zmian kondycji finansowej, a jedną z nich jest dobór źródeł finansowania transakcji.

Zarówno sformułowane cele pracy jak i hipotezy oraz właściwa struktura pracy świadczą o relatywnie dobrze opanowanej metodyce pisania pracy naukowej.

2. Struktura i treść pracy

Przechodząc do oceny kształtu i treści recenzowanej rozprawy doktorskiej należy w pierwszej kolejności podkreślić znaczenie podjętego problemu, zarówno z punktu widzenia wypełnienia teoretycznej luki badawczej jak i praktyki gospodarczej. Bezdyskusyjna jest potrzeba badania skutków fuzji i przejęć w polskim przemyśle spożywczym. W warunkach globalizacji małe podmioty trudniej radzą sobie na konkurencyjnym rynku.

Praca składa się ze wstępu, sześciu rozdziałów i zakończenia.

Część teoretyczna pracy jest bardzo uboga. Obejmuje 30 stron (26-56). Brak jest w niej rozważań dotyczących due diligence oraz efektów synergii finansowej i operacyjnej, które znajdują odzwierciedlenie w kondycji finansowej przedsiębiorstwa.

W rozdziale drugim wyjaśniono problem koncentracji podmiotów gospodarczych na tle teorii finansów przedsiębiorstw, wyjaśniono istotę inkorporacji oraz fuzji i przejęć. W drugim punkcie rozdziału zaprezentowano proces łączenia się podmiotów. Ujęte zostały nie tylko fazy transakcji, ale i motywy fuzji i przejęć oraz formy płatności. Tekst tego punktu należało podzielić na trzy części i odrębnie omówić te problemy przy zachowaniu właściwych proporcji między punktami. Punkt trzeci pierwszego rozdziału powinien być zamieszczony na końcu rozdziału drugiego lub na początku rozdziału trzeciego, gdyż rozbija teoretyczne rozważania na temat fuzji i przejęć. Autor bezkrytycznie cytuje literaturę np. s.53 „Analiza płynności jest metodą pozwalającą ocenić wypłacalność przedsiębiorstwa”. Tymczasem wypłacalność jest pojęciem znacznie szerszym od płynności i oznacza zdolność do zwrotu długów w oparciu o posiadany majątek zaś płynność to zdolność do terminowego regulowania zobowiązań. Autor cytuje „,”oceniając płynność jednostki zobowiązania krótkoterminowe odnosi się do aktywów obrotowych, podczas gdy wskaźnik liczy się jako relację aktywów

obrotowych do zobowiązań bieżących. Zbyt ogólnie zaprezentowane zostały metody pomiaru skutków fuzji i przejęć.

W rozdziale trzecim Doktorant zaprezentował procesy koncentracji w sektorze spożywczym. W punkcie pierwszym Autor charakteryzuje przemysł spożywczy w oparciu o literaturę przedmiotu i dane GUS. Tytuł punktu jest dyskusyjny. Nie można utożsamiać sektora przemysłu spożywczego z rynkiem żywności. Nie ma rozważań na temat eksportu i importu żywności oraz o sieci dystrybucji stąd tytuł powinien brzmieć Przemysł spożywczy w Polsce, a nie rynek spożywczy. Treści punktu dwa „Perspektywy rozwoju przemysłu spożywczego” odnoszą się do rynku żywności, a nie do sektora. Autor zwraca uwagę na handel detaliczny żywności, funkcjonowanie na rynku spożywczym korporacji międzynarodowych oraz na eksport żywności. Tytuł punktu powinien dotyczyć rynku żywności, a nie sektora. W kolejnym punkcie rozdziału Autor scharakteryzował procesy konsolidacji spółek produkujących żywność. Autor zwraca uwagę na polskie doświadczenia wskazujące na wielkość podmiotu przejmowanego jako główną determinantę sukcesu oraz wskazuje na przewagę motywów operacyjnych nad finansowymi. Słabo prezentuje czynniki warunkujące sukces transakcji łączenia spółek. Koncentruje się natomiast na charakterystyce błędów popełnianych w procesie fuzji i przejęć. Są to. m.in. błędne szacunki przychodów, utrata części klientów, utrata wartościowego personelu, błędne szacunki kosztów, błędne projekcje wyników finansowych, niezbyt dobrze dopasowane metody szacunków synergii kosztów czy też rozłożenia w czasie finansowych efektów synergicznych. Można uznać, że sukces będzie tym większy im mniej będzie popełnionych wyszczególnionych błędów. W kolejnym punkcie rozdziału trzy Autor dokonał porównania wielkości fuzji i przejęć w przemyśle spożywczym z procesami łączenia się podmiotów w innych działach gospodarki.

Rozdział czwarty zawiera rozważania dotyczące charakterystyki badanych podmiotów gospodarczych. Wychodząc od zakresu działalności spółek Doktorant charakteryzuje spółki spożywcze wykorzystując ich wartość rynkową, relacje ceny do wartości księgowej i ceny do zysku. Trzeba zauważyć, że wartość rynkowa spółek wyrażona w mln zł nie posiada żadnej wartości informacyjnej. Dopiero jej relacja do wartości księgowej czy do zysku pozwala dokonać oceny wpływu fuzji i przejęć na postrzeganie spółek przez rynek kapitałowy. Oceniając strukturę majątkowo-kapitałową Autor podaje wartości bezwzględne zamiast strukturę aktywów i kapitałów w procentach. Wartości bezwzględne powinny znaleźć się w załączniku. Tytuł punktu 4.4 „Poziom i struktura wyniku finansowego” jest mocno dyskusyjny. Brak jest w tabelach wartości wyniku i struktury jego tworzenia na poszczególnych poziomach rachunku zysków i strat (podstawowym, operacyjnym, finansowym i wstępnego podziału

wyniku finansowego). Podana jest natomiast wartość przychodów ze sprzedaży oraz rentowność sprzedaży i rentowność netto przychodów ze sprzedaży. Rentowność nie prezentuje struktury wyniku finansowego.

Rozdział piąty zawiera wyniki badań empirycznych mające na celu weryfikację zawartych w rozdziale pierwszym hipotez badawczych. Do oceny wpływu fuzji i przejęć Doktorant zastosował kilkanaście relacji ekonomicznych wykorzystywanych do oceny kondycji finansowej przedsiębiorstw. Dyskusyjne jest w tym wykorzystywanie bezwzględnych wartości do oceny, które skorelowane są z poziomem aktywności gospodarczej wyrażonej przychodami ze sprzedaży. Przykładowo Autor ocenia wpływ fuzji i przejęć na poziom kapitału obrotowego netto, którego wartość zależy od polityki finansowej przedsiębiorstwa, a nie od fuzji. Sensowniej byłoby ustalić relację kapitału obrotowego netto do aktywów obrotowych bądź do przychodów ze sprzedaży. Zmiana poziomu kapitału obrotowego czy cykli zapasów, należności i zobowiązań krótkoterminowych zależy od wielkości przychodów. I tak obserwacja zmian przychodów zamieszczonych w tabeli 24 pokazuje, że przychody w wielu spółkach uległy zasadniczym zmianom. Średnio przychody wzrosły w badanym okresie o 64%. W spółce Atlanta wzrosły 2-krotnie w badanym okresie w spółce Colian 3-krotnie, w spółce Graal 5,6-krotnie, w spółce Makarony 3-krotnie w spółce Pamapol 4-krotnie. W niektórych spółkach wystąpił spadek przychodów np. w spółce Wilbo 5-krotnie. Znaczny wzrost przychodów, a równocześnie zapasów i należności bez zmiany polityki finansowej wyrażonej cyklami pociągał za sobą zmiany w poziomie kapitału obrotowym netto. Fuzje i przejęcia wpłynęły natomiast na poziom przychodów.

Niejasne jest jak został obliczony wskaźnik marży netto oraz marży EBITDA. Autor pisze, że EBITDA jest ustalona bez amortyzacji (s.141) co oznaczało by, że jest to relacja zysku operacyjnego do przychodów ze sprzedaży czyli rentowność operacyjna, a nie marża EBITDA. Na stronie 20 w zestawieniu wskaźników wykorzystywanych do oceny skutków finansowych fuzji i przejęć marża EBITDA jest zapisana klasycznie. Jest to relacja EBITDA do przychodów ze sprzedaży. Jednak Autor pisze, że dodatnia marża EBITDA nie powinna być utożsamiana bezpośrednio z rentownością tylko ze zdolnością do generowania gotówki z działalności operacyjnej. Jest to niejasne, gdyż gotówka operacyjna to suma zysku netto skorygowanego o wyniki operacji nie związanych z działalnością operacyjną, amortyzacji i zmian w zapotrzebowaniu na kapitał obrotowy netto. Podobnie spreczne treści dotyczą marży zysku netto. Na s.136 Autor pisze, że jest to udział zysku netto w wartości przychodów z działalności operacyjnej zaś na s.140 pisze że wskaźnik marży netto uwzględnia koszty związane z finansowaniem zewnętrznym. Zysk netto jest wynikiem końcowym obejmującym wszystkie

koszty i wszystkie przychody więc odniesienie go do przychodów operacyjnych jest co najmniej dyskusyjne. Zysk netto należy odnieść do sumy przychodów z działalności podstawowej, pozostałych przychodów operacyjnych i przychodów finansowych, gdyż zysk netto jest skutkiem ich łącznej wartości.

Dyskusyjny jest zapis cykli zapasów, należności i zobowiązań krótkoterminowych. Zapasy i zobowiązania wyrażone są dniami kosztów działalności operacyjnej, a należności dniami przychodów ze sprzedaży. Przy takim zapisie nie powinno się ich dodawać i odejmować gdyż mają różne podstawy odniesienia. W rozdziale piątym Doktorant dokonał dodatkowo analizy poziomu zadłużenia i zdolności spółki do obsługi długu opartego na EBITDA. W kolejnym punkcie tego rozdziału dokonał analizy zmian wartości MVA pod wpływem koncentracji. W obydwu analizach wykazał się poprawnością wnioskowania.

Rozważania zawarte **w rozdziale szóstym** poprzedzone są tekstem bez nazwy stanowiącym wstęp, podczas gdy w poprzednich rozdziałach nie ma wstępów. Treści zawarte w rozdziale szóstym oparte są na pojedynczych transakcjach dotyczących źródeł finansowania transakcji. Te pojedyncze przypadki nie uprawniają do wnioskowania dotyczącego wpływu sposobu finansowania na wyniki i płynność finansową spółek. Dodatkowo sposób finansowania fuzji i przejęć oraz koszty pozyskania kapitału wpływają na wyniki finansowe podmiotów gospodarczych, które scharakteryzowane są w rozdziale piątym.

Tytuł punktu 6.1. jest dyskusyjny. Zaprezentowana w tym punkcie transakcja została sfinansowana akcjami wyemitowanymi przez podmiot przejmujący. Majątek spółek przejętych został przeniesiony na Zakłady Tłuszczowe „Kruszwica” S.A. a właściciele spółek przejętych otrzymali płatność akcjami wyemitowanymi przez podmiot przejmujący (s.180) stając się jego współwłaścicielem. Nie jest to więc transakcja wymiany akcji (akcje krzyżowe) lecz płatność akcjami. Zmiany relacji ekonomicznych przyjętych do oceny kondycji finansowej nastąpiły w wyniku zmian na rynku. Brak jest w tekście podsumowania w jakim stopniu rynek, ceny surowców, ceny wyrobów gotowych wpłynęły na wyniki, a w jakim stopniu przejęcie spółek o gorszej kondycji finansowej niż kondycja podmiotu przejmującego. Zdanie podsumowujące ten sposób finansowania umieszczone jest w punkcie 6.3. na s.226. W punkcie 6.2. Autor podjął próbę oceny wpływu finansowania transakcji przejęcia mieszanymi źródłami finansowania na kondycję finansową podmiotu przejmującego. Opis transakcji i sposobu finansowania jest interesujący, brak jest jednak syntezy przeprowadzonych dociekań. Jest ona umieszczona w punkcie 6.3. Autor wskazuje na efekty synergii operacyjnej poprawiającej wyniki finansowe. Źródła finansowania mają w tym przypadku mniejsze znaczenie. W kolejnym punkcie rozdziału zaprezentowany przykład wskazuje na finansowanie transakcji posiadaną gotówką

co przełożyło się na pogorszenie wskaźników płynności finansowej, spadek rentowności i sprawności działania. O ile pogorszenie wskaźników płynności może mieć związek ze sposobem finansowania transakcji to pogorszenie rentowności i sprawności działania nie wynika ze sposobu finansowania transakcji, a jest wynikiem przejęcia firmy o marnej kondycji finansowej (bankruta).

Reasumując trzeba podkreślić, że chociaż część teoretyczna pracy jest uboga to Doktorant wykazał się umiejętnością prowadzenia dyskusyjnej i krytycznej analizy literatury. Cenne są w tym własne przemyślenia i uogólnienia Doktoranta. Część metodyczno-empiryczna jest samodzielnym przedsięwzięciem badawczym uzasadniającym pozytywną ocenę rozprawy.

W zakończeniu pracy zaprezentowane zostały wnioski będące wynikiem krytycznej analizy literatury przedmiotu oraz własnych badań empirycznych. Doktorant w pełni zrealizował cel pracy oraz zweryfikował hipotezy badawcze.

3. Dobór metody badawczej

W pracy zastosowano adekwatną do celu badań metodę.

4. Wyniki badań i dyskusyjne wątki pracy

Reasumując trzeba podkreślić, że całościowa ocena pracy mimo wielu uwag wypada dobrze. Część teoretyczna stanowi wartościowe studium badawcze w zakresie fuzji i przejęć. Doktorant wykorzystał dobrze dobraną aczkolwiek ubogą literaturę przedmiotu. Część empiryczna zawiera wyniki własnych badań Doktoranta wraz z dobrym podsumowaniem pracy. Zawartość tej części pracy wzbogaca dotychczasową wiedzę o fuzjach i przejęciach, która może być wykorzystana do usprawniania procesów w tym obszarze.

Do osiągnięć Autora rozprawy niewątpliwie należy zaliczyć:

- trafny wybór problemu rozprawy. Przeprowadzone badania dotyczące fuzji i przejęć przedsiębiorstw w przemyśle spożywczym wzbogacają teorię oraz odpowiadają na potrzeby praktyki gospodarczej,
- wyraźnie sformułowany cel pracy i hipotezy badawcze świadczące o umiejętności formułowania i rozwiązywania problemów naukowych.
- wykorzystanie krytycznej analizy literatury przedmiotu do tworzenia własnych rozwiązań,
- trafny wybór metod badawczych,

- praktyczne wyniki badań – wskazują one, że przedsiębiorstwa mogą rozwijać się szybciej i umacniać swoją pozycję na rynku poprzez fuzje i przejęcia. Procesy te wzmacniają pozycję konkurencyjną podmiotów przejmujących.

Niedociągnięcia

W każdej pracy badawczej zdarzają się pewne niedociągnięcia, co świadczy o tym, że problem jest ważny, dyskusyjny i wymaga wielostronnego oglądu. Zbyt uboga jest teoretyczna część pracy. Brakuje rozważań na temat synergii operacyjnej i finansowej. Powinny być omówione efekty synergii operacyjnej wyrażające się w skutkach skali w dziedzinie zaopatrzenia, badań i rozwoju, produkcji i technologii, korzyściach w sferze dystrybucji, tworzenia oferty rynkowej, wzrostu potencjału rynkowego. Stosownie do tematu pracy w części teoretycznej powinny znaleźć się rozważania poświęcone efektom synergii finansowej wyrażającej się w obniżeniu kosztu kapitału, gdyż fuzje dają możliwość skutecznego negocjowania i w konsekwencji zmniejszenia oprocentowania. Należało chociaż krótko zaprezentować efekty podatkowe, dywersyfikacji i redukcji ryzyka finansowego, wspólnego zarządzania gotówką, zwiększenia możliwości korzystania z kapitałów zewnętrznych w wyniku wzrostu wartości zastawczej połączonych aktywów.

Zauważyć należy brak precyzji słowa. Przykładowo Autor używa zamiennie jako synonimów majątek obrotowy, środki obrotowe, aktywa obrotowe, aktywa bieżące. Tymczasem majątek obrotowy (UoR z 1994 roku) nie zawierał rozliczeń międzyokresowych, a należności były wyceniane według wartości brutto bez odliczenia odpisów korygujących. Aktywa obrotowe obejmują rozliczenia międzyokresowe, a należności wycenione są według wartości netto. Aktywa bieżące to aktywa obrotowe skorygowane o należności krótkoterminowe wymagalne w okresie powyżej 12 miesięcy. Wskaźnik przyspieszonej płynności to relacja sumy należności i inwestycji krótkoterminowych do zobowiązań krótkoterminowych nie zaś środków pieniężnych do zobowiązań krótkoterminowych jak to ujął Doktorant.

W interpretacji wskaźników wykorzystywanych do oceny kondycji finansowej zdarzają się ujęcia nie odpowiadające zapisowi tych wskaźników w rozdziale pierwszym w metodologii badań. Przykładowo na s.140 doktorant pisze „ marża EBITDA- wskaźnik ten zdefiniowany jako relacja zysku operacyjnego, po wyłączeniu amortyzacji do przychodów ze sprzedaży pozwala ocenić efektywność sprzedaży bez uwzględniania wpływu struktury aktywów, źródeł finansowania czy wyników działalności pozaoperacyjnej w tym finansowej. s.141. Doktorant pisze, że EBITDA nie obejmuje amortyzacji, która w przypadku podmiotów produkcyjnych

może stanowić znaczący składnik kosztów, w konsekwencji dodatnia marża nie powinna być utożsamiana bezpośrednio z rentownością tylko ze zdolnością do generowania gotówki z działalności operacyjnej. Na stronie 20 EBITDA jest zapisana klasycznie jako suma zysku operacyjnego i amortyzacji. Interpretacja wskaźnika podwyższonej płynności (poprawna nazwa to wskaźnik środków pieniężnych) jest błędna. Doktorant pisze, że wskaźnik określa stopień pokrycia zobowiązań krótkoterminowych gotówką operacyjną. Nie można utożsamiać środków pieniężnych i ich ekwiwalentów zaczerpniętych z bilansu z gotówką operacyjną z rachunku przepływów pieniężnych.

Na s. 172 Autor pisze że realizowane transakcje przejęcia prowadzą do wzrostu kosztów obsługi długu w pierwszym okresie. Nie można wysnuć takiego wniosku na podstawie relacji EBITDA do kosztów finansowych. Interpretacja tej relacji powinna nastąpić dopiero po omówieniu źródeł finansowania transakcji. Z danych tabeli 78 wynika, że transakcje fuzji i przejęć były finansowane w większości przypadków kapitałem własnym i zgromadzoną gotówką co Autor podkreśla na s.179.

Błędy techniczne

- Niepoprawna nazwa Warszawska Giełda Papierów Wartościowych, powinno być Giełda Papierów Wartościowych w Warszawie S.A. np. s. 78, s.133, s.215.
- Spółki notowane na GPW. Spółki mogą być notowane są na rynku giełdowym podstawowym równoległym, alternatywnym, nie zaś na Spółce GPW.
- Literatura w cytowaniach nie jest ujęta jednolicie, część tytułów zapisano kursywą, inne nie, przy cytowaniu artykułów z czasopism raz podano rok wydania i numer czasopisma, innym razem odwrotnie. Ten sam błąd powielono w spisie literatury.
- Błędnie zapisane nazwy czasopism - nazwy własne pisze się dużymi literami np. Przegląd Organizacji, Zeszyty Naukowe, Prace Naukowe, itp. a nie małymi.
- Błędy w zapisie wskaźników np. tabela 95, 98 zamiast 0,82 rotacja aktywów jest zapisana 82,8 rotacja 0,82 oznacza że 1 zł zaangażowany w aktywów generuje 0,82 grosze przychodów, zamiast 1,38 mnożnik kapitału własnego jest zapisany 138,6. Jest to krotność wyrażająca ile razy pasywa są wyższe od kapitału własnego.

Uwypuklone niedociągnięcia mają na celu poprawę warsztatu naukowego Doktoranta, nie zaś umniejszanie wartości jego badań empirycznych.

5. Ocena końcowa pracy

Analiza treści recenzowanej rozprawy doktorskiej pozwala stwierdzić, że:

- rozprawa dotyczy ważnego zagadnienia naukowego i praktycznego,
- wykorzystano właściwe do rozwiązywanego problemu metody badawcze,
- Doktorant zrealizował przyjęty w pracy cel oraz zweryfikował postawione w niej hipotezy badawcze. Wykazał się przy tym umiejętnością rozwiązywania problemów naukowych i przygotowaniem do samodzielnego prowadzenia badań w zakresie nauk ekonomicznych.

Zgodnie z obowiązującą Ustawą o stopniach naukowych i tytule naukowym stwierdzam, że recenzowana rozprawa doktorska mgr Michała Wierzbięty pt. „Finansowe skutki fuzji i przejęć przedsiębiorstw w sektorze spożywczym” spełnia wymogi określone w Ustawie i przedkładam wniosek o dopuszczenie do publicznej obrony zawartych w pracy tez.

Małgo Sierpińska