

# Fale fuzji i austriacka teoria cyklu koniunkturalnego

Autor: **Jimmy A. Saravia**

Źródło: [mises.org](http://mises.org)

Tłumaczenie: **Przemysław Rapka**

The Quarterly Journal of Austrian Economics, *Volume 17, No. 2 (Summer 2014)*

## Wstęp

Jedną z największych zagadek współczesnej ekonomii finansowej głównego nurtu brzmi: dlaczego zdarzają się okresy szaleńczych fuzji i przejęć (ang. *mergers and acquisitions*, M&A) znanych jako fale fuzji? Powstała obszerna literatura poświęcona przyczynom przejęć i restrukturyzacji na poziomie pojedynczych firm czy sektorów gospodarczych, ale relatywnie mało uwagi poświęcono przyczynom obejmujących całą gospodarkę falom fuzji. Co więcej, prace poświęcone falom fuzji dzielą się na dwa rywalizujące obozy: behawioralny i neoklasyczny.

Według „behawioralnej hipotezy” fal fuzji, w trakcie hossy inwestorzy na ogół irracjonalnie wyceniają akcje w błędny sposób, a racjonalni menedżerowie, wykorzystując błędny osąd synergii powstałych z fuzji, używają swoich przewartościowanych akcji, aby zdobyć zasoby mniej przewartościowanych lub niedowartościowanych firm. Głównymi orędownikami tej teorii są Shleifer i Vishny (2003). Natomiast „neoklasyczna hipoteza” utrzymuje, że fale fuzji są racjonalną odpowiedzią uczestników rynku na szoki gospodarcze (ekonomiczne, regulacyjne czy technologiczne), które wymuszają reorganizację na poziomie sektorowym, współwystępujące z niskimi kosztami transakcyjnymi, spowodowanymi wysoką „płynnością bieżącą”. Rolą wysokiej płynności bieżącej jest redukcja kosztów realokacji aktywów, a przez to umożliwienie wielkiego wolumenu transakcji w relatywnie krótkim czasie. Głównym orędownikiem neoklasycznej teorii jest Harford (2005).

Wciąż powstają nowe prace empiryczne, mające zweryfikować hipotezy szkół neoklasycznej i behawioralnej, ale ich wyniki nie są jednoznaczne. Chociażby Harford (2005) pokazuje, że w drugiej połowie lat 90. XX wieku fuzje i

przejęcia miały miejsce głównie w konkretnych branżach, które według badacza charakteryzowały się zaburzeniami wynikłymi z szoków gospodarczych i jednocześnie wykazywały pozytywną korelację pomiędzy wysoką płynnością bieżącą a ilością fuzji i przejęć. Jednocześnie Gärtner i Halbheer (2009) pokazują, że fala fuzji i przejęć w latach 90. XX wieku nie może być utożsamiona z tymczasowym wzrostem liczby transakcji M&A w kilku gałęziach gospodarki. Z drugiej strony, gdy Rhodes-Kropf et al. (2005) oraz Dong et al. (2006) przedstawiają dowody na rzecz teorii behawioralnej, wykorzystując miary przewartościowania wycen firm, Harford (2005) przedstawia kilka dowodów przeczących teorii behawioralnej. Przede wszystkim Harford wykazuje, że istnieje silna pozytywna korelacja pomiędzy występowaniem transakcji M&A finansowanych gotówką oraz transakcjami M&A, sfinansowanymi akcjami, i przedstawia dowód, że M&A finansowane na oba sposoby rosną wraz z falą fuzji i przejęć. Co więcej, pokazuje też, że na poziomie firmy, oferujący akcje jako zapłatę ma większą szansę na zakup dodatkowego wydziału lub całej innej firmy w trakcie fali fuzji i przejęć płacąc gotówką.

Z perspektywy austriackiej wytłumaczenia zaproponowane przez te dwie szkoły (czyli przewartościowanie akcji lub szok gospodarczy razem z wysoką płynnością bieżącą, która obniża koszty transakcyjne) nie mogą być przyjęte jako ostateczne przyczyny fal fuzji i przejęć. Chociaż te czynniki najprawdopodobniej mają wpływ na przebieg procesu rynkowego podczas boomu gospodarczego i towarzyszącej mu fali fuzji i przejęć, to powody występowania tej fali mogą być wytłumaczone na bardziej fundamentalnym poziomie w ramach austriackiej teorii cyklu koniunkturalnego (ATCK).

Postępując krok po kroku zgodnie z teorią austriacką, w tym artykule przedstawię fale fuzji i przejęć jako część cyklu koniunkturalnego typu austriackiego. Argument w skróconej formie brzmi następująco: kiedy ekspansja kredytu bankowego obniża oprocentowanie pożyczek poniżej ich naturalnego poziomu, wtedy kapitaliści-przedsiębiorcy będą systematycznie podejmować się większej ilości inwestycji, niż jest możliwe do zrealizowania przy danym stanie zasobów w gospodarce. Rozpoczęcie tych projektów inwestycyjnych daje początek niemożliwemu do utrzymania nadmiernemu ożywieniu w gospodarce, a z tego powodu narastająca rzadkość zasobów, dodatkowo wzmocniona nadmierną konsumpcją gospodarstw domowych, musi prowadzić do wycofywania zasobów z innych firm. Wnioskuje, że ten wzrost inwestycji, wraz z „niedoborem zasobów”, wywołuje falę fuzji i przejęć. Jeśli tylko dedukcja jest poprawna, to

wspomniane wcześniej dwie standardowe teorie głównonurtowej ekonomii finansowej pomijają tak istotne przyczyny fali fuzji i przejęć, jak wzrost inwestycji oraz rzadkość zasobów w trakcie ożywienia gospodarczego. Należy też zwrócić uwagę, że w tym kontekście zjawisko przewartościowania akcji, podkreślane przez szkołę behawioralną, może być wytłumaczone jako rezultat obniżenia stóp procentowych (kiedy stopy procentowe są sztucznie zaniżone, to ceny aktywów mają tendencję do sztucznego wzrostu), oraz jako efekt wzrostu popytu na zasoby, do których akcje uprawniają. Co więcej, wysoka „płynność bieżąca” może być wyjaśniona w ramach ATCK jako rezultat ekspansji kredytu bankowego<sup>1</sup>.

Rozpatrując austriacką teorię fali fuzji i przejęć przedstawioną w następnej części, istotne jest wzięcie pod uwagę tego, że cała funkcja przedsiębiorcza jest spełniana przez kapitalistów-przedsiębiorców. Są to „spekulanci, organizatorzy, inwestorzy i kredytodawcy” którzy „określają strukturę giełdy papierów wartościowych i giełdy towarowej oraz rynku pieniężnego”, a także „alokacją kapitału pomiędzy firmami i branżami” (Mises, 2011, s. 599; Rothbard, 1991, s. 58). Co więcej, między przedsiębiorcami a zarządem istnieje istotna różnica. Funkcją przedsiębiorcy jest „oszacowanie — przewidzenie — przyszłych cen i odpowiednia alokacja zasobów” (Rothbard, 1991, s. 66). Natomiast funkcja menedżerska jest jedynie „funkcją uzupełniającą”. Kiedy jest więc mowa o tym, że zarządy spółek podejmują decyzje, to należy mieć na uwadze to, iż robią to w celu wykonania zadania powierzonego im przed kapitalistą-przedsiębiorcą (Mises, 2011, s. 598).

Artykuł jest w dalszej części zorganizowany w następujący sposób: w części drugiej pokrótce omawiam główne cechy ATCK oraz wskazuję, w jaki sposób może powstawać i znikać fala fuzji i przejęć. W części trzeciej przedstawiam historyczne zobrazowanie teorii na przykładzie Stanów Zjednoczonych na przestrzeni ostatnich 20 lat. W szczególności zwracam uwagę na fakt, że w momencie, gdy środki fiducjarne są wprowadzane do gospodarki poprzez rynek pożyczek na inwestycje przedsiębiorstw, to pojawia się cykl koniunkturalny typu austriackiego, któremu towarzyszy fala fuzji i przejęć. Kiedy

---

<sup>1</sup> Różne warianty neoklasycznej i behawioralnej argumentacji przedstawione są przez Jovanovic i Rousseau (2002), Rhodees-Kopf i Viswanathan (2004) oraz Gugler et al. (2012). Te teorie jednak też są podatne na powyższą krytykę — mianowicie z perspektywy austriackiej przyczyny wskazywane przez te teorie nie mogą być przyjęte jako wyjaśnienie fali fuzji i przejęć, oraz że te przyczyny mogą być wyjaśnione na bardziej fundamentalnym poziomie w ramach ATCK — dlatego żeby nie przedłużać, nie będę ich tutaj przytaczał.

jednak te nowe środki fiducyjne trafiają do gospodarki inaczej niż poprzez rynek pożyczek na inwestycje przedsiębiorstw, to nie występuje utrzymujący się wyraźny i ostry wzrost transakcji M&A, pomimo cen akcji i płynności na rekordowo wysokich poziomach. Całość podsumowuję w części czwartej oraz dokonuję reinterpretacji niektórych odkryć szkół behawioralnej i neoklasycznej w świetle teorii austriackiej.

### **Fale fuzji i przejęć jako część ATCK**

Według ATCK przyczyną cykli gospodarczych jest obniżenie stopy procentowej poniżej jej naturalnego poziomu poprzez emisję środków fiducyjnych w systemie finansowym. Gdy te nowo wyemitowane środki fiducyjne wprowadzane są do gospodarki przez rynek pożyczkowy, wtedy zaburzają kalkulację monetarną przedsiębiorców-kapitalistów oraz gospodarstw domowych (Mises, 2011; Hayek, 2014; Rothbard, 2009). Zaniżenie stóp procentowych w konsekwencji prowadzi do zjawisk „błędnych inwestycji” oraz „nadkonsumpcji”, które są najważniejszymi cechami austriackiego cyklu koniunkturalnego (Salerno, 2012).

W efekcie obniżenia stóp procentowych przedsiębiorcy-kapitaliści nabierają mylnego przekonania, że społeczeństwo stało się bardziej oszczędne, że wzrósł poziom oszczędności, kiedy w rzeczywistości to stopy procentowe są za niskie w stosunku do preferencji czasowej społeczeństwa. To prowadzi do przeszacowania ilości dostępnych do zainwestowania zasobów oraz rozpoczęcia większej ilości inwestycji, niż możliwe jest do ukończenia przy obecnym stanie dostępnych środków produkcji. Co więcej, ilość długoterminowych inwestycji relatywnie wzrośnie w stosunku do inwestycji krótkoterminowych, z racji tego, że ich wartość bieżąca wzrośnie bardziej pod wpływem obniżenia stóp procentowych i w konsekwencji struktura produkcji zostanie wydłużona. To niemożliwe do utrzymania wydłużenie struktury produkcji jest charakterystyczną cechą wywołanego inflacją nadmiernego ożywienia. Z drugiej strony obniżenie stóp procentowych zaburza także wycenę dochodów oraz wartości majątku gospodarstw domowych, ukrywając się pod płaszczykiem tak zwanego „efektu majątkowego”. W miarę postępu inflacyjnego ożywienia i rosnącej rzadkości czynników produkcji, płace oraz ceny aktywów (takich jak akcje czy nieruchomości) rosną (Bagus, 2008). W efekcie gospodarstwa domowe mają wrażenie, że są bogatsze niż w rzeczywistości i optymistycznie oceniają swój przyszły strumień dochodów. Prowadzi to do nadmiernej konsumpcji, mniejszych oszczędności, a nawet zadłużania się, gdyż gospodarstwa myślą, że mogą sobie

na to pozwolić. Na tym polega nadkonsumpcyjny aspekt austriackiego cyklu koniunkturalnego (Salerno, 2012).

Nadkonsumpcja pogłębia problem błędnej oceny dostępnej ilości zasobów dokonywanej przez przedsiębiorców-kapitalistów, a rzadkość dóbr w końcu staje się oczywista, gdy ich ceny zaczynają rosnać. W miarę zgłaszania coraz większego zapotrzebowania na czynniki produkcji przez firmy na różnorodnych rynkach dóbr oraz pracy, dostępne zasoby się ostatecznie wyczerpują, ewentualnie pozostają zasoby gorszej jakości, oferowane po wyższych cenach. Dlatego też firmy muszą coraz częściej pozyskiwać zasoby z innych przedsiębiorstw.

Jak wskazał Klein (1999), zarządy spółek oprócz podejmowania się zwykłych inwestycji (tj. wydatków kapitałowych oraz na badania i rozwój), starają się też pozyskać zasoby istniejących firm poprzez fuzje. W normalnych warunkach jednym z istotnych warunków, dlaczego pozyskuje się zasoby poprzez pozyskanie ich z innych firm, jest fakt, że przejęcie istniejącej spółki lub wydziału firmy może być najlepszym i najszybszym sposobem na podjęcie inwestycji, gdy „możliwości obecnego personelu zarządczego spółki” są niewystarczające do rozpoczęcia inwestycji poprzez nabycie nowych fabryk i maszynarii, czyli poprzez wzrost wewnętrzny (Penrose, 1995, s. 45-49 i 127-131). Z tego właśnie powodu można sądzić, że wraz ze wzrostem aktywności inwestycyjnej na początku ożywienia, będzie także rosła liczba transakcji M&A, co zapoczątkuje falę fuzji i przejęć. Jednak jak wcześniej wspomniano, zasoby w gospodarce są niewystarczające do dokończenia wszystkich projektów. Dlatego przedsiębiorcy-kapitaliści zadają sobie pytanie: co można zrobić, aby dokończyć inwestycje lub utrzymać je przynajmniej przez jeszcze jeden okres? Skoro zasoby są rzadkie i kosztowne, to przedsiębiorcy-kapitaliści oraz zarządy spółek prędzej dojrzą potencjalne efekty skali, które można osiągnąć poprzez eliminację identycznych fabryk oraz łącząc ze sobą działy, jak chociażby te odpowiedzialne za marketing, działy zakupów czy księgowości. Ożywienie gospodarcze ułatwia stworzenie przekonującej narracji o synergii oraz efektach skali i oparcia jej na liczbach. Przykładowo firma po zwiększeniu swoich możliwości produkcyjnych może uznać, że nie jest w stanie sama sprzedać całości swojego produktu, więc możliwe jest wytworzenie synergii poprzez fuzję ze spółką, która posiada silny dział sprzedaży. Dlatego aby dokończyć inwestycje, można nabyć firmę lub sprzedać własną innej spółce, która posiada zasoby komplementarne wobec podjętej

inwestycji. Na dodatek to rozwiązanie jest o tyle korzystne, że spada liczba firm konkurujących o ten sam zasób dóbr.

Biorąc pod uwagę wcześniejsze rozważania, można sądzić, że w obliczu „niedoboru zasobów” przedsiębiorcy coraz częściej będą postrzegać łączenie się spółek jako korzystne. Z tego powodu w trakcie wywołanego inflacją ożywienia powinno się oczekiwać zarówno wyjątkowo wysokiego popytu na zasoby na różnych rynkach (co będzie się objawiać jako chociażby niskie bezrobocie i wysokie ceny dóbr), jak i nietypowo wysokiego poziomu transakcji typu M&A. Interesujące jest to, że transakcje M&A wyjaśniają także, dlaczego fazy ożywienia gospodarczego w przeszłości wydawały się być dłuższe, niż można się było spodziewać w sytuacji, gdy firmy mogłyby pozyskiwać czynniki produkcji jedynie poprzez rynki różnorodnych zasobów i pracy. Pozbawione możliwości pozyskiwania zasobów z innych firm, wiele projektów musiałoby być wstrzymanych stosunkowo krótko po ich rozpoczęciu, z powodu braku niezbędnych do ich dokończenia środków. W takim scenariuszu wiele inwestycji szybko by upadało, a banki zaczęłyby się martwić o jakość udzielonych kredytów oraz rozpoczęłyby proces zaostrzania warunków udzielenia kredytu, czego konsekwencją byłoby szybsze wystąpienie recesji gospodarczej. Poprzez przejmowanie zasobów od innych spółek na drodze fuzji przedsiębiorcy-kapitałiści oraz zarządy mogą zrealizować swoje projekty oraz nieco opóźnić wystąpienie recesji.

W tym kontekście szoki (ekonomiczne, regulacyjne czy technologiczne) proponowane jako wytłumaczenie przez literaturę neoklasyczną (Harford, 2005) wpływają na to, w których sektorach fala fuzji i przejęć jest najbardziej widoczna. Jak pokazali Callahan i Garrison (2003, s. 74), „każda bańka potrzebuje pewnego wytłumaczenia, które jako uzasadnienie wzrostu cen aktywów pierwsi inwestorzy będą mogli opowiedzieć późniejszym” i jest jasne, że innowacje technologiczne, takie jak Internet w latach 90. oraz okresy deregulacji mogą być wykorzystane właśnie jako te wytłumaczenia. Nie oznacza to, że szok ekonomiczny, regulacyjny lub technologiczny nie może spowodować realnych zmian alokacji aktywów w danym sektorze. Austriacka teoria pokazuje, że w obliczu braku ekspansji kredytu bankowego, kapitałiści-przedsiębiorcy w oparciu o rozsądny rachunek ekonomiczny będą z upływem czasu efektywnie alokować aktywa w gospodarce. Oczywiście będą popełniać okazjonalnie błędy, ale nie przyjmie to formy okresu maniakalnych nastrojów prowadzącego do nagromadzenia się błędów przedsiębiorców, skutkującego kryzysem

obejmującym całą gospodarkę. Istotne jest to, że w systemie monetarnym, który dopuszcza ekspansję kredytową, fala fuzji i przejęć powinna być bardziej wyeksponowana w tych branżach, o których można opowiedzieć historie uzasadniające wysokie ceny aktywów. Szok gospodarczy, regulacyjny lub technologiczny mogą ułatwić stworzenie opowieści zachęcającej późniejszych inwestorów narracji.

Fala fuzji i przejęć kończą się wraz z cyklem koniunkturalnym typu austriackiego, kiedy to ekspansja kredytowa już nie wystarcza do podtrzymania nadmiernego ożywienia gospodarczego. Najczęściej dzieje się to wtedy, gdy banki centralne zauważą, że ich agregatowe wskaźniki wskazują na zagrożenie gwałtownym wzrostem inflacji. W tym momencie władze mają dwie możliwości: mogą kontynuować stymulowanie gospodarki i zaryzykować „gorączkę prowadzącą do katastrofy” (Mises, 2011, s. 364) lub zacząć prowadzić bardziej restrykcyjną politykę monetarną, pozwalając na ponowny wzrost stóp procentowych. Jeśli władze zdecydują się na drugą opcję, to nadmiernie rozrośnięty system finansowy będzie coraz bardziej zaniepokojony sytuacją w miarę ujawniania się błędów popełnionych w trakcie wywołanego inflacją ożywienia. Będą zaostrzane standardy udzielania kredytu, czego następstwem będzie początek kryzysu. W rezultacie konsumpcja i inwestycje gwałtownie zmaleją, wzrośnie bezrobocie i zmaleje liczba fuzji i przejęć.

Należy wspomnieć, że jeśli nowo wykreowane środki fiducjarne nie są wprowadzane do gospodarki poprzez rynek pożyczkowy na sfinansowanie inwestycji przedsiębiorstw, to nie nastąpi zniekształcenie struktury produkcji i nie nastąpi austriacki cykl koniunkturalny. W takim wypadku nie powinno być wyraźnego i ostrego wzrostu transakcji łączących przedsiębiorstwa i towarzyszącemu im gromadzeniu się błędów przedsiębiorców.

### **Przykład historyczny**

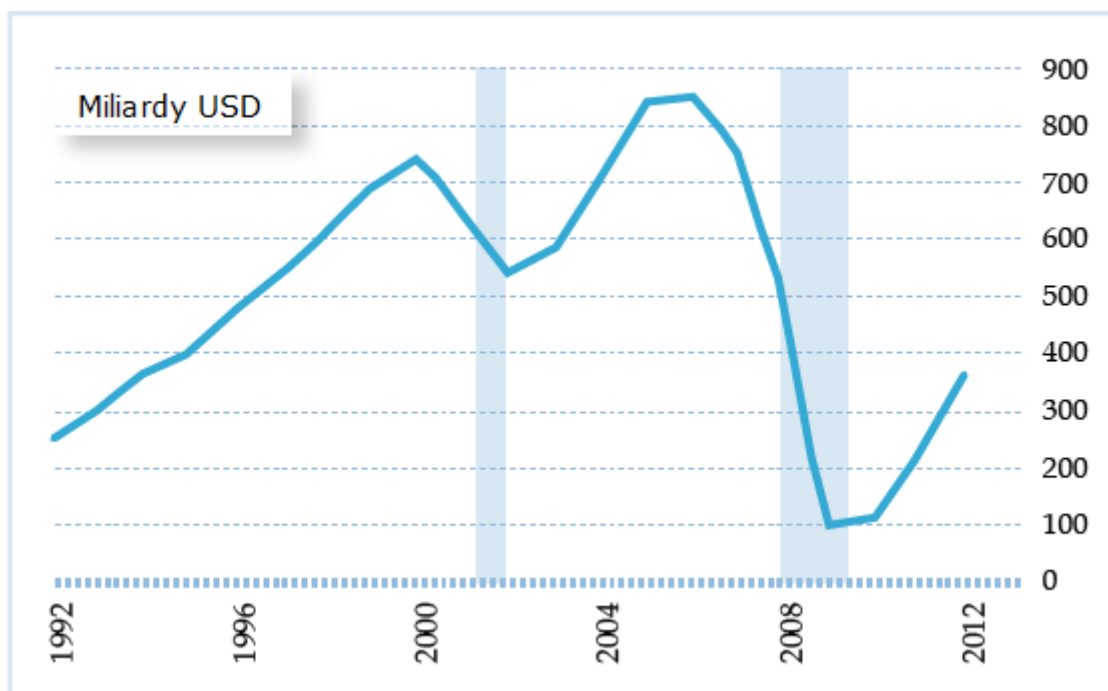
W tej części zostanie zilustrowana austriacka teoria fali fuzji i przejęć na podstawie historii Stanów Zjednoczonych w ciągu ostatnich 20 lat. Ekonomiści austriaccy w tym okresie z dwukrotnie zdołali przewidzieć cykle koniunkturalne typu austriackiego narastające w gospodarce Stanów Zjednoczonych (Thornton, 2013). Także po spowolnieniu ekonomiści austriaccy, tacy jak Callahan czy Garrison (2003) i Salerno (2012) przedstawili szczegółowe opisy obu przypadków oraz komentarze z możliwymi scenariuszami rozwoju wydarzeń w przyszłości. Z tego powodu przyjmuję jako fakt, że wydarzyły się dwa cykle koniunkturalne

typu austriackiego w brany po uwagę okresie, a przez to skupię się na wskazaniu, w jaki sposób fala fuzji i przejęć była częścią tych konkretnych cykli.

### **Pierwszy cykl (1995 do 2002)**

Według Callahana i Garrisona (2003) pierwszy cykl koniunkturalny w omawianym okresie wydarzył się między 1995 a 2002 rokiem. W swoim artykule za bezpośrednią przyczynę cyklu uznali luźną politykę monetarną poprzedzającą wybory prezydenckie z 1996 roku. Co więcej, seria kryzysów zmusiła Fed do kontynuacji ekspansyjnej polityki monetarnej aż do początku lat 2000, nawet w momencie, gdy coraz wyraźniej było widać, że gospodarka jest przegrzana. Niskie stopy procentowe oraz środki fiducjarne kreowane przez system finansowy zaburzyły kalkulację monetarną kapitalistów-przedsiębiorców, którzy pod wpływem tych zaburzeń podejmowali błędne decyzje inwestycyjne, przede wszystkim w spółki telekomunikacyjne i dot-comy, ale także w innych sektorach gospodarki. Wykres 1 przedstawia wysoki poziom inwestycji prywatnych netto w trakcie boomu<sup>2</sup>. Jak widać, inwestycje netto osiągnęły najwyższą wartość w tym okresie w 2000 roku.

**Wykres 1. Krajowe inwestycje prywatne netto: inwestycje w kapitał trwały netto (A560RC1A027NBEA). Źródło: DGRF.**

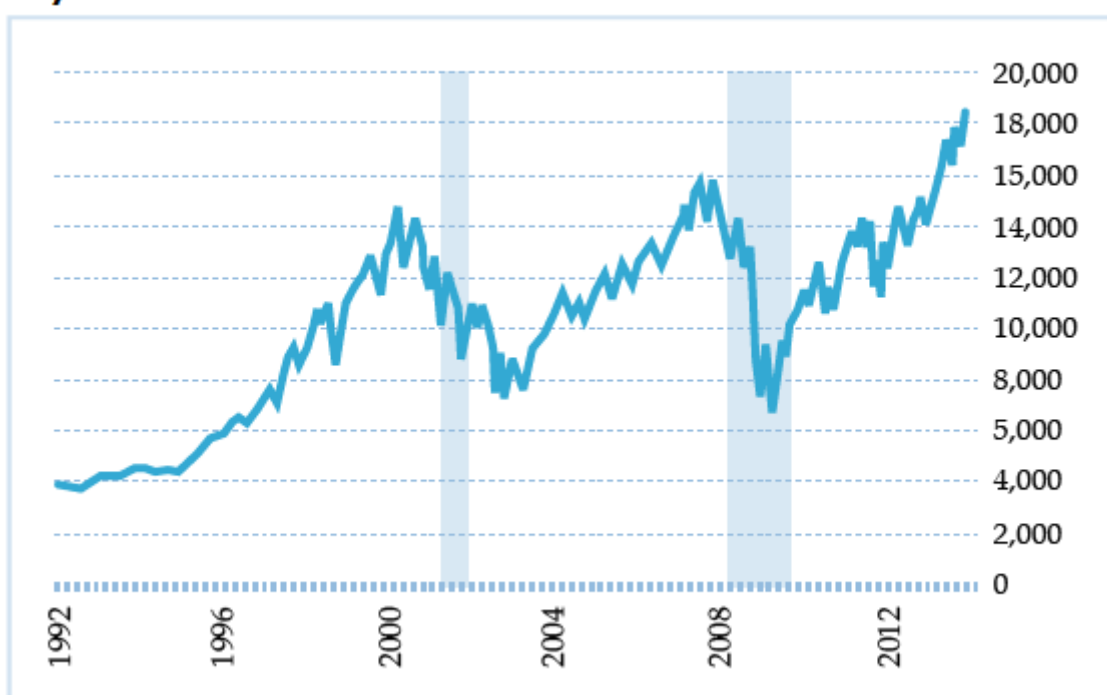


<sup>2</sup> Wykres przedstawia inwestycje netto, a nie brutto, dlatego że inwestycje netto pokazują wielkość wydatków ponad te wymagane do utrzymania obecnej struktury kapitału.



Stymulacja monetarna poskutkowała też wysokim ogólnym poziomem cen akcji, który osiągnął szczyt w marcu 2000 roku (wykres 2) i poprzez „efekt majątkowy” zachęciła gospodarstwa domowe do nadmiernej konsumpcji, powodując załamanie oszczędności i wzrost ich zadłużenia. Znacząco spadła stopa oszczędności osobistych – z około 9 procent we wczesnych latach 90. do 4 procent w latach 1999-2000<sup>3</sup>. Wzrost zadłużenia został też odzwierciedlony we wzroście płatności związanych z obsługą zadłużenia wyrażonych jako procentowy udział w osobistym dochodzie rozporządzalnym, który wzrósł z 11 procent do 13 procent w latach 90<sup>4</sup>.

**Wykres 2. Indeks Wilshire 5000. Źródło: DGRF.**



Istotnym efektem konsumpcji kapitału oraz błędnych inwestycji było doprowadzenie do niedoboru zasobów i siły roboczej w różnych sektorach. Callahan i Garrison (2003, s. 87) zwracają uwagę na rzadkość zasobów w branży internetowej:

*Było za mało dostępnych zasobów, aby umożliwić zrealizowanie wszystkich sformułowanych i sfinansowanych planów w trakcie boomu [...] Brakowało programistów, inżynierów zarządzania*

<sup>3</sup> Oszczędności osobiste, Dane Gospodarcze Rezerwy Federalnej, DGRF (Federal Reserve Economic Data, w skrócie FRED), Bank Rezerwy Federalnej w St. Louis, kod serii: TDSP.

<sup>4</sup> Procentowy udział wydatków na obsługę zadłużenia w rozporządzalnym dochodzie osobistym, Dane Gospodarcze Rezerwy Federalnej (Federal Reserve Economic Data, w skrócie FRED), Bank Rezerwy Federalnej w St. Louis, kod serii: TDSP.

*siecią, menedżerów technicznych, przestrzeni biurowej, domostw dla pracowników i innych czynników produkcji.*

Na koniec Callahan i Garrison wskazują, że cykl koniunkturalny zakończył się w momencie, gdy Fed zastrzył politykę monetarną w 2000 roku i przekuł bańkę. Wynikła z tego recesja gospodarcza i koniec ożywienia z lat 90.

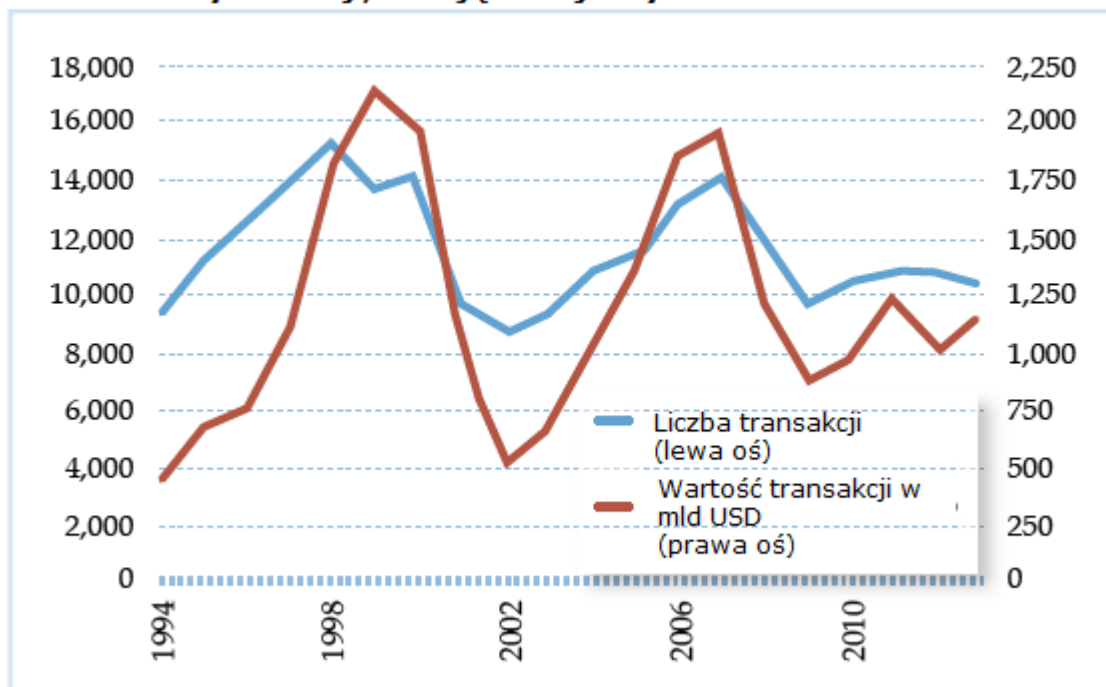
Na podstawie tego, co właśnie zostało powiedziane, oraz biorąc pod uwagę część drugą, wnioskuję, że wraz ze wzrostem inwestycji na wcześniejszych etapach ożywienia (wykres 1), rosła także liczba fuzji w miarę jak zarządy spółek oprócz prowadzenia normalnej działalności inwestycyjnej (pod postacią wydatków kapitałowych oraz na badania i rozwój) pozyskiwały też zasoby od innych, już istniejących firm poprzez fuzje. To zapoczątkowało falę fuzji i przejęć. Co więcej, wnioskuję że „niedobór zasobów” opisany przez Callahana i Garrisona (2003) spotęgowało falę fuzji i przejęć późnych lat 90. Wzrost ilości transakcji M&A spowodował, że boom mógł się utrzymać przez dłuższy czas z powodów wspomnianych w części drugiej. W końcu fala fuzji i przejęć zakończyła się wraz z początkiem spowolnienia, a błędy popełnione w trakcie boomu stały się oczywiste dla większości aktorów gospodarczych. W rezultacie część inwestycji utraciła dużo na wartości, a inne musiały zostać zlikwidowane. Rozmiar fali fuzji i przejęć późnych lat 90. można przedstawić za pomocą tabeli 1 i wykresu 3. Jak widać, wartość ogłoszonych fuzji i przejęć potroiła się z 676 miliardów dolarów w 1995 roku do 2140 miliardów dolarów w 1999 roku, by później odnotować spadek do 521 miliardów dolarów w 2002 roku, po tym jak gospodarka spowolniła. Fala fuzji i przejęć może też być odzwierciedlona we wzroście liczby tych transakcji z 11206 w 1995 roku do 15454 w 1998, a następnie spadła do 8670 w 2002 roku.

**Tabela 1. Ogłoszone fuzje i przejęcia: USA, 1994-2013.**  
**Źródło: Instytut Fuzji, Przejęć i Sojuszy.**

Year	Number of Deals	Deal Value (in Bil. USD)
1994	9,432	422
1995	11,206	676
1996	12,620	752
1997	13,874	1,119
1998	15,454	1,817
1999	13,814	2,140
2000	14,161	1,971
2001	9,719	1,011
2002	8,670	521
2003	9,377	670
2004	10,781	1,003
2005	11,506	1,341
2006	13,184	1,855
2007	14,230	1,975
2008	11,966	1,217
2009	9,648	879
2010	10,402	982
2011	10,728	1,257
2012	10,732	987
2013	10,327	1,144

### Wykres 3. Ogłoszone fuzje i przejęcia: USA, 1994-2013.

Źródło: Instytut Fuzji, Przejęć i Sojuszy.



#### Drugi cykl (2002 do 2009)

Drugi cykl koniunkturalny typu austriackiego w badanym okresie przypadł na lata 2002 do 2009 i został szczegółowo opisany przez Salerno (2012). Fed zareagował natychmiastowo na recesję z początku wieku poprzez agresywną obniżkę stóp procentowych i podjęcie działań mających na celu zwiększenie podaży pieniądza. Wcześniej Fed utrzymywał stopę funduszy federalnych na poziomie 2 procent przez trzy lata, od grudnia 2001 do listopada 2004 roku. Istotnym faktem dla tego okresu jest ostry spadek stopy oprocentowania 30 letnich kredytów hipotecznych o stałym oprocentowaniu oraz o zmiennej stopie, co poskutkowało bańką na rynku nieruchomości, która osiągnęła swój szczyt w 2006 roku. Stymulacja monetarna doprowadziła także do gwałtownego wzrostu cen akcji, który trwał do 2007 roku (wykres 2). Te trendy wywołały „efekt majątkowy”, który doprowadził do nadkonsumpcji oraz zadłużania się, co następująco opisał Salerno (2012 (tłum. 2016), s. 29):

*Wprowadzone w błąd bilansem zwiększonym przez inflację gospodarstwa domowe zostały skłonione do „spieniężenia” części swojego domowego kapitału i zwiększenia wydatków na dobra konsumpcyjne i usługi. Można powiedzieć, że ludzie zaczęli „używać swoich domów jako bankomatów”. Gospodarstwa domowe finansowały swoje zwiększone wydatki na jachty,*

*luksusowe samochody, wymyślne dania w restauracjach, drogie wakacje itp. zadłużeniem o stałym oprocentowaniu.*

Złudzenie bogactwa doprowadziło też do redukcji oszczędności. Stopa oszczędności osobistych wyrażona jako procent rozporzadzalnego dochodu spadła z nieco ponad 5 procent w 2002 roku do 2 procent w 2005<sup>5</sup>.

Z drugiej strony rozmiar błędnych inwestycji w trakcie okresu cyklu lat 2002-2009 jest przedstawiony na rysunku 1. Jak widać, po spadku do 538 miliardów dolarów w 2002 roku, krajowe inwestycje prywatne netto powróciły na ścieżkę wzrostu i osiągnęły szczytową wartość 849 miliardów dolarów w 2006 roku. Podobnie jak na początku XXI wieku także teraz inflacyjne ożywienie zakończył się w momencie, gdy Fed podniósł stopy procentowe. Wtedy też wyszły na jaw błędne inwestycje na rynku nieruchomości, poczynione w trakcie ożywienia. Konsekwencje tego były fatalne dla sektora finansowego, jako że większość inwestorów korzystała z wielkiego lewaru w postaci kredytu bankowego, a rosnąca ilość niespłacanych kredytów stworzyła groźbę upadku wielu banków. To z kolei wywołało runy na banki i niestabilność finansową, która sprowokowała rząd federalny i Fed do podjęcia bezprecedensowych działań w celu zapobiegnięcia zapaści systemu finansowego.

Dokładnie ten sam schemat aktywności M&A w działaniu można dostrzec na przestrzeni trwania drugiego cyklu koniunkturalnego. W miarę jak inwestycje ponownie zaczęły rosnąć w 2003 (wykres 1), liczba fuzji i przejęć także zaczęła wzrastać. Zarządy spółek oprócz podejmowania się normalnych inwestycji, czyli inwestycji w postaci wydatków kapitałowych oraz w badania i rozwój, coraz częściej aranżowały fuzje i przejęcia firm (tabela 1 i wykres 3). W miarę wzrostu nadkonsumpcji opisanej przez Salerno (2012), także inwestycje prywatne netto rosły. Po raz kolejny tworzyła się sytuacja „niedoboru zasobów”, która prowadziła do nasilenia fali fuzji i przejęć, co umożliwiło wydłużenie czasu inflacyjnego ożywienia (patrz część 2). Fala fuzji i przejęć zaczęła opadać w momencie, gdy Fed zaczął prowadzić bardziej restrykcyjną politykę monetarną, rozpoczynając spowolnienie gospodarcze. Jak pokazano w tabeli 1 i na rysunku 3, wartość ogłoszonych fuzji i przejęć wzrosła niemal czterokrotnie z 521 miliardów w 2002 roku do 1975 miliardów dolarów w 2007 roku, by następnie spaść o ponad połowę do 879 miliardów dolarów w 2009 roku. Fala fuzji i przejęć jest też odzwierciedlona w liczbie fuzji i przejęć, która wzrosła z 8760 w 2002 roku do 14 230 w 2007 roku, by spaść następnie do 9648 w 2009 roku.

---

<sup>5</sup> Dla źródła danych o stopie oszczędności osobistych zobacz przypis 4.

### **Stagnacja gospodarcza (od 2009 do...)**

W skutek kryzysu finansowego Fed zareagował agresywnie serią programów składających się na politykę luzowania ilościowego (*Quantitative Easing* – QE), które bezprecedensowo zwiększyły bazę monetarną. Elementem polityki antykryzysowej Fedu było też obniżenie stopy rezerw federalnych do 0 procent w grudniu 2008 – na którym to była dotąd utrzymywana i oczekuje się, że będzie utrzymana w możliwej do przewidzenia przyszłości – oraz podjął kroki mające na celu także obniżenie długoterminowych stóp procentowych (tak zwana „Operacja Twist”). Choć te działania odniosły sukces w wywołaniu reinfacji indeksów giełdowych, które niedawno osiągnęły historyczne rekordy (wykres 2), to stymulacja nie spowodowała wzrostu ekspansji kredytowej do dwucyfrowych wzrostów rocznych, które zaobserwowano w trakcie ostatnich dwóch cykli koniunkturalnych<sup>6</sup>, a krajowe inwestycje prywatne netto w 2012 roku były 60% poniżej szczytowej wartości z 2006 roku, która wyniosła 849 miliardów dolarów (wykres 1). Zatem w okresie po kryzysie finansowym nowo wykreowane pieniądze nie zostały wprowadzone od gospodarki poprzez rynek pożyczek przeznaczonych na sfinansowanie inwestycji przedsiębiorstw. Nowe pieniądze były kierowane na rynek finansowy w celu wywołania inflacji cen aktywów finansowych i by finansować biliardowe deficyty rządu federalnego. Jeśli nowe pieniądze nie dostają się do gospodarki poprzez rynek pożyczek dla inwestycji przedsiębiorstw, zniekształcając przy tym strukturę produkcji, to nie może wystąpić cykl koniunkturalny typu austriackiego. Zamiast tego, jak wskazuje austriacka teoria, nastąpi inflacja cen i redystrybucja majątku od produktywnych klas do tych, które zajmują najlepszą pozycję do skorzystania na inflacji. Co więcej, jak wskazałem w części drugiej powyżej, jeśli nie kształtuje się cykl koniunkturalny typu austriackiego, to nie powinno też być wyraźnego i utrzymującego się gwałtownego wzrostu aktywności związanej z fuzjami i przejęciami, po której nastąpi kryzys ujawniający nagromadzone błędne inwestycje dokonane przez kapitalistów-przedsiębiorców. Dlatego w przeciwieństwie do przewidywań neoklasycznych i behawioralnych teorii fali fuzji i przejęć, w okresie takim jak obecny, podczas którego kapitaliści-przedsiębiorcy stracili tymczasowo pewność w poprawność kalkulacji ekonomicznej (Salerno, 2012), niepewność reżymowa jest wysoka (Higgs, 1997; *id.* 2012), a w

---

<sup>6</sup> Całkowita wielkość pożyczek i dzierżaw, zmiany procentowe sprzed roku, Dane Gospodarcze Rezerwy Federalnej (Federal Reserve Economic Data, w skrócie FRED), Bank Rezerwy Federalnej w St. Louis, kod serii: TOTLL.

rezultacie aktywność inwestycyjna jest niska, to nie powinna wystąpić fala fuzji i przejęć pomimo (a) wzrostu cen akcji do rekordowych poziomów przez politykę monetarną (co jest sprzeczne z teorią behawioralną), oraz (b) silnych szoków gospodarczych i nakładania się błędnych wycen z bezprecedensową płynnością rynku kapitałowego (co jest sprzeczne z neoklasyczną teorią).

To że teoria fali fuzji i przejęć nie może obyć się bez uwzględnienia ATCK, pokazuje historia transakcji M&A w okresie po kryzysie finansowym. Jak pokazuje tabela 1 i wykres 3, po spadku odpowiednio do 879 i 982 miliardów dolarów w 2009 i 2010 roku, nastąpił „podskok zdechłego kota” w wartości ogłaszanych fuzji i przejęć do 1257 miliardów w 2011 roku, zanim ponownie spadło do 987 miliardów dolarów w 2012 roku. Ta huśtawka nie ustępowała i w 2013 roku wzrosła do 1144 miliardów. Te liczby są od 35 do 55 procent niższe od wartości szczytowej w poprzednim cyklu koniunkturalnym, 1975 miliardów w 2007 roku, więc nie widać oznak mani fuzji, jeśli przyjrzeć się transakcjom typu fuzji i przejęć po kryzysie finansowym. Dodajmy, że nie wydarzył się też wyraźny, gwałtowny wzrost liczby ogłaszanych fuzji i przejęć. Po spadku do 9648 umów w 2009 roku, liczba transakcji wzrosła do 10 728 w 2011 roku, a następnie spadła do 10 327 w 2013 roku — ta późniejsza liczba to wciąż 27 procent poniżej liczby z 2007 roku, która wyniosła 14 230.

## **Wnioski**

Zjawisko cyklu koniunkturalnego, towarzysząca mu fala fuzji i przejęć oraz zubożenie społeczeństwa, jakie się z nim wiąże, nie są cechami wolnego rynku, jak to przyjmuje bezkrytycznie wielu ekonomistów. Szkoła austriacka utrzymuje, że te zjawiska wynikają z historycznego ukształtowania systemu monetarnego i bankowego. Potencjalne rozwiązanie problemu cykli wiązałoby się z reformą, która miałaby na celu wykluczenie możliwości zaniżenia stóp procentowych poniżej ich naturalnego poziomu poprzez kredyt bankowy.

Gdy już rozpocznie się cykl koniunkturalny typu austriackiego, to wnioski płynące z teorii szkoły behawioralnej są poprawne przynajmniej w odniesieniu do części transakcji M&A. Faktycznie *niektóre* z fuzji i przejęć mają miejsce, gdy menedżerowie, wykorzystując błędny osąd synergii fuzji, użyją swoich przewartościowanych akcji do pozyskania zasobów mniej przewartościowanej lub niedowartościowanej firmy. Jednak przyczyny radykalnie błędnych wycen akcji nie są tajemniczymi „zwierzęcymi instynktami”. Te błędne wyceny są rezultatem zafałszowania kalkulacji pieniężnej gospodarstw domowych i kapitalistów-

przedsiębiorców. Oprócz badania ludzkiego zachowania w warunkach niepewności, ekonomiści behawioralni powinni także badać zachowania ludzi w warunkach dostarczania *falszywych* informacji dotyczących ich majątku, dochodów czy możliwości inwestycyjnych.

Teoria szkoły neoklasycznej ma rację, wskazując, że szoki ekonomiczne, technologiczne i regulacyjne oraz nadmierna płynność także mogą mieć udział w fali fuzji i przejęć. Co więcej, w kontekście ATCK rolą szoków jest zapewnienie uzasadnienia, które pozwoliłoby usprawiedliwić bańkę, jak wskazywali Callahan i Garrison (2003). Bbańka będzie rosła najszybciej w tych sektorach, które będą miały najbardziej wiarygodne uzasadnienie dla gwałtownego wzrostu cen aktywów. Teoria szkoły neoklasycznej przewiduje też nadpłynność zmniejszającą koszty transakcyjne. Owa nadpłynność nie tworzy się endogenicznie na wolnym rynku i dzieje cyklicznie, a jest rezultatem interwencji monetarnej i ekspansji kredytu bankowego, do którego dopuszcza obecne otoczenie instytucjonalne. Inną kwestią jest to, że szkoła neoklasyczna jest zbyt optymistyczna w dowodzeniu, że fala fuzji i przejęć jest optymalną reakcją na pewne zaburzenia i że kapitaliści-przedsiębiorcy są właściwie wszechwiedzący i nigdy nie popełniają błędów. W rzeczywistości nawet w wolnorynkowym kapitalizmie ze zdrowym pieniądzem przedsiębiorcy wciąż popełnialiby błędy, ale nie występowałyby one równocześnie w aż takiej skali, jaką się obserwuje w trakcie kryzysu. Potrzebne jest wyjaśnienie, dlaczego błędy przedsiębiorców mają tendencję do gromadzenia się i są odkrywane w pewnym punkcie w czasie, który określamy recesją. ATCK zdaje się być najlepszym wyjaśnieniem, dlaczego powstają te klastry błędów przedsiębiorców.

Z punktu widzenia szkoły austriackiej paradygmaty behawioralnej oraz neoklasycznej nie wskazują podstawowych przyczyn fali fuzji i przejęć. Chociaż czynniki, na które te teorie zwracają uwagę, mogą mieć wpływ na kierunek rozwoju procesu rynkowego w trakcie boomu gospodarczego i towarzyszącej mu fali fuzji i przejęć, to powody ich wystąpienia mogą być wyjaśnione na bardziej fundamentalnym poziomie w kontekście ATCK. Ekonomiści finansowi postąpiliby rozsądnie, gdyby wykorzystali austriacki punkt widzenia w swojej pracy — wiele problemów nowoczesnych finansów znalazłoby dzięki temu rozwiązanie.

## **Bibliografia:**



Bagus Philipp, *Monetary Policy as Bad Medicine: The Volatile Relationship between Business Cycles and Asset Prices*, *Review of Austrian Economics* 21, no. 4, s. 283–300, 2008.

Callahan, Gene, Roger W. Garrison, *Does Austrian Business Cycle Theory Help Explain the Dot-Com Boom and Bust?*, *Quarterly Journal of Austrian Economics* 6, no. 2, s. 67–98, 2003.

Dong Ming, David Hirshleifer, Scott Richardson, Siew Hong Teoh, *Does Investor Misvaluation Drive the Takeover Market?*, *Journal of Finance* 61, no. 2, s. 725–762, 2006.

Gärtner Dennis, Daniel Halbheer, *Are There Waves in Merger Activity After All?*, *International Journal of Industrial Organization* 27, no. 6, s. 708–718, s. 2009.

Gugler Klaus, Dennis C. Mueller, Michael Weichselbaumer, *The Determinants of Merger Waves: An International Perspective*, *International Journal of Industrial Organization* 30, no. 1, s. 1–15, 2012.

Harford Jarrad, *What Drives Merger Waves?*, *Journal of Financial Economics* 77, no. 3, s. 529–560, 2005.

Hayek Friedrich, *Pieniądz i kryzysy. Dzieła wybrane, tom 1*, Instytut Ludwiga von Misesa, Wrocław 2014.

Higgs Robert, *Regime Uncertainty: Some Clarifications*, *Mises Daily*, <http://mises.org/daily/6275/Regime-Uncertainty-Some-Clarifications>,

19.11.2012

Higgs Robert, *Regime Uncertainty: Why the Great Depression Lasted so Long and Why Prosperity Resumed After the War*, *Independent Review* 1, no. 4, s. 561–590, 1997.

Jovanovic Boyan, Peter L. Rousseau, *The Q-Theory of Mergers*, *American Economic Review* 92, no. 2, s. 198–204, 2002.

Klein Peter G., *Entrepreneurship and Corporate Governance*, *Quarterly Journal of Austrian Economics* 2, no. 2, s. 19–42, 1999.

Mises Ludwig von, *Ludzkie dzialanie*, Instytut Ludwiga von Misesa, Warszawa 2011.

Penrose Edith, *The Theory of the Growth of the Firm*, Oxford University Press, Oxford 1995.

Rhodes-Kropf Matthew S. Viswanathan, *Market Valuation and Merger Waves*, *Journal of Finance* 59, no. 6, s. 2685–2718, 2004.

Rhodes-Kropf Matthew, David T. Robinson, S. Viswanathan, *Valuation Waves and Merger Activity: The Empirical Evidence*, *Journal of Financial Economics* 77, no. 3, s. 561–603, 2005.

Rothbard Murray N., *The End of Socialism and the Calculation Debate Revisited*, *Review of Austrian Economics* 5, no. 2, s. 51–76, 1991.

Rothbard Murray N., *Ekonomia Wolnego rynku*, Instytut Ludwiga von Misesa i Fijor Publishing, 2017.

Salerno Joseph T., 2012, tłumaczenie 2016, *Przeformułowanie Austriackiej Teorii Cyklu Koniunkturalnego w świetle współczesnego kryzysu finansowego*, <https://mises.pl/blog/2016/02/03/salerno-przeformulowanie-austriackiej-teorii-cyklu-koniunkturalnego/>, dostęp z dnia 08.07.2018.

Shleifer Andrei, Robert W. Vishny, *Stock Market Driven Acquisitions*, *Journal of Financial Economics* 70, no. 3, s. 295–311, 2003.

Thornton Mark, *Only Austrian Theory can Explain and Expose Booms and Bubbles*, *Mises Daily*, <http://mises.org/daily/6533/Only-Austrian-Theory-Can-Explain-and-Expose-Booms-and-Bubbles>, 13.09.2013.