

dr hab. prof. UŁ Grzegorz Urbanek
UNIwersytet Łódzki
Wydział Zarządzania
KATEDRA FINANSÓW I STRATEGII PRZEDSIĘBIORSTWA

ul. Matejki 22/26
90-237 Łódź

tel. (42) 635 52 24
fax: (42) 635 53 10
e-mail: katzprz@uni.lodz.pl

Recenzja
rozprawy doktorskiej mgr Tomasza Deca
pt: „Efektywność ekonomiczna fuzji i przejęć jako decyzji strategicznych
(na przykładzie polskiego sektora elektroenergetycznego)”
napisanej pod kierunkiem naukowym prof. dr hab. Jana Jezaka

Recenzowana rozprawa doktorska mgr Tomasza Deca dotyczy problematyki efektywności strategii fuzji i przejęć w polskim sektorze elektroenergetycznym. Podjęta w rozprawie tematyka jest ważna z punktu widzenia rozwoju dyscypliny nauk o zarządzaniu w obszarze oceny efektywności strategii związanych z realizacją fuzji i przejęć. Warto zaznaczyć, że problematyka ta stanowi również przedmiot zainteresowania dyscypliny naukowej finansów. Podjęta w rozprawie tematyka ma również walory aplikacyjne dla praktyki zarządzania przedsiębiorstwami w szczególności, w sektorze elektroenergetycznym.

Celem niniejszej recenzji jest stwierdzenie, czy rozprawa doktorska spełnia warunki określone w Ustawie z dnia 14 marca 2003 r. o stopniach naukowych i tytule naukowym oraz o stopniach i tytule w zakresie sztuki (Dz. U. z 2003 r., Nr 65, poz. 595, z 2005 r., Nr 164, poz. 1365, z 2010 r. Nr96, poz.620, Nr 182, poz. 1228, z 2011 r. Nr 84, poz. 455, z 2014 r. poz.1198)). W związku z powyższym zawiera ona ocenę pracy w trzech podstawowych aspektach – formalnym, metodycznym i merytorycznym oraz ocenę ogólną – stanowiącą podsumowanie ocen cząstkowych i jednocześnie konkluzję recenzji.

I. Ocena formalna rozprawy

Przedstawiona do recenzji rozprawa doktorska składa się z: 357 stron, w tym: wstęp (s. 5-12), sześć rozdziałów (s. 13-304), zakończenie (s. 305-312), bibliografia (s. 313-329), załączniki (s. 330-350), spisy tabel i rysunków (s. 351-354), streszczenie (s.355-356) oraz podsumowanie w języku angielskim (s. 357).

Tytuł rozprawy jednoznacznie określa ramy przedmiotowe i podmiotowe badań. Przedmiotem zawartych w niej rozważań jest analiza efektywności ekonomicznej fuzji i przejęć. Podmiotem badań są przedsiębiorstwa z polskiego sektora elektroenergetycznego, które w okresie objętym badaniem były zaangażowane w transakcje fuzji lub przejęć. Temat pracy został sformułowany z punktu widzenia przedmiotowego szeroko, natomiast podmiotowo ograniczony jest do wąskiej kategorii organizacji – przedsiębiorstw z sektora elektroenergetycznego. Treść i struktura rozprawy odpowiadają jej tytułowi.

Autor rozprawy zidentyfikował lukę poznawczą dotyczącą analizy procesów fuzji i przejęć jako metody poprawy efektywności ekonomicznej przedsiębiorstw z branży elektroenergetycznej na rynku krajowym i europejskim. Podstawowy problem badawczy będący przedmiotem rozprawy dotyczy odpowiedzi na pytanie, czy decyzje o fuzjach i przejęciach w warunkach polskiego sektora elektroenergetycznego skutkowały wzrostem ekonomicznej efektywności przedsiębiorstw.

Główny cel pracy określony przez Autora we wstępie to „ocena rezultatów decyzji strategicznych o fuzji lub przejęciu w zakresie realizacji celu, jakim jest wzrost efektywności ekonomicznej przedsiębiorstw polskiego sektora elektroenergetycznego, odrębnie w podsektorach wytwarzania i dystrybucji energii elektrycznej.” W pracy określono również szereg celów szczegółowych: teoriopoznawczych, metodologicznych i aplikacyjnych.

W związku z poszukiwaniami rozwiązania problemu badawczego Autor formułuje w pracy hipotezę główną związaną z jej nadrzędnym celem oraz cztery hipotezy szczegółowe.

Hipoteza główna rozprawy brzmi:

„W polskich przedsiębiorstwach elektroenergetycznych (w sektorze wytwarzania oraz dystrybucji energii elektrycznej) fuzje i przejęcia w znacznej większości przypadków są skuteczną metodą realizacji założonych celów rozwojowych tych przedsiębiorstw”.

W pracy przyjęto cztery hipotezy szczegółowe, których weryfikacja prowadzi do weryfikacji hipotezy głównej.

H1: „Wzrost efektywności ekonomicznej jest główną przesłanką decyzji o fuzji lub przejęciu w polskim sektorze elektroenergetycznym w warunkach liberalizacji rynku energii elektrycznej.”

H2: „Po transakcji fuzji lub przejęcia efektywność ekonomiczna przedsiębiorstw wytwarzania energii elektrycznej – zarówno w cenach bieżących jak i stałych – wzrasta w stosunku do średniej efektywności dla całego sektora.”

H3: „Po transakcji fuzji lub przejęcia efektywność ekonomiczna przedsiębiorstw dystrybucji energii elektrycznej – zarówno w cenach bieżących jak i stałych – wzrasta w stosunku do średniej efektywności dla całego sektora.”

H4: „W sektorze wytwarzania oraz dystrybucji energii elektrycznej wzrost efektywności ekonomicznej w okresie potransakcyjnym jest przede wszystkim rezultatem poprawy sprawności technologicznej i organizacyjnej badanych przedsiębiorstw.”

Pod względem formalnym sformułowanie hipotez badawczych nie budzi większych zastrzeżeń. Ponieważ jednak Autor dokonał powiązania hipotez szczegółowych z główną powstaje wątpliwość, co do tego czy weryfikacja hipotez szczegółowych rzeczywiście prowadzi w pełni do weryfikacji hipotezy głównej. W hipotezie głównej Autor odnosi fuzje i przejęcia „do realizacji założonych celów rozwojowych przedsiębiorstw”. Cele rozwojowe przedsiębiorstwa mogą być bardzo różne, np. obok poprawy efektywności ekonomicznej, może to być również zwiększony udział w rynku, większa siła marketingowa przedsiębiorstwa, dywersyfikacja działalności i związany z tym spadek ryzyka. Tymczasem hipotezy szczegółowe odnoszą się wyłącznie do, wąsko zdefiniowanej w pracy, efektywności ekonomicznej przedsiębiorstwa. Tak więc weryfikacja hipotez szczegółowych niekoniecznie pozwala na weryfikację szeroko zakreślonej hipotezy głównej. Dlatego w mojej opinii hipoteza główna powinna być zawężona do celów związanych z efektywnością ekonomiczną przedsiębiorstw. Dodatkowo w hipotezie głównej razi sformułowanie „w znacznej większości przypadków”. Takie sformułowanie jest nieprecyzyjne i powinno zostać pominięte w hipotezie pomimo tego, że Autor w dalszej części pracy doprecyzowuje swoje rozumienie terminu „znacząca większość”.

Pomimo powyższych uwag sposób sformułowania hipotez oceniam pozytywnie. Również założone cele rozprawy należy ocenić wysoko zarówno z punktu widzenia ich znaczenia dla rozwoju wiedzy teoretycznej na temat efektywności fuzji i przejęć we współczesnych przedsiębiorstwach, jak i znaczenia dla praktyki gospodarczej.

Analiza sposobu weryfikacji zawartych w pracy hipotez badawczych wskazuje na wykorzystanie przez Autora szeregu metod prowadzenia wywodu naukowego – m.in. metodę

indukcyjną, dedukcyjną, analizę jakościową i ilościową przy zastosowaniu metody DEA (Data Envelopment Analysis). Autor w swoich badaniach opierał się na literaturze przedmiotu oraz danych wtórnych w postaci: sprawozdań finansowych przedsiębiorstw, dokumentacji Urzędu Ochrony Konkurencji i Konsumentów, wydawnictw statystycznych.

Rozprawa składa się z sześciu rozdziałów. Pierwsze trzy rozdziały rozprawy mają charakter teoretyczny, bazując na literaturze przedmiotu z obszarów zarządzania strategicznego, prawa, a także opracowań dotyczących sektora elektroenergetycznego w Polsce i na świecie (przede wszystkim Unia Europejska i Stany Zjednoczone). Rozdział czwarty o charakterze metodologicznym został poświęcony na prezentację metod pomiaru efektywności ekonomicznej przedsiębiorstw w procesach fuzji i przejęć, ze szczególnym uwzględnieniem metodologii DEA. Rozdziały piąty i szósty o charakterze empirycznym prezentują odpowiednio: analizę przesłanek fuzji i przejęć oraz ocenę efektywności fuzji i przejęć w polskim sektorze elektroenergetycznym. Każdy rozdział pracy kończy krótkie podsumowanie treści w nim zawartych.

II. Ocena wartości metodycznych

Treść recenzowanej pracy odpowiada jej tytułowi. Ogólna struktura rozprawy nie budzi zastrzeżeń. Treści rozdziałów rozłożone są proporcjonalnie i są w sposób logiczny ze sobą powiązane.

Wstęp zawiera najważniejsze wymagane w pracach naukowych elementy, czyli uzasadnienie wyboru tematu pracy, identyfikację luki poznawczej w wybranym obszarze badawczym, sformułowanie pytań badawczych, cele pracy, hipotezy badawcze, strukturę pracy oraz charakterystykę każdego z sześciu rozdziałów. We wstępie Autor prezentuje także zastosowane metody badawcze i źródła danych do badań.

Charakter pracy determinował dobór literatury przedmiotu. Autor wykorzystał w pracy właściwie dobraną naukową literaturę przedmiotu z obszarów ekonomii, zarządzania, finansów. Autor posiłkował się również aktami prawnymi, źródłami internetowymi i artykułami prasowymi. W spisie bibliograficznym znajduje się 207 pozycji dotyczących książek i czasopism naukowych, w tym 135 anglojęzycznych. Bardzo duża liczba pozycji obcojęzycznych stanowi silną stronę pracy tym bardziej, że tematyka efektywności fuzji i przejęć w ogóle, a w sektorze elektroenergetycznym w szczególności, była szeroko opisywana w literaturze światowej. Specyfika pracy wymagała posilkowania się przez Autora

szeregiem aktów prawnych odnoszących się do kwestii sektorowych, w ramach krajowych i europejskich regulacji prawnych, a także decyzjami prezesa Urzędu Ochrony Konsumentów i Konkurencji. W bibliografii znajduje się 27 takich pozycji. Dodatkowo Autor wykorzystał liczne źródła internetowe i artykuły z prasy branżowej – łącznie 36 pozycji.

Prowadzony przez Autora pracy wywód jest spójny i logiczny. Praca jest napisana komunikatywnym zrozumiałym językiem, bez nadużywania żargonu naukowego. W pracy występują bardzo nieliczne błędy, tzw. literówki. Pewne zastrzeżenie budzi sposób numerowania przez Autora podrozdziałów w poszczególnych częściach pracy (bez odniesienia do numeru rozdziału), co utrudnia czytelnikowi poruszanie się pomiędzy jej częściami.

III. Ocena merytoryczna

Przedstawiona rozprawa ma charakter przede wszystkim poznawczy - analizuje wpływ fuzji i przejęć na efektywność ekonomiczną polskich przedsiębiorstw sektora elektroenergetycznego, ale również metodologiczny – prezentuje autorską metodę pomiaru efektów fuzji i przejęć w oparciu o metodologię DEA (Data Envelopment Analysis). Postawione przez Autora cele pracy determinują sposób weryfikacji hipotez badawczych. W tym celu Autor przeprowadził krytyczną analizę literatury światowej i krajowej dotyczącej efektywności fuzji i przejęć i metod jej pomiaru, dokonał identyfikacji i analizy danych wtórnych, m.in. sprawozdań finansowych przedsiębiorstw, dokumentacji postępowań administracyjnych prowadzonych w UOKiK, przedstawił autorską metodologię pomiaru efektywności fuzji i przejęć opartą na metodologii DEA oraz dokonał przy jej wykorzystaniu analizy efektów fuzji i przejęć w polskich przedsiębiorstwach z branży elektroenergetycznej. Na podstawie uzyskanych wyników przedstawił wnioski na temat efektów dotychczas przeprowadzonych fuzji i przejęć oraz rekomendacje odnośnie do zwiększenia efektywności realizacji tych procesów w przyszłości.

Autor w sposób wystarczający uzasadnił wybór problemu badawczego, którym jest efektywność ekonomiczna procesów fuzji i przejęć w polskich przedsiębiorstwach z branży elektroenergetycznej. Autor zidentyfikował lukę poznawczą w tej problematyce i zaproponował jej wypełnienie poprzez przedstawienie wyników badań własnych w tym obszarze.

Ocena treści zawartych w poszczególnych rozdziałach pracy.

Rozdział pierwszy ma charakter wprowadzający do zagadnienia fuzji i przejęć jako decyzji strategicznych w przedsiębiorstwie. Autor przedstawia w nim pojęcia strategii i decyzji strategicznych w przedsiębiorstwie oraz definiuje pojęcia fuzji i przejęć w kontekście strategii rozwojowych przedsiębiorstwa. W dalszej części rozdziału pierwszego Autor dokonuje przeglądu klasyfikacji fuzji i przejęć według różnych kryteriów. Rozdział kończą rozważania na temat uwarunkowań prawnych fuzji i przejęć, wynikające z prawa spółek, przepisów o komercjalizacji i prywatyzacji przedsiębiorstw państwowych oraz ustawy o ochronie konkurencji i konsumentów. W podsumowaniu rozdziału Autor podkreśla, że na decyzje o fuzji bądź przejęciu wpływ mają regulacje wynikające z przepisów ochrony konkurencji. Zgłoszenie do Prezesa UOKiK zamiaru dokonania fuzji bądź przejęcia wymaga określenia we wniosku m.in. przyczyn, celów i skutków transakcji, dzięki czemu Autor pozyskał dobre źródło danych wtórnych do przeprowadzenia badań.

Treści zawarte w rozdziale pierwszym nie są oryginalne, ale adekwatne do celów rozprawy i w sposób wyczerpujący i kompetentny naświetlają problematykę fuzji i przejęć w kontekście realizacji strategii rozwojowych przedsiębiorstwa.

Rozdział drugi dotyczy kwestii efektywności ekonomicznej działań przedsiębiorstwa. W pierwszej części rozdziału Autor przedstawił różne koncepcje efektywności ekonomicznej przedsiębiorstwa. Na potrzeby dysertacji Doktorant przyjął, iż efektywność ekonomiczna oznacza rezultat działalności gospodarczej określany przez relację uzyskanego efektu do nakładu danego czynnika lub zespołu czynników produkcji. Tak zdefiniowana efektywność ekonomiczna jest tożsama z pojęciem efektywności produkcyjnej, rozumianej w literaturze przedmiotu jako optymalna kombinacja nakładów maksymalizująca produkcję i minimalizująca koszty. Wzrost efektywności ekonomicznej w następstwie fuzji i przejęć jest wynikiem synergii oraz poprawy relacji cenowych w wyniku wzmocnienia pozycji konkurencyjnej przedsiębiorstwa. W dalszej części rozdziału zostały opisane, obok osiągnięcia efektów synergii, również inne motywy dokonywania fuzji i przejęć. Rozdział kończy prezentacja przeglądu literatury międzynarodowej na temat efektów fuzji i przejęć w następujących sektorach: finansowym, spożywczym, telekomunikacji, usług medycznych i elektroenergetyki.

Podsumowując, w rozdziale drugim Autor zdefiniował na potrzeby pracy pojęcie efektywności ekonomicznej oraz dokonał przeglądu wyników badań na temat efektywności procesów fuzji i przejęć w różnych sektorach na świecie, ze szczególnym uwzględnieniem sektora elektroenergetycznego. Uzyskane w wyniku dokonanego przeglądu wnioski, w

dalszej części zostały skonfrontowane z wynikami badań własnych dla sektora elektroenergetycznego w Polsce.

W **rozdziale trzecim** Autor dokonał opisu sektora elektroenergetycznego z perspektywy organizacyjnej, ekonomicznej i regulacyjnej. W rozdziale przedstawiono najważniejsze różnice pomiędzy ofertą sektora elektroenergetycznego w segmentach produkcji i dystrybucji energii a innymi sektorami, a także opisano czynniki kształtujące ceny energii elektrycznej w tym sektorze w warunkach liberalizacji rynku. W rozdziale scharakteryzowano również ewolucję struktury konkurencji w sektorze elektroenergetycznym w Polsce i na innych rynkach, w kontekście procesów liberalizacyjnych. Na podstawie studiów literaturowych i analizy danych dotyczących różnych rynków Autor konkluduje m.in., że liberalizacja rynku elektroenergetycznego nie przyczynia się do obniżki cen energii elektrycznej, zwiększa natomiast poziom cen i ich zmienność. W tym kontekście Autor stawia pytanie o źródła ewentualnej poprawy efektywności ekonomicznej polskich przedsiębiorstw w wyniku koncentracji sektora - czy są to efekty synergii i wzrost produktywności, czy wzrost cen energii? Odpowiedź na tak postawione pytanie wynika z rozważań zawartych w dalszej części pracy (rozdział szósty).

Oceniam, że treści zawarte w rozdziale trzecim chociaż nie mają charakteru oryginalnego, w sposób wyczerpujący i przejrzysty podsumowują stan wiedzy na temat efektywności procesów fuzji i przejęć, przede wszystkim w sektorze elektroenergetycznym, na najważniejszych rynkach na świecie. Tym samym rozdział trzeci pracy stanowi ważne ogniwo w wywodzie prowadzonym przez Autora.

W **rozdziale czwartym**, Autor dokonał przeglądu najważniejszych metod pomiaru efektywności ekonomicznej różnorodnych działań przedsiębiorstwa, w tym procesów fuzji i przejęć. Zostały scharakteryzowane następujące podejścia do pomiaru efektywności działań: metoda analizy zdarzeń, metoda analizy księgowej wskaźników rentowności, metody kwestionariuszowe, metody ekonometryczne oraz metody nieparametryczne – DEA (Data Envelopment Analysis). Autor przedstawił wady i zalety poszczególnych metod generalnie, a także w kontekście celów pracy, tj. analizy efektywności ekonomicznej procesów fuzji i przejęć w polskim sektorze elektroenergetycznym. Autor dokonał uzasadnienia wyboru metody DEA jako właściwej do zastosowania z punktu widzenia realizacji celów niniejszej pracy. Według Autora zaletą metody DEA jest możliwość uwzględnienia w analizie jednocześnie wielu parametrów zarówno po stronie nakładów, jak i efektów. Przy zastosowaniu metody DEA możliwe jest określenie relatywnej efektywności (względem innych) danego obiektu, w oparciu o koncepcję efektywności granicznej. W rezultacie

metoda DEA pozwala na określenie relatywnej zmiany w pozycji „efektywnościowej” danego podmiotu w odniesieniu do innych, np. w rezultacie przeprowadzenia fuzji lub przejęcia. Tym samym metoda może być wykorzystana do weryfikacji hipotez sformułowanych przez Autora. Zaletą metody z punktu widzenia realizacji celów pracy jest również dostępność danych dla badanych podmiotów.

Treści zawarte w rozdziale czwartym zasługują na wysoką ocenę. Autor w sposób przejrzysty, kompleksowy i wyczerpujący zaprezentował przegląd możliwych podejść do oceny efektywności ekonomicznej procesów fuzji i przejęć w polskim sektorze elektroenergetycznym i w sposób przekonujący uzasadnił wybór metodologii DEA do weryfikacji hipotez postawionych w dysertacji. Część treści rozdziału czwartego ma również charakter oryginalny w obszarze metodologicznym – autorska propozycja zastosowania modelu wielokryterialnego do oceny efektów fuzji i przejęć, przy uwzględnieniu cen bieżących i stałych.

W **rozdziale piątym**, który ma charakter empiryczny, Autor przedstawił wyniki badań własnych na temat motywów fuzji i przejęć w różnych sektorach w Polsce, w tym w sektorze elektroenergetycznym, a także przedstawił motywy podobnych transakcji na rynkach zachodnioeuropejskich. Badania zostały przeprowadzone na podstawie analizy dokumentacji zgłaszanej do Urzędu Ochrony Konkurencji i Konsumentów. Zgodnie z obowiązującymi przepisami, zamiar koncentracji należy zgłosić do UOKiK. W zgłoszeniu należy podać m.in. przyczyny i cele koncentracji. W okresie kiedy doszło do największych transakcji koncentracji w sektorze elektroenergetycznym i liberalizacji rynku tj. 1999-2008 (utworzenie czterech głównych grup kapitałowych), dominującym motywem fuzji i przejęć była poprawa efektywności ekonomicznej – 65% wskazań. W okresie po zakończeniu głównych procesów konsolidacyjnych tj. w latach 2009-2013, najważniejszymi motywami fuzji i przejęć było wzmacnianie potencjału inwestycyjnego oraz dywersyfikacja produktowa związana ze zmianami mixu paliwowego. Wyniki przeprowadzonych badań dla lat 1999-2008, według Autora, pozwalają na pozytywną weryfikację hipotezy szczegółowej H1, iż wzrost efektywności ekonomicznej jest główną przesłanką decyzji o fuzji lub przejęciu w polskim sektorze elektroenergetycznym w warunkach liberalizacji rynku energii elektrycznej. W mojej opinii taki wniosek Autora jest uprawniony, pod warunkiem zastrzeżenia, że jest on oparty na analizie informacji zawartych w zgłoszeniu zamiaru koncentracji do UOKiK. Dodatkowo, wniosek powinien być sformułowany słabiej, tzn. zamiast stwierdzenia „o pozytywnej weryfikacji hipotezy”, powinno znajdować się stwierdzenie, że „przeprowadzone badania dostarczyły argumentów za potwierdzeniem hipotezy”. Należy pamiętać, że

opisywane procesy konsolidacyjne, przede wszystkim w obrębie czterech największych grup kapitałowych, odbywały się w ramach przedsiębiorstw pod kontrolą Państwa i z tego względu były inicjowane przez organy państwowe, w celu realizacji szerzej rozumianej państwowej polityki gospodarczej. W związku z tym zapisy dotyczące celów konsolidacji, w formalnych zgłoszeniach zamiaru transakcji, niekoniecznie muszą odpowiadać rzeczywistym zamiarom.

W ostatnim **szóstym rozdziale** pracy, Autor przedstawił wyniki badań własnych na temat oceny efektywności ekonomicznej fuzji i przejęć w polskim sektorze elektroenergetycznym. W pierwszej części rozdziału zostały przedstawione założenia procesu badawczego, w szczególności zostały zdefiniowane zmienne określające nakłady i efekty przedsiębiorstw uczestniczących w transakcji. Badania zostały przeprowadzone oddzielnie dla sektorów wytwarzania i dystrybucji energii elektrycznej. Jako nakłady w podsektorze wytwarzania energii przyjęto: koszty działalności podstawowej, zatrudnienie, wartość środków trwałych, moc zainstalowana, natomiast w podsektorze dystrybucji energii: koszty działalności podstawowej, zatrudnienie oraz wartość środków trwałych netto. Jako efekt w przypadku obu podsektorów przyjęto wartość przychodów netto. Dobór zmiennych do modeli podyktowany był m.in. celem badania, ale również dostępnością danych. Do analizy Autor wybrał 11 transakcji w sektorze wytwarzania energii elektrycznej i 9 transakcji w sektorze dystrybucji energii. Badania przebiegały w trzech etapach. W pierwszym etapie zostały obliczone wskaźniki efektywności DEA dla poszczególnych lat analizy. W drugim etapie, na podstawie średnich wskaźników z okresów sprzed i po transakcji, zostały obliczone wskaźniki bezwzględnego efektu transakcji. Wreszcie w trzecim etapie zostały obliczone wskaźniki względnego efektu transakcji jako różnica pomiędzy wskaźnikiem bezwzględnym dla uczestnika transakcji i wskaźnikiem dla całego sektora. Na podstawie uzyskanych wyników Autor dokonał oceny weryfikacji postawionych hipotez badawczych. Według Autora hipoteza szczegółowa H2 została pozytywnie zweryfikowana dla cen stałych i negatywnie dla cen bieżących, hipoteza H3 została zweryfikowana pozytywnie zarówno dla cen stałych jak i bieżących, hipoteza H4 została pozytywnie zweryfikowana dla sektora wytwarzania energii i negatywnie dla sektora dystrybucji energii. Dla oceny weryfikacji hipotezy głównej H0 Autor przyjął kryterium oparte na obliczonych wskaźnikach bezwzględnych i względnych efektów transakcji, w cenach stałych i bieżących - łącznie 4 wskaźniki dla każdej transakcji. Zgodnie z przyjętym kryterium, o powodzeniu transakcji decyduje uzyskanie dodatniego znaku wskaźnika w przynajmniej trzech na cztery wskaźniki. Przy tak zdefiniowanym kryterium, hipoteza H0 została zweryfikowana negatywnie. Podsumowując rozważania

zawarte w rozdziale szóstym, uważam iż Autor w sposób kompetentny dokonał weryfikacji postawionych przez siebie hipotez. Jak wspomniałem wyżej, zastrzeżenie budzi jedynie kategorię sformułowania co do kierunku weryfikacji hipotezy (zamiast stwierdzenia o „weryfikacji pozytywnej/negatywnej hipotezy”, należało użyć sformułowania o „dostarczeniu argumentów za pozytywnym/negatywnym zweryfikowaniu hipotezy”).

W zakończeniu pracy Autor dokonał podsumowania uzyskanych wyników, odniósł się ponownie do postawionych w pracy hipotez badawczych i wskazał na dalsze kierunki badań w zakresie efektywności fuzji i przejęć przedsiębiorstw. Dodatkowo Autor przedstawił szereg wniosków o charakterze aplikacyjnym w odniesieniu do efektywności fuzji i przejęć w polskim sektorze elektroenergetycznym, a także sformułował rekomendacje odnośnie do praktyki zarządzania strategicznego przedsiębiorstw z tego sektora. Wszystkie zawarte w tej części wnioski i rekomendacje wynikają wprost z wyników przeprowadzonych przez Autora badań.

Przeprowadzone przez Autora w pracy rozważania i badania oraz wyprowadzone na ich podstawie wnioski oceniam bardzo pozytywnie. Do najważniejszych osiągnięć Autora zaliczam:

- kompleksowe przedstawienie zagadnień związanych z problematyką fuzji i przejęć, w szczególności w sektorze elektroenergetycznym,
- przedstawienie charakterystyki przemian w polskim sektorze elektroenergetycznym na tle liberalizacji sektora i podobnych procesów zachodzących na innych rynkach,
- opracowanie autorskiej metodologii szacowania efektywności ekonomicznej przy wykorzystaniu podejścia DEA,
- kompetentne zdiagnozowanie efektywności procesów fuzji i przejęć w polskim sektorze elektroenergetycznym.

Oceny tej nie umniejszają drobne zastrzeżenia, o których była mowa w recenzji. Podsumowując, zaprezentowany przez Autora model oceny efektywności ekonomicznej procesów fuzji i przejęć w sektorze elektroenergetycznym należy uznać za bardzo interesujący i wnoszący wkład w teorię i praktykę zarządzania.

IV. Ocena ogólna

Podjęty problem badawczy recenzowanej pracy jest znaczący dla rozwoju nauk o zarządzaniu. Zaproponowany przez Autora model oceny efektywności fuzji i przejęć ma

również istotne walory aplikacyjne. Doktorant wykazał się w pracy dogłębną wiedzą na temat teorii i praktyki fuzji i przejęć, a także zaprezentował na bardzo wysokim poziomie warsztat naukowy.

Hipotezy badawcze pracy zostały zbudowane prawidłowo. Poziom ich weryfikacji w świetle przeprowadzonego przez Autora wywodu oceniam jako wystarczający. Autor zrealizował wszystkie założone cele pracy.

Stwierdzam, że recenzowana rozprawa odpowiada ustawowym wymogom stawianym pracom doktorskim. Tym samym wnioskuję o dopuszczenie Autora do publicznej obrony rozprawy.

Łódź, dnia 21.08.2017

A handwritten signature in blue ink, consisting of several overlapping loops and a long horizontal stroke extending to the right.