

*Jakub Marszałek**

DYLEMATY OCENY OPŁACALNOŚCI KONSOLIDACJI KAPITAŁOWEJ BANKÓW

1. WSTĘP

Przekształcenia w strukturze podmiotowej sektora bankowego, spowodowane nieustanym procesem konsolidacji, prywatyzacji i internacjonalizacji wymusiły zmiany w sposobie zarządzania bankami, aby były one w stanie podjąć wyzwania konkurencyjne i tym samym zapewnić sobie możliwość egzystencji i rozwoju. Poziom konkurencji dodatkowo wzrósł na skutek liberalizacji przepisów prawa, ograniczających dotychczas zakres działalności banków, co spowodowało możliwość konkurowania z nimi instytucji niebankowych. Wychodząc naprzeciw tym tendencjom, banki zaczęły poszukiwać alternatywnych metod rozwoju, z których wzrost zewnętrzny, poprzez fuzje i przejęcia, znalazł szereg zastosowań, zwłaszcza wśród największych przedstawicieli sektora.

Dotychczasowe obserwacje zjawisk koncentracji gospodarczej i kapitałowej nie pozwalają na jednoznaczną ich ocenę. Teoretyczne opracowania tego problemu wskazują bowiem na szereg zalet takiej formy wzrostu banków, jednak dane empiryczne wielokrotnie te przypuszczenia podważają. Jednocześnie obserwuje się, że niekorzystna ocena efektów fuzji i przejęć bynajmniej nie powoduje zahamowania tendencji do dalszej ich realizacji. Dramatyczny spadek efektywności zintegrowanych podmiotów tylko czasowo pozbawia wiary w powodzenie konsolidacji menedżerów zarządzających zarówno bankami, jak i przedsiębiorstwami z innych dziedzin gospodarki. Dotychczasowe funkcjonowanie gospodarki rynkowej wskazuje na istnienie permanentnej tendencji do powiększania potencjału banków poprzez przejmowanie już istniejącego od konkurentów. Dzieje się tak mimo coraz silniejszych argumentów przeciwników tego sposobu rozwoju banków, którzy, dysponując przyrastającą liczbą analiz, sugerują brak korzyści ekonomicznych, jakie miały potencjalnie wystąpić dzięki konsolidacji.

* Dr, Katedra Zarządzania Przedsiębiorstwem, Wydział Zarządzania, Uniwersytet Łódzki.

Wielokryterialne metody oceny tego problemu dodatkowo utrudniają jednoznaczny werdykt dotyczący słuszności rozwoju banków realizowanego na drodze nabycia innych podmiotów. W związku z powyższym naturalnym wydaje się pytanie o kryteria opłacalności ekonomicznej połączeń banków. Ponieważ zakres takiej oceny jest bardzo szeroki, w niniejszym opracowaniu skupiono się na prezentacji podstawowych grup metodologicznych analizy efektów konsolidacyjnych, skupiając się na tych, które oparte są na analizie finansowej banku.

2. ŹRÓDŁA OCENY OPŁACALNOŚCI KONSOLIDACJI KAPITAŁOWEJ

Daną akwizycję lub fuzję można uznać za udaną, ale musiałaby powstać określona wartość niezwiązana z indywidualnymi wartościami integrujących się podmiotów. Oznacza to, że wartość połączonych spółek powinna być większa od sumy wartości jednostek uczestniczących w konsolidacji. Powstała nadwyżka może być oszacowana poprzez utożsamienie jej ze zmianą wartości strumienia przepływów pieniężnych netto z działalności operacyjnej i inwestycyjnej, wywołanej połączeniem spółek¹. Parametr ten w szczególności dotyczy zmian wartości zysku operacyjnego, amortyzacji, aktywów trwałych, kapitału obrotowego netto czy realnych przychodów ze sprzedaży zbędnego majątku trwałego. Inne podejście do problemu opłacalności fuzji proponuje analizę zyskowności łączących się spółek. Konsolidację uważa się za opłacalną, jeśli spółka przejmowana ma wyższy wskaźnik EPS w porównaniu z podmiotem przejmującym². Wniosek ten wynika ze wzrostu średniej zyskowności skoncentrowanego podmiotu, wywołanego wyższą od średniej zyskownością spółki przejmowanej, co wpływa z kolei na zyskowność nowej emisji akcji wykorzystanej do sfinansowania nabycia. Zakłada się, rzecz jasna, że tendencja ta utrzyma się dzięki istniejącej stopie wzrostu zysków obu spółek. Idea ta może być także przedstawiona następującym wzorem³:

$$\frac{ZN_A}{ZN_A + ZN_B} + \left(1 - \frac{ZN_A}{ZN_A + ZN_B}\right) \times \frac{ROE_B}{ROE_A} > 1$$

gdzie:

ZN_A – zysk netto podmiotu przejmującego,

¹ P. Szczepankowski, *Fuzje i przejęcia*, PWN, Warszawa 2000, s. 197.

² Dowód tego stwierdzenia zawarł: J. Duraj, *Przedsiębiorstwo na rynku kapitałowym*, PWE, Warszawa 1996, s. 260–262.

³ Tamże, s. 261.

ZN_B – zysk netto podmiotu przejmowanego,
 ROE_A – wskaźnik rentowności kapitału własnego podmiotu przejmującego,
 ROE_B – wskaźnik rentowności kapitału własnego podmiotu przejmowanego.

Powyższa formuła, podobnie jak cała propozycja wykorzystania wskaźnika EPS, może jednak czasem prowadzić do fałszywych wniosków. Jeżeli bowiem dojdzie do przejęcia spółki, której działalność nie pozwala na połączenie z działalnością podmiotu przejmującego, to w przypadku finansowania transakcji nową emisją akcji (skierowaną do innego niż akcjonariusze nabywanego podmiotu adresata) oraz długiem, nastąpi spadek EPS spółki przejmującej. Będzie to efektem spadku wartości zysku, zmniejszonego kosztami długu, przypadającego na większą liczbę akcji. Nie ingerując w działalność nabytego podmiotu, będzie on realizował zysk na dotychczasowym poziomie. W wyniku transakcji nastąpi więc nadwyżka EPS spółki przejętej w stosunku do przejmującej, co jednak wcale nie oznacza występowania korzyści konsolidacyjnych. Rozbieżność ta wynika głównie z tego, że powyższe wykorzystanie wskaźnika EPS dotyczy przede wszystkim fuzji spółek o różnych początkowych wartościach rynkowych, gdy podmiot przejmujący wymienia akcje nabywanej spółki na własne walory, w relacji odpowiadającej stosunkowi wartości rynkowych obu spółek. Dodać należy, że wykorzystanie tej techniki obliczania wartości korzyści konsolidacyjnych ma charakter statyczny, gdyż tylko w ten sposób utrzymana jest korzystna relacja między zyskowością akcji łączących się spółek. Dlatego też obliczenia takie mogą być bardzo przydatne przy określaniu opłacalności fuzji finansowanej wymianą akcji. Jeśli jeszcze dodatkowo znane będą przyszłe zmiany dochodowości akcji spółki łączącej po połączeniu, to analiza ta pozwala na określenie okresu, kiedy dochodowość spółki przyłączonej będzie zwiększała dochodowość połączonych podmiotów⁴. Jeśli zatem istnieje możliwość określenia stopy wzrostu zysku, to opisywana technika może się okazać bardzo pomocna z uwagi na dwoistość dostarczanych informacji na temat opłacalności fuzji.

Inną zaproponowaną miarą sukcesu przejęcia mogłoby być porównanie stopy zwrotu z inwestycji w walory połączonych spółek, czyli udziału opodatkowanego zysku w kapitale własnym, użytym do przejęcia *versus* kosztu kapitału własnego podmiotu przejmującego. Nadwyżka pierwszej wielkości nad drugą świadczyłaby o sukcesie przejęcia⁵. Stwierdzenie tego faktu *ex post* jest jednak dużo prostsze z uwagi na dostępne informacje. W przypadku próby określenia opłacalności konsolidacji przed jej realizacją należałoby określić wartość korzyści, jaką uzyskają akcjonariusze posiadający akcje łączących się podmiotów w porównaniu z alternatywami dostępnymi na rynku. Wymaga to oszaco-

⁴ Tamże, s. 262–263.

⁵ T. Copeland, T. Koller, J. Murrin, *Wycena: mierzenie i kształtowanie wartości firm*, Wig-Press, Warszawa 1997, s. 403.

wania wartości bazowej stanowiącej punkt odniesienia i przyszłych stóp zwrotu z kapitału spółki.

Do oceny opłacalności konsolidacji można także wykorzystać informacje pochodzące ze sprawozdań finansowych. Analiza taka może polegać na porównaniu zysków osiągniętych przez spółki przed i po transakcji. W celu „oczyszczenia” wyników można je zestawić z analogicznymi wielkościami podmiotów z tej samej branży, które jednak nie przeprowadziły konsolidacji⁶. Dodatkowo w podobny sposób da się badać zmiany przepływów gotówkowych z działalności operacyjnej. Jednak oba sposoby nie są wolne od wad. Porównywanie zysków nie zawsze musi prowadzić do wyodrębnienia efektów fuzji lub przejęć z uwagi na zmiany tej wielkości wynikające z tworzenia rezerw, co nie ma związku z efektywnością, a wpływa na wyniki porównań. Sam proces wdrażania konsolidacji bywa długotrwały, co może negatywnie opisywać transakcję w krótkim i średnim okresie. Wreszcie musi istnieć punkt odniesienia porównania, co może być trudne w sektorach o silnych cechach konsolidacyjnych. Także badanie zmian przepływów finansowych z działalności operacyjnej może zniekształcać ocenę fuzji i przejęć, zwłaszcza w przypadku tworzenia konglomeratów.

3. DYLEMATY OCENY OPLACALNOŚCI KONSOLIDACJI KAPITAŁOWEJ BANKÓW

Problem określenia opłacalności konsolidacji kapitałowej to istotna bariera powstrzymująca banki przed dowolną konsolidacją, co po części wynika z trudności związanych z wyceną przejmowanego podmiotu. Nabycie banku nie zawsze jednak wymaga tak precyzyjnej wyceny. Bank, decydując się na wzrost zewnętrzny, nie będzie go realizował za wszelką cenę, przy wysokim ryzyku bankructwa. Sam fakt wyboru wzrostu zewnętrznego oznacza zresztą, że częściowo wyczerpano możliwości wzrostu wewnętrznego i dąży się do dalszego rozwoju. Nasuwa to jednocześnie wniosek o posiadaniu potencjalnych zasobów przeznaczonych na ten rozwój. Wycena przejmowanego banku powinna zatem dać poszlaki o wartościach transakcji, co nie oznacza bynajmniej, że nie można w ogóle ocenić opłacalności transakcji konsolidacyjnych. Należy bowiem przyjąć, że integracja z innym podmiotem poprzez zakup części jego udziałów, mimo że jest rodzajem inwestycji, to dotyczy tak wielu obszarów działalności nabywającego podmiotu, że trudno ją wyodrębnić od działalności podstawowej, czego wymagają metody oceny inwestycji. Jest to tym trudniejsze, im bardziej uniwersalny jest charakter działalności banku. Warto zauważyć, że wynik finansowy, stanowiący podstawę opodatkowania, wykorzystywany często w metodach dochodowych wyceny, wynika z efektywności trzech obszarów

⁶ S. Sadursanam, *Fuzje i przejęcia*, Wig-Press, Warszawa 1998, s. 223.

działania banku – operacyjnego, finansowego i inwestycyjnego, które łączą wzajemne interakcje⁷. Dużo więcej można się dowiedzieć o jakości konsolidacji i jej efektach, gdy potraktuje się ją jako część zwykłego funkcjonowania banku. Oczywiście, nie można stwierdzić, że jednym z obszarów działań banków w ogóle są akwizycje, ale można założyć, że aktywność taka jest charakterystyczna dla pewnej grupy banków i jako taka wchodzi w skład podstawowej działalności. Banki takie, należące do określonej grupy strategicznej sektora, będą do siebie bardzo podobne pod względem wartości aktywów, sieci dystrybucji, poziomu kosztów czy aspiracji. Będą też częściej niż inni uczestnicy sektora realizować transakcje fuzji i przejęć. Aby zatem ocenić efektywność wzrostu zewnętrznego, należy oczywiście dążyć do wysublimowania czynników z nim związanych, ale i tak ocena końcowa dotyczyć będzie ogólnej działalności banku i jej relacji do poczynań najbliższych konkurentów. Wynika to z faktu, że konsolidacja nie jest celem, a jedynie narzędziem realizacji rozwoju. Oceniać zatem należy rozwój, a nie metody jego osiągania.

Ważne wydaje się, aby przesłanki realizacji strategii nabycia były jednoznacznie mierzalne. Jeżeli bowiem uważa się, że poprzez fuzję można dokonać redukcji zatrudnienia w połączonych bankach, w jednostkach ulegających zdublowaniu, to przy niezmiennych kosztach prowadzenia takiej jednostki i dochodach, jakie ona wytwarza, fuzja spowoduje wzrost wydajności pracy. Może się jednak okazać, że dochodowość jednostki *per capita* wzrośnie jeszcze bardziej. Przyczyną tego stanu może jednak być zarówno wzrost banku i zwiększenie skali jego działania, jak również obawa pozostałych pracowników przed zwolnieniem, jakie często towarzyszy konsolidacji⁸. Pierwsza przyczyna jest mierzalną i jednoznaczną miarą efektywności fuzji, jednak druga ma cechy jakościowe i nie jest łatwa do oszacowania. Jeszcze trudniejsze wydaje się natomiast określenie, które zachowanie ma większy wpływ na działalność analizowanej jednostki.

Ocena działalności banków realizujących strategię wzrostu zewnętrznego powinna uwzględniać przede wszystkim te miary, które pozwalają przypuszczać istnienie związku ich wielkości z prowadzoną konsolidacją. Jeżeli zatem za podstawową uzna się analizę sprawozdań finansowych, to wydaje się, że większą uwagę należy poświęcić tym jej elementom, które dotyczą kosztów działalności, dywidend lub zysków kapitałowych uzyskanych z działalności inwestycyjnej. Nie wyklucza to oczywiście stosowania pozostałych miar oceny

⁷ Precyzyjny opis przedstawionych relacji zawiera: M. Wypych, *Finanse przedsiębiorstwa z elementami zarządzania i analizy*, Absolwent, Łódź 2007, s. 14–21.

⁸ Zwracają na to uwagę w swoich badaniach także M. Conyon, S. Girma, P. Wright i S. Thompson; szerzej: M. Conyon, S. Girma, P. Wright, S. Thompson, *Do Hostile Mergers Destroy Jobs?*, "Research Paper" 9, Centre for Research on Globalisation and Labour Markets, School of Economics, University of Nottingham 2000. Teoretyczne opracowanie tego problemu zawiera: S. Cartwright, C.L. Cooper, *Kiedy firmy łączą się lub są przejmowane*, Petit, Warszawa 2001.

banku. Należy jednak wyniki tych badań porównać z analogicznymi wielkościami konkurentów sektorowych w celu obiektywnej oceny zmian danych wielkości w czasie. W literaturze przedmiotu istnieje szereg metod pozwalających ocenić bank. Podejścia te najogólniej zawierają rozwiązania określane jako klasyczne, w skład których wchodzi metody analizy finansowej, metody zarządzania strategicznego i klasyczne metody ilościowe, oparte na teorii ekonometrii. Drugim agregatem metod oceny banku jest analiza nieklasyczna, zawierająca nieklasyczne metody ilościowe⁹.

4. WYBRANE MIARY OPLACALNOŚCI KONSOLIDACJI KAPITAŁOWEJ BANKÓW

Wykorzystując wskaźniki finansowe do oceny konsolidacji banku, można zastosować dwa podstawowe mierniki efektywności działania: stopę zwrotu z aktywów ROA i stopę zwrotu z kapitału własnego ROE. Obie relacje wskazują bowiem na zdolności do generowania zysku. Warto w tym miejscu zauważyć, że zgodnie z formułą Du Pointa iloraz ROE i ROA jest określany jako mnożnik dźwigni i informuje o zdolności od pozyskiwania środków obcych dla powiększenia skali przeprowadzanych operacji i tym samym tworzenia zysku¹⁰. Miara ta może posłużyć do oszacowania zmian wspomnianej zdolności wywołanych znacznymi zmianami wielkości aktywów i pasywów, jakie towarzyszą nabyciu spółki. Z kolei z dekompozycji wskaźnika ROE, według D. Cole'a, wynika, że ROA tworzą wskaźniki marży zysku i wykorzystania aktywów¹¹. Szczególnie istotna wydaje się analiza drugiej z wymienionych miar, która zawiera sumę relacji przychodów odsetkowych do aktywów oraz stosunek przychodów nieodsetkowych do aktywów.

Analiza rentowności za pomocą tylko dwóch wskaźników byłaby zbyt powierzchowna, należy więc uzupełnić ją relacjami pomocniczymi. Przykładami takich zestawień mogą być wskaźniki¹²:

- wynik netto / aktywa średnie,
- wynik netto / przychody,
- dochód z odsetek / aktywa średnie,
- dochód pozaodsetkowy / aktywa średnie,
- zysk z papierów wartościowych / aktywa średnie,
- koszty ogólne / aktywa średnie,

⁹ G. Rogowski, *Metody analizy i oceny banku na potrzeby zarządzania strategicznego*, Wyd. Wyższej Szkoły Bankowej, Poznań 1998, s. 86.

¹⁰ J. Świdorski, *Finanse banku komercyjnego*, Biblioteka Menedżera i Bankowca, Warszawa 1999, s. 149.

¹¹ M. Iwanicz-Drozdowska, *Metody oceny działalności banku*, Poltext, Warszawa 1999, s. 82–83.

¹² G. Rogowski, *Metody analizy...*, s. 101; M. Iwanicz-Drozdowska, *Metody oceny...*, s. 69.

- koszty ogólne / wynik netto,
- przychody ogólne / aktywa średnie,
- przychody z odsetek / aktywa średnie,
- koszty odsetek / aktywa średnie,
- aktywa / liczba zatrudnionych,
- wynik netto / liczba zatrudnionych,
- koszty utrzymania / aktywa średnie.

Powyższe wskaźniki mają na celu wskazanie, jaka część zysku wypracowana jest przez działalność operacyjną banku, a jaka powstaje na skutek jego aktywności na rynku kapitałowym. Zestawienie wielkości zatrudnienia z wartością aktywów lub zysku netto pozwala z kolei określić zmiany wydajności pracy.

Analiza działalności banku oprócz wykorzystywania wielkości z bilansu oraz rachunku zysków i strat powinna także pozyskiwać dane z not objaśniających obu sprawozdań. Szczególnie istotne mogą okazać się porównania zmian przychodów prowizyjnych z działalności bankowej, przychodów z posiadanych udziałów i akcji (zwłaszcza po wyodrębnieniu składowych tej wielkości odnoszących się do podmiotów zależnych i stowarzyszonych) oraz kosztów wynagrodzeń i narzutów z nimi związanych. Wymienione wielkości mogą być analizowane z punktu widzenia zmienności, wtedy można porównywać ich wartość materialną, ewentualnie urealnioną stopą inflacji. W przypadku porównania tych parametrów z innymi bankami lepsze wydaje się zestawienie ich z miarami świadczącymi o wielkości banku, takimi jak aktywa, kapitał własny czy wynik finansowy. Jeszcze inna analiza danych finansowych może polegać na badaniu zależności między sumą bilansową a osiąganą przez bank rentownością, aby w ten sposób określić stopień zagospodarowywania aktywów, jakie nabywa bank w drodze konsolidacji¹³. Drugim obok zyskowności kryterium oceny finansowej banku jest jego płynność, czyli zdolność do terminowego regulowania zobowiązań płatniczych bez zakłóceń¹⁴. Parametr ten może zawierać informacje o ryzyku, jakie podejmuje bank. Wreszcie analiza efektywności banku może odbywać się przez pryzmat wskaźników rynkowych, takich jak zysk netto przypadający na jedną akcję czy relacja ceny rynkowej akcji banku do zysku przypadającego na tę akcję lub ceny rynkowej akcji do jej wartości księgowej¹⁵. Bardziej złożone badanie może wykorzystywać model

¹³ Prezentację hipotezy o dodatnim wpływie sumy bilansowej na wskaźnik ROA zawiera: L. Auda, *Strategiczna analiza sektora bankowego w Polsce w kontekście jego konsolidacji*, Materiały i Studia, Zeszyt nr 49, NBP, Warszawa 1994, s. 45–51. Istnieją także badania dowodzące przeciwnej zależności aktywów i rentowności; szerzej: B. Scholtens, *Competition, Growth, and Performance in the Banking Industry*, Department of Finance, University of Groningen, February 2000.

¹⁴ W. Bień, H. Sokół, *Ocena sytuacji finansowej banku komercyjnego*, Difin, Warszawa 1998, s. 13.

¹⁵ Tamże, s. 88–92.

„Z” E. Altmana, którego wyniki dostarczą informacji o stopniu ryzyka prowadzonej działalności. Wzrost wartości tej miary oznaczać będzie rosnące bezpieczeństwo funkcjonowania banku¹⁶.

Metody oceny banku pochodzące z nauk zarządzania strategicznego obejmują swym zasięgiem przede wszystkim analizę SWOT, celem której jest ustalenie mocnych i słabych stron podmiotu, dotyczących wewnętrznych relacji podmiotu, jak i jego stosunków z otoczeniem konkurencyjnym. Poprzez ustalenie elementów stanowiących mocne i słabe strony banku oraz określenie szans i zagrożeń jego pozycji na rynku, można dokonać analizy SWOT w regularnych odstępach czasu. Przyrost mocnych stron w stosunku do konkurencyjnych słabości będzie wówczas świadczyć o poprawie pozycji banku. Podobną opinię będzie można uzyskać po stwierdzeniu ograniczenia zagrożeń i pozyskania dodatkowych, realnych do urzeczywistnienia celów (szans). Wykorzystując zaś nomenklaturę H. Weihricha, pozytywne zmiany pozycji konkurencyjnej banku będą widoczne, gdy jego sytuacja określana analizą SWOT pozwoli na realizację strategii maxi-maxi, polegającej na silnej ekspansji i zdywersyfikowanym rozwoju¹⁷. Innymi narzędziami oceny pozycji banku, oprócz analizy SWOT, mogą być różnego typu metody portfelowe, jak chociażby macierz BCG, pozycjonująca produkty bankowe, czy macierz Ch.W. Hofera i D.E. Schendla, znana też jako macierz A.D. Little, prezentująca udział produktów banku na rynku w odniesieniu do ich cyklu życia¹⁸. Ich wykorzystanie pozwoli ocenić bankowi jego pozycję na rynku produktów, jakie oferuje i wskazać obszary dotychczas niespenetrowane, zaś w przypadku konsolidacji metody te dostarczają informacji o zmianach udziału rynkowego banku.

Osobną grupą oceny funkcjonowania banku są metody ilościowe wykorzystujące osiągnięcia statystyki, ekonometrii i badań operacyjnych. Obejmują one dwie kategorie metod określanych mianem klasycznych i nieklasycznych. Do pierwszej z wymienionych grup zalicza się statystyczną analizę porównawczą i ocenę funkcji produkcji, zaś przykładami nieklasycznych metod ilościowych w ocenie banku są: metoda DEA (wraz z powiązanymi z nią analizami efektywności technicznej i skali, efektywności Farrella czy indeksem produktywności Malmquista), metoda hierarchicznej analizy problemu, metody rankingowe z grupy ELECTRE czy analizy sztucznych sieci neuronowych¹⁹. Szczególnym

¹⁶ Szerzej: J. Świdorski, *Finanse banku...*, s. 133; O. Kowalewski, *Grupy bankowo-ubezpieczeniowe: strategie tworzenia, efektywność*, Materiały i Studia, Zeszyt nr 95, NBP, Warszawa 1999, s. 19–20; S.Z. Benninga, O.H. Sarig, *Finanse przedsiębiorstwa. Metody wyceny*, Wig-Press, 2000, s. 411–412.

¹⁷ G. Gierszewska, M. Romanowska, *Analiza strategiczna przedsiębiorstwa*, PWE, Warszawa 2009, s. 181–189.

¹⁸ G. Rogowski, *Metody analizy...*, s. 111–115.

¹⁹ Szerzej: tamże, s. 117–165 oraz M. Gospodarowicz, *Procedury analizy i oceny banków*, Materiały i Studia, Zeszyt nr 103, NBP, Warszawa 2002, s. 18–59.

przykładem ilościowej analizy banku, w znacznej mierze porównującej oszacowane parametry do analogicznych wielkości konkurencji, jest procedura HOB, która wykorzystuje nie tylko pozostałe metody ilościowe, ale także korzysta z miar subiektywnych, takich jak oceny eksperckie²⁰.

5. PODSUMOWANIE

W literaturze często zwraca się uwagę na podstawowe trudności w realizacji fuzji i przejęć, które w pewnym stopniu przyczyniają się do niepowodzeń prowadzonej działalności, dotyczące przeszacowania przyszłego potencjału rynkowego przejmowanego podmiotu, przeszacowania korzyści wynikających z synergii, złego wdrażania konsolidacji, poprzez niewłaściwą integrację przedsiębiorstw oraz przepłacenia za udziały w nabywanej spółce²¹. W swojej książce autorzy T. Copeland, T. Koller i J. Murrin przestrzegają przed przekleństwem wygranego, swoistego zwycięstwa Pyrrusa, wskazując na przyczyny, dla których inni konkurenci zrezygnowali z nabycia spółki²².

Większość ekspertów wykorzystuje przedstawione w niniejszym opracowaniu miary oceny opłacalności fuzji i przejęć do oszacowania przyszłych strumieni pieniężnych, by w ten sposób uzyskać łatwy do interpretacji wynik wyceny metodą dochodową. Zarządzający z kolei często podporządkowują składowe wyceny metodą DCF celom finansowym i strategicznym, sądząc, że dzięki temu podniesie się wartość spółki. Nie ma jednak pewności, czy spółka przejmowana ma taki cel i czy DCF jest jej rzeczywistą miarą²³.

Oszacowanie przyszłego dochodu wiąże się z jednym, niezwykle istotnym problemem – jakością prognoz. Istnieje bowiem szereg diametralnie różnych metod prognozowania, które w najszerszym rozróżnieniu traktują o zmianach jakościowych i ilościowych²⁴. Żadne z tych ujęć nie posiada dostatecznie dużo argumentów, aby zdyskredytować drugie. Problemem jest zatem określenie przyszłości, która może będzie taka, jak przeszłość lub może nie będą zachodzić związki między przeszłością a przyszłością. Najczęściej wykorzystuje się ujęcia ilościowe z uwagi na stosunkowo prostą interpretację. Jednak należące do tej grupy prognozy ekonometryczne dotyczą na ogół okresów zbyt krótkich do pełnej oceny znaczenia ekonomicznego konsolidacji.

Wybór metody oceny konsolidacji kapitałowej banku w dużej mierze zależy będzie od dostępnych danych ekonomicznych, celów analizy i umiejętności

²⁰ Szerzej: G. Rogowski, *Metody analizy...*, s. 166–218.

²¹ T. Copeland, T. Koller, J. Murrin, *Wycena: mierzenie...*, s. 406–409.

²² Tamże, s. 408.

²³ Tamże, s. 86–97.

²⁴ Szerzej: S. Kaczmarczyk, *Badania marketingowe – metody i techniki*, PWE, Warszawa 1995, s. 368–384.

badacza. Dla uzyskania możliwie pełnego obrazu zmian funkcjonowania, wywołanych wzrostem zewnętrznym, należy wykorzystać kilka różnych metod oceny. Jednak wydaje się, że ostatecznym weryfikatorem efektywności podjętych działań jest otoczenie konkurencyjne. Dlatego werdykt o skuteczności konsolidacji należy wydać po uwzględnieniu zmian pozycji konkurencyjnej banku, co skłania do przeprowadzenia podobnych analiz wśród najbliższych konkurentów.

Kwestia oceny opłacalności fuzji i przejęć w bankowości wydaje się tym trudniejsza, jeśli skonfrontuje się liczbę zrealizowanych transakcji z ich późniejszą oceną. Większość przeprowadzonych badań nie podziela entuzjazmu konsolidacji gospodarczej. Istnieje koncepcja względnej efektywności (*relative efficiency hypothesis*) łączących się banków, zgodnie z którą bank przejmujący sam podnosi rentowność transakcji, wprowadzając do słabszej spółki wyższe od dotychczasowych kompetencje w zarządzaniu bankiem²⁵. A. Behr i F. Heid sugerują nawet, że badania wskazujące na korzyści fuzji i przejęć są tendencyjne, gdyż konsolidacja często zachodzi między podmiotami o znacząco różnej kondycji finansowej²⁶. Przejmowany bank często jest mniej zyskowny, mniejszy i obciążony większym ryzykiem operacyjnym od strony przejmującej. Zdaniem autorów, takie przejęcie ma silne cechy restrukturyzacji. Przejęcie nie powoduje wówczas poprawy rentowności banków, choć może obniżyć koszty operacyjne²⁷.

Obserwacje z rynku niemieckiego potwierdzają także badania przeprowadzone przez G. Halkosa i N. Tzeremesa na greckim sektorze bankowym²⁸. F. Sufian i M. S. Habibullah, na przykładzie banków malezyjskich w okresie 1997–2003 dowiedli, że w sześciu na siedem przypadków fuzji i przejęć, bank przejmujący miał wyższą rentowność od banku przejmowanego²⁹.

To tylko kilka przykładów efektów badań, które stoją w jawnej opozycji do przedstawionych wcześniej postulatów teoretycznych. Sugerowałoby to, że opłacalność konsolidacji zależy tylko i wyłącznie od możliwości efektywnego zagospodarowania potencjału ekonomicznego słabszego banku. Nietrudno sobie

²⁵ A.N. Berger, *The Efficiency Effects of Bank Mergers and Acquisition: A Preliminary Look at the 1990s Data*, [w:] Y. Amihud, G. Miller (red.), *Bank Mergers & Acquisitions*, Kluwer Academic Publishers, Boston 1998, s. 79–111.

²⁶ A. Behr, F. Heid, *The Success of Bank Mergers Revisited. An Assessment Based on a Matching Strategy*, Deutsche Bundesbank Discussion Paper, Series 2: "Banking and Financial Studies", No. 6, Frankfurt 2008, s. 19.

²⁷ Badanie przeprowadzono na 118 przypadkach fuzji i przejęć w niemieckim sektorze bankowym w latach 1995–2005.

²⁸ G. Halkos, N. Tzeremes, *Measuring the Effect of Virtual Mergers on Banks' Efficiency Levels: A Non Parametric Analysis*, MPRA Paper 23696, University Library of Munich, Munich 2010, s. 11.

²⁹ F. Sufian, M.S. Habibullah, *Do Mergers and Acquisitions Leads to a Higher Technical and Scale Efficiency? A Counter Evidence from Malaysia*, "African Journal of Business Management", Vol. 3(8), August 2009, s. 348.

wyobrazić, że odbyłoby się to poprzez ekspansję silniejszego partnera, a uzyskanie synergii byłoby praktycznie niemożliwe – słabszy bank nie wnosiłby przecież wartości dodanej do transakcji.

Wydaje się jednak, że problem oceny efektywności konsolidacji kapitałowej jest bardziej złożony, niż wynika to z koncepcji względnej efektywności. Sukces fuzji i przejęć w bankowości nie zależy tylko od umiejętności znalezienia nieoszacowanego lub źle zarządzanego banku i włączenia go do własnej grupy kapitałowej. Szczególnie nieuzasadnione byłoby to w warunkach fuzji, kiedy to słabszy bank mógłby powodować stratę dla akcjonariuszy silniejszego podmiotu, poprzez wprowadzenie do spółki aktywów niższej jakości.

Przedstawiony w artykule problem oceny efektywności fuzji i przejęć w sektorze bankowym wydaje się niezwykle istotny w kontekście konsekwencji gospodarczych procesów konsolidacyjnych. W ich efekcie powstają przecież znacznie większe podmioty prowadzące działalność bankową, koncentrując jednocześnie obszar decyzyjny z coraz większym zasobem kapitału. Taka sytuacja zwiększa prawdopodobieństwo błędnych decyzji banków, co istotnie skutkuje w pozostałych częściach życia gospodarczego. Dobrym tego przykładem może być panujący od 2008 r. światowy kryzys sektora finansowego. Nadmierna koncentracja kapitału wydaje się odgrywać istotną rolę w rozprzestrzenianiu się trudności z zabezpieczeniami kredytów hipotecznych i tzw. aktywów toksycznych. Między innymi z takich powodów właściwa ocena transakcji konsolidacyjnej jest niezwykle ważna dla prawidłowego funkcjonowania banku i stabilności systemu bankowego. Trudno bowiem oczekiwać, że proces konsolidacji ustanie.

BIBLIOGRAFIA

- Auda L., *Strategiczna analiza sektora bankowego w Polsce w kontekście jego konsolidacji*, Materiały i Studia, Zeszyt nr 49, NBP, Warszawa 1994.
- Benninga S.Z., Sarig O.H., *Finanse przedsiębiorstwa. Metody wyceny*, Wig-Press, Warszawa 2000.
- Behr A., Heid F., *The Success of Bank Mergers Revisited. An Assessment Based on a Matching Strategy*, Deutsche Bundesbank Discussion Paper, Series 2: "Banking and Financial Studies", No. 6, Frankfurt 2008.
- Berger A.N., *The Efficiency Effects of Bank Mergers and Acquisition: A Preliminary Look at the 1990s Data*, [w:] Amihud Y., Miller G. (red.), *Bank Mergers & Acquisitions*, Kluwer Academic Publishers, Boston 1998.
- Bień W., Sokół H., *Ocena sytuacji finansowej banku komercyjnego*, Difin, Warszawa 1998.
- Cartwright S., Cooper C.L., *Kiedy firmy łączą się lub są przejmowane*, Petit, Warszawa 2001.
- Canyon M., Girma S., Wright P., Thompson S., *Do Hostile Mergers Destroy Jobs?*, "Research Paper" 9, Centre for Research on Globalisation and Labour Markets, School of Economics, University of Nottingham 2000.

- Copeland T., Koller T., Murrin J., *Wycena: mierzenie i kształtowanie wartości firm*, Wig-Press, Warszawa 1997.
- Duraj J., *Przedsiębiorstwo na rynku kapitałowym*, PWE, Warszawa 1996.
- Gierszewska G., Romanowska M., *Analiza strategiczna przedsiębiorstwa*, PWE, Warszawa 2009.
- Gospodarowicz M., *Procedury analizy i oceny banków*, Materiały i Studia, Zeszyt nr 103, NBP, Warszawa 2002.
- Halkos G., Tzeremes N., *Measuring the Effect of Virtual Mergers on Banks' Efficiency Levels: A Non Parametric Analysis*, MPRA Paper 23696, University Library of Munich, Munich 2010.
- Iwanicz-Drozdowska M., *Metody oceny działalności banku*, Poltext, Warszawa 1999.
- Kaczmarczyk S., *Badania marketingowe – metody i techniki*, PWE, Warszawa 1995.
- Kowalewski O., *Grupy bankowo-ubezpieczeniowe: strategie tworzenia, efektywność*, Materiały i Studia, Zeszyt nr 95, NBP, Warszawa 1999.
- Rogowski G., *Metody analizy i oceny banku na potrzeby zarządzania strategicznego*, Wyd. Wyższej Szkoły Bankowej, Poznań 1998.
- Scholtens B., *Competition, Growth, and Performance in the Banking Industry*, Department of Finance, University of Groningen, February 2000.
- Stępień K., *Konsolidacja a efektywność banków w Polsce*, CeDeWu, Warszawa 2004.
- Sadursanam S., *Fuzje i przejęcia*, Wig-Press, Warszawa 1998.
- Sufian F., Habibullah M.S., *Do Mergers and Acquisitions Leads to a Higher Technical and Scale Efficiency? A Counter Evidence from Malaysia*, "African Journal of Business Management", Vol. 3(8), August 2009.
- Szczepankowski P., *Fuzje i przejęcia*, PWN, Warszawa 2000.
- Świdorski J., *Finanse banku komercyjnego*, Biblioteka Menedżera i Bankowca, Warszawa 1999.
- Wypych M., *Finanse przedsiębiorstwa z elementami zarządzania i analizy*, Absolwent, Łódź 2007.

Jakub Marszałek

BANKING CONSOLIDATION EFFICIENCY MEASURES

(Summary)

The capital consolidation taking place for many decades also concerns the banking sector. All the expectations about possible profits from mergers and acquisitions among banks didn't appear. Such situation challenged the sense of consolidation despite of its offensive nature. There is an attempt of the arguing with actual ideas about the mergers and acquisitions profitability criteria, focused on the financial analysis, in this paper. Some hypothetical mergers and acquisitions profitability measures were also presented.