

Kryzys 2008–2011

Refleksje nad rolą przedsiębiorstwa

<https://doi.org/10.33141/po.2012.02.01>

Sławomir Wyciślak

Przegląd Organizacji, Nr 2 (865), 2012, ss. 3-5

www.przegladorganizacji.pl

Towarzystwo Naukowe Organizacji i Kierownictwa (TNOiK)

Wprowadzenie

W klasycznych analizach (dokonywanych w ramach organizacji i zarządzania), odnoszących się do kryzysów finansowych, traktuje się je jako zjawiska stanowiące o niestabilności otoczenia przedsiębiorstwa. Tymczasem przedsiębiorstwo jest w coraz większym stopniu czynnikiem sprawczym wieloaspektowych zmian zachodzących w jego otoczeniu. Nie inaczej jest w przypadku kryzysu, za którego symboliczny początek przyjmuje się upadek Lehman Brothers 15 września 2008 roku¹⁾.

Przyczyny kryzysu

O becny kryzys bywa postrzegany jako kryzys zarządzania. Podnoszona jest teza, że błędem jest traktowanie trwającego kryzysu tylko jako zjawiska finansowego. Należy go bowiem postrzegać w perspektywie realizowanych modeli zarządzania. Źródłem kryzysu upatruje się w prymacie amerykańskiego (anglosaksońskiego) modelu zarządzania. Według tego modelu, podstawowym celem przedsiębiorstwa jest wzrost wartości dla akcjonariuszy²⁾. Taki model zarządzania jest pochodną amerykańskiego wzorca (zaprogramowania) kulturowego. Cechuje go dominacja zachowań doraźnych, egoistycznych, indywidualistycznych, prymat sekwencyjnego postrzegania czasu, a także dedukcyjny sposób analizy rzeczywistości. Zjawiska są badane w sposób odizolowany, a rzeczywistość jest dzielona na jak najmniejsze elementy, natomiast myślenie ma charakter linearny. Brak jest odniesień do współzależności identyfikowanych przy zastosowaniu podejścia systemowego³⁾.

W okresie ostatnich 20 lat model zarządzania oparty na budowie wartości dla akcjonariuszy zdominował korporacje transnarodowe, transnarodowe grupy kapitałowe oraz banki międzynarodowe. Doprowadził on do niewłaściwej alokacji, a przez to przyczynił się do marnotrawstwa zasobów⁴⁾. Wydaje się, że największe straty są ponoszone z tytułu niewłaściwej selekcji zasobów ludzkich, a przez to marnotrawstwa kapitału intelektualnego. W rezultacie jest marnotrawiony czas – tak w odniesieniu do organizacji, jak i na poziomie zespołów i pracowników. Dzieje się tak dlatego, że przy selekcji są uwzględniane kryteria faworyzujące sprawność w osiąganiu wartości dla akcjonariuszy w krótkim okresie. W mniejszym stopniu są brane pod uwagę takie kryteria, jak doskonalenie produktów, poczucie misji, zaspokajanie potrzeb.

Kryterium oceny wzrostu wartości dla akcjonariuszy jest kurs akcji, a w mniejszym stopniu wypłacana dywidenda. W praktyce wzrost cen akcji zależał w dużej mierze od tego, czy zarządy były

zdolne osiągnąć i utrzymywać dwucyfrową dynamikę rozwoju.

Ponieważ wyniki są raportowane w relatywnie niewielkich odstępach, czyli np. co kwartał, półrocze, rok, starano się zwiększać zyski w krótkim okresie. W niektórych przypadkach osiągnęto to m.in. poprzez redukcję inwestycji w przedsięwzięcia długoterminowe, np. prace badawczo-rozwojowe, budowę kompetencji pracowników. Dokonywano reorganizacji w tak krótkich odstępach, że trudno było ocenić efekty jednej zmiany, a już wdrażano kolejne. Działania te miały na celu osiągnięcie wzrostu w wysokości, która jest oczekiwana przez udziałowców, czyli na poziomie *double-digit growth* w kolejnych terminach raportowania. Tymczasem dwucyfrowa dynamika wzrostu jest trudna do utrzymania w długim okresie.

Aby podtrzymać wzrost w długim okresie posługiwano się dźwignią finansową. Przy respektowaniu takiego mechanizmu najwyższy dopuszczalny poziom długu maksymalizuje zwrot na zaangażowanym kapitale. Dźwignia finansowa osiągała coraz wyższe wartości. Na przykład dla Lehman Brothers wskaźnik dźwigni finansowej sięgnął 15,3 (stan na koniec I kwartału 2008 r.)⁵⁾. Aby stymulować wzrost, sięgano po innowacje finansowe. Do kluczowych z punktu widzenia kryzysu finansowego roku 2008 należały CDOs (*Collateralized Debt Obligations*) i CDS (*Credit Default Swaps*). CDOs to obligacje zabezpieczone długiem, a CDS to instrumenty finansowe teoretycznie mające uchronić przed ryzykiem tzw. sytuacji kredytowej. Te ostatnie stały się jednak w większości narzędziem spekulacji, a nie instrumentem służącym ubezpieczeniu.

Wzrost trudno było utrzymać na poziomie satysfakcjonującym akcjonariuszy tylko poprzez rozwój organiczny. Dlatego w celu maksymalizacji wartości dla akcjonariuszy mnożono fuzje i przejęcia. Wprawdzie ogłaszanie informacji o fuzjach czy też przejęciach przekładało się na wzrost cen akcji, jednak w wielu przypadkach w długim okresie nie przynosiły one oczekiwanych rezultatów. Globalny rynek fuzji i przejęć osiągnął rekordowe wartości w roku 2007⁶⁾.

Aby znaleźć wykonawców, którzy podołaliby niestannemu wzrostowi wartości dla akcjonariuszy, zatrudniano osoby, które bywają określane mianem korporacyjnych psychopatów. Czuli się oni znakomicie w chaotycznym świecie współczesnych korporacji, w których zachodzą szybkie zmiany i ma miejsce duża rotacja pracowników wysokiego szczebla. Korporacyjni psychopaci są określanymi jako osoby niemające poczucia empatii, zimno kalkulujący. Połączenie fasadowego czaru i charyzmy czyni ich idealnymi liderami. Wywierali oni wpływ na postawy etyczne w obrębie całej organizacji. Ich upór w realizacji celów i promowaniu własnej osoby z wyłączeniem wszystkich innych względów doprowadził do odrzucenia

takich wartości, jak równość, sprawiedliwość. I w konsekwencji brak było jakiegokolwiek realnej społecznej odpowiedzialności za prowadzony biznes⁷⁾.

Jeśli weźmie się jeszcze pod uwagę sposób wynagradzania menedżerów wysokiego szczebla, uwzględniający premię z tytułu posiadanych akcji, można zrozumieć determinację w maksymalizacji wartości dla akcjonariuszy. Dochodzi zatem do powstania sprzężenia zwrotnego, gdyż wynagrodzenia menedżerów są powiązane z kursami akcji spółek. Konstytuuje się więc samonapędzający się mechanizm, który skutkuje nierównowagą między realną wartością przedsiębiorstwa a wartością tworzoną dla akcjonariuszy. Przy pomocy analizy opierającej się na wskaźnikach finansowych trudno zidentyfikować narastającą nierównowagę. Jest tak dlatego, że te wskaźniki finansowe są tym lepsze, im większa jest nierównowaga.

Agresywne strategie ukierunkowane na krótki okres skutkowały też narastaniem asymetrii informacji. Nierówny dostęp do informacji mieli z jednej strony zarządzający instytucjami finansowymi, a z drugiej strony inwestorzy, akcjonariusze, depolnenci, kredytobiorcy. Intensyfikowało się zjawisko nieprzejrzystości umów kredytowych i generalnie obrotu kredytami, w tym kredytami hipotecznymi. Asymetria informacji była spowodowana również kreatywną księgowością i manipulowaniem danymi finansowymi. Na przykład, Lehman Brothers stosował transakcje Repo 105. Sztuczka Lehmana polegała na tym, że tę operację księgowano jako sprzedaż (mimo że bank był zobowiązany do odkupienia aktywów w późniejszym terminie, aktywa usuwano czasowo na okres – 7, 10 dni). Oznaczało to, że aktywa zniknęły z bilansu, a otrzymana gotówka mogła być wykorzystywana do spłaty innych zobowiązań. Innymi słowy, dawano inwestorom sygnał, że zmniejsza się zadłużenie banku (choć w rzeczywistości tak nie było). Lehman Brothers nigdy nie ujawnił stosowania operacji Repo 105. Wśród czynników, które umożliwiły stosowanie sztuczek księgowych, wskazuje się również zaniedbania audytora, czyli firmy Ernst & Young⁸⁾. Tak więc zjawisko asymetrii informacji tworzyło pokusę nadużycia. A jej przejawem był *insider trading*, czyli nieuprawnione wykorzystanie informacji przez osoby zarządzające przy zakupie/sprzedaży instrumentów finansowych.

Takie działania przyczyniały się do ogromnego rozrostu iluzorycznej (urojonej) wartości⁹⁾, niemającej uzasadnienia w sferze realnej. Postępowała alienacja rynków finansowych od sfery realnej gospodarki. Na przykład w roku 2007 wartość rynku derywatów sięgnęła 595 bilionów dolarów¹⁰⁾ i była aż 36-krotnie wyższa od wartości amerykańskiego PKB. A wartość *shadow banking*¹¹⁾ sięgnęła około 60 bilionów USD¹²⁾. Należy jeszcze wspomnieć o co najmniej niejednoznacznych metodach wyceny wartości marek. I przez to ich niejednokrotnie zawyżone wartości¹³⁾.

Co więcej, selektywna, niekompletna deregulacja, którą realizowano w latach 90. ub. i pierwszej dekadzie XXI w. służyła w dużym stopniu grupom interesów skupionym wokół korporacji transnarodowych, transnarodowych grup kapitałowych i banków międzynarodowych. Doprowadziła ona do niebezpiecznego zbliżenia między światem polityki a sferą międzynarodowego biznesu. Przejawem tego było np. uchylenie ustawy Steal Glass Act zakazującej angażowania się banków amerykańskich w inwestycje

w ryzykowne aktywa. Dodatkowo doszło do nadmiernej koncentracji, czego wyrazem była postępująca oligopolizacja.

Należy też dodać, że korporacje transnarodowe wypierają przedsiębiorstwa o zasięgu krajowym, korzystając nie tylko z przewag wynikających np. z korzyści skali, ale również z uprzywilejowanej pozycji w zakresie ulg inwestycyjnych czy preferencji podatkowych. Przedsiębiorstwa o zasięgu krajowym stają się podwykonawcami dla firm międzynarodowych, a funkcjonując w sieciach, niejednokrotnie są zmuszone do akceptowania nierównych warunków kooperacji.

Model zarządzania oparty na budowaniu wartości dla akcjonariuszy doprowadził do powstania sfery finansów o ogromnych rozmiarach. Stało się tak wskutek nadmiernego wykorzystywania efektu dźwigni finansowej, innowacji finansowych, użycia agresywnych strategii ukierunkowanych na krótki okres. Bańka spekulacyjna, która powstała na rynkach finansowych, stała się zagrożeniem dla przedsiębiorstw ze sfery realnej gospodarki.

Konsekwencje

Instrumenty, które bywały stosowane do spieskiej budowy wartości dla akcjonariuszy, okazały się kluczowe przy rozprzestrzenianiu się kryzysu finansowego. Nabywcy CDOs przejmowali ryzyko związane z niespłacaniem kredytów hipotecznych w Stanach Zjednoczonych. Kiedy niespłacalność kredytów *subprime* zaczęła narastać, posiadacze CDOs zostali zarażeni problemami występującymi na rynku kredytów *subprime* w USA. Działo się to w sytuacji, gdy CDOs otrzymywały wysokie oceny od agencji ratingowych. Co więcej, gdy wystawcy CDS-ów zaczęli mieć problemy z ich pokryciem, zarażeni zostali nabywcy CDS-ów¹⁴⁾.

Tempo, w jakim rozprzestrzeniał się kryzys, wynikało z wzajemnej sieci powiązań, łatwości przenoszenia informacji, a potęgowane było przez strach, panikę, zachowania stadne¹⁵⁾. Natura współczesnego rynku finansowego jest taka, że w dużym stopniu kieruje się on emocjami, które nasilają się w okresach występowania zaskakujących zdarzeń.

Uruchomione poprzez CDO i CDS-y kanały zarażania uaktywniły się, gdy bankructwo ogłosił Lehman Brothers. Przedsiębiorstwo musiało się konfrontować z kanałem zarażania związanym z walutą. Drastycznie spadła płynność na rynku międzybankowym. W rezultacie pojawiły się ogromne problemy z pozyskaniem kredytów¹⁶⁾. Co więcej, straty, jakie ponosiły instytucje finansowe na jednym rynku, wymuszały wyprzedaż na innych rynkach. To w rezultacie prowadziło do spadku cen aktywów, co skutkowało jeszcze większą wyprzedażą. Czyli następowało zarażanie poprzez kanał określany jako dostosowanie bilansów banków. Rozprzestrzenianie kryzysu następowało poprzez powiązania handlowe. Efekt zarażania poprzez sieć powiązań istniejących w ramach łańcucha dostaw rozprzestrzeniał się pomiędzy przedsiębiorstwami. Spadek optymizmu konsumentów przełożył się na zmniejszenie popytu. Najbardziej ucierpiały branże i/lub segmenty rynku, które cechowały się wysoką wrażliwością na zmiany optymizmu konsumenckiego.

Głębokie spadki na rynkach akcji oznaczały obniżenie wartości dla akcjonariuszy. Model zarządzania, który miał maksymalizować wartość dla akcjonariuszy, doprowadził do takiego sprzężenia zwrotnego

z otoczeniem, które w rezultacie skutkowało ogromną przeceną kursów akcji. Nastąpiło zatem urealnienie wartości dla akcjonariuszy.

Państwa, chcąc ratować zagrożone banki i niektóre przedsiębiorstwa, dodatkowo się zadłużyły (wskutek tego część zadłużenia prywatnego przekształciła się w zadłużenie publiczne). Zmniejszone wpływy podatkowe w połączeniu z rosnącym zadłużeniem doprowadziły do kryzysu zadłużenia. Co więcej, kierując się zasadą *too big to fail* dokonywano masowego wsparcia instytucji finansowych, ale także dużych przedsiębiorstw ze sfery realnej gospodarki¹⁷⁾. A przy tym zarządzający, którzy doprowadzili do kryzysu, otrzymali ogromne odpłaty.

Ryzyko ze sfery przedsiębiorstw przeniosło się na obszar finansów publicznych. Dokładniej, ryzyko podejmowane przez zarządzających w ramach modelu budowania wartości dla akcjonariuszy przeniosło się na poziom finansów publicznych. A kryzys zadłużenia stanowi zagrożenie dla działalności przedsiębiorstwa. Na przykład w wyniku kryzysu zadłużenia zbankrutował MF Global. Miało to miejsce 31 października roku 2011. Oznacza to ósme co do wielkości bankructwo spółki publicznej w historii Stanów Zjednoczonych i największe od czasu bankructwa Lehman Brothers¹⁸⁾. Bezpośrednią przyczyną bankructwa było nadmierne zaangażowanie w obligacje emitowane przez kraje europejskie, takie jak Włochy, Hiszpania, Portugalia, Irlandia, Belgia w 2010 r.¹⁹⁾

Podsumowanie

Kryzys finansowy ujawnił niedomagania modelu zarządzania opartego na koncepcji budowy wartości dla akcjonariuszy. Doraźność w myśleniu i działaniu, prymat krótkiego okresu, nieprzejrzystość i dyskusyjne z punktu widzenia etycznego zachowania doprowadziły do powstania iluzorycznej (urojonej) wartości ogromnych rozmiarów. W wyniku kryzysu doszło do częściowego urealnienia tej wartości, ale również pogorszenia warunków działania dla przedsiębiorstwa. Co ważne, te mechanizmy, które stały się czynnikami sprawczymi kryzysu, w niewielkim stopniu uległy zmianie. Znamienne w tym względzie jest to, że mimo pomocy ze strony państwa, nie zdecydowano się na podział przedsiębiorstw – sprawców kryzysu. W wyniku tego zaniechania postępuje koncentracja bogactwa i narastanie iluzorycznej wartości. Narastająca polaryzacja grozi wieloaspektowymi konsekwencjami ekonomicznymi i społecznymi. Dlatego potrzeba zarządzania, które mogłoby uporać się z rosnącą złożonością i dynamiką zmian. A odpowiednie narzędzia oferuje podejście systemowe.

dr Sławomir Wycisław
Katedra Stosunków Międzynarodowych
i Polityki Zagranicznej
Instytut Nauk Politycznych
i Stosunków Międzynarodowych
Uniwersytetu Jagiellońskiego

PRZYPISY

¹⁾ Choć w wielu analizach za początek kryzysu przyjmuje się lato 2007 r.

²⁾ Por. np. F. MALIK, *Today's Economic Crisis is a Management Crisis*, <http://www.malik-management.com/en/news/870/Malik-Todays-economic-crisis-is-a-management-crisis>.

³⁾ Por. CH. HAMPDEN-TURNER, A. TROMPENAARS, *Siedem kultur kapitalizmu*, Oficyna Ekonomiczna, Kraków 2003, s. 40–44.

⁴⁾ F. MALIK, *Today's Economic...*, op. cit.

⁵⁾ S. KENNEDY, *Examiner: Repo 105 Helped Disguise Lehman's Ailing Health*, <http://www.marketwatch.com/story/how-repo-105-was-lehmans-accounting-drug-2010-03-12>

⁶⁾ *Global Legal Advisory Mergers & Acquisitions Rankings Q3 2011*, <http://about.bloomberg.com/pdf/manda.pdf>, s. 3.

⁷⁾ Por. C.R. BODDY, *The Corporate Psychopaths Theory of the Global Financial Crisis*, „Journal of Business Ethics” 2011, vol. 102, no. 2, s. 255–259.

⁸⁾ Standardowa umowa *repo* oznacza czasowy transfer aktywów innym spółkom w zamian za gotówkę, z jednoczesnym zobowiązaniem spłacenia otrzymanej gotówki i przejęcia aktywów w późniejszym terminie. To po prostu typ zabezpieczonej pożyczki, księgowanej jako wzrost aktywów i zobowiązań. Por. *Report of Anton R. Valukas*, Examiner, Vol. 3 of 9 Section III.a.4: Repo 105, United States Bankruptcy Court Southern District of New York, <http://www.jenner.com/lehman/VOLUME%203.pdf>, s. 732–750.

⁹⁾ Określenia bogactwo urojone używa A.M. ZAWISŁAK, *O kwantach, rynkach i ekonomistach*, Poltext, Warszawa 2011, s. 335–351.

¹⁰⁾ Bank for International Settlements, *OTC Derivates Market Activity in the First Half of 2008*, http://www.bis.org/publ/otc_hy0811.pdf

¹¹⁾ *Shadow banking* to takie przedsięwzięcia, które dają różnoki dostęp do pieniędzy, a nie gromadzą depozytów i nie są poddane regulacjom oraz nadzorowi, tak jak w przypadku banków, czyli są to nieregulowane segmenty rynku finansowego.

¹²⁾ Financial Stability Board, *Shadow Banking: Strengthening Oversight and Regulation*, 27 October 2011, s. 1, http://www.financialstabilityboard.org/publications/r_111027a.pdf

¹³⁾ J. GERZEMA, E. LEBAR, *The Brand Bubble*, http://www.brandassetconsulting.com/pdfs/BrandBubble_Excerpt.pdf

¹⁴⁾ Rozprzestrzenianie się zarażania było potęgowane poprzez operacje *repo*. Otóż instrumenty oparte na hipotece były zabezpieczeniem dla operacji *repo* dokonywanych przez banki. Gdy wartość zabezpieczenia zmniejszała się, pożyczkodawca *repo* wymagał uzupełnienia go, długo przed tym, jak pożyczka miała zostać spłacona. Żądania o wzrost zabezpieczeń doprowadziło do spirali wyprzedzaży aktywów.

¹⁵⁾ Klasycznym przykładem zarażania i w konsekwencji efektu zarażania może być sytuacja, w której w ciągu kilku sekund w przypadku ogłoszenia bankructwa przez Włochy straty poniosły włoskie banki (w wyniku zaangażowania w obligacje włoskie), a następnie banki francuskie i w konsekwencji banki brytyjskie.

¹⁶⁾ Ponadto spadek wartości CDOs i w rezultacie niemożność wykorzystania ich jako zabezpieczenia dla transakcji *repo* doprowadziły do braku płynności i niewypłacalności.

¹⁷⁾ Aby łagodzić skutki kryzysu, rządy wielu państw dofinansowywały gospodarkę. Na przykład w Stanach Zjednoczonych pomoc obejmowała TARP, fundusze Rezerwy Federalnej, FDIC. I tak, AIG otrzymało 164 mld USD, Bank of America 35 mld USD, Citigroup 280,4 mld USD. Program pomocy dla sektora motoryzacyjnego osiągnął wartość 75,5 mld USD, wspieranie kredytów dla małego biznesu – 15 mld USD, program gwarantowania płynności – 609 mld USD (stan na 25 listopada 2009 r.). Por. Congressional Oversight Panel, December Oversight Report December 9, 2009.

¹⁸⁾ K. EVANS, *Amid Europe Crisis, Dial MF for Mayhem*, <http://online.wsj.com/article/SB10001424052970204394804577010140927605180.html>

¹⁹⁾ Zakładano, że ceny tych obligacji będą rosnać, a ich oprocentowanie spadać. Dokładnie odwrotnie niż działo się to w rzeczywistości.

Crisis of 2008-2011. Thoughts on the Enterprise Management

In the paper, the author makes efforts to highlight the role of enterprise management within crisis, that began in the mid of September of 2008, when Lehman Brothers went bankrupt. Focus on short-term goals achieving contributed to misallocation of social and economical resources. Simultaneously, the illusion value has grown within the financial markets. Those factors, in turn, translated into the ongoing crisis. The application of system approach is necessary to prevent from mistakes in the future.