

Zbigniew Korzeb

Wyższa Szkoła Zarządzania i Przedsiębiorczości w Łomży

WPŁYW FORMY FINANSOWANIA TRANSAKCJI FUZJI I PRZEJĘĆ NA WARTOŚĆ RYNKOWĄ BANKÓW KOMERCYJNYCH W POLSCE

1. Implikacje wyboru metody płatności w transakcjach fuzji i przejęć

Celem niniejszego opracowania jest analiza wpływu formy finansowania transakcji fuzji i przejęć w sektorze bankowym na wycenę rynkową banków komercyjnych notowanych na Giełdzie Papierów Wartościowych w Warszawie. Badaniami objęto kształtowanie się dodatkowych stóp zwrotu w siedemnastu przypadkach z lat 1994-2006.

Zogniskowanie transakcji fuzji i przejęć na maksymalizacji wartości dla akcjonariuszy sprawia, iż szczególnego znaczenia nabiera zidentyfikowanie oraz przeanalizowanie istotnych czynników determinujących wzrost wartości banku komercyjnego w długoterminowej perspektywie. Potraktowanie jako priorytetowej koncepcji wartości dla akcjonariuszy przejawia się głównie w skupieniu uwagi inwestorów na całkowitej stopie zwrotu z zainwestowanego kapitału, aprecjacji kursu akcji zintegrowanego banku, poziomie wypłacanych dywidend oraz pozostałych korzyściach wynikających z prawa posiadania akcji. Rozpatrując specyfikę procesów konsolidacyjnych w sektorze bankowym, trzeba także uwzględnić główne źródła wzrostu wartości: tworzenia efektu synergii, wykorzystania efektu skali, poprawy pozycji konkurencyjnej, dywersyfikacji ryzyka towarzyszącego działalności połączonego banku itd.

Jednym z podstawowych problemów badawczych związanych z procesami fuzji i przejęć oraz wielowymiarową tematyką kreowania wartości banku jest określenie wpływu metody płatności na wycenę rynkową spółek uczestniczących w tych transakcjach. Według M. Sirowera, wybór formy finansowania oraz jego struktury należy, obok sposobu wyłonienia potencjalnego kandydata do przejęcia lub połączenia, wielkości przyłączanej spółki, zastosowanej metody integracji, wynegocjowanej wysokości premii, skali podejmowanego ryzyka, ilości konkurencyjnych ofert, dotychczasowych doświadczeń przejmującego banku w procesach konsolidacyjnych, sprawności

organizacyjnej w realizacji połączenia, do najważniejszych elementów mających wpływ na ostateczne powodzenie całej inwestycji [9, s. 86-87].

Wyszczególnienie	Ryzyko do daty rozliczenia transakcji	Ryzyko po dacie rozliczenia transakcji
Rozliczenie wyłącznie w gotówce		
Przejmujący	100% ryzyka	100% ryzyka
Przejmowany	0% ryzyka	0% ryzyka
Rozliczenie wyłącznie w akcjach, cena określana według liczby akcji		
Przejmujący	ryzyko zmiany udziału własnościowego	ryzyko zmiany udziału własnościowego
Przejmowany	ryzyko zmiany udziału własnościowego	ryzyko zmiany udziału własnościowego
Rozliczenie wyłącznie w akcjach, cena określana według wartości akcji		
Przejmujący	100% ryzyka	ryzyko zmiany udziału własnościowego
Przejmowany	0% ryzyka	ryzyko zmiany udziału własnościowego

Rys. 1. Rozkład ryzyka między bankiem przejmującym i przejmowanym

Źródło: opracowanie własne na podstawie [8, s. 91].

Przeprowadzone badania na rozwiniętych rynkach kapitałowych jednoznacznie wskazują, iż najwyższe dodatkowe stopy zwrotu osiągalni akcjonariusze, których główną metodą płatności były środki pieniężne, a transakcje dotyczyły wrogich przejęć lub przypadków, w których następowało złożenie kilku konkurencyjnych ofert nabycia banku – potencjalnego celu [6, s. 107]. Podstawową przyczyną takich wyników jest przede wszystkim efekt informacyjny, wynikający z pozytywnej percepcji takiej formy płatności, zarówno po stronie przejmującej, jak i nabywanej. A. Rappaport i M. Sirower podkreślają, iż główna różnica wynikająca z zastosowanej formy płatności to przede wszystkim konsekwencja rozkładu ryzyka ponoszonego przez obie strony podczas realizowanej transakcji (rys. 1). Autorzy ci wyjaśniają, iż „jeżeli przejmujący wybierze gotówkę, weźmie na siebie całe ryzyko braku wystąpienia spodziewanego efektu synergii, a oprócz tego zasygnalizuje otoczeniu, że jest pewny wartości nie tylko samej transakcji, ale też własnych akcji. Jeżeli wybierze rozliczenie w akcjach, podzieli się przejmowaną i własną firmą z akcjonariuszami firmy przejmowanej – będzie to sygnał, że nie jest prze-

konany co do potencjalnych korzyści z przejęcia. Jeżeli w dodatku określi cenę zapłaty na bazie liczby akcji, a nie ich wartości, sygnalizowana niepewność będzie tym silniejsza – pokaże, że obawia się spadku cen akcji przed datą rozliczenia transakcji” [8, s. 79].

Do podobnych wniosków dochodzą H. DeAngelo, L. DeAngelo i E. Rice, którzy precyzują, iż oferty w gotówce są zazwyczaj przedstawiane w sytuacji, gdy przejmująca spółka ocenia, że notowania jej walorów są niedowartościowane na rynku, oferta zaś w postaci akcji składana jest w przypadku opinii o ich przeszacowaniu na giełdzie [2, s. 367-401].

Na inny pozytywny aspekt płatności gotówką, w porównaniu z płatnościami za pomocą akcji zwykłych lub mieszanych form płatności, wskazują W. Slusser i R. Riggs. Według nich, takie transakcje są nie tylko klarowne dla obu stron pod względem ustalenia wiarygodnej wyceny wartości transakcji, ale także pozwalają na znacznie szybsze jej sfinalizowanie (nie występują problemy związane z koniecznością spełnienia warunków wymaganych przy emisji akcji – uzyskiwania zgody instytucji nadzorczych, przygotowywania prospektu emisyjnego; istnieje znacznie mniejsze prawdopodobieństwo skutecznej obrony przez nabywaną spółkę w przypadku wrogiego przejęcia itd.) [10, s. 212].

Podjęcie decyzji o wyborze płatności powinno zostać poprzedzone analizą szeregu aspektów, do których należy zaliczyć:

- preferencje, co do struktury finansowania i związanego z tym kosztu kapitału,
- czas konieczny na pozyskanie funduszy,
- dostępność i koszt różnych form finansowania [4, s. 270].

Wybór metody płatności powinien być więc racjonalnym kompromisem, wypracowanym przez obie strony transakcji w negocjacjach, uwzględniającym z jednej strony interesy i możliwości banku przejmującego, a z drugiej – oczekiwania i potrzeby akcjonariuszy reprezentujących przejmowany bank.

2. Metodologia badań i dobór próby

W badaniu posłużono się koncepcją analizy zdarzenia (*event study*). Jako pierwszy przedstawił ją E.F. Fama w 1969 r. [3, s. 1-21]. Model ten, określany też jako metoda nadzwyczajnych stóp zwrotu (*abnormal returns*), polega na porównaniu odchyłeń rzeczywistych stóp zwrotu od wartości oczekiwanych, prognozowanych na podstawie parametrów wyszacowanego historycznie trendu.

Istotą analizy zdarzenia jest obliczenie dodatkowej stopy zwrotu z akcji spółki, będącej różnicą rzeczywistej stopy zwrotu i oczekiwanej stopy zwrotu z walorów banku, gdyby zdarzenie nie wystąpiło:

$$AR_{it} = R_{it} - E(R_i),$$

gdzie: AR_{it} – dodatkowa stopa zwrotu z akcji i -tej spółki, osiągnięta w dniu t ,
 R_{it} – rzeczywista stopa zwrotu z akcji i -tej spółki osiągnięta w dniu t , w przypadku gdy wystąpiła fuzja lub przejęcie,
 $E(R_{it})$ – oczekiwana stopa zwrotu z akcji i -tej spółki w dniu t w sytuacji, gdyby fuzja lub przejęcie nie wystąpiły,
 $i = 1, 2, \dots, N$, gdzie N – liczba spółek w badanej próbie.

Na potrzeby niniejszego artykułu przyjęto, iż „zdarzenie” oznacza ogłoszenie oficjalnej informacji o zawarciu fuzji lub przejęcia w sektorze bankowym w Polsce. Wprawdzie najczęściej sposób wyboru metody płatności był ustalany dopiero później, to jednak praktycznie we wszystkich rozpatrywanych przypadkach, forma płatności była dosyć prosta do przewidzenia już w chwili ogłoszenia transakcji.

Miernikami dodatkowej stopy zwrotu, zastosowanymi w badaniach, są skumulowana dodatkowa stopa zwrotu (*cumulative abnormal returns* – CAR) oraz dodatkowa stopa zwrotu „kup i trzymaj” (*buy-and-hold-abnormal returns* – $BHAR$).

Skumulowana dodatkowa stopa zwrotu CAR_{iT} jest obliczana jako suma dziennych dodatkowych stóp zwrotu z kolejnych sesyjnych dni w badanym okresie T :

$$CAR_{iT} = \sum_{t=1}^T AR_{it},$$

gdzie: CAR_{iT} – skumulowana dodatkowa stopa zwrotu z akcji i -tej spółki osiągnięta w okresie T ,

T – okres obserwacji, przedział czasowy mierzony w dniach sesyjnych,

AR_{it} – dodatkowa stopa zwrotu z akcji i -tej spółki osiągnięta w dniu t .

W ostatnich latach, zwłaszcza po ukazaniu się prac D. Ikenberry’ego, J. Lakonishoka i T. Vermaelena [7, s. 181-208] oraz B. Barbera i D. Lyona [1, s. 341-372], coraz większego znaczenia nabiera dodatkowa stopa zwrotu „kup i trzymaj” $BHAR_{iT}$. Jest ona obliczana jako różnica stopy zwrotu uzyskanej z inwestycji w akcje banku w okresie T i oczekiwanej stopy zwrotu:

$$BHAR_{iT} = \prod_{t=1}^T (1 + R_{it}) - \prod_{t=1}^T [1 + E(R_{it})],$$

gdzie: $BHAR_{iT}$ – dodatkowa stopa zwrotu „kup i trzymaj” z akcji osiągnięta w okresie T ,

T – okres obserwacji, przedział czasowy mierzony w dniach sesyjnych,

R_{it} – rzeczywista stopa zwrotu z akcji i -tej spółki osiągnięta w dniu t , w przypadku gdy wystąpiła fuzja lub przejęcie,

$E(R_{it})$ – oczekiwana stopa zwrotu z akcji i -tej spółki w dniu t w sytuacji, gdyby fuzja lub przejęcie nie wystąpiły.

Średnia skumulowanych dodatkowych stóp zwrotu dla całej analizowanej próby jest obliczana jako średnia arytmetyczna skumulowanych stóp zwrotu poszczególnych banków:

$$ACAR_{NT} = \frac{1}{N} \sum_{i=1}^N CAR_{iT},$$

gdzie: $ACAR_{NT}$ – średnia skumulowanych dodatkowych stóp zwrotu z akcji N banków w okresie T ,

N – liczba spółek w badanej próbie,

CAR_{iT} – skumulowana dodatkowa stopa zwrotu z akcji i -tej spółki osiągnięta w okresie T .

Natomiast średnia skumulowanych dodatkowych stóp zwrotu „kup i trzymaj” z N akcji w okresie T jest określana jako:

$$ABHAR_{NT} = \frac{1}{N} \sum_{i=1}^N BHAR_{iT},$$

gdzie: $ABHAR_{NT}$ – średnia skumulowanych stóp zwrotu „kup i trzymaj” z akcji N banków w okresie T ,

N – liczba spółek w badanej próbie,

$BHAR_{iT}$ – dodatkowa stopa zwrotu „kup i trzymaj” z akcji i -tej spółki osiągnięta w okresie T .

Głównymi determinantami wyznaczającymi istotne zdarzenia związane z procesami konsolidacyjnymi, zachodzącymi w polskim sektorze bankowym, były informacje dotyczące prywatyzacji banków oraz komunikaty wynikające z procedur uzyskiwania pozwoleń na transakcje fuzji i przejęć, wydawane przez instytucje nadzoru bankowego i rynku kapitałowego. Tylko w dwóch przypadkach jako datę odniesienia przyjęto datę wezwania na akcje spółki (tab. 1), w pozostałych zaś późniejsze wezwania były jedynie konsekwencjami wcześniejszych decyzji.

Dosyć istotnym problemem była kwestia ustalenia samej metody płatności w konkretnych przypadkach. Jako podstawę do obliczeń przyjęto bezpośrednią formę zapłaty w poszczególnych transakcjach. Bardzo często bowiem dochodziło do sytuacji, w której sam zakup banku następował za pomocą środków pieniężnych, natomiast w bliskim sąsiedztwie terminu sfinalizowania fuzji i przejęcia nabywający bank dokonywał emisji akcji własnych, obligacji lub poszukiwał innych metod nabycia banku. Większość transakcji w sektorze bankowym była sfinansowana za pomocą gotówki. Jak zauważa M. Lewandowski, wiąże się to z dominującym udziałem prywatyzacji w strukturze procesów konsolidacyjnych oraz z wielkością transakcji na polskim rynku, wielkością, która w przypadku inwestorów zagranicznych była relatywnie niska w porównaniu z ich skalą działalności [5, s. 187].

Tabela 1. Transakcje fuzji i przejęć w sektorze bankowym objęte badaniem

Nabywca	Bank przejmowany	Data ogłoszenia informacji	Wyszczególnienie
Commerzbank	BRE	18.10.1994	decyzja o podwyższeniu kapitału akcyjnego w drodze emisji akcji
AIB European Investments	WBK	15.05.1996	informacja Ministra Finansów o sprzedaży akcji
ING Bank N.V.	Bank Śląski	03.06.1996	informacja Ministra Finansów o przyjęciu oferty ING w sprawie nabycia pakietu akcji
BIG	Bank Gdański	20.02.1997	zawarcie umowy pomiędzy Skarbem Państwa, reprezentowanym przez Ministra Finansów, oraz bankiem i podmiotami od banku zależnymi
BRE Bank	Polski Bank Rozwoju	02.04.1998	ogłoszenie wezwania na sprzedaż akcji PBR
DZ Bank (wcześniej DG)	Amerbank	15.10.1998	ogłoszenie wezwania na sprzedaż akcji Amerbank
Bayerische Hypo- und Vereinsbank AG	BPH	22.10.1998	umowa sprzedaży zawarta przez MSP
UniCredito Italiano SpA + Allianz Aktiengesellschaft	Pekao SA	23.06.1999	umowa sprzedaży zawarta przez MSP
Nordbanken (Nordea)	Bank Komunalny	01.07.1999	umowa subskrypcyjno-inwestycyjna
Fortis	PPA Bank	17.08.1999	umowa subskrypcyjno-inwestycyjna
Citibank	Bank Handlowy	11.05.2000	zezwoleń KNB na nabycie akcji
BCP wraz ze spółkami powiązanymi	Milennium	01.06.2000	informacja o sprzedaży akcji przez Deutsche Bank
BRE Bank	Bank Częstochowa	27.12.2000	zaakceptowanie przez KNB objęcia akcji
Bank Zachodni	WBK	07.03.2001	zgoda KNB na połączenie
BPH	PBK	07.11.2001	zgoda KNB na połączenie
Nordea	LG Petro Bank	07.05.2002	zawarcie warunkowej umowy nabycia akcji banku
Pekao SA	BPH	12.06.2005	podjęcie decyzji przez Radę Nadzorczą Grupy UniCredit oraz Zarząd i Radę Nadzorczą Banku HypoVereinsbank o połączeniu obydwu instytucji

Źródło: opracowanie własne.

W analizowanych przypadkach zbadano zachowanie się stóp zwrotu z akcji banków w dwóch okresach: od dnia $t = -5$ do dnia $t = +5$ dni sesyjnych oraz od dnia $t = -30$ do

dnia $t = +30$ dni sesyjnych. Przyjęcie takich horyzontów czasowych umożliwia weryfikację bezpośredniego wpływu informacji o fuzji lub o przejęciu na kształtowanie się notowań akcji banków. W przypadku zastosowania szerszego zakresu mogłoby bowiem dochodzić do powstawania błędów, wynikających z oddziaływania innych informacji na cenę kursu akcji, będących przedmiotem badania. Szacowanie parametrów regresji liniowej dla akcji każdego z banków oparto na zależności stopy zwrotu akcji od stopy zwrotu indeksu giełdowego w okresie od dnia $t = -250$ do dnia $t = -61$ dni sesyjnych (okres niezależny). Okres ten jest determinowany dwoma czynnikami. Z jednej strony nie może on być zbyt odległy od okresu obserwacji (założenie o niezmienności parametrów), z drugiej zaś powinien być oddalony od daty ogłoszenia informacji o fuzji lub przejęciu w taki sposób, aby wpływ zdarzenia na notowania kursów akcji banków był znikomy.

W przeprowadzonych badaniach do szacowania oczekiwanej stopy zwrotu $E(R_{it})$ zastosowano model rynkowy, polegający na wyznaczeniu parametrów linii regresji dla każdego analizowanego banku, odzwierciedlających zależność stopy zwrotu kursów konkretnej spółki od stopy zwrotu z indeksu giełdowego w okresie poprzedzającym wezwanie. Użycie bardziej zaawansowanych modeli, np. trójczynnikowego modelu rynkowego (Fama and French Three Factor Model), wydaje się niezasadne ze względu na małą liczebność próby oraz trudności z zastosowaniem modelu w początkowym stadium funkcjonowania Giełdy Papierów Wartościowych w Warszawie.

Jako czynnik działania został przyjęty subindeks WIG-banki. We wcześniejszym okresie, w którym nie był on notowany, do obliczeń przyjęto indeksy WIG lub WIG-20, w zależności od przynależności danego banku do odpowiedniego portfela indeksu. W przypadku udziału spółki w składzie obu indeksów starano się wybrać rozwiązanie, przy którym występowała silniejsza współzależność między notowaniami banku i indeksu, potwierdzająca zasadność budowy równań regresji. Do obliczeń przyjęto kursy zamknięcia notowań akcji banków i indeksów z poszczególnych sesji giełdowych.

Weryfikacja spółek pozwoliła na wyodrębnienie siedemnastu przypadków, z lat 1994–2006, dla których przeanalizowano zachowanie się kursów akcji (w badaniu przeanalizowano kształtowanie się kursów banków przejmowanych). Jedenaście z nich dotyczyło przejęć za gotówkę, pięć finansowania akcjami, a jeden przypadek dotyczył zakupu banku za pomocą środków Bankowego Funduszu Gwarancyjnego, który udzielił bankowi przejmującemu celowej pożyczki.

4. Analiza wpływu formy finansowania fuzji i przejęć banków komercyjnych na reakcję stóp zwrotu z akcji

Nie ulega wątpliwości, iż forma finansowania fuzji i przejęć w sektorze bankowym w Polsce wpływa na kształtowanie się notowań akcji banków komercyjnych, uczestniczących w tego typu transakcjach (tab. 2).

Tabela 2. Średnia skumulowana dodatkowa stopa zwrotu i średnia skumulowana stopa zwrotu „kup i trzymaj” w analizowanych przypadkach

Wyszczególnienie	Nazwa miernika	Okres (w dniach)	Wartości (w %)
Gotówka	ACAR	od -5 do +5	1,69
		od 30 do +30	10,89
	ABHAR	od -5 do +5	1,00
		od 30 do +30	12,86
Emisja akcji	ACAR	od -5 do +5	-3,50
		od 30 do +30	0,31
	ABHAR	od -5 do +5	-3,57
		od 30 do +30	-0,51
Środki BFG	ACAR	od -5 do +5	6,33
		od 30 do +30	-66,94
	ABHAR	od -5 do +5	6,30
		od 30 do +30	-58,37

Źródło: opracowanie własne.

Zaobserwowane tendencje są zasadniczo spójne z badaniami dokonywanymi na dojrzałych rynkach kapitałowych. Uzyskiwane stopy zwrotu są jednak znacznie niższe w porównaniu z rynkiem amerykańskim, gdzie akcjonariusze przejmowanych firm uzyskiwali w miesiącu ogłoszenia oferty stopę zwrotu wynoszącą ok. 30% w przypadku ofert polegających na zapłacie wyłącznie gotówką i 15% w przypadku ofert polegających wyłącznie na zamianie akcji [11, s. 195-196].

Ze względu na stosunkowo 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.

Transakcje finansowane gotówką były w przeważającej części związane z prywatyzacją polskiego sektora bankowego i dotyczyły najlepszych polskich banków komercyjnych. Ponadto do większości z nich doszło w ostatniej dekadzie dwudziestego wieku, a więc w momencie, w którym alternatywne ulokowanie środków pieniężnych w bezpiecznych papierach wartościowych dawało znacznie wyższe stopy zwrotu, niż w chwili obecnej. Poza tym część transakcji była zawierana w początkowym okresie funkcjonowania Giełdy Papierów Wartościowych. Niedoświadczenie krajowych akcjonariuszy w zakresie oceny procesów konsolidacyjnych w sektorze bankowym mogło także wpłynąć na pewne deformacje uzyskiwanych stóp zwrotu.

Wynik badania, w zakresie otrzymanej średniej skumulowanej dodatkowej stopy zwrotu i średniej skumulowanej stopy zwrotu „kup i trzymaj” w okresie od dnia $t = -30$ do dnia $t = +30$ dni sesyjnych, jest determinowany głównie negatywną oceną inwestorów jednej z analizowanych transakcji. Mediana badanej próby wyniosła bowiem 4,85% w przypadku średniej skumulowanej dodatkowej stopy zwrotu oraz 5,24% w przypadku średniej skumulowanej stopy zwrotu „kup i trzymaj”. Nie zmienia to jednak faktu, iż transakcje zakupu banków komercyjnych finansowane akcjami zostały znacznie gorzej ocenione przez inwestorów.

Zdecydowanie negatywna percepcja transakcji sfinansowanej z udziałem środków BFG wynika głównie z jej specyfiki. Ogromne znaczenie miała w tym przypadku pogarszająca się kondycja nabywanego banku w rozpatrywanym okresie. Wprawdzie w okresie od dnia $t = -5$ do dnia $t = +5$ dni sesyjnych zauważalna jest bardzo pozytywna reakcja inwestorów, to jednak napływające informacje o prawdopodobnej utracie płynności i likwidacji banku, tymczasowe zamknięcie placówek banku spowodowane wzmożonym wycofywaniem depozytów przez klientów (tzw. runem klientów), wprowadzenie przez Komisję Nadzoru Bankowego zarządu komisarycznego musiały odbić się na deprecjacji kursu w okresie od dnia $t = -30$ do dnia $t = +30$ dni sesyjnych.

5. Zakończenie

Nie ulega wątpliwości, iż postępująca liberalizacja przepisów dotyczących swobody przepływu kapitału w krajach członkowskich Unii Europejskiej będzie stymulować banki do podejmowania nowych działań ukierunkowanych na rozwój zewnętrzny. Wpływ formy finansowania transakcji fuzji i przejęć na wartość rynkową banków komercyjnych staje się jednym z tych nieodzownych elementów, których zrozumienie i wytłumaczenie może wpłynąć w zasadniczy sposób na ostateczną efektywność procesów konsolidacyjnych.

Literatura

- [1] Barber B., Lyon D., *Detecting long-run abnormal stock returns*, „Journal of Financial Economics” 1997, vol. 43.
- [2] DeAngelo H., DeAngelo L., Rice E., *Going private: minority freezeouts and stockholder wealth*, „Journal of Law and Economics” 1984, vol. 27.
- [3] Fama E., Fisher L., Jensen M., Roll R., *The adjustment of stock prices to new information*, „International Economic Review” 1969, vol. 10, nr 1.
- [4] *Fuzje i przejęcia przedsiębiorstw*, red. W. Frąckowiak, PWE, Warszawa 1998.
- [5] *Fuzje i przejęcia w Polsce na tle tendencji światowych*, red. M. Lewandowski, WIG-Press, Warszawa 2001.
- [6] Gup B., Kolari J., *Commercial Banking. The Management of Risk*, John Wiley & Sons, Chichester 2005.

-
- [7] Ikenberry D., Lakonishok J., Vermaelen T., *Market Underreaction to Open Market Share Repurchases*, „Journal of Financial Economics” 1995, vol. 39.
- [8] Rappaport A., Sirower M., *W akcjach czy w gotówce – formy zapłaty za fuzje i przejęcia*, „Harvard Business Review – Fuzje i przejęcia”, Onepress, Gliwice 2006.
- [9] Sirower M., *The Synergy Trap, How Companies Lose the Acquisition Game*, The Free Press, New York 1997.
- [10] Slusser W., Riggs R., *Payment modes and acquisitions currencies*, [w:] *The Mergers and Acquisitions Handbook*, red. M. Rock, R. Rock, M. Sikora, McGraw-Hill, New York 1994.
- [11] Sudarsanam S., *Fuzje i przejęcia*, WIG-Press, Warszawa 1998.

THE IMPACT OF PAYMENT FORMS IN MERGERS AND ACQUISITIONS ON THE VALUATION OF COMMERCIAL BANKS IN POLAND

Summary

The article empirically examines the impact of payment methods on the valuation of commercial banks in the 1994-2006 period. This study describes the advantages and disadvantages of different methods of payment from the perspective of both the buyer and seller. Although most theoretical studies are based on US transactions, the positive stock market response is greater for those transactions in which payment is made in cash in Poland, too.