

Zbigniew Korzeb

Wyższa Szkoła Zarządzania i Przedsiębiorczości w Łomży

WPLYW FUZJI I PRZEJĘĆ W POLSKIM SEKTORZE BANKOWYM NA KSZTAŁTOWANIE SIĘ POZIOMU WSKAŹNIKA KOSZTU DO PRZYCHODÓW – *C/I*

Streszczenie: W artykule dokonano analizy wpływu fuzji i przejęć w polskim sektorze bankowym na kształtowanie się poziomu wskaźnika *C/I* w bankach komercyjnych, uczestniczących w tych transakcjach. Uzyskane rezultaty jednoznacznie potwierdzają brak znaczącej poprawy rozpatrywanego wskaźnika, zarówno jego bezwzględnych wartości, jak również w porównaniu z jego poziomem w pozostałych bankach komercyjnych w sektorze, które nie brały udziału w fuzjach i przejęciach. Odmiennie wyniki badań, w porównaniu z rezultatami uzyskiwanymi na rynkach rozwiniętych, mogą być spowodowane opóźnieniami w integracji banków, wzrostem kosztów wzajemnych transakcji ze spółką-matką, usługami outsourcingowymi świadczonymi na rzecz akcjonariuszy strategicznych oraz mogą wynikać z motywów opisanych przez hipotezę menedżerską.

Słowa kluczowe: banki komercyjne, fuzje i przejęcia

1. Wstęp

Celem artykułu jest określenie wpływu fuzji i przejęć w polskim sektorze bankowym na kształtowanie się poziomu wskaźnika koszty do przychodów *C/I*, uczestniczących w nich banków. Analizą objęto 30 przedsięwzięć tego typu, wyodrębnionych spośród wszystkich transakcji przeprowadzonych w latach 1989–2009. Badanie jest próbą znalezienia odpowiedzi – czy fuzje i przejęcia wpłynęły na poprawę tego wskaźnika finansowego w bankach uczestniczących w fuzjach i przejęciach oraz czy rozwój zewnętrzny stwarzał możliwość uzyskania lepszych efektów w kształtowaniu się poziomu wskaźnika *C/I* w porównaniu z bankami, które w analogicznym okresie nie uczestniczyły w takich transakcjach.

2. Optymalizacja kosztów w kontekście motywów przeprowadzania fuzji i przejęć

Jedne z najważniejszych hipotez, dotyczących motywów przeprowadzania fuzji i przejęć: hipoteza synergii oraz hipoteza nieefektywnego zarządzania, zakładają, iż źródłem potencjalnych korzyści, wynikających z przeprowadzonych przedsięwzięć

jest racjonalizacja kosztów ponoszonych w dotychczasowej działalności oraz utrzymywanie dyscypliny kosztowej w okresie integracji. N. Kulpa przedstawia, iż „najczęściej spotkany stopień redukcji kosztów osiągany w wyniku połączenia banków wynosi od 10 do 15%, co teoretycznie powinno prowadzić do 20–30% wzrostu zwrotu na kapitale po połączeniu. W praktyce wzrost jest jednak mniejszy, ponieważ przejęcia dokonują się z coraz większą premią” [Kulpa 2001, s. 123].

Jedną z najprostszych metod sprawdzenia słuszności tych hipotez jest przeprowadzenie badań opartych na wskaźniku koszty do dochodów C/I (ilorazu sumy kosztów działania i amortyzacji do przychodów z działalności operacyjnej). I. Hernandez, M.J. Nieto i L.D. Wall wskazują na przykład, iż jednym z głównych determinantów podejmowania decyzji o przejęciu banku jest możliwość racjonalizacji jego kosztów, przejawiająca się wysokim poziomem tego wskaźnika [Hernandez, Nieto, Wall 2009, s. 1027]. Ich zdaniem otrzymane przez nich rezultaty, oparte na obserwacji 1342 banków, prowadzących swoją działalność na obszarze Unii Europejskiej w latach 1996–2004, mogą stanowić potwierdzenie hipotezy nieefektywnego zarządzania. Do podobnych wniosków dochodzą również F. Pasiouras, S. Tanna i C. Zopounidis. W swoich badaniach, przeprowadzonych w latach 1996–2002 w krajach europejskich, znajdują oni silną, dodatnią korelację pomiędzy wysokim poziomem wskaźnika C/I , a prawdopodobieństwem, iż bank komercyjny może stać się obiektem przejęcia przez innego akcjonariusza [Pasiouras, Tanna, Zopounidis 2007, s. 274]. Konkludują więc, iż inwestorzy poszukują na rynku przede wszystkim akcji takich banków, w których działalności dostrzegają szansę redukcji kosztów operacyjnych. Analogiczne wnioski wysnuwa także R. Correa, na podstawie własnych badań 220 przejęć, mających miejsce w latach 1996–2003 [Correa 2009, s. 169–197].

J.F. Houston, Ch.M. James i M.D. Ryngaert w odróżnieniu od poprzednich badań, które dotyczyły raczej poszukiwania determinantów, mających wpływ na prawdopodobieństwo nabycia akcji banku, próbują przeanalizować reakcję rynków kapitałowych na informację o spodziewanej fuzji lub przejęciu banku, w których prognozy zakładają znaczną redukcję kosztów w wyniku połączenia. Zgodnie z oczekiwaniami znajdują oni pozytywną reakcję inwestorów na rynku amerykańskim [Houston, James, Ryngaert 2001, s. 287]. Autorzy dochodzą do wniosku, iż oszczędności kosztowe są ważniejszym źródłem synergii operacyjnej w procesach konsolidacyjnych, w porównaniu ze wzrostem przychodów ze sprzedaży.

Znacznie poważniejszą próbę podjęli P. Beitel, D. Schiereck i M. Wahrenburg. Próbuąc wyjaśnić osiągnięcie ponadprzeciętnych stóp zwrotu z przeprowadzonej inwestycji, analizują wpływ wybranych czynników w 98 przypadkach dużych transakcji na rynku europejskim. Na podstawie obserwacji wskaźnika C/I konstatują, iż rynki kapitałowe preferują przedsięwzięcia, w których bank przejmujący lub inicjujący połączenie jest bardziej efektywny pod względem kosztowym od tego, którego akcje są nabywane [Beitel, Schiereck, Wahrenburg 2004, s. 128].

J. Hagendorff i K. Keasey doszukują się jednak różnic między rynkiem amerykańskim i europejskim. Opierając się na swoich badaniach, akcentują, że fuzje i przejęcia prowadzone na rynku europejskim pozwalają na znacznie większe możliwości redukcji kosztów, a tym samym obniżenie wskaźnika *C/I* niż ma to miejsce w Stanach Zjednoczonych. Według nich wynika to z faktu, iż banki amerykańskie odznaczają się znacznie wyższą efektywnością w porównaniu z europejskimi [Hagendorff, Keasey 2009, s. 725–751].

A. Ismail i A. Davidson również dostrzegają istotny wpływ wskaźnika *C/I* na uzyskiwane stopy zwrotu przez inwestorów. Zauważają, iż aprecjacja kursu akcji nabywanego lub przyłączanego banku jest wtedy największa, jeśli bank przejmujący lub inicjujący połączenie posiada niższy wskaźnik *C/I* od zakupowanego [Ismail, Davidson 2007, s. 631]. Inwestorzy oczekują bowiem, że na skutek przejęcia kontroli nad działalnością, nastąpi także proces przeniesienia modelu zarządzania, który powinien przyczynić się do wzrostu efektywności kosztowej zintegrowanego banku.

Bardziej szczegółowe badania dotyczące kształtowania się poziomu wskaźnika *C/I* przeprowadza R. Ayadi na próbie 71 fuzji i przejęć, mających miejsce w krajach EU-15 i Norwegii w latach 1996–2000. Zauważa, że poziom wskaźnika *C/I* obniża się zarówno w transakcjach dokonywanych wewnątrz danego kraju, jak też w przypadku transakcji transgranicznych [Ayadi 2008, s. 34]. Autor wyjaśnia, że w przypadku wewnętrznych transakcji dostrzegalne jest zarówno obniżenie wartości wskaźnika *C/I*, jak też redukcja kosztów całkowitych. Natomiast w przypadku transakcji transgranicznych wskaźnik *C/I* ulega poprawie, jeżeli występuje redukcja kosztów całkowitych (a przede wszystkim kosztów odsetkowych) i proces ten zachodzi zwłaszcza w banku nabywanym lub przyłączanym. Ayadi akcentuje także, iż znacznie większą redukcję kosztów można obserwować w przypadku kosztów odsetkowych.

Podobne badania na 66 transakcjach, przeprowadzonych na terytorium Unii Europejskiej w latach 1998–2002, prezentują J.M. Campa i I. Hernando. Ich wyniki nie są już tak jednoznaczne jak w poprzednich badaniach. Stwierdzają jednak, iż podobnie jak ma to miejsce u Ismaila i Davidsona, banki przejmujące lub inicjujące połączenie posiadają niższy wskaźnik *C/I* od zakupowanego. Uwypuklają też, iż w większości przypadków jest on niższy (lepszy) od średniej w sektorze bankowym ich kraju macierzystego [Campa, Hernando 2006, s. 33–85]. Rozróżniają jednak, iż w odróżnieniu od transakcji wewnątrz danego kraju, w fuzjach transgranicznych widoczne jest obniżanie się poziomu wskaźnika *C/I* w bankach, których akcje są nabywane.

Wprawdzie badania przeprowadzone na rozwiniętych rynkach dostarczają szeregu cennych informacji o mechanizmach zachodzących podczas przeprowadzania fuzji i przejęć, to jednak ich bezpośrednie przełożenie na polski sektor bankowy wydaje się bardzo ryzykowne ze względu na zupełnie inne stadia rozwoju systemów finansowych i kapitałowych oraz odmienne uwarunkowania otoczenia banków.

3. Metodologia

W przeprowadzonym badaniu dokonano analizy finansowej banków uczestniczących w fuzjach i przejęciach w polskim sektorze bankowym. Spośród wszystkich 103 przedsięwzięć, mających miejsce w latach 1989–2009 wybrano próbę 30 transakcji. Jako kryterium doboru zastosowano zmodyfikowany wskaźnik całkowitej stopy zwrotu dla akcjonariuszy *TSR*. Za stopę progową przyjęto wyższą wartość z alternatywy: wymaganej stopy zwrotu wyliczonej przy użyciu modelu *CAPM* oraz średniej stopy zwrotu z kapitału własnego w sektorze bankowym (*ROEt*). W analizie odrzucono wszystkie te transakcje, które miały miejsce w zbliżonym do siebie okresie, jeśli jednym z partnerów uczestniczących w połączeniu lub nabyciu banku był ten sam inwestor lub jeżeli transakcje odbywały się z udziałem tego samego banku.

Badanie kondycji finansowej banków przeprowadzono na podstawie analizy poziomu wskaźnika *C/I* w bankach, uczestniczących w połączeniach lub nabyciach. Punktem odniesienia analizowanych transakcji był poziom tego wskaźnika finansowego w okresie dwóch lat sprzed ostatecznej daty przejęcia lub fuzji ($t = -2$). Wprawdzie głównym determinantem powodzenia przedsięwzięć inwestycyjnych jest jak najkrótszy okres realizacji, to jednak przyjęcie okresu jednego roku przed dokonaniem fuzji i przejęcia mogłoby nie być adekwatne do rzeczywistej sytuacji panującej w bankach. Zasadniczym problemem w fazie przygotowań do połączenia lub nabywania stają się działania menedżerskie, skoncentrowane na osiągnięciu jak najlepszej pozycji w negocjacjach integracyjnych [Korzeb 2007, s. 427–433]. Mogą one w znaczący sposób wpływać na zniekształcenie wybranych pozycji bilansu oraz rachunku zysków i strat, przyczyniając się do błędnej oceny standingu banku. Wskaźniki zostały następnie obliczone w okresie trzech lat po dacie fuzji lub przejęcia ($t = 3$). Okres ten powinien być wystarczający na uzyskanie efektów synergii operacyjnej i finansowej, co w konsekwencji powinno przyczynić się do restrukturyzacji ponoszonych kosztów w zintegrowanej jednostce. Rozpatrywanie dalszych okresów mogłoby się okazać dosyć trudne ze względu na konieczność rozróżnienia, w jakim stopniu wzrost wartości dla akcjonariuszy jest kreowany w wyniku synergii, będącej następstwem fuzji lub przejęcia, a na ile jest spowodowany ogólną koniunkturą w sektorze bankowym.

Dodatkowo w celu porównania otrzymanych wyników dokonano analizy wyżej wymienionych wskaźników w grupie banków, które w analogicznym okresie do rozpatrywanych transakcji, nie uczestniczyły w fuzjach i przejęciach (każda transakcja była porównywana do grupy banków w sektorze).

Ze względu na relatywnie małą wielkość próby oraz jej niejednorodność do uzyskanych wyników badania należy podchodzić z pewną ostrożnością. Złożoność oraz zindywidualizowanie fuzji i przejęć w sektorze bankowym sprawiają, iż w zasadzie każda transakcja powinna być rozpatrywana w sposób jednostkowy. Duży wpływ na ostateczne wyniki miał również fakt, iż horyzont czasowy badania obejmował okres

1989–2009, a więc ogromnie zróżnicowany pod względem kształtowania się warunków ekonomicznych, koniunktury gospodarczej, poziomu rozwoju sektora bankowego itd.

4. Wyniki

Pomimo zaistnienia wspomnianych problemów, mających bezpośredni wpływ na ostateczne rezultaty badania, przeprowadzona analiza pozwoliła na zaobserwowanie pewnych wyraźnych tendencji, dotyczących kondycji finansowej banków, uczestniczących w procesach konsolidacyjnych polskiego sektora bankowego. Uzyskane rezultaty jednoznacznie potwierdzają brak znaczącej poprawy rozpatrywanego wskaźnika *C/I*, zarówno jego bezwzględnych wartości, jak również w porównaniu z poziomem tego wskaźnika w pozostałych bankach komercyjnych w sektorze, które nie uczestniczyły w fuzjach i przejęciach (tabela 1).

Tabela 1. Kształtowanie się poziomu wskaźnika *C/I* w badanej próbie banków oraz grupie banków, które nie uczestniczyły w fuzjach i przejęciach (w %)

Wyszczególnienie	Rozpatrywana próba banków		Banki, które nie uczestniczyły w fuzjach i przejęciach	
	Poprawa	Brak poprawy	Poprawa	Brak poprawy
Wskaźnik <i>C/I</i>	43,33%	56,67%	56,67%	43,33%
w tym w bankach uczestniczących w fuzjach	30,00%	70,00%	60,00%	40,00%

Źródło: opracowanie własne.

Bardzo symptomatyczne jest, iż zauważalna jest wyraźna tendencja uzyskiwania znacznie gorszych rezultatów w kształtowaniu się wskaźnika *C/I* w bankach uczestniczących w procesach konsolidacyjnych. Jest to tym bardziej charakterystyczne, iż w grupie banków nieuczestniczących w fuzjach i przejęciach zauważalny jest trend poprawienia wskaźnika (zmniejszenia jego wartości). Tymczasem, wzorem większości zagranicznych badań przeprowadzonych na rozwiniętych rynkach, można było się spodziewać poprawy tego wskaźnika zwłaszcza w przypadku fuzji, które we wszystkich przypadkach stanowiły połączenie banków należących do tych samych strategicznych akcjonariuszy.

Wydaje się, iż przyczyny takich tendencji są bardzo zróżnicowane. Z jednej strony może dochodzić do opóźnień w integracji banku oraz wykorzystaniu efektów synergii, z drugiej zaś – akcjonariusze mogą koncentrować się na innych obszarach integracji banku – próbując znaleźć źródła, z których mogliby czerpać swoje korzyści w krótszym okresie niż miałyoby to miejsce w przypadku wypłat dywidendy lub

aprecjacji kursu akcji (w związku z tym radykalnie mogły wzrosnąć niektóre pozycje kosztowe – np. koszty wzajemnie przeprowadzanych transakcji ze spółką-matką, koszty świadczonych usług konsultingowych przez akcjonariusza itd.).

Jeszcze innym wytłumaczeniem może okazać się hipoteza maksymalnej użyteczności menedżerskiej. Zgodnie z nią procesy konsolidacyjne są inspirowane działaniami menedżerów ogarniętych żądzą władzy, skoncentrowanych na własnym ego, zorientowanych na maksymalizację swoich wynagrodzeń i innych elementów systemu motywacyjnego oraz skupionych na podniesieniu osobistego prestiżu. Dążenie do powiększania wielkości firmy wynika z faktu, iż system motywacyjny osób kierujących bankiem jest funkcją wielkości banku. Wynagradzanie członków zarządu wyłącznie w korelacji z bieżącymi wynikami finansowymi staje się przyczyną wzrostu praktyk wynikających z pokusy nadużycia (*moral hazard*).

W hipotezę menedżerską wpisuje się także w pewien sposób *hubris* hipoteza R. Rolla [Roll 1986, s. 197–216]. Zgodnie z nią menedżerowie zbyt optymistycznie oceniają perspektywy nabyć lub połączeń, przeceniając swoje zdolności w zakresie zarządzania przejęciem lub fuzją. Roll zaznacza, iż osoby kierujące przedsięwzięciem popełniają także błędy w szacowaniu rzeczywistej wartości przejmowanych firm, angażując się w projekty, w których osiągnięcie synergii jest niemożliwe.

Jeszcze innych powodów można doszukiwać się w zjawisku, nazywanym przez M. Sirowera „pułapką synergii” [Sirower 1997, s. 9]. Jego zdaniem synergia musi wynikać z realnych zmian zachodzących w zintegrowanej spółce. Fuzja lub połączenie nie przyniosą zamierzonych efektów, jeżeli cały proces połączenia lub nabycia będzie jedynie zwykłym przejęciem dotychczasowych aktywów funkcjonującego samodzielnie banku. Sirower podkreśla, iż procesy konsolidacyjne nie mogą się ograniczać jedynie do zmiany logo. Muszą one wносить nową wartość dodatkową w porównaniu z dotychczasowym sposobem zarządzania i działania nabytego lub przyłączonego banku.

5. Podsumowanie

Otrzymane rezultaty badania, które potwierdzają brak poprawy rozpatrywanego wskaźnika finansowego *C/I* w bankach, uczestniczących w fuzjach i przejęciach wskazują, iż dosyć trudno uznać motywy związane z poprawą kondycji finansowej nabywanych i przyłączanych banków komercyjnych za istotne w polskim sektorze bankowym. Otrzymane wyniki należy jednak traktować jako element komplementarny do kompleksowej oceny procesów konsolidacyjnych tego sektora, którą należy poszerzyć o pomiar efektywności kosztowej.

Literatura

- Ayadi R., *Banking mergers and acquisitions' performance in Europe*, w: *Frontiers of banks in a global economy*, red. P. Molyneux i E. Vallelad, Palgrave Macmillan, New York 2008.
- Beitel P., Schiereck D., Wahrenburg M., *Explaining the M&A success in European banks*, „European Financial Management” 2004, March, no. 10 (1).
- Campa J.M., Hernando I., *M&As performance in the European financial industry*, „Journal of Banking and Finance” 2006, December, no. 30 (12).
- Correa R., *Cross-border bank acquisitions: Is there a performance effect?*, „Journal of Financial Services Research” 2009, December, no. 36 (2).
- Diecidue E., Ven J. van de, *Aspiration level, probability of success and failure, and expected utility*, „International Economic Review” 2008, May, no. 49 (2).
- Hagendorff J., Keasey K., *Post-merger strategy and performance: Evidence from the US and European banking industries*, „Accounting & Finance” 2009, December, no. 49 (4).
- Hernando I., Nieto M.J., Wall L.D., *Determinants of domestic and cross-border bank acquisitions in the European Union*, „Journal of Banking & Finance” 2009, June, no. 33 (6).
- Houston J.F., James C.M., Ryngaert M.D., *Where do merger gains come from? Bank mergers from the perspective of insiders and outsiders*, „Journal of Financial Economics” 2001, May, no. 60 (2–3).
- Ismail A., Davidson I., *The determinants of target returns in European bank mergers*, „The Service Industries Journal” 2007, July, no. 27(5).
- Korzeb Z., *Wpływ pierwszych informacji o fuzjach i przejęciach na kształtowanie się wyników finansowych banków komercyjnych uczestniczących w tych transakcjach*, w: *Zarządzanie finansami. Zarządzanie ryzykiem i kreowanie wartości*, t. 2, red. D. Zarzecki, Uniwersytet Szczeciński, Zeszyty Naukowe, nr 455, Szczecin 2007.
- Kulpa N., *Fuzje i przejęcia w sektorze finansowym*, w: M. Lewandowski i in., *Fuzje i przejęcia w Polsce na tle tendencji światowych*, WIG-Press, Warszawa 2001.
- Pasiouras F., Tanna S., Zopounidis C., *The identification of acquisition targets in the EU banking industry: An application of multicriteria approaches*, „International Review of Financial Analysis” 2007, no. 16 (3).
- Roll R., *The hubris hypothesis of corporate takeovers*, „Journal of Business” 1986, April, no. 59 (2).
- Sirower M.L., *The synergy trap. How companies lose the acquisition game*, The Free Press, New York 1997.

THE INFLUENCE OF MERGERS AND ACQUISITIONS IN THE POLISH BANKING SECTOR ON FORMING THE RATIO C/I LEVEL

Summary: The article presents the analysis of mergers and acquisitions influence in the Polish banking sector on forming the ratio C/I level in commercial banks that participate in these transactions. Achieved results similarly indicate the lack of significant improvement in the considered ratio, both in terms of absolute values, and in comparison with a ratio level achieved by other commercial banks that did not participate in mergers and acquisitions. Different research results, in comparison with results receiving on developed markets, can be caused by delays in banks integration, common costs increasing of transactions with the mother company, outsourcing services provided for strategic shareholders and can result from motives described by the managerial hypothesis.