

dr Zbigniew Korzeb

Szkoła Główna Handlowa

Weryfikacja hipotezy menedżerskiej w transakcjach fuzji i przejęć w polskim sektorze bankowym

Wprowadzenie

Celem niniejszego opracowania jest weryfikacja hipotezy menedżerskiej w transakcjach fuzji i przejęć w polskim sektorze bankowym. Analizie poddano kształtowanie się poziomu wynagrodzeń członków zarządów banków komercyjnych w dwudziestu pięciu przypadkach fuzji i przejęć, mających miejsce w latach 1998-2007 w zależności od sumy aktywów banku, generowanego zysku netto, kształtowania się wskaźników stopy zwrotu ze średnich aktywów ROAA i stopy zwrotu ze średniego kapitału ROAE oraz efektywności prowadzonej działalności, obliczonej przy wykorzystaniu nieparametrycznej metody DEA (*Data Envelopment Analysis*).

1. Hipoteza menedżerska

Jednym z największych paradoksów współczesnej teorii finansów jest zjawisko systematycznego wzrostu przeprowadzanych fuzji i przejęć, pomimo dowodów dokumentujących, że na integracji zyskują jedynie akcjonariusze spółek nabywanych lub przyłączanych, a z punktu widzenia akcjonariuszy spółki przejmującej lub inicjującej połączenie - transakcje w najlepszym wypadku wywierają neutralny wpływ na wartość spółki. Próby wyjaśnienia takiej sytuacji przyczyniają się do tworzenia różnorodnych hipotez, uzasadniających powody podejmowania takich przedsięwzięć. Jedną z nich jest hipoteza maksymalnej użyteczności menedżerskiej.

Zgodnie z hipotezą menedżerską, procesy fuzji i przejęć 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. Istota hipotezy menedżerskiej opiera się na założeniu, iż system motywa-

cyjny menedżerów, prestiż i władza są funkcją wielkości spółki. G.A. Hawawini i I. Swary tłumaczą tę zależność trzema powodami. Ich zdaniem, większe firmy przeznaczają znacznie wyższe kwoty na wynagrodzenia zarządów, członkowie kadry kierowniczej mogą też oczekiwać korzystniejszych pozafinansowych czynników motywacyjnych, a także spodziewać się stabilizacji zatrudnienia w związku z koniecznością wdrażania nowych osób do specyfiki i kultury organizacyjnej spółki (Hawawini, Swary 1990).

Hipoteza maksymalnej użyteczności menedżerskiej odnosi się do rozdzielania kwestii własności od kontrolowania zasobów spółki. Konflikt interesów między akcjonariuszami i menedżerami został dostrzeżony już przez A. Smitha, który szukając przyczyn niepowodzeń kompanii akcyjnych, zauważył: „ponieważ jednak dyrektorzy takich kompanii zawiadują raczej cudzymi pieniędzmi niż własnymi, przeto nie można się spodziewać, aby dbali o te fundusze z taką samą starannością, z jaką troszczą się o własne fundusze wspólnicy w spółce prywatnej” (Smith 1776). Późniejsze prace poświęcone temu tematowi uwypuklają autonomizację partykularnych działań menedżerów, skoncentrowanych na osiągnięciu własnych korzyści. Przedstawiają one empiryczne dowody, iż maksymalizacja użyteczności kierownictwa firmy (przejawiająca się najczęściej we wzroście wynagrodzenia) może prowadzić do koncentracji prowadzonych działań przez menedżerów na wielkości przychodów ze sprzedaży (Baumol 1958), uzyskaniu wysokiej bieżącej wartości rynkowej spółki (Marris 1963), preferowaniu określonych rodzajów wydatków - związanych np. ze wzrostem zatrudnienia i podejmowaniem kosztownych projektów inwestycyjnych (Williamson 1964), etc.

Istota sprzeczności interesów jest opisana także przez teorię agencji. M.C. Jensen i W.H. Meckling w swoim fundamentalnym dla tej teorii artykule, definiują relacje agencyjne jako kontrakt, w którym jedna lub więcej osób (zleceniodawca) wynajmuje inną osobę (agenta) do wykonania usługi, udzielając jej pełnomocnictw do podejmowania decyzji (Jensen, Meckling 1976). Założenie o maksymalizacji użyteczności obu stron kontraktu sprawia, iż pełnomocnicy, podporządkowując działania swoim partykularnym interesom, prowadzą do powstawania kosztów agencji. Do kosztów tych są zaliczane:

- koszty ponoszone na monitorowanie i kontrolę pełnomocników,
- koszty związane z przygotowaniem i wdrożeniem takiej struktury organizacyjnej, która ograniczyłaby niepożądane działania drugiej strony kontraktu,
- koszty alternatywne, wynikające z odejścia od podstawowego celu przeprowadzania fuzji i przejęć – maksymalizacji wartości dla akcjonariuszy.

Zdaniem Jensena i Mecklinga, koszty agencji stanowią różnicę między najwyższą wartością spółki, występującą w przypadku, gdy właściciele zarządzają firmą oraz wartością spółki w sytuacji, w której kierownictwo nie posiada znaczącego udziału w strukturze akcjonariatu.

Kolejne badania poświęcone dyferencjacji między właścicielami i kierownictwem wykazują, iż znaczna część decyzji związanych z przejęciami i fuzjami jest podporządkowana partykularnym celom menedżerów, skoncentrowanych na powiększaniu swojego bogactwa. Zdaniem L. Lina i F. Fu, działania menedżerów przyczyniają się do zawyżania ofert zakupu akcji, spadku wartości banku w długoterminowej perspektywie, generowania niższych lub ujemnych efektów synergii oraz pogorszenia wyników uzyskiwanych z działalności operacyjnej zintegrowanego banku, przy jednoczesnym wzroście ich wynagrodzeń (Lin, Fu 2008). E. Diecidue i J. van de Ven na podstawie swoich badań konstatują, iż postawa osób, starających się podnieść swoją pozycję ekonomiczną i społeczną, z jednej strony może przyczynić się do wzmocnienia awersji do strat, ale z drugiej może powodować występowanie zachowań ryzykownych oraz przyczynić się do podejmowania decyzji niezgodnych z głównym celem prowadzenia działalności (Diecidue, van de Ven 2008).

Dlatego też olbrzymie znaczenie odgrywa stosunek menedżerów nabywanych spółek do zamiarów banku inicjującego transakcję fuzji lub przejęcia. Ich negatywna ocena skutków takich przedsięwzięć sprzyja powstawaniu działań obronnych lub wręcz destrukcyjnych (Wulf 2004). Obawa przed utratą stanowiska sprawia, iż osoby takie preferują zapewnienie dotychczasowej niezależności wobec niepewnych perspektyw w zintegrowanej spółce. Menedżerowie mogą również wykorzystywać negocjacje prowadzone podczas fuzji i przejęć do uzyskania własnych korzyści. Osiągnięcie ostatecznego kompromisu pomiędzy obiema stronami transakcji, zostaje podporządkowane interesom menedżerów, a nie maksymalizowaniu wartości akcjonariuszy.

Menedżerowie banków przejmujących lub inicjujących połączenie będą więc skłonni do przeszacowywania wartości przejmowanego banku oraz przyjmowania dodatkowych warunków, aby tylko zrealizować transakcję (Grinstein, Hribar 2004), natomiast banku nabywanego - wybierać niższe oferty, gwarantujące im zachowanie dotychczasowego statusu (Hartzell, Ofek, Yermack 2004). S.A. Becher i T.L. Campbell II podkreślają wręcz, że premia płacona podczas przejęcia jest odwrotnie proporcjonalna do liczby menedżerów banku przejmowanego, pozostających w zintegrowanym banku po połączeniu (znajdują oni istotną statystyczną różnicę między premiami płaconymi w przypadku pozostawienia i zwolnienia menedżerów nabywanego banku) (Becher, Campbell II 2004).

Na inny jeszcze aspekt zwracają uwagę M. Pagano i P.F. Volpin (Pagano, Volpin 2005). Ich zdaniem, dochodzi do swoistego aliansu między menedżerami i pracownikami w celu uniemożliwienia dokonania przejęcia ich spółki. Hipoteza, zaczerpnięta z wcześniejszej pracy M. Hellwiga (Hellwig 2000), ukazuje stosunki między menedżerami i pracownikami w zupełnie odmienny sposób, niż czyni to klasyczna teoria agencji. Według Pagano i Volpina, menedżerowie usiłują wykorzystywać politykę zatrudnienia i wynagradzania do ochrony zarządzanej firmy przed działaniem wrogich najeźdźców. Menedżerowie, budując

relacje oparte na podpisywaniu długoterminowych kontraktów z kluczowymi pracownikami, zapewniającymi wysokie odprawy i klauzule uniemożliwiające zwolnienia oraz podnosząc zarobki zatrudnionym osobom, potrafią skutecznie odpierać ataki agresywnych inwestorów oraz zniechęcać ich do takich przedsięwzięć. Umotywowani w ten sposób pracownicy opowiadają się zazwyczaj po stronie menedżerów, starając się uniemożliwić dokonanie transakcji. Pagano i Volpin wskazują, iż działania takie przejawiają się w ostentacyjnym manifestowaniu przeciwko potencjalnej ofercie, wywieraniu nacisku na polityków, szukaniu poparcia w kołach lobbujących, a w przypadku posiadania akcji spółki – głosowaniu przeciwko zaproponowanej ofercie.

Należy zauważyć, iż mechanizm hipotezy menedżerskiej nie ogranicza się jedynie do osób zarządzających samym bankiem przejmowanym oraz jego kierowniczego personelu. Dotyczy on również kadry menedżerskiej innych interesariuszy uczestniczących w procesie przygotowania oraz przeprowadzenia transakcji, takich jak: banki inwestycyjne, firmy doradcze, biura maklerskie i in., których status oraz wynagrodzenie są także uzależnione od pomyślnie zrealizowanych przedsięwzięć fuzji i przejęć.

Najczęściej proponowanymi rozwiązaniami, umożliwiającymi redukcję negatywnych działań menedżerów, są: konstruowanie motywacyjnych systemów wynagrodzeń w oparciu o mierniki kreowania wartości przedsiębiorstwa (np. ekonomicznej wartości dodanej EVA) i uzależnione od wyceny rynkowej spółki oraz realizowanie części wynagrodzenia osób zarządzających poprzez przekazanie im akcji, opcji na akcje lub obligacji zamiennych na akcje kierowanego przez nich banku komercyjnego (Morck, Shleifer, Vishny 1988). Koncepcje te są zgodne z naturalnym dążeniem menedżerów do maksymalizacji wynagrodzenia, a dzięki instrumentom udziałowym wzmacnia się proces identyfikacji pracowników z bankiem komercyjnym, a tym samym wiąże długoterminowe cele strategiczne banku z wynagrodzeniem jej kadry kierowniczej. Nie są one jednak doskonałe. Przeprowadzane badania nie dostarczają jednoznacznej odpowiedzi dotyczącej skuteczności stosowania systemu motywacyjnego jako mechanizmu ograniczającego koszty partykularnych działań kierownictwa, a niektóre z nich wykazują niską zależność wynagrodzeń menedżerów od efektywności kierowanej przez nich spółki.

A. Shleifer i R.W. Vishny zauważają, iż nie ma możliwości przygotowania i podpisania kontraktu kompletnego (Shleifer, Vishny 1997). Niełatwo jest więc przewidzieć wszystkie scenariusze przygotowywanego połączenia oraz przyszłej integracji przy założeniu partykularnego zachowania osób zarządzających, a przede wszystkim trudno zapobiec potencjalnym zagrożeniom poprzez zapisy statutowe, kontrakty menedżerskie, klauzule umowne, etc. Większość zastrzeżeń i warunków stosowanych w dokumentach prawnych nie jest w stanie zmusić menedżerów do zaniechania stosowanych przez nich praktyk, jeżeli ich osobiste korzyści nie będą silnie skorelowane z kreowaniem wartości dla akcjonariuszy.

Jak podkreśla A. Damodaran: „nie istnieje mechanizm powiększania wartości, który bezbłędnie powiększa wartość firmy, jeśli podstawowym celem menedżerów nie jest maksymalizowanie tej wartości. Jeśli inne cele przesłaniają ten pierwszy, menedżerowie zdołają oszukać każdą miarę powiększania wartości firmy. Jeśli natomiast menedżerowie w pełni angażują się w maksymalizowanie wartości firmy, skuteczna może być niemal każda miara powiększania wartości. Po drugie, bez względu na to, z którą z miar powiększania wartości firmy są powiązane wynagrodzenia menedżerów, ci z czasem skoncentrują się na tym, by maksymalizować tę miarę, a nie wartość firmy” (Damodaran 2007). Podstawowym problemem staje się więc wypracowanie takiego systemu wynagrodzeń członków organów spółki, które powinny wiązać się z zakresem zadań i odpowiedzialności wynikającej z przeprowadzonego połączenia, odpowiadającego wielkości zintegrowanego banku i pozostawać w rozsądnym stosunku do jej wyników ekonomicznych.

2. Metodologia badań

Wysokość wynagrodzeń osób będących członkami zarządów banków komercyjnych w Polsce należy w dalszym ciągu do starannie ukrywanych informacji dotyczących funkcjonowania tych spółek. Pomimo powstawania szeregu dokumentów, określających zasady dobrych praktyk, zgodnie z którymi spółki powinny nie tylko ujawniać indywidualne wynagrodzenia menadżerów, ale i wszystkie jego składniki, większość banków komercyjnych nie publikuje danych na ten temat. Brak prezentowania informacji dotyczących wynagrodzeń zarządów w raportach rocznych oraz niechęć do ich udzielania przez wyspecjalizowane komórki są tym bardziej zdumiewające, iż istotą działania banków jako instytucji zaufania publicznego jest jawność i transparentność ich funkcjonowania. Spośród banków komercyjnych informacje dotyczące wynagrodzeń zarządów zostały udostępnione głównie przez banki notowane na Giełdzie Papierów Wartościowych.

Dosyć często stosowaną praktyką jest przedstawianie jedynie syntetycznych danych dotyczących wartości wynagrodzeń, nagród oraz korzyści (w pieniądzu, naturze lub jakiegokolwiek innej formie) wypłaconych w danym roku sprawozdawczym, bez ujawniania szczegółowych wiadomości w podziale na poszczególnych członków zarządu oraz stosowane składniki wynagrodzenia (np. brak wyspecyfikowania kwoty odpraw dla ustępujących członków zarządu).

W artykule analizie poddano kształtowanie się poziomu wynagrodzeń członków zarządów banków komercyjnych w dwudziestu pięciu przypadkach fuzji i przejęć, mających miejsce w polskim sektorze bankowym w latach 1998-2007 (Załącznik 1). Horyzont czasowy badania został zdeterminowany brakiem publikacji określających wysokość wynagrodzeń zarządów banków w bankach uczestniczących w transakcjach przed 1998 r. oraz koniecznością weryfikacji

bezpośredniego wpływu fuzji i przejęć na wysokość wynagrodzeń członków zarządu po przeprowadzeniu takich przedsięwzięć (uznano, iż okres jednego roku jest niewystarczający na zaobserwowanie trwałych tendencji w zintegrowanym banku).

W badaniu dokonano analizy korelacji wysokości wynagrodzeń członków zarządu banku, biorącego udział w transakcjach fuzji i przejęć w zależności od:

- sumy aktywów banku,
- generowanego zysku netto,
- kształtowania się wskaźników stopy zwrotu ze średnich aktywów ROAA i stopy zwrotu ze średniego kapitału ROAE,
- efektywności prowadzonej działalności, obliczonej przy wykorzystaniu nieparametrycznej metody DEA (*Data Envelopment Analysis*).

W celu obliczenia efektywności zdefiniowano nakłady i efekty bankowe, opierając się na podejściu producenta, wykorzystywanym przy analizowaniu efektywności kosztowej i odzwierciedlonym w modelach DEA zorientowanych na nakłady:

- nakłady: wartość aktywów trwałych banku (x_1), koszty działalności banku (x_2),
- wyniki: należności od banków oraz kredyty i pożyczki udzielone klientom (y_1), zobowiązania wobec innych banków oraz zobowiązania wobec klientów (y_2), wynik na działalności operacyjnej (y_3).

Jako obiekty analizy (DMU) zostały przyjęte banki komercyjne prowadzące swoją działalność w Polsce w latach 1996-2008 (Załącznik 2). Systematycznie malejąca wielkość próby w poszczególnych latach badania wynika przede wszystkim ze zmniejszania się liczby banków funkcjonujących w polskim sektorze bankowym w wyniku procesów konsolidacyjnych, upadłości kilku banków (zwłaszcza w początkowym okresie badania) oraz zaistniałej tendencji do przekształcania samodzielnych banków w oddziały zagranicznych instytucji kredytowych.

Obliczenia zostały przeprowadzone przy pomocy programu *OnFront ver. 2.01**, autorstwa *Economic Measurement and Quality i Lund AB*.

Klasyfikację banków według osiągniętej efektywności technologicznej i skali wykonano na podstawie metodologii przedstawionej przez T. Kopczeńskiego i M. Pawłowską (Tabela 1).

Tabela 1
Klasyfikacja banków ze względu na efektywność technologiczną i skali

Typ	Zależności między miarami efektywności	Opis
1	$e_{crs} = 1, e_{vrs} = 1,$ $e_s = 1, e_{nirs} = e_{crs}$	banki efektywne technologicznie i względem skali produkcji
2	$e_{crs} < 1, e_{vrs} = 1,$ $e_s < 1, e_{nirs} = e_{crs}$	banki efektywne technologicznie przy założeniu zmiennych efektów skali, działające na obszarze rosnących efektów skali
3	$e_{crs} < 1, e_{vrs} = 1,$ $e_s < 1, e_{nirs} > e_{crs}$	banki efektywne technologicznie przy założeniu zmiennych efektów skali, działające na obszarze malejących efektów skali
4	$e_{crs} < 1, e_{vrs} < 1,$ $e_s < 1, e_{nirs} = e_{crs}$	banki nieefektywne technologicznie działające na obszarze rosnących efektów skali
5	$e_{crs} < 1, e_{vrs} < 1,$ $e_s = 1, e_{nirs} = e_{crs}$	banki nieefektywne technologicznie działające w obszarze stałych efektów skali
6	$e_{crs} < 1, e_{vrs} < 1,$ $e_s < 1, e_{nirs} > e_{crs}$	banki nieefektywne technologicznie działające na obszarze malejących efektów skali

gdzie:

e_{crs} – miara efektywności uzyskana przy założeniu stałych efektów skali,
 e_{vrs} – miara efektywności uzyskana przy założeniu zmiennych efektów skali,
 e_{nirs} – miara efektywności uzyskana przy założeniu nierosnących efektów skali,
 e_s – miara efektywności skali zdefiniowana jako iloraz miary efektywności uzyskanej przy założeniu stałych efektów skali i miary efektywności uzyskanej przy założeniu zmiennych efektów skali

Źródło: T. Kopczeński, *Efektywność technologiczna i kosztowa banków komercyjnych w Polsce w latach 1997-2000*, część I, Narodowy Bank Polski, „Materiały i Studia”, listopad 2000, Zeszyt nr 113, s. 33; M. Pawłowska, *Wpływ fuzji i przejęć na efektywność w sektorze banków komercyjnych w Polsce w latach 1997-2001*, „Bank i Kredyt”, luty 2003, s. 27.

Na podstawie analizy wyników podstawowych miar efektywności technicznej i skali, przedstawionych w Załączniku 3, można zauważyć, iż w latach 1996-2008 systematycznie zwiększał się procentowy udział efektywnych banków w badanej próbie. Należy uznać, iż jest to typowe zjawisko towarzyszące procesom konsolidacyjnym sektora. Nieco zaskakującą tendencją zmniejszania się średnich wartości efektywności technicznej i skali można wytłumaczyć na gruncie hipotezy siły rynkowej. Zgodnie z jej istotą, procesy fuzji i przejęć prowadzą do wzmocnienia pozycji konkurencyjnej zintegrowanego banku. Siła rynkowa jest określana jako możliwość ustalenia ceny dobra przez przedsiębiorstwo powyżej poziomu występującego w warunkach konkurencji doskonałej /powyżej kosztu krańcowego/ (Perloff, Karp, Golan 2007). Hipoteza siły rynkowej jest odzwierciedleniem naturalnych dążeń spółek do uzyskania monopolistycznej

pozycji. Jak argumentuje H.R. Varian „monopolista działa w punkcie, w którym przychody krańcowe równają się kosztom krańcowym. Żąda zatem ceny, która powstaje jako narzut na koszt krańcowy, przy czym wysokość narzutu zależy od elastyczności popytu” (Varian 2002).

Także w polskich warunkach można doszukać się oligopolistycznego charakteru sektora bankowego, który uniemożliwia poprawne funkcjonowanie mechanizmu rynkowego, zapewniającego efektywność wykorzystania zasobów oraz swobodny przepływ kapitału, usług, klientów oraz wykwalifikowanego personelu. Brak pełnej konkurencji sprawia, iż w wielu przypadkach transfer kontroli jest determinowany raczej wielkością banku przejmującego lub inicjującego połączenie (albo jego akcjonariusza strategicznego) oraz zdolnością pozyskiwania i możliwością wyasygnowania przez niego niezbędnych funduszy na nabycie innego banku, niż rzeczywistą przewagą w zakresie efektywności. Na ten element zwracał już uwagę F.H. Knight, który w 1921 r. zauważał, że: „relacja między efektywnością a wielkością firmy jest jednym z najpoważniejszych problemów teorii (...). Zagadnienie jest jednak szczególnie ważne, ponieważ możliwość osiągania zysków monopolistycznych dostarcza firmie silnego bodźca do nieustannej nieograniczonej ekspansji, która musi być równoważona przez inne porównywalne działania na rzecz zmniejszenia jej efektywności” (Knight 1921).

Również w Polsce można zauważyć pewne symptomy wykorzystywania siły rynkowej, zdobytej przez banki w procesach fuzji i przejęć. Ich rezultatem były przejęcia bezpośrednich konkurentów (tzw. neutralizacja) oraz działania ograniczające w pewien sposób klientom swobodny wybór produktów i usług. Do takich przejawów można zaliczyć: relatywnie bardzo wysoki koszt usług i produktów bankowych w przeliczeniu na wartość produktu krajowego na jednego mieszkańca oraz stopień zamożności społeczeństwa, próby sterowania rynkiem kredytów walutowych (naliczanie wysokich spreadów walutowych), preferowanie bardziej dochodowych produktów kosztem bezpieczeństwa klientów (np. skłanianie klientów do zakupu jednostek funduszy inwestycyjnych), używanie niejasnych klauzul w regulaminach usług i produktów bankowych (np. wprowadzenie prowizji od wypłat gotówkowych we własnych oddziałach banku, zmuszanie klienta do założenia rachunku bankowego w przypadku zaciągnięcia kredytu, obligowanie do dokonywania dodatkowego ubezpieczenia kredytów konsumpcyjnych i hipotecznych, etc.), stosowanie nierzetelnych reklam mogących świadomie wprowadzać w błąd klientów, itp.

Należy zwrócić też uwagę, iż w badaniach efektywności banków dosyć symptomatyczny jest również fakt, iż najlepszą efektywność uzyskują relatywnie średnie banki pod względem sumy bilansowej i funduszy własnych. Największe banki komercyjne z przerośniętymi centralami, rozbudowanymi departamentami, regionami, etc. stają się mało elastyczne w reagowaniu na zachodzące zmiany w ich otoczeniu wewnętrznym i zewnętrznym, a tym samym mniej efektyw-

ne (Korzeb 2005). Większość najbardziej efektywnych banków z początkowego okresu badania zaprzestała prowadzenia działalności w związku z nabyciem ich przedsiębiorstw bankowych przez nowo otwarte w ich miejsce oddziały instytucji kredytowych. W związku z tym nie były one uwzględniane w obliczaniu efektywności w późniejszych okresach, co również w znaczący sposób wpłynęło na obniżenie wartości średnich mierników efektywności technicznej i skali.

Punktem odniesienia analizowanych fuzji i przejęć był poziom wynagrodzeń członków zarządów w okresie dwóch lat sprzed ostatecznej daty transakcji ($t = -2$). Ostatni rok przed datą transakcji może być bowiem bardzo niereprezentatywny ze względu na potencjalne próby podwyższenia wynagrodzeń, mające na celu osiągnięcie jak najlepszej pozycji w negocjacjach integracyjnych (Korzeb, 2010). Analiza korelacji wynagrodzeń z wyżej wymienionymi czynnikami została następnie przeprowadzona w okresie trzech lat po dacie fuzji lub przejęcia ($t = 3$). Rozpatrywanie dalszych okresów mogłoby się okazać dosyć trudne ze względu na konieczność rozróżnienia, w jakim stopniu kształtowanie się wynagrodzeń członków zarządu jest następstwem fuzji lub przejęcia, a na ile jest spowodowany ogólnymi tendencjami w sektorze bankowym.

Analiza korelacji wysokości wynagrodzeń członków zarządu banku, uczestniczącego w transakcjach fuzji i przejęć, z pozostałymi zmiennymi została obliczona przy użyciu współczynnika korelacji liniowej Pearsona r_{xy} . Jest on wyznaczony poprzez standaryzację kowariancji:

$$r_{xy} = \frac{\sum_{i=1}^n (x_i - \bar{x})(y_i - \bar{y})}{\sqrt{\sum_{i=1}^n (x_i - \bar{x})^2 \sum_{i=1}^n (y_i - \bar{y})^2}} = \frac{\text{cov}(X, Y)}{s_x s_y}$$

gdzie:

X, Y – badane zmienne, przy czym: $X = (x_1, x_2, \dots, x_n)$, $Y = (y_1, y_2, \dots, y_n)$,

\bar{x}, \bar{y} – średnie obu zmiennych,

$\text{cov}(X, Y)$ – kowariancja obu zmiennych,

s_x, s_y – odchylenia standardowe obu zmiennych (Kukuła, 1998).

Współczynnik ten, przyjmujący wartości z przedziału $[-1, 1]$, jest miernikiem siły związku prostoliniowego między dwiema cechami mierzalnymi. Pozwala on ocenić siłę i rodzaj zależności występujących między cechami statystycznymi – znak współczynnika korelacji informuje o kierunku korelacji, natomiast jego bezwzględna wartość o sile związku. Interpretacja wartości oceny współczynnika korelacji powinna być poprzedzona jego testowaniem. Istotność współczynnika korelacji mocno jest bowiem uzależniona od liczebności próby, na podstawie której wyznaczono jego wartość, a wielkość współczynnika podlega wpływom wartości skrajnych i odstających. Analiza korelacji została wykonana przy użyciu programu *STATISTICA* firmy StatSoft.

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 1998-2007, a więc ogromnie zróżnicowany pod względem kształtowania się warunków ekonomicznych, koniunktury gospodarczej, poziomu rozwoju sektora bankowego, etc.

3. Wyniki

Pomimo zaistnienia wspomnianych problemów, mających bezpośredni wpływ na ostateczne rezultaty badania, przeprowadzona analiza pozwoliła na zaobserwowanie pewnych wyraźnych tendencji, dotyczących kształtowania się wynagrodzeń w bankach, uczestniczących w procesach konsolidacyjnych polskiego sektora bankowego.

Uzyskane rezultaty ukazują istotną zależność między poziomem wynagrodzeń członków zarządu a wielkością aktywów kierowanego przez nich banku. Należy jednak zwrócić uwagę, iż zachodzi bardzo silna tendencja degresywna w kształtowaniu się obliczonego współczynnika korelacji Pearsona na przestrzeni rozpatrywanego okresu, zwłaszcza po dokonaniu przejęcia lub fuzji (Załącznik 4). Taki trend może świadczyć o restrukturyzacji kosztów wynagrodzeń kadry kierowniczej przez akcjonariuszy strategicznych. W wielu przypadkach analizowanych fuzji i przejęć redukcja kosztów osobowych była traktowana jako jeden z priorytetowych czynników osiągnięcia synergii operacyjnej.

Obserwowana korelacja zmiennych potwierdza się również w pojedynczych przypadkach. Spośród pięciu przypadków o najwyższym współczynniku determinacji (opisowej miary dokładności dopasowania regresji do danych empirycznych), spełniających dodatkowo warunek, iż tzw. komputerowy poziom istotności p jest mniejszy od przyjętego na początku analizy poziomu istotności α , odnotowano dwa przypadki korelacji prawie pełnej oraz dwa korelacji bardzo wysokiej (por. Stanisław 2006).

Symptomatyczny jest również rozkład wynagrodzeń wśród kadry kierowniczej. W przeważającej większości przedstawiciele akcjonariusza strategicznego uzyskiwali znacznie wyższe wynagrodzenia w porównaniu z pozostałymi członkami zarządu. Może to sugerować, iż w rzeczywistości struktura zarządu nie do końca pokrywała się z posiadanymi prerogatywami oraz zakresem kompetencyjnym.

Wydaje się jednak, iż takie zjawisko nie jest antynomią hipotezy menedżerskiej. Uzyskanie relatywnie wysokich odpraw jednorazowych, wynikających z porozumienia stron w sprawie rozwiązania umów o pracę oraz wypłat z tytułu umów o zakazie konkurencji, mogło być istotnym bodźcem, decydującym

o stanowisku członków zarządu w sprawie przeprowadzanej fuzji lub przejęcia, zgodnym z naturalnym dążeniem osób zarządzających do maksymalizacji wynagrodzenia. Należy zwrócić przy tym uwagę, iż znaczna część fuzji i przejęć w polskim sektorze bankowym związana była z procesami prywatyzacyjnymi, a więc powstaniem znacznych dywergencji wynagrodzeń w bankach prywatnych i państwowych. Zapewnienie wysokich odpraw dotychczasowym członkom zarządu stawało się tym bardziej istotne, iż skala fluktuacji kadry zarządzającej w czasie procesu integracji banków uczestniczących w fuzji lub przejęciu jest z reguły dosyć wysoka. W analizowanych przypadkach spośród stu dwudziestu pięciu członków zarządów, którzy piastowali swoje funkcje w okresie $t-2$ przed konkretną transakcją, jedynie dziewiętnaście osób zachowało swoje stanowiska w okresie $t+3$.

W zdecydowany sposób motyw menedżerski uwydatnił się także podczas kilku prób wrogich przejęć banków komercyjnych. Wprawdzie wszystkie przypadki zakończyły się niepowodzeniami (m.in. na skutek działań skarbu państwa i nadzoru bankowego oraz regulacjom wymuszającym konieczność informowania o nabywaniu walorów banków powyżej określonych poziomów), ale poziom determinacji menedżerów w obronie własnego banku i swoich stanowisk (przy wykorzystaniu lobbingu politycznego i medialnego) unaoczniał istotę tej hipotezy.

Wyniki badania jednoznacznie potwierdzają brak istotnych zależności między poziomem wynagrodzeń zarządów banków a generowanym zyskiem netto, kształtowaniem się wskaźników stopy zwrotu ze średnich aktywów ROAA i stopy zwrotu ze średniego kapitału ROAE oraz efektywnością prowadzonej działalności (Załączniki 5-8). Rezultaty takie stanowią całkowite zaprzeczenie wszelkich teorii związanych z zarządzaniem i motywowaniem kadry kierowniczej. Niejasne kryteria przyznawania wynagrodzeń można jednak tłumaczyć polityką zarządzania, stosowaną w międzynarodowych konglomeratach finansowych. Wyjaśnienie tego paradoksu wymaga zrozumienia istoty generowania wolnych przepływów gotówki dla akcjonariuszy z dokonanego przedsięwzięcia. Głównym celem przeprowadzania fuzji i przejęć jest maksymalizacja wartości dla akcjonariuszy i temu celowi są podporządkowane wszelkie działania osób zasiadających w zarządach banków, desygnowanych przez akcjonariuszy strategicznych. Akcjonariusze, podobnie jak ma to miejsce w teorii neutralności wpływu dywidendy na wartość spółki M.H. Millera i F. Modiglianiego, są zainteresowani ostatecznymi korzyściami z tytułu nabycia i posiadania akcji spółki oraz uzyskanymi stopami zwrotu z inwestycji, a nie formą, w jakiej je otrzymają. W związku z tym w przypadku fuzji i przejęć należy rozważyć wszystkie te korzyści, uzyskiwane przez akcjonariuszy, których nie mogliby otrzymać bez nabycia akcji banku (np. wzajemne transakcje ze spółką-matką, zysk z tytułu świadczonych usług na rzecz nabytego lub przyłączonego banku). I dopiero na podstawie przeanalizowania całkowitych rezultatów dokonanego przedsięwzięcia należy odnieść je do wynagrodzeń otrzymywanych przez osoby kierujące

bankiem (zwłaszcza osób wyznaczonych do organów kierowniczych przez akcjonariusza strategicznego).

Jeszcze innym elementem, świadczącym o roli czynnika menedżerskiego w transakcjach fuzji i przejęć w polskim sektorze bankowym jest zaistnienie kilku sytuacji, opisanych wcześniej przez P. Beitela, D. Schierecka i M. Wahrenburga [Beitel, Schiereck, Wahrenburg 2004]. Zauważyli oni, że w przeciwieństwie do wcześniejszych badań prowadzonych na rynku amerykańskim, inwestorzy mniej aktywni na rynku procesów konsolidacyjnych uzyskują relatywnie wyższe stopy zwrotu, w porównaniu ze spółkami, którzy często angażują się w tego typu przedsięwzięcia. Może to więc oznaczać, iż przesłankami fuzji lub przejęć mogą być inne motywy, niż kreacja wartości dla akcjonariuszy (głównie menedżerskie).

Zakończenie

Według kodeksu zasad dobrych praktyk, obowiązującego na giełdzie, wynagrodzenie powinno odpowiadać wielkości spółki, pozostawać w rozsądnym stosunku do wyników ekonomicznych, a także wiązać się z zakresem odpowiedzialności wynikającej z pełnionej funkcji, z uwzględnieniem poziomu wynagrodzenia członków zarządu w podobnych spółkach na porównywalnym rynku. Osiągnięte wyniki przeprowadzonych badań, a zwłaszcza korelacja wynagrodzeń zarządów banków z wielkością aktywów zarządzanego banku, sugerują, że można dostrzec pewne symptomy świadczące o tym, iż jednym z podstawowych kryteriów podejmowania decyzji o fuzjach lub przejęciach były motywy menedżerskie. Hipoteza menedżerska jest jednak w pewien sposób zaburzona ze względu na niejasne kryteria przyznawanych wynagrodzeń i brak ich zależności od uzyskiwanych wyników. Może to jednak świadczyć, iż członkowie zarządów desygnowani przez akcjonariuszy strategicznych mają znacznie większe prerogatywy niż wynika to z zajmowanych przez nich stanowisk, a realizowane pod ich kontrolą cele (podporządkowane kreacji wartości dla akcjonariuszy) nie zawsze przekładają się na wzrost efektywności banku lub poziom generowanego zysku netto.

Bibliografia

- Baumol W.J., *On the Theory of Oligopoly*, „Economica”, 1958, No. 25(99).
Becher D.A., Campbell II T.L., *Corporate Governance of Bank Mergers*, „Proceedings”, Federal Reserve Bank of Chicago, 2004.
Beitel P., Schiereck D., Wahrenburg M., *Explaining the M&A Success in European Banks*, „European Financial Management”, 2004, No. 10(1).
Damodaran A., *Finanse korporacyjne. Teoria i praktyka*, Wydawnictwo Helion, Gliwice 2007.

- Diecidue E., van de Ven J., *Aspiration Level, Probability of Success and Failure, and Expected Utility*, „International Economic Review”, 2008, No. 49(2).
- Grinstein Y., Hribar P., *CEO Compensation and Incentives – Evidence from M&A Bonuses*, „Journal of Financial Economics”, 2004, 73(1).
- Hartzell J.C., Ofek E., Yermack D., *What’s in It for Me? CEOs Whose Firm Are Acquired*, „The Review of Financial Studies”, 2004, No. 17(1).
- Hawawini G., Swary I., *Mergers and Acquisitions in the U.S. Banking Industry. Evidence from the Capital Markets*, North-Holland, New York 1990.
- Hellwig M., *On the Economics and Politics of Corporate Finance and Corporate Control*, [w:] *Corporate Governance: Theoretical and Empirical Perspectives*, red. X. Vives, Cambridge University Press, Cambridge 2000.
- Jensen M.C., Meckling W.H., *Theory of the Firm: Managerial Behavior, Agency Costs and Ownership Structure*, „Journal of Financial Economics”, 1976, No. 3(4).
- Knight F.H., *Risk, Uncertainty and Profit*, (oryginalne wydanie 1921), Dover Publications, Inc., Mineola 2006.
- Kopczewski T., *Efektywność technologiczna i kosztowa banków komercyjnych w Polsce w latach 1997-2000*, część I, Narodowy Bank Polski, „Materiały i Studia”, 2000 nr 113,
- Korzeb Z., *Pomiar efektywności działania banków komercyjnych*, [w:] *Rachunkowość a controlling*, red. E. Nowak, Prace Naukowe AE we Wrocławiu, Wrocław 2005, nr 1085.
- Korzeb Z., *Teoria kreowania wartości dla akcjonariuszy w procesach fuzji i przejęć w polskim sektorze bankowym*, Difina, Warszawa 2010.
- Kukuła K., *Elementy statystyki w zadaniach*, Wydawnictwo Naukowe PWN, Warszawa 1998.
- Lin L., Fu F., *Mergers Driven by Stock Overvaluation: Are They Good Deals?*, Singapore Management University – School of Business, Working Paper, September 2008.
- Marris R., *A Model of Managerial Enterprise*, „Quarterly Journal of Economics”, May 1963, 77(2).
- Morck R., Shleifer A., Vishny R.W., *Management Ownership and Market Valuation. An Empirical Analysis*, „Journal of Financial Economics”, 1988, 20(1-2).
- Pagano M., Volpin P.F., *Managers, Workers, and Corporate Control*, „Journal of Finance”, 2005, No. 60(2),
- Pawłowska M., *Wpływ fuzji i przejęć na efektywność w sektorze banków komercyjnych w Polsce w latach 1997-2001*, „Bank i Kredyt”, 2003.
- Perloff J.M., Karp L.S., Golan A., *Estimating Market Power and Strategies*, Cambridge University Press, New York 2007.
- Shleifer A., Vishny R.W., *A Survey of Corporate Governance*, „Journal of Finance”, 1997, 52(2).

- Smith A., *Badania nad naturą i przyczynami bogactwa narodów*, tom II (oryginalne wydanie 1776), Wydawnictwo Naukowe PWN, Warszawa 2007.
- Stanisz A., *Przystępny kurs statystyki z zastosowaniem Statistica PL na przykładach z medycyny*, tom I, StatSoft Polska sp. z o.o., Kraków 2006.
- Varian H.R., *Mikroekonomia. Kurs średni – ujęcie nowoczesne*, Wydawnictwo Naukowe PWN, Warszawa 2002.
- Williamson O.E., *The Economics of Discretionary Behavior: Managerial Objectives in a Theory of the Firm*, Prentice Hall, Inc., Englewood Cliffs, 1964.
- Wulf J., *Do CEOs in Mergers Trade Power for Premium? Evidence from Mergers of Equals*, „The Journal of Law, Economics and Organization”, 2004, No. 20(1).

Załącznik 1

Wykaz transakcji fuzji i przejęć w przeprowadzonym badaniu

Bank przejmujący	Bank przejmowany lub przyłączany
1998	
BRE Bank S.A.	Polski Bank Rozwoju S.A.
Bayerische Hypo- und Vereinsbank AG	Bank Przemysłowo-Handlowy S.A.
1999	
KBC Bank N.V.	Kredyt Bank S.A.
UniCredito Italiano SpA + Allianz Aktiengesellschaft	Bank Pekao S.A.
AIB European Investment Limited	Bank Zachodni S.A.
Fortis Bank	Pierwszy Polsko-Amerykański Bank w Krakowie S.A. (PPA Bank)
Bank Przemysłowo-Handlowy S.A.	HypoVereinsbank Polska S.A.
2000	
Deutsche Bank Polska (potem DB24)	Bank Współpracy Regionalnej S.A. w Krakowie
Citibank	Bank Handlowy S.A.
BCP wraz ze spółkami powiązаныmi	BIG Bank Gdański S.A. (obecne Millennium)
Bank Handlowy S.A.	Citibank Poland
Bank Zachodni S.A.	Wielkopolski Bank Kredytowy S.A.
2001	
Nordea\Bank Komunalny S.A.	BWP-Unibank
ING Bank Śląski S.A.	Wielkopolski Bank Rolniczy S.A.
BRE Bank S.A.	Bank Częstochowa S.A.
Bank Przemysłowo-Handlowy S.A.	Powszechny Bank Kredytowy S.A.
Bank Śląski S.A.	ING Bank N.V. Oddział w Warszawie
2002	
Nordea	LG Petro Bank S.A.

2004	
Getin Holding S.A.	Górnośląski Bank Gospodarczy S.A.
Getin Bank S.A. (d.Górnośląski Bank Gospodarczy)	Bank Przemysłowy S.A.
2005	
Getin Bank S.A.	Wschodni Bank Cukrownictwa S.A.
2006	
Pekao S.A.	Bank BPH S.A.
UniCredit	BPH Bank Hipoteczny S.A. (potem Pekao Bank Hipoteczny)
Fortis Bank	Dominet Bank S.A.
2007	
GE	Bank BPH S.A.

Źródło: Opracowanie własne.

Załącznik 2

Liczba banków komercyjnych prowadzących swoją działalność w Polsce uwzględniona przy obliczaniu efektywności metodą DEA w poszczególnych latach objętych badaniem

Rok badania	Liczba banków komercyjnych
1996	73
1997	71
1998	67
1999	64
2000	62
2001	58
2002	54
2003	55
2004	52
2005	51
2006	48
2007	46
2008	41

Źródło: Opracowanie własne.

Załącznik 3
Podstawowe statystyki miar efektywności technicznej i skali w bankach komercyjnych w latach 1996-2008

Lata	Statystyki	e_crs	e_vrs	e_nirs	e_s
1996	średnia	0,49	0,56	0,52	0,88
	odchylenie standardowe	0,26	0,28	0,29	0,16
	wartość minimalna	0,05	0,08	0,05	0,23
	liczba efektywnych banków	12			
	procentowy udział efektywnych banków w badanej próbie	16,44%			
1997	średnia	0,51	0,61	0,57	0,84
	odchylenie standardowe	0,26	0,28	0,30	0,18
	wartość minimalna	0,04	0,17	0,04	0,10
	liczba efektywnych banków	16			
	procentowy udział efektywnych banków w badanej próbie	22,54%			
1998	średnia	0,46	0,62	0,56	0,76
	odchylenie standardowe	0,26	0,30	0,32	0,24
	wartość minimalna	0,08	0,17	0,08	0,28
	liczba efektywnych banków	20			
	procentowy udział efektywnych banków w badanej próbie	29,85%			
1999	średnia	0,50	0,63	0,59	0,80
	odchylenie standardowe	0,27	0,28	0,31	0,22
	wartość minimalna	0,09	0,20	0,09	0,14
	liczba efektywnych banków	16			
	procentowy udział efektywnych banków w badanej próbie	25,00%			
2000	średnia	0,46	0,59	0,53	0,79
	odchylenie standardowe	0,26	0,28	0,30	0,23
	wartość minimalna	0,09	0,18	0,09	0,11
	liczba efektywnych banków	11			
	procentowy udział efektywnych banków w badanej próbie	17,74%			
2001	średnia	0,58	0,73	0,63	0,79
	odchylenie standardowe	0,26	0,23	0,28	0,23
	wartość minimalna	0,05	0,28	0,05	0,15
	liczba efektywnych banków	17			
	procentowy udział efektywnych banków w badanej próbie	29,31%			

2002	średnia	0,46	0,74	0,62	0,65
	odchylenie standardowe	0,25	0,27	0,32	0,25
	wartość minimalna	0,10	0,17	0,10	0,16
	liczba efektywnych banków	17			
	procentowy udział efektywnych banków w badanej próbie	31,48%			
2003	średnia	0,37	0,64	0,53	0,63
	odchylenie standardowe	0,25	0,32	0,34	0,30
	wartość minimalna	0,05	0,11	0,05	0,05
	liczba efektywnych banków	16			
	procentowy udział efektywnych banków w badanej próbie	29,09%			
2004	średnia	0,44	0,68	0,62	0,69
	odchylenie standardowe	0,27	0,31	0,32	0,29
	wartość minimalna	0,03	0,07	0,03	0,07
	liczba efektywnych banków	18			
	procentowy udział efektywnych banków w badanej próbie	34,62%			
2005	średnia	0,47	0,67	0,59	0,71
	odchylenie standardowe	0,27	0,31	0,33	0,25
	wartość minimalna	0,03	0,10	0,03	0,14
	liczba efektywnych banków	17			
	procentowy udział efektywnych banków w badanej próbie	33,33%			
2006	średnia	0,38	0,64	0,56	0,63
	odchylenie standardowe	0,27	0,33	0,35	0,26
	wartość minimalna	0,04	0,09	0,04	0,15
	liczba efektywnych banków	16			
	procentowy udział efektywnych banków w badanej próbie	33,33%			
2007	średnia	0,35	0,61	0,53	0,63
	odchylenie standardowe	0,28	0,35	0,38	0,30
	wartość minimalna	0,04	0,07	0,04	0,12
	liczba efektywnych banków	15			
	procentowy udział efektywnych banków w badanej próbie	32,61%			
2008	średnia	0,28	0,59	0,50	0,53
	odchylenie standardowe	0,23	0,35	0,37	0,27
	wartość minimalna	0,03	0,06	0,03	0,15
	liczba efektywnych banków	13			
	procentowy udział efektywnych banków w badanej próbie	31,71%			

Źródło: Opracowanie własne.

Załącznik 4

Współczynniki korelacji Pearsona pomiędzy poziomem wynagrodzeń członków zarządu przejmowanego lub przyłączanego banku a sumą aktywów zarządzanego banku

Okres	Współczynnik korelacji Pearsona	Współczynnik determinacji r ²	Wartość prawdopodobieństwa p (tzw. komputerowy poziom istotności)
t-2	0,953346	0,908869	0,000245
t-1	0,892938	0,797338	0,000092
t	0,455675	0,207640	0,057379
t+1	0,329764	0,108745	0,124379
t+2	0,549241	0,301665	0,008109
t+3	0,474874	0,225505	0,022036

Źródło: Opracowanie własne.

Załącznik 5

Współczynniki korelacji Pearsona pomiędzy poziomem wynagrodzeń członków zarządu przejmowanego lub przyłączanego banku a zyskiem netto

Okres	Współczynnik korelacji Pearsona	Współczynnik determinacji r ²	Wartość prawdopodobieństwa p (tzw. komputerowy poziom istotności)
t-2	0,829709	0,688417	0,010823
t-1	0,824614	0,679988	0,000966
t	0,448955	0,201561	0,053832
t+1	0,102749	0,010557	0,632820
t+2	0,452419	0,204683	0,034507
t+3	0,262768	0,069047	0,225763

Źródło: Opracowanie własne.

Załącznik 6

Współczynniki korelacji Pearsona pomiędzy poziomem wynagrodzeń członków zarządu przejmowanego lub przyłączanego banku a stopą zwrotu ze średnich aktywów ROAA

Okres	Współczynnik korelacji Pearsona	Współczynnik determinacji r ²	Wartość prawdopodobieństwa p (tzw. komputerowy poziom istotności)
t-2	-0,200439	0,040176	0,634122
t-1	-0,097525	0,009511	0,763015
t	0,242044	0,058586	0,318100
t+1	-0,028418	0,000808	0,895133
t+2	0,126600	0,016028	0,574517
t+3	0,044221	0,001955	0,841210

Źródło: Opracowanie własne.

Załącznik 7

Współczynniki korelacji Pearsona pomiędzy poziomem wynagrodzeń członków zarządu przejmowanego lub przyłączanego banku a stopą zwrotu ze średniego kapitału ROAE

Okres	Współczynnik korelacji Pearsona	Współczynnik determinacji r^2	Wartość prawdopodobieństwa p (tzw. komputerowy poziom istotności)
t-2	-0,182281	0,033227	0,665718
t-1	-0,224752	0,050513	0,482498
t	0,184437	0,034017	0,449718
t+1	-0,099251	0,009851	0,644501
t+2	0,051006	0,002602	0,821654
t+3	0,032748	0,001072	0,882080

Źródło: Opracowanie własne.

Załącznik 8

Współczynniki korelacji Pearsona pomiędzy poziomem wynagrodzeń członków zarządu przejmowanego lub przyłączanego banku a efektywnością prowadzonej działalności

Okres	Współczynnik korelacji Pearsona	Współczynnik determinacji r^2	Wartość prawdopodobieństwa p (tzw. komputerowy poziom istotności)
t-2	0,653589	0,427178	0,111349
t-1	0,211314	0,044654	0,557844
t	-0,268008	0,071828	0,282260
t+1	-0,091306	0,008337	0,678628
t+2	0,234739	0,055103	0,319152
t+3	-0,151501	0,022953	0,523731

Źródło: Opracowanie własne.

Słowa kluczowe: banki, fuzje i przejęcia, transgraniczne przedsięwzięcia, nadzór korporacyjny, instytucje nadzoru bankowego, dyscyplina rynkowa, reputacja członków zarządu, pokusa nadużycia.

Verification of manager hypothesis in M&A transitions in Polish banking sector

Summary

The objective of the paper is to verify the manager-utility-maximization hypothesis in the context of mergers and acquisitions in the Polish banking sector. The analysis presents the level of pay of board members in commercial banks, in 25 cases of mergers and acquisitions, which took place during the years 1998-2007. Certain symptoms observed as a result of the analysis indicate that one of the basic criteria for making the decisions could be of managerial nature.

Key words: banks, mergers and acquisitions, takeovers, cross-border, corporate governance, bank supervision and regulation, market discipline, CEO reputation, moral hazard.