

Witold Nowiński

Wyższa Szkoła Bankowa w Poznaniu, Instytut Ekonomii,
Zakład Zarządzania

Przejęcia ponagraniczne realizowane przez polskie przedsiębiorstwa

(tekst zgłoszony do Prac Naukowych Uniwersytetu Ekonomicznego we Wrocławiu)

Streszczenie: W niniejszej pracy zajęto się zjawiskiem przejęć ponadgranicznych realizowanych przez polskie firmy wielonarodowe. Celem pracy było zbadanie tendencji jakie miały miejsce w odniesieniu do tego zjawiska po roku 2000 w odniesieniu do liczby, wartości oraz kierunków realizowanych przejęć. Analiza danych z bazy EMIS Deal Watch pokazuje, że do roku 2007 liczba przejęć rosła po czym od roku 2008 waha się nie wykazując wyraźnej tendencji do wzrostu lub spadku. Wartość transakcji realizowanych przez polskie firmy jest mniejsza niż wartość analogicznych transakcji realizowanych zarówno w krajach wysokorozwiniętych jak i przez przedsiębiorstwa z innych rynków wschodzących oraz nie wykazuje tendencji wzrostowych mimo pojedynczych spektakularnych transakcji. Przejęcia ponadgraniczne realizowane były głównie na rynkach europejskich, szczególnie zaś w krajach ościennych, co sugeruje, że wśród przesłanek doboru celów przejęć ważną rolę odgrywa odległość. Można to przypuszczalnie łączyć ze związkiem między odległością a kosztami kontroli, co może mieć szczególne znaczenie w przypadku przejęć o niewielkiej wartości. Hipotezę tę potwierdza fakt, że wartość przejmowanych przedsiębiorstw zlokalizowanych na bardziej oddalonych rynkach, w szczególności poza Europą, jest z reguły większa niż w wartości przejęć realizowanych w Europie i na jej obrzeżach.

Słowa kluczowe: fuzje i przejęcia, przejęcia ponadgraniczne, internacjonalizacja, rynki wschodzące, Polska, firmy wielonarodowe.

1. Wstęp

Po dwóch dekadach intensywnego napływu inwestycji bezpośrednich do Polski, stopniowo obserwujemy nasilanie się inwestycji zagranicznych realizowanych przez polskie przedsiębiorstwa choć nadal ich wielkość nie jest adekwatna wobec osiągniętego poziomu PKB/capita [Gorynia i inni 2007, 2010]. Jak zauważa Klimek [2011] porównując aktywność zagraniczną polskich przedsiębiorstw w formie inwestycji typu greenfield i w formie przejęć, te drugie stanowią większość. Zjawisko to jest więc istotnym elementem internacjonalizacji polskich przedsiębiorstw. Jednocześnie stosunkowo niewiele wiemy na jego temat. Dotychczasowe badania miały głównie charakter studiów przypadku [Gorynia i inni 2012; Bąkowska 2013; Gniadek 2013; Kaszuba], co choć jest uzasadnioną metodą, szczególnie na wczesnym etapie badań, tym niemniej nie daje pełnego obrazu zjawiska. Jeśli chodzi o badania obejmujące większą populację firm przejmujących i transakcji przejęć, są

one bardzo nieliczne, i według wiedzy autora ograniczają się do prac Klimka [2011a, 2011b], która jednak obejmuje transakcje do roku 2009 włącznie. Brak więc analizy dotyczącej kolejnych lat 2010-2013. Ponadto, choć prace te uwzględniają dane na temat struktury i dynamiki transakcji przejęć ponadgranicznych to ten ich aspekt jest raczej wątkiem pobocznym, przez co kwestie te są przedstawione bardziej informacyjnie niż analitycznie.

Analiza populacji przejęć jest istotna ze względu na wielką różnorodność tych transakcji, które obejmują z jednej strony przejęcia wielkie, takie jak zakup sieci stacji paliw przez PKN Orlen w Niemczech, zakup rafinerii w Możejkach na Litwie przez tą samą firmę czy przejęcie Quadra FNX przez KGHM, a z drugiej strony niewielkie, jak przejęcie przez Asseco Poland gruzińskiej spółki Onyx. Choć uwaga mediów koncentruje się na przejęciach największych, to nie negując ich znaczenia gospodarczego, należy pamiętać, że nie są one reprezentatywne dla całej populacji tych transakcji. Dlatego przeprowadzona w pracy analiza dynamiki oraz struktury wielkościowej i geograficznej tych transakcji pozwoli na wyciągnięcie wniosków bardziej uniwersalnych.

2. Pytania badawcze

Wcześniejsze badania wskazują, że transakcje ponadgraniczne realizowane przez przedsiębiorstwa z rynków wschodzących są generalnie mniejsze niż analogiczne transakcje realizowane przez przedsiębiorstwa z krajów wysoko-rozwinętych. Według badań Bhaghat i in. [2011] mediana dla transakcji zawieranych w pierwszej dekadzie XXI wieku przez firmy indyjskie wahała się między 10 a 40 milionów dolarów USA. Z kolei badania nad przejęciami ponadgranicznymi w których uczestniczyły firmy brytyjskie [Danbolt i Maciver 2012] wskazują na ich dużo większą wartość, jako że mediana miała ok. 116 milionów USD, 1 kwartył 54 a 3 kwartył prawie 400 milionów USD. Aby lepiej zrozumieć jakie zjawisko będzie badane należy więc określić analogiczne wielkości w odniesieniu do przejęć realizowanych przez polskie firmy wielonarodowe.

Przejęcia ponadgraniczne stanowią duże wyzwanie, zarówno ze względu na różnice kulturowe jak i odległość. Malhotra i Gaur [2014] stwierdzają, że odległość firmy przejmującej od celu utrudnia ocenę firmy celu a jednocześnie utrudnia zarządzanie i integrację firmy celu. Podobnie Chakrabarti i Mitchell [2011] wiążą odległość z trudnościami w poszukiwaniu odpowiednich firm celów. Coeurdacier i in [2009] stwierdzają w podobnym duchu, że odległość wiąże się z trudnościami w monitorowaniu przejętej firmy i pozyskiwaniu informacji. W rezultacie odległość jest istotniejsza w przypadku przejęć na rynkach rozwijających się niż rozwiniętych, na których przejrzę-

stość operacji jest większa. Uzasadnione jest więc pytanie o rolę odległości w przejęciach realizowanych przez polskie przedsiębiorstwa. Odpowiedź na to pytanie pośrednio przyczyni się do dyskusji nad ewolucją modeli internacjonalizacji. Choć badania wskazują, że tradycyjny model etapowej internacjonalizacji [Johanson i Vahlne 1977] wypierany jest przez model wczesnej internacjonalizacji, i jest to obserwowane również wśród polskich przedsiębiorstw [Nowiński i Nowara 2010] to pojawia się pytanie, czy ewolucja ta odnosi się do szybkości wejścia na rynki zagranicznej w formie eksportu czy też może obejmuje również bardziej zaawansowane formy wejścia. Podsumowując, wydaje się istotnym zbadanie tendencji w zakresie doboru rynków docelowych przejęć ponadgranicznych z Polski i odpowiedź na pytanie, jak odległość wpływa na wybory polskich firm przejmujących w tym zakresie.

Bazując na powyższych rozważaniach w niniejszej pracy postawiono następujące pytania badawcze:

- Jaka była liczba przejęć ponadgranicznych realizowanych przez polskie przedsiębiorstwa w analizowanym okresie, tj do 2013 roku, łącznie oraz w poszczególnych latach?
- Jaka była wartość jednostkowa tych przejęć?
- W jakich krajach zlokalizowane były przedsiębiorstwa stanowiące cel owych przejęć?
- Czy dystans geograficzny ma wpływ na charakterystykę (wielkość, branżę) przejmowanych przedsiębiorstw?

3. Metody

Podstawowym źródłem informacji na temat przejęć ponadgranicznych była baza EMIS Deal Watch prowadzona przez Emerging Market Information Service. Baza EMIS w okresie od roku 2000 do roku 2013 wykazuje 425 przypadków transakcji przejęcia przez polskie firmy znaczących aktywów poza granicami kraju. Oprócz tego zarejestrowano 9 przypadków nieudanych przejęć. Choć część z tych przypadków (46) zarejestrowana jest w bazie EMIS jako ogłoszone to jednak weryfikacja wybranych przypadków w Internecie wskazuje, że większość z nich można traktować jako sfinalizowane. Wśród tych transakcji jako przejęcia przedsiębiorstw zostało sklasyfikowanych znacznie mniej przypadków. W 264 przypadkach albo podana została konkretna informacja o tym, iż przejęte zostało więcej niż 50% udziałów (249 przypadków) albo choć nie znany był dokładny pakiet objęty przejęciem, to z informacji dodatkowych wynikało, że było to przejęcie pakietu większościowego. Choć istnieje różnica między typowym przejęciem z rąk prywatnych a prywatyzacją to efekt końcowy, w postaci większo-

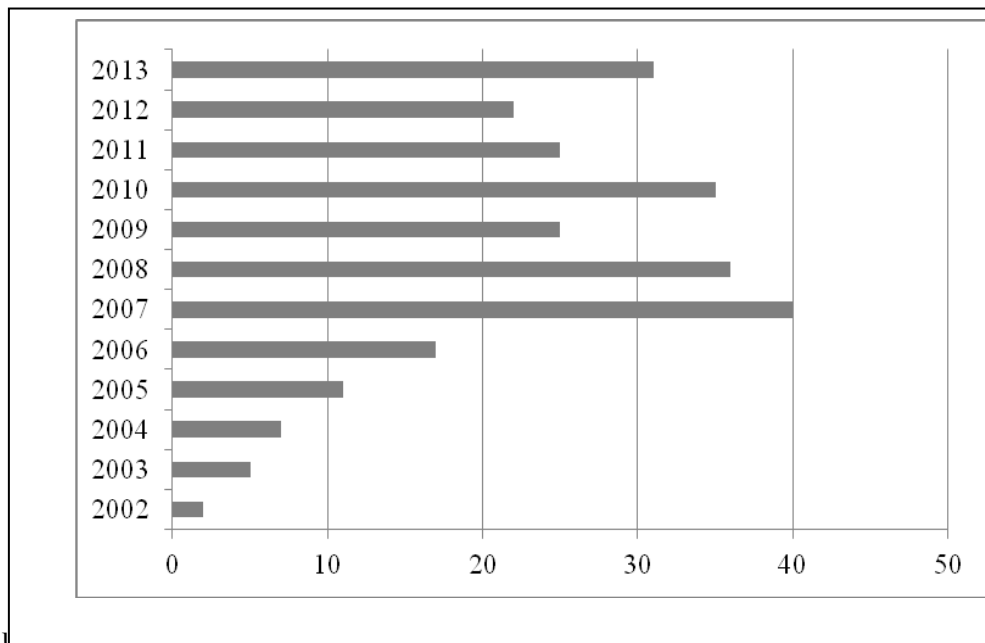
ściowego pakietu udziałów w przedsiębiorstwie zagranicznym jest taki sam. Dlatego, choć formalnie rzecz biorąc baza EMIS rozróżnia przypadki przejęć (acquisitions), ofert publicznych (IPO), przejęć mniejszościowych, prywatyzacji i restrukturyzacji w ramach grupy, to tylko te ostatnie z definicji zostały odrzucone. W przypadku pozostałych form jako kluczowe kryterium zakwalifikowania danej transakcji jako przejęcie przyjęto procent zakupionych udziałów, przyjmując, że jeśli jest to ponad 50% (lub przynajmniej informacje uzupełniające mówią o przejęciu większościowym) to dana transakcja kwalifikowana jest jako przejęcie. W efekcie 261 transakcji spełniało ten warunek. Wśród tych przypadków z kolei, można jednak wskazać 8 przypadków kiedy to przejęcie realizowane było w konsorcjum międzynarodowym, przy czym w 3 z nich przedsiębiorstwo polskie mimo wszystko uzyskało pakiet kontrolny w przejmowanej spółce. Po korekcie o przypadki przejęć, które nie dały polskiej stronie pakietu większościowego w przejmowanym przedsiębiorstwie liczba transakcji traktowanych jako przejęcie ponadgraniczne zrealizowane przez polskie przedsiębiorstwo wyniosła w analizowanym okresie 256.

Warto zaznaczyć, że powyższa charakterystyka pozostawia pewien margines do interpretacji i mimo dołożenia szczególnych starań w celu właściwego zakwalifikowania transakcji przejęć inni badacze mogą przyjąć nieco inne kryteria. Z tego względu liczba transakcji uznawanych za przejęcia ponadgraniczne realizowane przez polskie przedsiębiorstwa może być w innych badaniach odmienna. Wydaje się np. iż Klimek (2011) ujął w badanym okresie mniejszą liczbę przejęć ponadgranicznych niż to zostało zrobione w niniejszym opracowaniu. Różnica może wynikać m.in. z faktu iż niniejsza praca bazuje na innym źródle informacji niż wspomniana praca Klimka. Jednocześnie, gdyby w analizie uwzględnić wyłącznie przejęcia zakwalifikowane w bazie EMIS jako sfinalizowane, łączna liczba byłaby mniejsza niż 256. Ponieważ jednak, weryfikacja autora w oparciu o strony internetowe przedsiębiorstw przejmujących wykazała, że przejęcia klasyfikowane przez bazę EMIS jako ogłoszone były co do zasady finalizowane, dlatego na potrzeby niniejszego badania nie rozróżniano między przejęciami klasyfikowanymi jako sfinalizowane i jako ogłoszone. Ponieważ nie w każdym przypadku było możliwe zweryfikowanie tej informacji pozostaje pewien margines niepewności, co do faktycznej liczby sfinalizowanych przejęć. Mimo wszystko wydaje się, że kryteria przyjęte w niniejszej analizie dla kwalifikacji kapitałowych transakcji ponadgranicznych jako przejęcia ponadgraniczne są dość restrykcyjne. Jest dość prawdopodobne, że część przejęć w których strona przejmująca uzyskała pakiet mniejszościowy, lub równy 50%, mimo wszystko doprowadziła do objęcia kontroli strategicznej w nabywanym przedsiębiorstwie. Trzeba też pamiętać, że jedynie spółki publiczne są zob-

wiązane do ogłaszania Informacji o realizacji inwestycji takiej jak przejęcie ponadgraniczne. Z tego względu bazy tego rodzaju co EMIS, bazujące na publicznie dostępnych informacjach, mogą nie zawierać niektórych przejęć, szczególnie takich, które np. ze względu na niewielką wielkość zaangażowanych podmiotów, bądź chęć zachowania poufności przez przejmujące przedsiębiorstwo, nie zostały ogłoszone w mediach. Z tych powodów liczba transakcji potraktowanych jako przejęcia ponadgraniczne wydaje się nie być zawyżona.

4. Wyniki

Jeśli chodzi o dynamikę liczby przejęć w analizowanym okresie (**Rys. 1**) to widać wyraźną tendencję wzrostową w pierwszych kilku latach z kulminacją transakcji w roku 2007. Choć oczywiście światowy kryzys gospodarczy przystopował przejęcia ponadgraniczne, m.in. ze względu na trudniejszy dostęp do finansowania oraz niepewną sytuację rynkową, to rok 2013 przyniósł niewiele mniej transakcji niż szczytowy rok 2007.



Rys. 1. Liczba transakcji zawieszonych w latach 2002-2013, które szacunkowo wykazywałyby ponadgraniczny charakter, jeżeli nie zostałyby zakwalifikowane jako transakcje zawieszane w ramach przedsiębiorstwa rodzinnego.

Źródło: Opracowanie własne na podstawie bazy EMIS

były analizowane łącznie, ze względu na stosunkowo niewielką liczbę transakcji w tym okresie, oraz w roku 2007. Po tym roku wielkość transakcji generalnie zmniejszyła się i trudno mówić o jakiejś tendencji.

Wielkość transakcji przejęć ponadgranicznych realizowanych przez polskie przedsiębiorstwa jest w większości przypadków niewielka (Tabela 1). Mediana dla tych transakcji w analizowanym okresie mieści się w przedziale między 3,5 miliona EUR a 15 milionów EUR, czyli mniej niż zarówno badania obejmujące przedsiębiorstwa z krajów wysokorozwiniętych [Danbolt i Maciver 2012] jak i rynków wschodzących [Bhaghat i in. 2011].

Tabela 1 Wartość transakcji 186 przejęć ponadgranicznych zrealizowanych przez polskie przedsiębiorstwa w latach 2002 – 2013 (w milionach EUR)

	2002- 2013	2002- 2005	2006	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013
minimum	0,17	0,32	0,76	1,2	0,85	0,66	0,17	0,32	1	0,9
1 kwartył	2,58	5,18	3,91	4,3525	2,86	1,5	2,5	2,05	1,963	2,4
mediana	8,10	19,04	5,35	15,37	5,91	7,59	7,9	3,57	7,38	4,53
3 kwartył	26,31	44,87	15,51	33,12	10,90	13,16	24,91	31,79	18,84	26,4
maximum	2139,16	436,36	851,52	198,72	331,6	66	113,52	2139,16	65,39	132,48

Źródło: opracowanie własne na podstawie bazy EMIS

Jeśli chodzi o kierunki geograficzne ekspansji w drodze fuzji i przejęć to zdecydowanie dominują kraje ościenne, do których łącznie trafiło 108 przejęć uwzględnionych w analizie (Tabela 2). Generalnie wśród krajów stanowiących siedzibę przejmowanego przedsiębiorstwa dominowała Europa, zarówno Środkowa (115 przejęć) jak i Zachodnia (69). Istotną rolę odgrywały kraje byłego ZSRR (52) oraz nieco mniejszą Azja (15). Bardzo nieliczne przejęcia miały miejsce w Ameryce i Afryce.

Dane wyraźnie wskazują, że dystans geograficzny jest ważną zmienną w przypadku decyzji o przejęciu zagranicznego przedsiębiorstwa przez firmę polską. Poziom rozwoju gospodarczego wydaje się mieć relatywnie mniejsze znaczenie niż dystans geograficzny, choć bliższe zbadanie tych relacji wymagałoby dokładniejszych badań. Koncentracja na przejęciach w bliskich geograficznie krajach można tłumaczyć w różnoraki sposób. Niewątpliwie kraje te odgrywają ważną rolę jako partnerzy handlowi, więc przejęcie może stanowić element wzmocnienia obecności na danym rynku. Przejęcia wymagają również bliskiego nadzoru i dobrej koordynacji procesu integracji, o co łatwiej w przypadku przejęć bliskich geograficznie. Biorąc pod uwagę kwestię nadzoru nad przejętą spółką oraz wyzwań związanych z integracją można by się spodziewać, że w przypadku przejęć poza będziemy mieli do czy-

nienia z większymi transakcjami, których wielkość uzasadni wyższe koszty komunikacji i nadzoru.

Tabela 2 Liczba przejęć ponadgranicznych według krajów docelowych

Kraj	Liczba przejęć ponadgranicznych
Niemcy	36
Czechy	33
Ukraina	23
Rumunia	22
Węgry, Rosja	18
Litwa, Serbia	8
Turcja, Hiszpania	7
Chorwacja	6
Bułgaria, Słowacja, Wielka Brytania	5
Kazachstan. Wochy	4
Białoruś, Francja, Szwajcaria, USA. Kanada	3
Australia, Chiny, Łotwa, Bośnia-Hercegowina, Mołdawia, Cypr, Holandia, Szwecja, Norwegia	2
Argentyna, Brazylia, Indonezja, Mongolia, Izrael, Tunezja, Etiopia, Senegal, Czarnogóra, Kosowo, Słowenia, Gruzja, Dania, Irlandia, Portugalia, Wyspy Dziewicze	1

Źródło: Opracowanie własne na podstawie bazy EMIS

Analiza dostępnych danych nt wielkość przedsiębiorstw przejmowanych poza Europą (Tabela 3) pokazuje wyższe wartości niż w przypadku przedsiębiorstw ogółem. Dane te nie są co prawda pełne, gdyż baza EMIS zawierała informacje o wartości przejęć w odniesieniu do 62,5% przejęć firm celów spoza Europy (z wyłączeniem pominiętych w tabeli 3 firm rosyjskich i tureckich), ale mimo wszystko wydaje się, że możemy mówić o realnych różnicach między przejęciami w ramach Europy i poza nią. Warto w tym

kontekście zauważyć, że znacząca część przejęć realizowanych poza Europą miała miejsce w sektorze wydobywczym. 10 spośród 24 przejętych przedsiębiorstw czyli prawie 42% działało w tym sektorze. W przypadku pozostałych przedsiębiorstw, a więc przejętych firm europejskich, tureckich i rosyjskich, było jedynie 5 z sektora wydobywczego, czyli nieco ponad 2% populacji tych firm.

Tabela 3 Wartość transakcji (w milionach EUR) 15 przejęć ponadgranicznych zrealizowanych przez polskie przedsiębiorstwa w latach 2002 – 2013 poza kontynentem europejskim*

minimum	1,15
mediana	18,48
1 kwartyl	3,655
3 kwartyl	67,45
maximum	2139,16

* ze względu na bliską odległość i lokalizację na pograniczu kontynentu europejskiego nie uwzględniono w powyższej tabeli przejęć firm tureckich oraz rosyjskich

Źródło: opracowanie własne na podstawie bazy EMIS

5. Zakończenie

Badania zaprezentowane w niniejszej pracy wskazują, że liczba ponadgranicznych przejęć realizowanych przez polskie przedsiębiorstwa wzrastała do roku 2007, a od roku 2008 pozostaje ona na dość wysokim poziomie wykazując szczególnych tendencji do wzrostu czy spadku. Jednocześnie wartość jednostkowa przejęć ponadgranicznych realizowanych do roku 2007 była przeciętnie wyższa niż w ostatnich latach. Niższa aktywność w obszarze przejęć jest zjawiskiem naturalnym w okresach spowolnienia gospodarczego. Wiązać to można z większą ostrożnością polskich przedsiębiorstw a, ograniczeniami w zakresie finansowania przejęć, a także niższą wartością złotego.

Jeśli chodzi o kierunki geograficzne realizowanych przejęć, to zdecydowanie najliczniejsze były przejęcia w krajach ościennych i szerzej w Europie. Pokazuje to iż, mimo przyspieszenia procesów internacjonalizacji przedsiębiorstw i przeskakiwania pewnych jej etapów odległość nadal odgrywa bardzo istotną rolę w przypadku przejęć ponadgranicznych. Warto przy tym zauważyć, że wielkość przejęć realizowanych w stosunkowo odległych regionach świata jest przeciętnie wyższa niż przeciętna wartość tych transakcji. Wskazuje to, iż koszty poszukiwania i monitorowania firm celów na odległych rynkach mogą być ponoszone jedynie wtedy gdy uzasadnia to potencjalny zwrot inwestycji, który w przypadku przejęć może być powiązany z ich wartością. Dalsze analizy mogłyby z jednej strony uwzględnić powiąza-

nie między odległością a innymi zmiennymi jak np. wielkość procentowa przejmowanych udziałów, wielkość firmy przejmującej, branża. Należy też zauważyć, że choć zjawisko przejęć ponadgranicznych badane jest od wielu lat to niedawne badania porównawcze między przedsiębiorstwami z rynków wschodzących i rozwiniętych [Malhotra i inni 2011] wskazują na różnice w przejęciach ponadgranicznych związane z krajem pochodzenia przejmującego przedsiębiorstwa. Dlatego nie można z góry zakładać, iż wyniki badań z krajów wysokorozwiniętych będą miały bezpośrednie przełożenie na przejęcia realizowane przez polskie przedsiębiorstwa. Na przykład porównania kierunków przejęć realizowanych przez przedsiębiorstwa z różnych rynków wschodzących, pokazują iż firmy przejmujące w zależności od rynku macierzystego wykazują inne preferencje odnośnie krajów docelowych, co pośrednio wiąże się też z odległością tych rynków [Chernykh i inni 2011]. W związku z tym warto podjąć badania, które pozwoliłyby stwierdzić czy wyzwania dla firm przejmujących z Polski, mają swoją odrębną specyfikę.

Literatura

- Bąkowska, Katarzyna, 2013, *Asseco Poland - przykład polskiej firmy rozwijającej się poprzez akwizycje krajowe i zagraniczne*, w: Kępka, H. (red.) *Polskie inwestycje za granicą 2010-2012*, Instytut Badań Rynku, konsumpcji i Koniunktur, Warszawa.
- Bhaghat Sanjai, Malhotra Shavin, Zhu PengCheng, 2011, *Emerging country cross-border acquisitions: Characteristics, acquirer returns and cross-sectional determinants*, *Emerging Markets Review*, nr 12, str.250-271.
- Chakrabarti Abhirup, Mitchell Will, 2013, *The Persistent Effect of Geographic Distance in Acquisition Target Selection*, *Organization Science*, Vol., nr 6, str. 1805-1826
- Chernykh, Lucy and Liebenberg, Ivonne A. and Macias, Antonio J., 2011 *Changing Direction: Cross Border Acquisitions by Emerging Market Firms*, dostępne na stronach SSRN: <http://ssrn.com/abstract=1540260> lub <http://dx.doi.org/10.2139/ssrn.1540260>
- Coeurdacier Nicolas, De Santis Roberto A., Aviat Antonin, 2009, *Cross-Border Mergers and acquisitions Financial and institutional Forces*, *European Central Bank Working PaPer series*, nr 1018
- Danbolt i Maciver 2012, *Cross-Border versus Domestic Acquisitions and the Impact on Shareholder Wealth*, *Journal of Business Finance & Accounting*, vol. 39, nr 7/8, str 1028-1067.
- Gniadek, Joanna, *Ekspansja inwestycyjna Grupy Selena na rynkach zagranicznych*, w: Kępka, H. (red.) *Polskie inwestycje za granicą 2010-2012*, Instytut Badań Rynku, konsumpcji i Koniunktur, Warszawa
- Gorynia Marian, Wolniak Radosław, Nowak Jan, 2007, *Poland and Its Investment Development Path*, *Eastern European Economics*, Vol. 45, nr 2, str. 52-74.

- Gorynia Marian, Nowak Jan, Wolniak Radosław, 2010, *Investment development paths of central european countries: a comparative analysis*, Argumenta Oeconomica, vol. 24, nr 1, str. 65-87.
- Gorynia, M., Nowak, J., Trąpczyński, P., Wolniak, R., 2012, *FDI of Polish Firms: A Case Study Approach*, w: Kaynak, E., Harcar, T., 2012, *Global competitiveness in a time of economic uncertainty and social change: current issues and future expectations*, International Management Development Association, Hummelstown, s. 432-439.
- Johanson, J., Vahlne, J-E., *The Internationalization Process of the Firm – A Model of Knowledge Development and Increasing Foreign Market Commitments*, Journal of International Business Studies, 1977, 8, str.23-32.
- Kaszuba, Krzysztof, 2010, *Rozwój Asseco Poland S.A. jako przykład tworzenia międzynarodowej grupy kapitałowej*, Studia i Prace Kolegium Zarządzania i Finansów, Szkoła Główna Handlowa, nr 101, str. 108-116.
- Klimek, Artur, 2011a, *Emergence of multinational firms from middle income countries the case of Poland*, Argumenta Oeconomica, vol.26, nr 1, str 91-109.
- Klimek Artur, 2011b, *Greenfield Foreign Direct Investment Versus Cross-Border Mergers and Acquisitions The Evidence of Multinational Firms from Emerging Countries*, Eastern European Economics, vol. 49, nr. 6, str. 60–73.
- Malhotra S., Sivakumar K., Zhu PC, 2011, *A comparative analysis of the role of national culture on foreign market acquisitions by U.S. firms and firms from emerging countries*, Journal of Business Research, nr 64, s.714-722.
- Malhotra Shavin, Gaur Ajai S, 2014, *Spatial geography and control in foreign acquisitions*, Journal of International Business Studies, 45, str. 191–210.
- Nowiński W., Nowara W., 2010, *Stopniowa czy przyspieszona internacjonalizacja – analiza polskich prywatnych MSP*, Przegląd Organizacji, nr 12, str 10-13.