

Grzegorz Piecek

Computer Communication Systems SA

WPLYW PRZEJĘCIA BANKU NA WARTOŚĆ PRZEDSIĘBIORSTWA DLA AKCJONARIUSZY

1. Wstęp

Trudna sytuacja finansowa wielu krajowych banków w latach 1993-1994 doprowadziła do restrykcyjnej polityki banku centralnego, zmierzającej do wzmocnienia polskiego sektora bankowego poprzez restrukturyzację banków zagrożonych upadłością i sanację z pomocą kapitału zagranicznego. Późniejszy spadek liczby banków był wynikiem głównie konsolidacji dokonanej w celu wzmocnienia ich pozycji rynkowej. W ostatnich dwóch latach konsolidacje banków były ponadto wynikiem łączenia działających w Polsce spółek zależnych oraz oddziałów banków zagranicznych. Przykładem tego było połączenie Banku Austria Creditanstalt Poland z PBK, BH z Citibank Poland, HypoVereinsbanku Polska z BPH, ING Bank Oddział w Warszawie z ING BŚ czy planowane połączenie BPH z Pekao.

Głównym celem niniejszej pracy jest określenie, czy skutki zwiększonej liczby przejęć w polskim sektorze bankowym ograniczyły stopy zwrotu dla akcjonariuszy banków przejmowanych i przejmujących w czasie ogłoszenia komunikatu. Aby uszczegółowić analizę, przejęcia podzielono na dwa podzbiory. Przejęcia powyżej 100 mln dolarów określono mianem dużych przejęć, przejęcia zaś poniżej 100 mln dolarów zaklasyfikowano do grupy średnich i małych.

2. Dowody empiryczne – studia wydarzeń

Większość studiów wydarzeń, mających ustalić wpływ fuzji w bankowości na wyniki spółek nabywających, wskazuje na ich marginalne korzyści lub niewielkie straty w momencie ogłoszenia i znaczne ujemne wyniki w dalszej perspektywie czasu. Z kolei stopy zwrotu dla udziałowców spółek przejmowanych są bardzo korzystne, co niektórzy odbierają jako wystarczający dowód na to, że fuzje i przejęcia tworzą wartość ekonomiczną [Piecek 2003(b), s. 85-96].

Zwolennicy takiej interpretacji argumentują, iż rywalizacja cenowa na efektywnym rynku niweluje potencjalne zyski nabywców w okresie bezpośrednio poprzedzającym fuzje, tak więc przyrost netto wartości ekonomicznej stanowią zyski udziałowców spółek przejmowanych. Oczywiście interpretacja ta jest wysoce niepokojąca dla udziałowców spółek przejmujących, gdyż według niej ich reprezentanci poświęcają dużo czasu i środków finansowych na rynku wysokiego ryzyka, przy przewidywanym zysku w najlepszym razie bliskim zeru.

Analizując transakcje przejmowania banków, należy jednak rozważyć dwie kwestie. Pierwsza dotyczy źródeł pozytywnych ocen inwestorów. Pozytywne rezultaty mogą wynikać z oczekiwań, że kierownictwo przejmującej spółki będzie w stanie podnieść efektywność wewnętrzną i/lub nowatorstwa procesów i produkcji. Takie wyjaśnienie jest często przyjmowane przez osoby twierdzące, że rynek kontroli korporacyjnej jest rynkiem efektywnym [Jansen 1988, s. 21-48]. Jednak dodatnie stopy zwrotu można równie dobrze tłumaczyć oczekiwaniami, że nowa spółka będzie dysponowała większą siłą rynkową. W obu przypadkach przyszłe zyski mogą wzrosnąć, uzasadniając tym samym wypłatę premii [Piecek 2003(a), s. 465-473]. Badania *ex-ante* nie dostarczają informacji o tym, która z powyższych interpretacji leży u źródła pozytywnych ocen. Co więcej, wykazano, że ceny akcji konkurentów łączących się spółek również rosną w momencie ogłoszenia fuzji. Możliwe, że według inwestorów wzrasta prawdopodobieństwo zawarcia poufnego porozumienia, na którym skorzystają również ich spółki. Postrzegany wzrost wartości spółek konkurencyjnych dla udziałowców może również wynikać z przekonania udziałowców, że takie konkurencyjne spółki stały się bardziej podatne na próby przejęcia w wyniku już przeprowadzonych fuzji.

W 2000 r. G. Tichy [2000] przeanalizował ok. 25 badań fuzji głównie między amerykańskimi bankami, stwierdzając, że niemal jedna trzecia spośród nich odnotowała pozytywne wyniki, rozumiane jako wyższa stopa zwrotu, spadek kosztów, wzrost rentowności lub zwiększona efektywność. Nieco ponad połowa badań wykazała neutralny wpływ fuzji, natomiast 16% odnotowało negatywne skutki. Tak więc można powiedzieć, że blisko dwie trzecie fuzji bankowych objętych tymi badaniami zakończyło się niepowodzeniem. Z kolei pozytywne wpływy w pozostałych przypadkach były zazwyczaj o wiele mniejsze od spodziewanych.

Badając fuzje banków, G. DeLong [2001, s. 221-252] odkrył, że koncentracja zarówno na działalności, jak i na obszarze geograficznym zwiększa wartość akcji nabywcy od 2 do 3% więcej niż podczas innych rodzajów fuzji. W przypadku przejmowanych banków zysk akcjonariuszy wynosił średnio 16,61% i występował w 88,6% przypadków. Akcjonariusze banków dokonujących przejęcia w zdecydowanej większości odnotowali stratę na poziomie -1,68%. Jedynie w przypadku 33,6% banków dokonujących przejęcia ich akcjonariusze uzyskali dodatnią stopę zwrotu.

J. Houston, C. James i M. Ryngaert [2001, s. 285-331] analizowali powiązanie prognozowanych oszczędności kosztowych i poprawy przychodów dzięki fuzjom banków. Odkryli oni istotny związek między bieżącą wartością takich korzyści a zyskami generowanymi w dniu ogłoszenia. Akcjonariusze banków przejmowanych zyskiwali średnio 20,8% w stosunku do 3,47% zyskiwanych przez akcjonariuszy banków przejmujących. Jednakże rynek wydaje się dyskontować takie korzyści, przy czym w większym stopniu dyskontuje synergie wpływające na poprawę przychodów, w mniejszym zaś stopniu synergie ograniczenia kosztów.

W porównaniu z bankami nieuczestniczącymi w fuzjach, łączące się spółki nie wykazują widocznej poprawy efektywności. J.D. Akhavein, A.N. Berger, D.B. Humphrey [1997, s. 95-139] wykazali, że banki posiadają koszty zazwyczaj o 20-25% wyższe od banków stosujących najlepsze praktyki. Wynikałoby stąd, że fuzje mogłyby znacznie podnosić efektywność ekonomiczną. Tymczasem również tutaj stwierdzono brak systematycznego wykorzystania takiego potencjału w praktyce.

Ogólnie rzecz biorąc, istnieje zgodna opinia, że fuzje i przejęcia banków w najlepszym wypadku prowadzą do bardzo niewielkiej poprawy efektywności wewnętrznej. Oczywiście zdarzają się wyjątki, ale dotyczą one przede wszystkim bardzo małych banków, aktywnych na lokalnych rynkach. Choć tezy tej nie można jeszcze w pełni poprzeć dowodami, powyższe wyniki zdają się wskazywać, że im większe są łączące się banki, tym mniejsze jest prawdopodobieństwo optymalizacji wydatków.

Niektóre badania efektywności w bankowości wprowadziły ostatnio rozróżnienie między efektywnością wewnętrzną oraz efektywnością zysków. Dzięki fuzjom banki mają możliwość stworzenia lepszej oferty produktowej, np. poprzez przejście od papierów wartościowych do produktów o wyższej wartości, takich jak pożyczki. Takie wpływy na efektywność zysków były przedmiotem tylko dwóch badań. Pierwsze dotyczyło badania amerykańskich superfuzji w latach osiemdziesiątych XX wieku [Akhavein, Berger, Humphrey 1997, s. 95-139].

Z kolei A.N. Berger [1998, s. 79-111] skupił się w swych badaniach na wczesnych latach dziewięćdziesiątych XX wieku. Choć zgromadzone dowody są w związku z powyższym znacznie mniej pewne i wciąż nie wiadomo, jak dalece łączące się banki zmieniają swą ofertę produktową, to jednak uzyskane wyniki wskazują, że przeciętna zmiana oferty daje kilkuprocentowy wzrost efektywności. Należy jednak zauważyć, że obie próby niemalże wykluczyły superfuzje [Berger, Demsetz, Strahan 1999, s. 135-194], a więc kategorię, która ostatnio nabrała znaczenia.

Oczywiście niektóre przyjęte typy badań wpływu fuzji na osiągnięte wyniki można poddać krytyce pod względem metodologicznym [Calomiris 1999, s. 615-621]. Ponieważ jednak dowody zdają się być zgodne z wynikami fuzji pozafinansowych [Piecek 2003(c), s. 513-520] oraz z danymi okresami, wydaje się oczywiste, że wiele fuzji bankowych, choć trudno dokładnie określić ile, nie osiąga celu ekonomicznego.

Jest więc całkiem prawdopodobne, że wysoki wskaźnik fuzji nietworzących korzyści finansowych, zarówno w bankowości, jak i poza nią, nie wynika z nieudanych metod implementacji. W rzeczywistości strategiczne współzależności, obarczone niepewnością i zależne od dostępności funduszy, mogą zmuszać zarządy banków do przeprowadzania fuzji nawet wówczas, gdy wiadomo, iż prawdopodobieństwo poprawienia rzeczywistych wyników jest znikome [Peristiani 1997, s. 326-337].

Rozważając szczególnie przypadek bankowości, należy dodać, że banki, jako instytucje świadczące usługi serwisowe, będą z konieczności strategicznej musiały się rozwijać w miarę wzrostu liczby klientów. I rzeczywiście, argument ten jest często wysuwany przez dyrektorów banków, gdy pyta się ich o powód fuzji.

3. Metodologia

3.1. Dane

W niniejszym opracowaniu uwzględniono akcje banków nabywanych i nabywających, z których przynajmniej jeden znajdował się w obrocie publicznym na krajowym rynku przez co najmniej 240 dni przed i 40 dni po dacie ogłoszenia.

Analizie poddano transakcje fuzji i przejęć bankowych w okresie od stycznia 1995 r. do grudnia 2003 r. Próba obejmowała 39 transakcji wezwań na krajowe banki, dokonanych przez 32 polskie i zagraniczne banki w latach 1995-2003. Spośród banków przejmujących 15 banków było notowanych na GPW w Warszawie, a pozostałe 17 na giełdach zagranicznych.

3.2. Procedura

W celu porównania wpływu komunikatów o przejściu lub fuzji banku na wartość banku dla akcjonariuszy w niniejszej pracy wykorzystano anormalne stopy zwrotu [Cambell 1997, s. 149-179; Strong 1992, s. 533-553; Piecek 2004(a), s. 84].

Wartość zysków dla akcjonariuszy jako miara wartości jest uważana za bardziej przekonującą niż sama cena akcji, ponieważ zyski obejmują zarówno ceny, jak i dywidendy. Po wybraniu zysków jako miary wartości dla akcjonariusza w niniejszej pracy przeanalizowano zyski osiągane przez banki stanowiące cel i banki dokonujące przejęć w okresie kontrolnym w celu ustalenia normy, w odniesieniu do której byłoby możliwe następnie odwzorowanie anormalnych stóp zwrotu. Należy zaznaczyć, iż na zyski właścicieli spółek przejmowanych wpływają dwa czynniki. Po pierwsze, oceniany jest wpływ transakcji na przyszłe zyski, po drugie – właściwa procedura licytacyjna może doprowadzić do spekulacyjnej premii [Piecek 2004(b)].

Istnieją trzy powszechnie stosowane metody określenia anormalnych stóp zwrotu bezpośrednio przed datami i po datach ogłoszenia komunikatów: model rynkowy oparty na zwykłej metodzie najmniejszych kwadratów (OLS), model *mean-adjusted-return* oraz model *market-adjusted-return*. W przypadku danych dotyczących zwrotów dziennych model rynkowy oparty na OLS oraz model *market-*

-adjusted-return mają z reguły zbliżoną moc. Do celów niniejszej pracy wybrano model najmniejszych kwadratów, ponieważ jest to standardowa metoda używana w tego rodzaju opracowaniach.

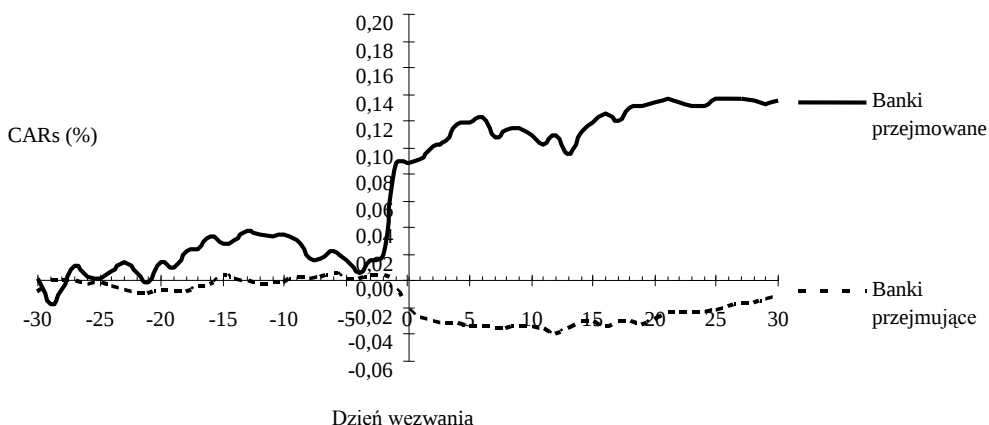
3.3. Rozmiary przejęć

Aby bardziej szczegółowo zbadać wpływ rozmiarów przejęcia na zwrot dla akcjonariuszy, przejęcia podzielono na dwie grupy. Przejęcia powyżej 100 mln dolarów określono mianem dużych przejęć, przejęcia poniżej 100 mln dolarów określono mianem średnich i małych.

3.4. Przegląd anormalnych stóp zwrotu

Jednym z celów badania było określenie, czy rozmiar przejęcia był czynnikiem determinującym anormalne stopy zwrotu z akcji oferentów. W celu zmierzenia wpływu dużych cen przejęć w latach 1995-2003 skupiono się na 20 transakcjach o wartości powyżej 100 mln dolarów dokonanych przez 17 banków, spośród których tylko 7 było notowanych na krajowym rynku. Ceny akcji w przypadku tych transakcji uśredniono dla okresów trzydziestodniowych przed datą i po dacie ogłoszenia komunikatów. W celu uzyskania dodatkowych informacji dotyczących prawidłowości charakteryzujących anormalne stopy zwrotu w badanych okresach przeanalizowano również skumulowane anormalne stopy zwrotu.

Wyniki wskazują na istotne ujemne anormalne stopy zwrotu na poziomie $-1,5\%$ z akcji banków dokonujących przejęcia w okresie ogłoszenia komunikatów. Jeśli natomiast chodzi o banki stanowiące cel przejęcia, wystąpiła dodatnia skumulowana anormalna stopa zwrotu na poziomie $8,9\%$ – rys. 1.



Rys. 1. Skumulowane anormalne stopy zwrotu dla dużych transakcji

Źródło: opracowanie własne.

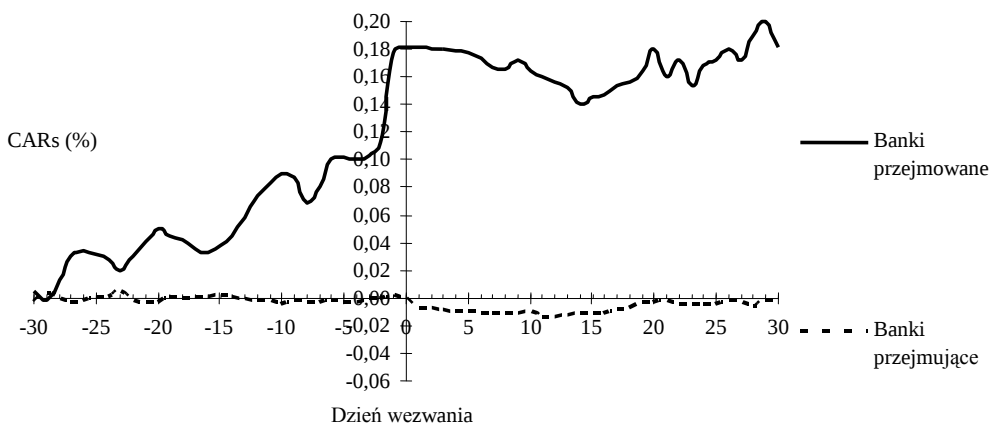
Skumulowana anormalna stopa zwrotu dla banków przejmowanych wykazała dodatni trend w okresie od 28 dnia przed ogłoszeniem transakcji. Zaczęła ona dynamicznie wzrastać w momencie $t = -1$, co wskazuje na możliwy przeciek informacji dotyczących nadchodzących transakcji. Równocześnie skumulowane anormalne stopy zwrotu banków przejmowanych były znacznie wyższe po dacie ogłoszenia komunikatu niż skumulowane anormalne stopy zwrotu przed ogłoszeniem komunikatu, i były statystycznie istotne nawet na poziomie 0,001.

Zawarta w niniejszym opracowaniu analiza 17 banków przejmowanych w wyniku dużych transakcji jest zgodna z badaniami Asquitha [1983, s. 51-83], Mandelkera [1974, s. 303-35] oraz Jensena i Rubacka [1983, s. 5-50], którzy stwierdzili, że firmy przejmowane odnotowywały dodatnie anormalne stopy zwrotu w dniu ogłoszenia komunikatu.

W przypadku banków dokonujących przejęcia spośród 20 transakcji aż 14 transakcji charakteryzowało się ujemnymi anormalnymi stopami zwrotu.

Przedstawione na rys. 1 skumulowane anormalne stopy zwrotu banków przejmujących były praktycznie ujemne od 25 dnia przed ogłoszeniem wezwania.

W przypadku dużych przejęć wpływ na ceny akcji oferentów według autora niniejszego opracowania jest zgodny z wnioskami Neely'ego [1987, s. 66-74], który wykazał istotne ujemne anormalne stopy zwrotu dużych banków.



Rys. 2. Skumulowane anormalne stopy zwrotu dla średnich i małych transakcji

Źródło: opracowanie własne.

W celu porównania ewentualnych różnic w zmianie między cenami akcji dużych oraz średnich i małych banków w czasie ogłoszenia komunikatów wykonano taką samą analizę dla 19 transakcji poniżej 100 mln dolarów przeprowadzonych przez 15 banków, w tym 7 notowanych na giełdach zagranicznych. Na rys. 2 przedstawiono wyniki uzyskane dla średnich i małych wartości przejęć.

W przypadku średnich i małych przejęć w okresie przed ogłoszeniem i po ogłoszeniu komunikatów nie zaobserwowano istotnych skumulowanych anormalnych stóp zwrotu z akcji banków dokonujących przejęcia. Jeśli natomiast chodzi o banki stanowiące cel, to skumulowana anormalna stopa zwrotu w dniu ogłoszenia komunikatu wynosiła 18,1%.

W przypadku banków dokonujących przejęcia skumulowane anormalne stopy zwrotu w okresach przed ogłoszeniem i po ogłoszeniu komunikatów oscylowały wokół zera. W przypadku banków przejmowanych skumulowane anormalne stopy zwrotu zaczęły dynamicznie wzrastać w okresie od 14 dnia przed ogłoszeniem wezwania, co wskazuje na możliwy przeciek informacji dotyczący nadchodzących transakcji. Skumulowane anormalne stopy zwrotu banków przejmowanych były wyższe po dacie ogłoszenia komunikatu niż przed jego ogłoszeniem i były statystycznie istotne nawet na poziomie 0,0015.

Skumulowane anormalne stopy banków przejmujących w przypadku średnich i małych transakcji były ujemne dla $t = 0$ do $t = 30$, jednakże były one statystycznie nieistotnie różne od zera.

4. Wnioski

We wszystkich bankach będących przedmiotem przejęcia odnotowano istotne dodatnie anormalne stopy zwrotu bezpośrednio przed datą i po dacie ogłoszenia komunikatu. Co najciekawsze, dodatnie anormalne stopy zwrotu banków przejmowanych w grupie dużych przejęć były dwukrotnie niższe niż anormalne stopy skojarzone z przejęciami średnimi i małymi.

W latach 1995-2003 wystąpiła prawidłowość dotycząca wpływu ogłoszenia przejęcia bądź fuzji na wartość banku dla akcjonariusza, co potwierdziło wnioski większości wcześniejszych prac. W związku z tym wydaje się, że prawidłowość ta jest praktycznie nieunikniona. Należy jednak przeprowadzać w przyszłości podobne badania, aby potwierdzić prawdopodobieństwo dalszego istnienia tej prawidłowości. Co ważniejsze, zakładając, że ta praktycznie niezmienna prawidłowość będzie się faktycznie utrzymywać, należy w dalszych badaniach podjąć próbę analiz jej przyczyn i skutków. Powinny zostać wyodrębnione i przeanalizowane czynniki wpływające na anormalne stopy zwrotu przed datą i po dacie ogłoszenia komunikatu o fuzji. Wyjaśnienia wymaga również zależność między dużymi zyskami uzyskiwanymi przez akcjonariuszy banków przejmowanych i gorszymi od oczekiwanych wynikami spółek po dokonaniu fuzji.

Literatura

- Akhavein, J.D., Berger A.N., Humphrey D.B., *The Effects of Megamergers on Efficiency and Prices: Evidence from a Bank Profit Function*, „Review of Industrial Organization” 1997, nr 12.
- Asquith P., *Merger Bids, Uncertainty, and Stockholder Returns*, „Journal of Financial Economics” 1983, nr 11.
- Berger A.N., Demsetz R.S., Strahan P.E., *The Consolidation of the Financial Services Industry: Causes, Consequences, and Implications for the Future*, „Journal of Banking & Finance” 1999, nr 23.
- Berger A.N., *The Efficiency Effects of Bank Mergers and Acquisition: A preliminary Look at the 1990s Data*, Amihud & Miller 1998.
- Calomiris C.W., *Gauging the Efficiency of Bank Consolidation during a Merger Wave*, „Journal of Banking & Finance” 1999, nr 23.
- Cambell J.Y., Lo A.W., MacKinaly A.C., *The Econometrics of Financial Markets*, „Princeton University Press” 1997.
- DeLong G., *Stockholder Gains from Focusing versus Diversifying Bank Mergers*, „Journal of Financial Economics” 2001, nr 59.
- Houston J., James C., Ryngaert M., *Where do Merger Gains Come From? Bank Mergers from the Perspective of Insiders and Outsiders*, „Journal of Financial Economics” 2001, nr 60.
- Jansen M.C., *Takeovers: Their Causes and Consequences*, „Journal of Economic Perspectives” 1988, nr 2(1).
- Jensen M.C., Ruback R.S., *The Market for Corporate Control, the Scientific Evidence*, „Journal of Financial Economics” 1983, nr 11.
- Mandelker G., *Risk and Return: The Case of Merging Firms*, „Journal of Financial Economics” 1974, nr 12.
- Neely W.P., *Banking Acquisitions: Acquirer and Target Shareholder Returns*, „Financial Management” 1987, nr 16.
- Peristiani S., *Do Mergers Improve the X-efficiency and Scale Efficiency of US Banks? Evidence from the 1980s*, „Journal of Money, Credit, and Banking” 1997, nr 29.
- Piecek G., *Analiza ponadprzeciętnych stóp zwrotu na informację o przejęciach i fuzjach – badania dotyczące polskiego rynku kapitałowego*, „Nasz Rynek Kapitałowy” 2004(a), nr 4-5.
- Piecek G., *Analiza wysokości premii za kontrolę na polskim rynku kapitałowym*, [w:] *Inwestycje finansowe i ubezpieczenia – tendencje światowe a polski rynek*, red. K. Jajuga, W. Ronka-Chmielowiec, Prace Naukowe Akademii Ekonomicznej nr 991, AE, Wrocław 2003(a).
- Piecek G., *Polski rynek kapitałowy – analiza ex post wzrostu wartości w programach fuzji i przejęć*, [w:] *Zarządzanie finansami firm – teoria i praktyka*, red. W. Pluta, Prace Naukowe Akademii Ekonomicznej nr 974, AE, Wrocław 2003(b).
- Piecek G., *Premie za kontrolę na polskim rynku kapitałowym cz. I i II*, „Nasz Rynek Kapitałowy” 2004(b), nr 10 i 11.
- Piecek G., *Wpływ przejęć przeprowadzanych przez inwestorów zagranicznych na wartość rynkową przejmowanych przedsiębiorstw*, [w:] *Zarządzanie finansami – mierzenie wyników i wycena przedsiębiorstw*, red. Zarzecki D., Uniwersytet Szczeciński, Szczecin 2003(c).
- Strong N., *Modelling Abnormal Returns: A Review Article*, „Journal of Business Finance & Accounting” 1992, nr 19.
- Tichy G., *Do Mergers Deliver a Benefit?*, Brussels: Austrian Federal Chamber of Labour, 2000.

THE EFFECT OF BANK ACQUISITION ON STOCKHOLDER WEALTH

Summary

For the period 1995 to 2003, the analysis documented significant positive abnormal returns for target banks and insignificant negative abnormal returns for acquiring banks during the announcement. Similar studies should be continued in the future, however, to confirm the likelihood that the pattern will continue.