Wpływ fuzji i przejęć w Polsce na produktywność pracowników

Marcin Ocieszak*

Streszczenie: *Cel* – Na podstawie unikalnej bazy danych sprawdzono, jaki wpływ na produktywność pracowników miały transakcje konsolidacyjne w Polsce.

Metodologia badania – Za pomocą testów parametrycznych i nieparametrycznych przetestowano hipotezy odnoszące się do poziomów wybranych wskaźników produktywności (1) w spółce przejmowanej w porównaniu do branży (2) w spółce przejmującej w porównaniu do branży (3) w połączonych spółkach po transakcji w porównaniu do wyników sprzed niej.

Wynik – Produktywność wśród spółek (1) przejmowanych była gorsza niż średnia dla branży (2) przejmujących nie była lepsza niż średnia w branży (3) połączonych nie uległa zmianie na poziomie skonsolidowanym po transakcji konsolidacyjnej.

Oryginalność/wartość – Jest to pierwsze badanie odnoszące się do wpływu transakcji konsolidacyjnej na produktywność pracowników dla rynku polskiego. Wyniki sugerują, że jednym z powodów, że przejęcia w Polsce były nieudane w wymiarze finansowym, mógł być brak synergii lub odpowiedniej restrukturyzacji kosztów w obszarze zatrudnienia.

Słowa kluczowe: procesy konsolidacyjne, fuzje i przejęcia, produktywność pracowników

Wprowadzenie

Transakcje konsolidacyjne mają duże znaczenie gospodarcze. Niosą bowiem ze sobą poważne konsekwencje dla praktycznie wszystkich grup interesariuszy przedsiębiorstw zaangażowanych w te procesy. Szczególnie ważny może być ich wpływ na czynniki fundamentalne przedsiębiorstw, a tym samym ich wartość (Wnuczak, Mielcarz, 2009). Skutecznie przeprowadzony proces konsolidacji prowadzi do wzrostu głównych kreatorów wartości przedsiębiorstwa, takich jak ekonomiczna wartość dodana (EVA), przez co przyczynia się do maksymalizacji wartości przedsiębiorstwa dla jego właścicieli (Wnuczak, 2011). W ostatnich dziesięcioleciach rynek kontroli korporacyjnej rozwijał się bardzo dynamicznie. Według bazy Thomson One od 1985 do 2010 roku liczba transakcji zakupu instrumentów właścicielskich na świecie wzrosła ponad trzynastokrotnie, przy średniej ich wartości sięgającej blisko 60 mln USD. Polska, mimo że miała mały udział w rynku światowym, również odnotowała istotne wzrosty, przewyższające zarówno dynamikę wzrostu dla rynków

* dr Marcin Ocieszak, Akademia Leona Koźmińskiego, ul. Jagiellońska 57/59, Warszawa, e-mail: mocieszak@kozminski.edu.pl.

bardziej rozwiniętych, jak i regionu Europy Wschodniej. Rynek procesów konsolidacyjnych w Polsce, według bazy Thomson One, w latach 2000–2012 stanowił 84% rynku kontroli korporacyjnej i, podobnie jak ten ostatni, również charakteryzował się bardzo dużą dynamiką wzrostu. Dynamika ta była wyższa niż średnio w Europie czy w Europie Wschodniej.

W związku z tak dynamicznym wzrostem rynku procesów konsolidacyjnych w Polsce na przestrzeni ostatnich 20 lat interesujące jest zbadanie, dlaczego transakcje te miały miejsce oraz jakie były ich skutki finansowe w tym w zakresie zatrudnienia i wynagrodzeń.

1. Dotychczasowe ustalenia literatury

Najbardziej popularnym podejściem do badania finansowych skutków fuzji i przejęć było badanie danych rynkowych, tzn. tego, jak zmienia się kurs akcji wskutek transakcji konsolidacyjnej (m.in. Agrawal, Jaffe, 1992; Baker, Limmack, 2002; Sudarsanam, Mahate, 2003). Ustalenia literatury zagranicznej oraz polskiej w tym zakresie są dość jednoznaczne. Akcjonariusze spółek przejmowanych zyskują na takiej transakcji (m.in. Sudarsanam, Mahate, 2003; Buckley i in., 2012; Deng, Yang, 2015; Lebedev i in., 2015; Kabaciński, 2013), zwłaszcza jeżeli formą płatności jest gotówka (Sudarsanam, Mahate, 2003; Andre i in., 2004), a akcjonariusze podmiotu przejmującego na niej tracą lub nie ma ona wpływu na ich bogactwo (Morek i in., 1990; Byrd, Hickman, 1992; Schaik, Steenbeek, 2004).

Nieco mniej powszechnie publikowane były badania bazujące na danych księgowych, w których analizy skupiały się na tym, jak zmieniają się wyniki finansowe wskutek transakcji konsolidacyjnych (m.in. Healy i in., 1992; Switzer, 1996; Ghosh, 2001; Powell, Stark, 2005; Al-Hroot, 2016; Bhabra, Huang, 2013; Rashid, Naeem, 2016). Mniejsza popularność tego rodzaju badań wynikała głównie z gorszego dostępu do danych. Podczas gdy dane rynkowe dostępne są bez większych ograniczeń, wyniki finansowe poza rynkiem publicznym są trudniej osiągalne. W odróżnieniu od badań opierających się na danych rynkowych, te bazujące na danych księgowych charakteryzowały się niejednorodnością rezultatów. Jedne wskazują na poprawianie się wyników finansowych po transakcji (Healy i in., 1992; Heron, Lie, 2002; Rahman, Limmack, 2004), inne sugerują pogarszanie się (Kruse i in., 2007; Yeh, Hoshino, 2001; Clark, Ofek, 1994), a jeszcze inne nie znajdują związku między wynikami finansowymi a faktem zaistnienia transakcji konsolidacyjnej (Ghosh, 2001; Moeller, Schlingemann, 2004; Sharma, Ho, 2002).

Dla rynku polskiego i środkowo europejskiego również prowadzone były badania (m.in. Rutkowski, 2001; Wróbel, 2002; Kalinowska, Mielcarz 2014), a głównym punktem odniesienia są wcześniejsze badania autora (Ocieszak, 2015, 2016), których niniejszy artykuł jest naturalną kontynuacją. Zgodnie z ustaleniami tych prac zarówno przejmujący, jak i przejmowany przed transakcją charakteryzowali się wynikami finansowymi gorszymi niż branża, a po transakcji dystans do branży się nie zmniejszył. O ile taka charakterystyka spółek przejmowanych nie jest zastanawiająca, to już ustalenia badań dla rynku polskiego sugerujące istnienie gorszych wyników przejmującego niż branży są niezgodne z literaturą

zagraniczną. Możliwe więc, że poprzez przejęcie przejmujący chcieli dogonić branżę i możliwe, że środkiem do tego miała być poprawa struktury zatrudnienia i produktywności pracowników. Jednym z wyników wspierających przypuszczenie, że w przedsiębiorstwach następują duże zmiany kadrowe jest fakt, że w okresie roku po transakcji następowała bardzo często zmiana prezesa zarządu (73% w spółkach przejmowanych i 55% w spółkach przejmujących).

Dodatkowo, wyniki finansowe przedsiębiorstw zaangażowanych w proces fuzji i przejęć w Polsce charakteryzowały się brakiem statystycznie istotnej poprawy kluczowych wskaźników finansowych, jak ROA i ROS, oraz pogorszeniem się wskaźnika ROE po transakcji, co sugeruje, że transakcje konsolidacyjne w Polsce były ogólnie nieudane w wymiarze finansowym.

Poszukiwanie odpowiedzi na pytanie, czy planowane synergie w zakresie zarządzania zatrudnieniem mogły być motywem transakcji konsolidacyjnych oraz czy w konsekwencji braku tych synergii przejęcia okazały się nieudane, było powodem podjęcia problematyki artykułu.

Zagraniczna literatura przedmiotu problem wynagrodzeń bada dość często. Nie ma jednak do tej pory zgody co do sposobu badania wpływu optymalizacji zatrudnienia na skutki fuzji i przejęć. Healy i in. (1992) badali zmianę zatrudnienia w poszczególnych latach, Switzer (1996) analizowała poziom zatrudnienia w odniesieniu do wartości aktywów, natomiast Ghosh (2001) badał tę samą wielkość w relacji do przychodów. W badaniu Switzer (1996) średnia wartość wskaźnika efektywności pracowników w przeliczeniu na aktywa („aktywa/pracownik”) wzrosła wskutek połączenia o 1281 USD. Zmiana ta była statystycznie istotna na poziomie 1%. Rosset (1990) w swoim badaniu zasugerował, że łączenie się spółek może skutkować renegotiacją umów o pracę oraz zmniejszeniem kosztów zatrudnienia poprzez zwolnienia. W związku z tym Ghosh (2001) skupił się nie tyle na analizie efektywności pracowników, co na badaniu polityki zatrudnienia w kontekście zwolnień. Sprawdził on też, czy forma płatności (akcje/gotówka) ma wpływ na poziom zwolnień. Jest to ciekawe podejście zważywszy na to, że Martin i McConnell (1991) dowiedli, że menadżerowie wyższego szczebla są częściej zwalniani w konsekwencji łączenia się spółek, gdy formą płatności jest gotówka, natomiast Ghosh i Ruland (1998) pokazali, że menadżerowie średniego szczebla są częściej zwalniani, gdy formą płatności są akcje. Badanie Ghosha (2001) było więc próbą analizy wszystkich pracowników, bez podziału na wyższy/średni/nniższy szczebel menadżerski, czy w końcu na zwykłych pracowników.

Badania Ghosha (2001) przeprowadzonych za pomocą modelu zmiany (*change model*) nie dały statystycznie istotnych wyników. Analizując tę kwestię, za pomocą modelu regresji, Ghosh (2001) znalazł statystycznie istotne powiązanie między polityką zatrudnienia a sposobem zapłaty za spółkę cel. Poziom zatrudnienia wśród spółek z jego próby spadał w statystycznie istotny sposób o 4,98% w konsekwencji przejęć, w których formą płatności były akcje. Statystycznie istotne rezultaty otrzymali też Healy i in. (1992), którzy dowiedli, że na skutek połączenia zatrudnienie w spółkach spada o 4,3%.

Dla rynku polskiego badania w zakresie polityki zatrudnienia po transakcjach fuzji i przejęć nie były do tej pory prowadzone.

2. Próba

Informacje o transakcjach zostały pozyskane z trzech baz danych: 1) Deal Watch 2) Thomson One oraz 3) Merger Market i obejmowały transakcje fuzji i przejęć z lat 2003–2009, które miały charakter konsolidacyjny. Oznacza to, że transakcje zaliczone do próby to takie, w których przejmować lub łączyć powinny się dwa podmioty operacyjne. Wykluczone więc zostały przejęcia dokonywane m.in. przez fundusze inwestycyjne, inwestorów prywatnych czy skarb państwa. Procentowy poziom przejęcia udziałów lub akcji, który skutkował przejęciem kontroli nad spółką, przyjęty został na poziomie 50%. W literaturze przedmiotu są co prawda opisywane procedury selekcji transakcji, którym można przypisać cechy przejęcia kontroli (Byrka-Kita, Czerwiński, 2013) i w konsekwencji poziom ten mógłby być niższy niż 50%, niestety, większość transakcji z próby odbyła się poza obrotem giełdowym. Niemożliwe okazało się zdobycie dodatkowych, pozafinansowych danych umożliwiających stwierdzenie faktu przejęcia kontroli w spółce na podstawie innych kryteriów niż te przyjęte w artykule.

W celu analizy wyników finansowych zebrano sprawozdania finansowe publikowane w Monitorze Polskim B dla okresu 3 lat przed transakcją i 3 lat po niej (tj. lata 2000–2012). Każde z przedsiębiorstw zostało przyporządkowane do konkretnej sekcji PKD. Zastosowanie danych branżowych jako punkt odniesienia pozwoliło wyeliminować wpływ zachowania rynku w analizowanym okresie. Branżowe wyniki finansowe zostały pozyskane z publikacji Głównego Urzędu Statystycznego: „Wyniki finansowe przedsiębiorstw niefinansowych” oraz „Bilansowe wyniki podmiotów gospodarczych”, które prezentują dane w podziale na sekcje PKD.

Tak dobrana próba liczyła 130 obserwacji.

3. Hipotezy

Badanie ma na celu odpowiedź na pytanie, czy planowane synergie w zakresie zarządzania zatrudnieniem mogły być motywem transakcji konsolidacyjnych oraz czy w konsekwencji braku tych synergii przejęcia okazały się nieudane. W tym celu przeanalizowano trzy hipotezy.

Zagraniczna literatura przedmiotu zgodnie stanowi, że przed transakcją konsolidacyjną spółki przejmowane charakteryzowały się gorszymi wynikami finansowymi niż branża, a z kolei podmioty przejmujące podejmują decyzję o transakcji po okresie ponad przeciętnie dobrych wyników w porównaniu do branży (m.in. Ghosh 2001; Franks, Harris 1989; Mork i in., 1990). Bardzo możliwe, że spółki przejmujące charakteryzujące się wysoką

produktywnością pracowników starały się przejąć podmioty o niższej produktywności w celu jej poprawy i w ten sposób zwiększyć wartość przedsiębiorstwa. W celu analizy tego problemu zweryfikowano następujące hipotezy:

H1. Spółki przejmowane charakteryzowały się gorszą produktywnością pracowników niż branża.

H2. Spółki przejmujące charakteryzowały się lepszą produktywnością pracowników niż branża.

Jeżeli natomiast motywem transakcji miało być uzyskanie synergii w obszarze kosztów wynagrodzeń, to produktywność pracowników po transakcji konsolidacyjnej powinna ulec statystycznie istotnej poprawie. Motyw w postaci optymalizacji kosztów zatrudnienia czy wręcz jego restrukturyzacja jest bowiem powszechnie uważany za jeden z kluczowych.

H3. Produktywność pracowników w spółkach połączonych poprawia się po transakcji konsolidacyjnej w porównaniu do wyników sprzed niej.

W celu weryfikacji tak sformułowanych hipotez zastosowano tzw. model zmiany, stosowany powszechnie w literaturze.

4. Metoda

Większość publikacji zagranicznych skupia się na analizie polityki zatrudnienia w kontekście zwolnień pracowników oraz ich efektywności w przeliczeniu na osobę (np. wskaźnik aktywa/pracownik – Switzer, 1996). Dostępne bazy danych ani sprawozdania finansowe publikowane w Monitorze Polskim B nie udostępniały jednak danych dotyczących liczby pracowników. Dostępne były natomiast dane dotyczące łącznej wartości wynagrodzeń w sprawozdaniach sporządzanych w układzie porównawczym. Dzięki temu stworzono dwa wskaźniki produktywności pracowników zbliżone do tych stosowanych przez badaczy.

$$P_1 = \frac{\text{przychody}}{\text{wynagrodzenia}},$$

$$P_2 = \frac{\text{aktywa}}{\text{wynagrodzenia}}.$$

Do porównywania różnic średnich i median zastosowano model zmiany (*change model*) zgodnie z równaniem (1), a statystyczną istotność otrzymanych wyników zbadano testem *t* bądź testem znaków Wilcoxa Manna-Whitneya.

$$\Delta P = P_{po} - P_{przed} \quad (1)$$

gdzie:

P_{po} – odpowiedni wskaźnik produktywności obliczany na podstawie wyników spółek po połączeniu,

P_{przed} – odpowiedni wskaźnik produktywności obliczany na podstawie wyników spółek przejmujących i przejmowanych przed połączeniem.

W celu eliminacji zdarzeń o charakterze ogólnogospodarczych, które mogły mieć wpływ na wartości badanych wskaźników, zastosowano punkt odniesienia w postaci wyników branży poprzez modyfikację Równania (1). Model zmiany przyjął więc następującą formę:

$$\Delta P = (P_B_{po}) - (P_B_{przed}) \quad (2)$$

gdzie:

P_B_{po} – wskaźnik produktywności po transakcji odniesiony do wyników branżowych,

P_B_{przed} – wskaźnik produktywności przed transakcją odniesiony do wyników branżowych.

Odniesienie wyników do danych branżowych osiągnięto natomiast poprzez obliczenie różnicy wyników badanych spółek oraz danych odpowiadającej jej branży, co prezentuje równanie (3).

$$P_B = P - B_{branża} \quad (3)$$

gdzie:

$P_$ – odpowiedni wskaźnik produktywności obliczany na podstawie wyników spółek przed połączeniem lub po nim w okresie przed transakcją konsolidacyjną lub po niej,

$B_{branża}$ – odpowiedni wskaźnik produktywności dla branży obliczany na podstawie wyników branży w okresie przed transakcją konsolidacyjną lub po niej.

Po odniesieniu wyników badanych spółek do wyników branży również analizowano różnice median i średnich, testując je odpowiednio testem t bądź testem znaków Wilcoxa Manna-Whitneya.

W celu obliczenia zmian produktywności spółek połączonych, opierając się na powyższym modelu, stworzono skonsolidowane sprawozdanie finansowe *pro forma* spółek przed połączeniem i porównano je do sprawozdań po połączeniu. Taki sposób tworzenia sprawozdań finansowych *pro forma* dla celów badawczych jest powszechnie stosowany i często określony jako wystarczający (Healy i in., 1992; Barber, Lyon, 1996).

5. Wyniki

5.1. Produktywność pracowników spółek przejmowanych

Hipoteza H1 została zweryfikowana pozytywnie. W okresie 3 lat przed transakcją produktywność pracowników spółek przejmowanych liczona wskaźnikami przychody/wynagrodzenia oraz EBITDA/wynagrodzenia była niższa niż w branży. Jest to wynik wspierający przypuszczenia, że podmioty przejmowane charakteryzujące się ogólnie gorszymi wynikami finansowymi niż branża i były celem przejęcia, gdyż przejmujący mieli nadzieję na poprawę tych wyników m.in. poprzez wzrost produktywności pracowników.

Nie uzyskano jednoznacznych dowodów natomiast, że cel ten został zrealizowany. Wskaźnik *P1* pozostał na poziomach statystycznie istotnie niższych niż wyniki branży przy podobnych wartościach statystyk testowych. Oznacza to, że przedsiębiorstwa przejmowane nie zmniejszyły do niej dystansu. Jednakże wskaźnik *P2* zanotował poprawę. Okazało się, że produktywność pracowników liczona jako iloraz EBITDA i wynagrodzeń po transakcji konsolidacyjnej nie była już gorsza niż średnia dla branży. Spółkom więc nie udało się wygenerować wyższych przychodów w relacji do ponoszonych kosztów na wynagrodzenia (*P1*), ale udało się wygenerować wyższą wartość EBITDA (*P2*).

Tabela 1

Produktywność pracowników spółek przejmowanych w porównaniu do branży przed transakcją konsolidacyjną i po niej

P1: Przychody/wynagrodzenia							
PRZED				PO			
średnia		mediana		średnia		mediana	
spółka	branża	spółka	branża	spółka	branża	spółka	branża
8,14	10,47	7,34	8,82	7,01	9,92	6,78	10,55
-3,99***		4,2***		-4,63***		4,15***	
P2: EBITDA/wynagrodzenia							
PRZED				PO			
średnia		mediana		średnia		mediana	
spółka	branża	spółka	branża	spółka	branża	spółka	branża
0,50	0,78	0,49	0,73	0,62	0,85	0,64	0,75
-3,15***		3,86***		-1,61		1,80*	

***, **, * oznaczają istnienie podstaw do odrzucenia hipotezy zerowej o równości średnich lub median odpowiednio na poziomach 1%, 5% i 10%.

Wskaźnik liczony jako średnia z lat <-1;-3> lub <1;3>.

Wartość statystyk testowych wyróżniono kursywą.

Do testowania istotności różnic średnich wykorzystano test t-studenta, natomiast median – test Wilcoxona/Manna-Whitneya.

Źródło: opracowanie własne.

5.2. Produktywność pracowników spółek przejmujących

W literaturze przedmiotu istnieją silne argumenty przemawiające za stwierdzeniem, że przed transakcją fuzji lub przejęcia przejmujący charakteryzowali się lepszymi wynikami finansowymi niż branża. To samo powinno dotyczyć też produktywności pracowników. Nie otrzymano natomiast dowodów potwierdzających te przypuszczenia. Różnica średnich i median wskaźnika *P1* przed transakcją konsolidacyjną w porównaniu do branży nie była statystycznie istotna. W przypadku wskaźnika *P2* zauważyć można tendencję odwrotną. Spółki przejmujące charakteryzowały się statystycznie niższymi poziomami produktywności pracowników liczonej jako iloraz EBITDA i wynagrodzeń, co jest wynikiem odwrotnym od spodziewanego. Po transakcji natomiast niezależnie od konstrukcji miary produktywności wyniki wskazywały na brak statystycznie istotnych różnic, co oznacza, że wskaźnik *P2* uległ poprawie. Najwyraźniej dzięki przejęciu spółkom przejmującym, podobnie jak przejmowanym, udało się doprowadzić do wzrostu EBITDA w relacji do wynagrodzeń.

Tabela 2

Produktywność pracowników spółek przejmujących w porównaniu do branży przed transakcją konsolidacyjną i po niej

P1: Przychody/wynagrodzenia							
PRZED				PO			
średnia		mediana		średnia		mediana	
spółka	branża	spółka	branża	spółka	branża	spółka	branża
10,48	9,61	9,63	8,7	10,27	9,77	9,42	10,55
	<i>1,05</i>		<i>0,64</i>		<i>0,65</i>		<i>0,12</i>
P2: EBITDA/wynagrodzenia							
PRZED				PO			
średnia		mediana		średnia		mediana	
spółka	branża	spółka	branża	spółka	branża	spółka	branża
0,52	0,85	0,54	0,74	0,82	0,85	0,68	0,74
	<i>-2,02**</i>		<i>2,36**</i>		<i>-0,27</i>		<i>0,72</i>

***, **, * oznaczają istnienie podstaw do odrzucenia hipotezy zerowej o równości średnich lub median odpowiednio na poziomach 1%, 5% i 10%.

Wskaźnik liczony jako średnia z lat <-1;-3> lub <1;3>.

Wartość statystyk testowych wyróżniono kursywą.

Do testowania istotności różnic średnich wykorzystano test t-Studenta, natomiast median – test Wilcoxona/Manna-Whitneya.

Źródło: opracowanie własne.

5.3. Zmiana produktywności pracowników w połączonych spółkach po transakcji konsolidacyjnej

Nie otrzymano dowodów wspierających pozytywną lub negatywną weryfikację hipotezy H3. Nie można więc stwierdzić, że produktywność pracowników poprawia się w okresie trzech lat po transakcji. Zarówno różnica średnich, jak i median wskaźników *P1* i *P2* przed

i po transakcji odniesione do branży i bez odniesienia do niej były statystycznie nieistotne. Jest to zastanawiające, gdyż najwyraźniej planowane synergie bądź restrukturyzacje zatrudnienia na poziomie skonsolidowanym obydwu spółek nie miały miejsca.

Tabela 3

Zmiana produktywności pracowników po transakcji konsolidacyjnej

P1: Przychody/wynagrodzenia							
BEZ ODNIESIENIA				Z ODNIESIENIEM			
średnia		mediana		średnia		mediana	
przed	po	przed	po	przed	po	przed	po
11,89	12,56	9,73	11,3	1,04	2,46	1,38	1,51
	<i>-0,75</i>		<i>0,80</i>		<i>-1,52</i>		<i>1,23</i>
P2: przychody/wynagrodzenia							
BEZ ODNIESIENIA				Z ODNIESIENIEM			
średnia		mediana		średnia		mediana	
przed	po	przed	po	przed	po	przed	po
0,51	0,34	0,57	0,68	-0,63	-0,57	-0,15	-0,06
	<i>0,63</i>		<i>0,65</i>		<i>0,81</i>		<i>0,08</i>

***, **, * oznaczają istnienie podstaw do odrzucenia hipotezy zerowej o równości średnich lub median odpowiednio na poziomach 1%, 5% i 10%.

Wskaźnik liczony jako średnia z lat <-1;-3> lub <1;3>.

Wartość statystyk testowych wyróżniono kursywą.

Do testowania istotności różnic średnich wykorzystano test t-Studenta, natomiast median – test Wilcoxona/Manna-Whitneya.

Źródło: opracowanie własne

6. Podsumowanie

Celem badania była weryfikacja, czy motywem transakcji mogły być oczekiwane przez przejmujących synergie kosztów zatrudnienia oraz czy brak podjęcia właściwych działań w tym obszarze mógł być powodem niepowodzenia transakcji konsolidacyjnych w Polsce. W tym celu sprawdzono, jak kształtowały się wybrane wskaźniki produktywności pracowników w spółkach przejmowanych i przejmujących oraz jak zmienia się produktywność pracowników po transakcji konsolidacyjnej w porównaniu do produktywności sprzed niej. Otrzymane rezultaty wskazują, że faktycznie, przed transakcją spółki przejmowane charakteryzowały się wynikami statystycznie istotnie gorszymi niż branża, co mogło być powodem, że stały się celem przejęcia. Dodatkowo otrzymano dowody, że w spółce przejmowanej po transakcji konsolidacyjnej produktywność pracowników (P2) uległa poprawie. To wspiera przypuszczenie, że uzyskanie synergii w obszarze zatrudnienia bądź jego restrukturyzacja w podmiocie przejmowanym mogło być motywem przejęcia go przez spółkę przejmującą.

Wśród połączonych spółek natomiast po transakcji, na poziomie skonsolidowanym, produktywność pracowników nie zmieniła się w porównaniu do wyników sprzed niej. Spółki

po połączeniu nie zoptymalizowały więc kosztów zatrudnienia. Brak efektów synergii w obszarze wynagrodzeń jest niespodziewanym wynikiem, gdyż to właśnie w powszechnym mniemaniu redukcja zatrudnienia i obniżenie jego kosztów jest jednym z powodów podjęcia decyzji o transakcji.

Wyniki badania sugerują więc, że jednym z powodów faktu, że transakcje konsolidacyjne były w Polsce nieudane w wymiarze finansowym, mogło być złe zarządzanie produktywnością pracowników, brak odpowiednich działań restrukturyzacyjnych i brak efektów synergii w obszarze wynagrodzeń.

Uwagi końcowe

Badanie posiada również ograniczenia. Po pierwsze nie dotyczy liczby pracowników. Nie można więc na jego podstawie wnioskować, czy przejmujący stosowali politykę redukcji zatrudnienia, a wnioski dotyczą jedynie ogółu wartości wynagrodzeń wypłacanych pracownikom i opierają się na dwóch wskaźnikach produktywności (EBITDA/wynagrodzenia, przychody/wynagrodzenia).

Po drugie, zgodnie z literaturą, stosowanie punktu odniesienia w postaci wyników branży oraz spółek kontrolnych może dać różne rezultaty (m.in. Barber, Lyon, 1991; Ghosh, 2001). W kolejnych publikacjach warto by było więc wzmocnić wnioski badania poprzez zastosowanie alternatywnej konstrukcji punktu odniesienia. Po trzecie – próba, pomimo że liczba (130 obserwacji) obejmuje jedynie ok. 25% transakcji zrealizowanych w Polsce w badanym okresie. Pozostałe 75% nie zostało uwzględnione z uwagi na brak dostępu do danych.

Literatura

- Agrawal, A., Jaffe, J.F., Mandelker, G.F. (1992). The Post-Merger Performance of Acquiring Firms: A Re-examination of an Anomaly. *Journal of Finance*, 47, 1605–1621.
- Al-Hroot, Y.A. (2016). The impact of mergers on financial performance of the Jordanian industrial sector. *International Journal of Management & Business Studies*, 6, 2230–9519.
- André, P., Kooli, M., L'Her, J.F. (2004). Long-Run Performance of Mergers and Acquisitions: Evidence from the Canadian Stock Market. *Financial Management*, 4 (33), 27–43.
- Baker, R.D., Limmack, R.J. (2002). *UK takeovers and acquiring company wealth changes: the impact of survivorship and other potential selection biases on post-outcome performance*. University of Stirling, Working Paper, Social Science Research Network.
- Bhabra, S.H., Huang, J. (2013). An empirical investigation of mergers and acquisitions by Chinese listed companies. *Journal of Multinational Financial Management*, 3 (23), 186–207.
- Buckley, P.J., Forsans, N., Munjal, S. (2012). Host-home country linkages and host–home country specific advantages as determinants of foreign acquisitions by Indian firms. *International Business Review*, 5 (21), 878–890.
- Byrd, J.W., Hickman, K.A. (1992). Do outside directors monitor managers?: Evidence from tender offer bids. *Journal of Financial Economics*, 2 (32), 195–221.
- Byrka-Kita, K., Czerwiński, M. (2013). Premia z tytułu kontroli na polskim rynku kapitałowym. *Ekonomista*, 1, 127–154.
- Clark, K., Ofek, E. (1994). Mergers as a means of restructuring distressed firms: An empirical investigation. *Journal of Financial and Quantitative Analysis*, 4 (29), 541–565.

- Deng, P., Yang, M. (2015). Cross-border mergers and acquisitions by emerging market firms: A comparative investigation. *International Business Review*, 1 (24), 157–172.
- Franks, J.R., Harris, R.S. (1989). Shareholder wealth effects of corporate takeovers: the UK experience 1955–1985. *Journal of financial Economics*, 2 (23), 225–249.
- Ghosh, A. (2001). Does operating performance really improve following corporate acquisitions? *Journal of Corporate Finance*, 2 (7), 151–178.
- Ghosh, A., Ruland, W. (1998). Managerial Ownership, the Method of Payment for Acquisitions, and Executive Job Retention. *The Journal of Finance*, 2 (53), 785–798.
- Healy, P.M., Palepu, K.G., Ruback, R.S. (1992). Does corporate performance improve after mergers? *Journal of Financial Economics*, 2 (31), 135–175.
- Heron, R., Lie, E. (2002). Operating performance and the Method of Payment in Takeovers. *The Journal of Financial and Quantitative Analysis*, 1 (37), 137–155.
- Kalinowska, A., Mielcarz, P. (2014). Methods of Payment in M&A Transactions and the Operational Performance of Acquirers. *Zeszyty Naukowe Uniwersytetu Szczecińskiego, 804. Finanse, Rynki Finansowe, Ubezpieczenia*, 67, 739–746.
- Kabaciński, B. (2013). Ocena efektów fuzji i przejęć na podstawie analizy nadwyżkowych stóp zwrotu. *Zarządzanie i Finanse*, 11 (2, cz. 4), 232–242.
- Kruse, T.A., Park, H.Y., Park, K., Suzuki, K. (2007). Long-term performance following mergers of Japanese companies: the effect of diversification and affiliation. *Pacific-Basin Finance Journal*, 15, 154–172.
- Lebedev, S., Peng, M.W., Xie, E., Stevens, C.E. (2015). Mergers and acquisitions in and out of emerging economies. *Journal of World Business*, 4 (50), 651–662.
- Martin, K.J., McConnell, J.J. (1991). Corporate Performance, Corporate Takeovers, and Management Turnover. *The Journal of Finance*, 46, 671–687.
- Moeller, S., Schlingemann, F. (2004). Are cross-border acquisitions different from domestic Acquisitions? Evidence on stock and operating performance for US acquirers. *Journal of Banking and Finance*.
- Morck, R., Shleifer, A., Vishny, R.W. (1990). Do managerial objectives drive bad acquisitions? *The Journal of Finance*, 1 (45), 31–48.
- Ocieszak, M. (2016). *Ocena skutków procesów konsolidacyjnych na podstawie danych księgowych w Polsce*. Rozprawa doktorska napisana pod kierunkiem prof. Krzysztofa Jackowicza. Warszawa: ALK.
- Ocieszak, M. (2015). Skutki finansowe fuzji i przejęć w Polsce w latach 2003–2009 oceniane na podstawie danych księgowych. *Zeszyty Naukowe Uniwersytetu Szczecińskiego. Finanse, Rynki Finansowe, Ubezpieczenia*, 73, 559–569.
- Powell, R.G., Stark, A.W. (2005). Does operating performance increase post-takeover for UK takeovers? A comparison of performance measures and benchmarks. *Journal of Corporate Finance*, 1 (11), 293–317.
- Rahman, R.A., Limmack, R.J. (2004). Corporate acquisitions and the operating performance of Malaysian companies. *Journal of Business Finance & Accounting*, 3–4 (31), 359–400.
- Rashid, A., Naeem, N. (2016). Effects of mergers on corporate performance: An empirical evaluation using OLS and the empirical Bayesian methods. *Borsa Istanbul Review*, 1 (17), 10–24.
- Rutkowski, A. (2001). Efekt synergii w procesach fuzji i przejęć. W: J. Duraj (red.), *Przedsiębiorstwo na rynku kapitałowym*. Łódź: Wydawnictwo Uniwersytetu Łódzkiego.
- van Schaik, D., Steenbeek, O.W. (2004). Price and Volume Effects of Merger Bids in Japan. SSRN (September 17).
- Sharma, D.S., Ho, J. (2002). The impact of acquisitions on operating performance: Some Australian evidence. *Journal of Business Finance & Accounting*, 1–2 (29), 155–200.
- Sudarsanam, S., Mahate, A.A. (2003). Glamour acquirers, method of payment and post-acquisition performance: the UK evidence. *Journal of Business Finance & Accounting*, 1–2 (30), 299–342.
- Switzer, J. (1996). Evidence on real gains in corporate acquisitions. *Journal of Economics and Business*, 48, 443–460.
- Wnuczak, P. (2011). Zastosowanie ekonomicznej wartości dodanej (EVA) w procesie optymalizacji struktury kapitału przedsiębiorstwa. *Zeszyty Naukowe Uniwersytetu Szczecińskiego. Finanse, Rynki Finansowe, Ubezpieczenia*, 38, 505–516.
- Wnuczak, P., Mielcarz P. (2009). Wpływ czynników fundamentalnych na kapitalizację spółek giełdowych. *Zeszyty Naukowe Uniwersytetu Szczecińskiego. Finanse, Rynki Finansowe, Ubezpieczenia*, 17, 275–287.
- Wróbel, P. (2002). Wyniki badań wpływu fuzji i przejęć na wartość dla akcjonariuszy. *Przegląd Organizacji*, 4, 23–27.
- Yeh, T., Hoshino, Y. (2002). Productivity and operating performance of Japanese merging firms: Keiretsu-related and independent mergers. *Japan and the World Economy*, 3 (14), 347–366.

WORKFORCE EFFICIENCY FOLLOWING M&A TRANSACTIONS IN POLAND

Abstract: *Purpose* – Based on unique sample I investigate how workforce efficiency was affected by M&A transactions.

Design/methodology/approach – By using parametrical and non-parametrical tests three hypothesis were tested concerning workforce productivity (1) in target companies compared to industry benchmark (2) in acquiring companies compared to industry benchmark (3) pre versus post acquisition on consolidated basis.

Findings – (1) Workforce productivity among target companies was lower the industry average (2) acquiring companies did not overperforme industry benchmark (3) on consolidated basis there was no change in the productivity after the transaction

Originality/value – First research in workforce efficiency after M&As in Poland. Results suggest that one of the reasons why mergers in Poland were unsuccessful might be poor workforce management and lack of synergy in this area.

Keywords: M&A, mergers, workforce efficiency, consolidation

Cytowanie

Ocieszak, M. (2018). Wpływ fuzji i przejęć w Polsce na produktywność pracowników. *Finanse, Rynki Finansowe, Ubezpieczenia*, 1 (91), 269–280. DOI: 10.18276/frfu.2018.91-22.