

Łódź, dnia 21 maja 2022 r.

Dr hab. Natasza Duraj, prof. UŁ
Uniwersytet Łódzki
Wydział Ekonomiczno-Socjologiczny
Katedra Analizy i Strategii Przedsiębiorstwa
ul. Rewolucji 1905 r. nr 37
90-214 Łódź

Recenzja rozprawy doktorskiej

Pana mgr Michała Wierzbęty

**pt. „Finansowe skutki fuzji i przejęć przedsiębiorstw w sektorze spożywczym”,
napisanej pod kierunkiem naukowym dr hab. Iwony Kowalskiej, prof. SGGW
oraz dr Marzeny Ganc – promotora pomocniczego**

**w Instytucie Ekonomii i Finansów Szkoły Głównej Gospodarstwa Wiejskiego
w Warszawie**

W związku z powołaniem mnie przez Radę Dyscypliny Ekonomia i Finanse Szkoły Głównej Gospodarstwa Wiejskiego w Warszawie Uchwałą z dnia 26 kwietnia 2022 r. na recenzenta w przewodzie doktorskim Pana mgr Michała Wierzbęty, który złożył rozprawę zatytułowaną „Finansowe skutki fuzji i przejęć przedsiębiorstw w sektorze spożywczym”, przedkładam poniżej jej ocenę.

Uwagi ogólne

Podjęta przez Pana mgr Michała Wierzbęty problematyka dotycząca efektywności fuzji i przejęć przedsiębiorstw działających w sektorze spożywczym jest ważna i aktualna, zaś wyniki przeprowadzonych przez Doktoranta badań stanowią istotny wkład do dorobku dyscypliny ekonomia i finanse. Ocena recenzowanej przeze mnie rozprawy doktorskiej jest jednoznacznie pozytywna.



Fuzje i przejęcia są transakcjami, które przeprowadzają przedsiębiorstwa celem osiągnięcia określonych zamierzeń strategicznych i finansowych. Mają one wpływ na wiele aspektów ich działalności gospodarczej, a szczególności odzwierciedlają się one w wynikach finansowych, osiągniętych przez przedsiębiorstwa.

Za główny cel rozprawy przyjęto określenie finansowych skutków fuzji i przejęć przedsiębiorstw sektora spożywczego. Taki dobór tematyki pracy uważam za trafny, aktualny i ważny zarówno dla nauki, jak i praktyki gospodarczej. Doktorant słusznie podkreślił, że: *Spółki publiczne z branży spożywczej wykazują się największą po branży budowlanej i informatycznej aktywnością w zakresie fuzji i przejęć* (s. 10). Tytuł rozprawy uważam za właściwy – dobrze odzwierciedla on zakreślony obszar badawczy oraz zawartość pracy. Wywody, ujęte w rozprawie, są logiczne, a odwołania do licznych źródeł w pełni popierają przeprowadzoną analizę i sformułowane przez Doktoranta wnioski.

Wysoko oceniam badania przeprowadzone przez Pana mgr Michała Wierzbietę, a w szczególności podkreślić chciałam takie walory Jego rozprawy, jak:

- 1) zawarcie w niej wyników badań, obejmujących ocenę wpływu transakcji fuzji i przejęć na poziom zadłużenia przedsiębiorstw przejmujących, a także na ich rynkową wartość dodaną,
- 2) dowiedzenie, iż zarówno w przypadku transakcji sfinansowanej kapitałem własnym, jak i transakcji zrealizowanej za pomocą mieszanych form finansowania, w okresie po przeprowadzonej transakcji miały miejsce pozytywne zmiany w sferze płynności przedsiębiorstwa przejmującego.

W mojej opinii Doktorant w swej rozprawie udzielił odpowiedzi na pytanie, dotyczące wpływu transakcji fuzji i przejęć na wyniki finansowe spółek sektora spożywczego.

Ocena merytoryczna

Ocena merytoryczna recenzowanej przede mnie pracy jest jednoznacznie pozytywna. W rozdziale pierwszym rozprawy sformułowany został (w pełni zasadnie) problem badawczy, pięć celów szczegółowych oraz cztery hipotezy badawcze. W mojej opinii zarówno cele szczegółowe, jak i hipotezy badawcze, zostały sformułowane w sposób trafny.

Cel pracy został zrealizowany za pomocą krytycznej analizy literatury przedmiotu oraz wielowymiarowej analizy danych, dotyczących transakcji fuzji i przejęć, przeprowadzonych w latach 2005-2015. Doktorant słusznie uczynił sektor przemysłu spożywczego przedmiotem swojej rozprawy. Zostało to podkreślone we wstępie pracy (s. 9): *Przemysł spożywczy jest największym sektorem produkcji w Unii Europejskiej pod względem miejsc pracy i wartości dodanej. Przetwórstwo spożywcze w Polsce jest jednym z najważniejszych i najbardziej dynamicznie rozwijających się działów krajowej gospodarki.*

Pan mgr Michał Wierzbęta w sposób wyczerpujący opisał procesy koncentracji w polskim sektorze spożywczym. W tym celu zaprezentował on szeroko zakrojoną analizę rynku spożywczego w Polsce, wykorzystując do tego informacje, dotyczące wartości produkcji sprzedanej artykułów spożywczych i napojów, udziału poszczególnych grup wyrobów w wartości produkcji sprzedanej wyrobów przemysłu spożywczego, a także porównując produkcję artykułów spożywczych i napojów pod względem wartości produkcji sprzedanej i udziału małych i średnich przedsiębiorstw. Cennym materiałem poglądowym, zawartym w rozprawie, jest zestawienie danych makroekonomicznych sektora spożywczego w Polsce z wykorzystaniem takich wskaźników, jak wskaźnik rentowności obrotu brutto i netto, stopa zwrotu z kapitału własnego, stopa zwrotu z aktywów oraz stopa zadłużenia (s. 61-62). Zestawione dane makroekonomiczne pozwalają także porównać przychody z całokształtu działalności spółek tego sektora, kosztów uzyskania przychodów, wyniku finansowego brutto, kapitału pracującego, jak również ocenić strukturę ich aktywów, wartość kapitałów własnych oraz ich zobowiązania, w tym zobowiązania długoterminowe.

Cenna konkluzja umieszczona została w części rozprawy, zatytułowanej „Podsumowanie i wnioski” (s. 229): *Transakcje fuzji i przejęć stanowią złożone wieloetapowe procesy, których powodzenie zależy nie tylko od przedsiębiorstw przejmujących, ale również od otoczenia rynkowego, które zwłaszcza w dłuższym okresie może wpływać na kondycję finansową przedsiębiorstw.*

Bardzo trafnie zaproponowane zostały kierunki dalszych analiz nad podjętym przez Doktoranta tematem badawczym, a w szczególności znaczenie sytuacji geopolitycznej dla strategii rozwoju przez przejęcia, jak również znaczenia różnic w kulturze organizacyjnej dla powodzenia transakcji fuzji i przejęć (s. 230).



Ocena oryginalności badań i samodzielnego prowadzenia pracy naukowej

Dobór obiektów badawczych został zaprezentowany w sposób wyczerpujący. Badania przeprowadzone zostały na podstawie danych, pochodzących z bazy *Emerging Markets Information Service*, a okres analizy stanowi okres od 2005-2015 r. Wynikało to z potrzeby objęcia badaniem możliwie największej liczby przeprowadzonych transakcji. Ponadto Doktorant wykorzystał bogate informacje, zawarte w rocznych i śródrocznych sprawozdaniach finansowych spółek przejmujących oraz dane, pochodzące z roczników statystycznych GUS i roczników giełdowych GPW w Warszawie.

Badanie statystyczne nad grupą przedsiębiorstw kwalifikowanych do sektora spożywczego zostało przeprowadzone – jak wyżej zostało wspomniane – na podstawie transakcji przeprowadzonych w latach 2005-2015, a ich skutki zostały ocenione za pomocą analizy danych finansowych w okresie 3 lat przed transakcją i 3 lata po zrealizowanej transakcji.

Za szczególnie cenne i oryginalne uznaję:

- 1) część rozprawy, obejmującą ocenę wpływu transakcji fuzji i przejęcia na wartość rynkową spółek przejmujących (s. 172-176),
- 2) część pracy, zawierającą analizę transakcji z wykorzystaniem mieszanych form finansowania i jej konsekwencji finansowo-ekonomicznych dla podmiotu przejmującego (s. 193-214).

Za oryginalną i cenną część recenzowanej rozprawy doktorskiej uważam także rozważania, dotyczące perspektyw rozwoju przemysłu spożywczego w Polsce. Doktorant trafnie stwierdził, iż na polskim rynku obserwowane są dwie tendencje – z jednej strony zwiększająca się liczba korporacji handlowych, działających na rynku sprzedaży żywności i artykułów codziennego użytku, a z drugiej – rosnąca skala działalności sieci dyskontowych. Trafna obserwacja dotyczy także takich aspektów rozwoju polskiego rynku spożywczego, jak wzrost zainteresowania konsumentów żywnością wysokiej jakości i żywnością produkowaną z wykorzystaniem tradycyjnych technologii, często z zachowaniem regionalnych receptur. Przyszłość polskiego rynku spożywczego Doktorant widzi także w rozwoju eksportu polskich produktów spożywczych, a także w upowszechnieniu i szerokiemu wdrożeniu koncepcji biogospodarki, opierającej się na rozwoju nauki i technologii, co umożliwiłoby rozwój nie

tylko polskiego rolnictwa, ale także innych sektorów gospodarki, bazujących na surowcach i produktach pochodzenia biologicznego.

Ocena poprawności konstrukcji rozprawy oraz jej zawartości

Rozprawa składa się ze wstępu, sześciu rozdziałów, części zawierającej podsumowanie i wnioski (stanowiące zakończenie) oraz bibliografii. Jej strukturę uzupełniają takie części pracy, jak streszczenie, wykaz tabel oraz wykaz rysunków.

W rozdziale pierwszym, zatytułowanym „Założenia metodologiczne”, zaprezentowano problem badawczy, cele i hipotezy badawcze. Następnie opisane zostały metody badań z uwzględnieniem takich zagadnień, jak dobór obiektów badawczych, źródła materiałów wykorzystane do przeprowadzonych badań oraz metody przetwarzania i prezentacji danych.

W rozdziale drugim pt. „Pojęcie fuzji i przejęć w świetle literatury zagadnienia i teorii finansów” ujęto rozważania, odnoszące się do problematyki koncentracji w teorii finansów przedsiębiorstw oraz omówiono zagadnienia, dotyczące procesów łączenia się organizacji. Ponadto rozdział drugi zawiera opis fuzji i przejęć w Polsce oraz metod pomiaru ich skutków z wyszczególnieniem finansowych mierników powodzenia tych transakcji oraz narzędzi pomiaru ich skutków ekonomicznych.

W rozdziale trzecim, zatytułowanym „Procesy koncentracji w sektorze spożywczym”, ujęto kompleksową analizę rynku spożywczego w Polsce oraz perspektyw jego rozwoju. Ponadto zawarto w nim szeroko zakrojone badania nad problematyką fuzji i przejęć na rynku spożywczym z wyszczególnieniem ich celów i motywów oraz determinant sukcesu transakcji łączenia spółek, prowadzących działalność gospodarczą w sektorze spożywczym. Rozdział trzeci zawiera także rozważania, dotyczące procesów koncentracji na rynku spożywczym w kontekście fuzji i przejęć w innych działach gospodarki.

Rozdział czwarty pt. „Charakterystyka badanych przedsiębiorstw” zawiera opis działalności gospodarczej i form prawno-organizacyjnych przedsiębiorstw przejmujących. Doktorant ujął w nim także analizę rodzajów transakcji fuzji i przejęć przedsiębiorstw spożywczych, a następnie przystąpił do analizy majątkowo-kapitałowej badanych przedsiębiorstw oraz poziomu i struktury ich wyników finansowych.

Rozdział piąty, zatytułowany „Finansowe skutki koncentracji w sektorze spożywczym”, zawiera kompleksową analizę problematyki fuzji i przejęć w kontekście oceny

płynności finansowej, rentowności i sprawności gospodarowania spółek przejmujących. Przeprowadzona została także analiza koncentracji w odniesieniu do badania poziomu i kosztu zadłużenia. Rozdział ten zawiera również obszerny opis wpływu transakcji fuzji i przejęć na wartość rynkową spółek przejmujących.

Ostatni, szósty rozdział rozprawy, zatytułowany „Sposób finansowania transakcji fuzji i przejęcia a wyniki finansowo-ekonomiczne – *case study*”, stanowi bardzo cenną część pracy. Zawarto w nim opis transakcji przeprowadzonej na zasadzie wymiany akcji oraz transakcji z wykorzystaniem mieszanych form finansowania. Prezentacja transakcji została opatrzona skrupulatnym opisem ich konsekwencji finansowo-ekonomicznych podmiotu przejmującego. W rozdziale tym zawarto także analizę koncentracji finansowanej ze środków własnych spółki przejmującej wraz z opisem jej konsekwencji finansowych.

Rozprawę wieńczy zakończenie, w którym zawarto podsumowanie i najważniejsze wnioski, płynące z przeprowadzonych badań. Do najistotniejszych z nich zaliczam wskazanie, że:

- 1) w okresie trzech lat po przeprowadzonej transakcji rentowność podmiotów przejmujących, liczona miernikami ROA i ROE, była niższa niż przed przejęciem,
- 2) cykl konwersji gotówki uległ wydłużeniu w okresie po przeprowadzonej transakcji,
- 3) udowodniono brak jednoznacznego wpływu transakcji na stopień zadłużenia jednostek przejmujących,
- 4) hipoteza o wzroście wartości rynkowej spółek przejmujących po transakcji została zweryfikowana negatywnie w odniesieniu do analizowanych transakcji,
- 5) zarówno w przypadku transakcji sfinansowanej kapitałem własnym, jak i transakcji opłaconej mieszаныmi formami finansowania, w okresie po transakcji wystąpiły pozytywne zmiany w sferze płynności przedsiębiorstwa przejmującego.

W bogatej bibliografii, zamieszczonej na końcu rozprawy, znajdują się liczne dzieła zwarte i artykułowe w języku polskim i angielskim, a także raporty roczne, kwartalne sprawozdania finansowe, różnorodne roczniki (giełdowe, statystyczne), jak również akty prawne oraz odniesienia do licznych wartościowych źródeł internetowych. Łączna liczba pozycji bibliograficznych, wykorzystanych w rozprawie, liczy 223, co jest w pełni wystarczające do stworzenia pracy na wysokim poziomie merytorycznym.

Doktorant dla zobrazowania swoich wywodów posługuje się znaczną ilością materiału ilustracyjnego w postaci tabel (łączna ich liczba wynosi 111) i rysunków (48). Materiał ten znacznie wzbogaca rozprawę i jej walory poznawcze.

Uwagi krytyczne i sugestie

W mojej opinii można byłoby rozwinąć opis hipotez badawczych, zawarty na s. 12-13 rozprawy, a także poszerzyć rozważania, ujęte w punkcie 2.4 pracy, zatytułowanym „Metody pomiaru skutków fuzji i przejęć” (s. 50-52).

W pracy odnalazłam niewielkie błędy w postaci braku znaków interpunkcyjnych w niektórych miejscach pracy. W niektórych przypisach dolnych widoczna jest mniejsza staranność, aniżeli w tekście głównym poszczególnych rozdziałów (np. brak kursywy w przypadku kilku tytułów cytowanych dzieł). Odnalazłam także nieprawidłowy zapis nazwiska jednej z autorek (M. Jeżemowska zamiast Jerzemowska). Nie wpływa to jednak z żaden sposób na wartość merytoryczną recenzowanej przeze mnie rozprawy doktorskiej.

Konkluzja

Po zapoznaniu się z pracą Pana mgr Michała Wierzbięty, zatytułowaną „Finansowe skutki fuzji i przejęć przedsiębiorstw w sektorze spożywczym” uważam, że stanowi ona oryginalne rozwiązanie podjętego przez Doktoranta problemu naukowego.

Stwierdzam, iż przedłożona mi rozprawa doktorska Pana mgr Michała Wierzbięty spełnia wszystkie wymogi stawiane rozprawom doktorskim w myśl postanowień określonych w art. 13 ust. 1 Ustawy z dnia 14 marca 2003 r. o stopniach naukowych i tytule naukowym (Dz. U. z 2017 r. poz. 1789) w związku z art. 179 Ustawy z dnia 3 lipca 2018 r. Przepisy wprowadzające ustawę – Prawo o szkolnictwie wyższym i nauce (Dz. U. z 2018 r. poz. 1669).

Na tej podstawie wnioskuję o przyjęcie rozprawy doktorskiej Pana mgr Michała Wierzbięty i dopuszczenie jej do publicznej obrony.

Natasza Duraj

Natasza Duraj