

---

**Michał Mrowiec**

---

University of Economics in Katowice

DOI: 10.24425/finanse.2019.131521

## O dwoistości rozumienia kategorii wartości w inwestycjach

### Wprowadzenie

Zasadniczym problemem, stanowiącym przedmiot niniejszego artykułu, a także punktem wyjścia do wszelkich rozważań pobocznych oraz wniosków, jest zagadnienie ekonomicznie rozumianej wartości. Problematyka ta jest niewątpliwie tą, która odnosi się kwestii ogólnych, będących podstawową, a nawet jedynie wstępną systematyką pojęć dziedziny. Takiego właśnie, tj. ogólnego i teoretycznego podejścia należy spodziewać się w zasadniczej treści rozważań. Przechodząc zatem kolejno, podobnie jak dokonywał się proces ewolucji myśli ekonomicznej, od podejścia filozoficznego i ogólnospołecznego, poprzez zagadnienia teorii wymiany i podstawowych założeń nauki ekonomii, aż do wyspecjalizowanej działalności gospodarczej – zwanej inwestycyjną – wykorzystującą do opisu i analizy zjawisk narzędzia matematyki, uznać można wielorakie formy stosowania, lecz monistyczną naturę kategorii wartości. Monizm ów pozostaje nienaruszony, zarówno jeśli brać za zmienną czas, ale i przedmioty lub procesy materialne – co przesądza o zasadności podejmowania tematyki. W obliczu powyższego, licznie opisywanego i ugruntowanego w nauce i praktyce pojęcia stopy zwrotu, niniejsze opracowanie przedstawia możliwe do zaakceptowania jej scharakteryzowanie ze względu na jej archaiczne rozumienie, które przesądzać może o bieżącej (bezwzględnie) analizie i służyć do parametryzowania wskaźników makroekonomicznych. Artykuł ten ma na celu wskazanie na istnienie istotnych związków pomiędzy rozumieniem kategorii wartości, następnie zależnym od niego jej funkcjonowaniem, a w końcu zagregowanymi skutkami gospodarczymi.

### 1. Filozoficzno – ekonomiczna geneza kategorii wartość

Rozważania o wartości w inwestycjach są obciążone dylematem, balastem społecznego i kulturowego postępu, który ma się niejako wyrazić w językowym

uproszczeniu, ukróceniu myśli, przyjęciu pozycji umiarkowanej i kompromisowej. Jest to perspektywa cokolwiek bliska ujęciu matematycznemu, jakie stało się użyteczne do opisu ekonomii i jej specyficznych zjawisk, do których zaliczyć wolno inwestowanie. Analiza rozpraw naukowych z dziedziny ekonomii, na przestrzeni choćby tylko wieku XX, wskazuje na to wyrażone w zdaniach wcześniejszych spostrzeżenie o zmianie formy wyrażania się o zjawiskach ekonomicznych. W żadnym wypadku nie ma sensu piętnować czy gloryfikować jedną formę na rzecz tej drugiej, ale można domniemywać, że szkodą będzie dla nauki, kiedy faktycznie jedna skutecznie wyprze z użytku drugą. Sięgając do (bez rozstrzygania, czy słusznych, ale zaświadczających o występującej historycznie stronniczości) opinii słynnych ekonomistów, dowiedzieć się można, że Alfred Marshall wręcz przestrzegał przed uczynieniem nauki ekonomii dziedziną matematyki<sup>1</sup>. Z kolei Carl Menger, pisząc w roku 1884 do Leona Walrasa, wyraził przekonanie, jakoby matematyka nie była użyteczna dla ekonomisty, ze względu na niemożność uchwycenia jakościowej istoty zjawisk, w tym wartości<sup>2</sup>. Nie w sensie tej korespondencji, ani też chronologicznie, ale odpowiedzią i kontrargumentem staje się popularna opinia wyrażona przez Leona Walrasa z 1874 roku, która zastosowanie aparatu matematycznego uznaje za swoście bardziej ergonomiczne od innych sposobów<sup>3</sup>. Dokonując oceny z perspektywy minionego czasu, należy sukces stanowiska Walrasa traktować jako korzystny dla rozwoju nauki, przy czym zakreślone wtedy i utrzymywane aktualnie „dobre chęci” nie zawsze są w stanie podolać wymogowi, aby zdania (jakkolwiek rozumiane) były możliwie bardzo zbieżne z faktami. Mianowicie, zwraca się też uwagę, że ekonomiści (nawet wierząc najmocniej w słuszność słów Walrasa) mają niedostateczną wiedzę z zakresu matematyki, aby należycie się nią posługiwać, a równocześnie – poziom skomplikowania zjawisk ekonomicznych i społecznych jest na tyle duży, że zastosowanie matematyki w ogóle jest problematyczne<sup>4</sup>.

Przydatne, a wręcz pożądane społecznie byłoby, aby nauka w swoim postępie konstatowała wnioski graniczące z receptą na osiągnięcie niezmaconego dobrobytu materialnego, który byłby określony pewnym zasobem dóbr. Zasób taki jest niejako namacalny, policzalny, poddający się więc modelowaniu ze względu na przyjmowane założenia; wobec tego, zbyt mała użyteczność praktyczna może być o tyle bezsensowna, że społecznie odrzucona. Oto postulowany wcześniej dylemat: czy praktyka ograniczenia badań w zakresie procesów inwestycyjnych do ujęcia filozoficznego z pominięciem aparatu matematycznego, a analogicznie, czy ograniczenie do analizy narzędziowej przy zlekceważeniu analizy pojęć i użyteczności środków językowych jest tylko kwestią przyjętego paradygmatu lub doboru metody badań czy może już przesądzeniem o ułomności tychże badań.

Nie można uznać, że literatura ekonomiczna zupełnie pomija filozoficzny fundament, na którym zbudowana jest kategoria wartości w inwestycjach. Mniej lub bardziej pośrednio, dostrzegalne to jest, jeśli zestawień zagadnienia analizy

<sup>1</sup> Gürak, H., An alternative approach to value/price theory, Turkish Economic Association, Discussion Paper 2004/4.

<sup>2</sup> Blaug, M., Teoria ekonomii. Ujęcie retrospektywne, Wydawnictwo Naukowe PWN, Warszawa 2000.

<sup>3</sup> Walras, L., *Éléments d'économie politique pure ou théorie de la richesse sociale*, Paryż 1874.

<sup>4</sup> Malaga, K., O niektórych dylematach teorii wzrostu gospodarczego i ekonomii, Polskie Towarzystwo Ekonomiczne, [dostęp: 29 marca 2019 r.], <http://www.pte.pl/pliki/2/12/K.%20Malaga.pdf>.

inwestycyjnej z niektórymi kwestiami spornymi dotyczącymi wartości (a podejmowanymi przez filozofów), takimi jak<sup>5</sup>:

- zmienność wartości ze względu na czas,
- subiektywizm w sądzie o wartości,
- metody poznania wartości,
- zmienność wartości ze względu na istniejące warunki,
- bezwzględne istnienie wartości.

Ten katalog filozoficznych wątpliwości jest oczywiście dużo bardziej rozbudowany, ale istotne jest, że dylematy te były i są na bieżąco rozpatrywane, także wobec decyzji inwestycyjnych, przy których za czynnik ryzyka przyjąć można często właśnie to, czego ani filozofom, ani inwestorom nie udało się jednoznacznie ustalić.

Pośrednicząca, między czystą filozofią a zarządzaniem majątkiem w inwestycyjnym sensie, ekonomia musiała niejako rozprawić się z kategorią wartości i nie tyle zasugerować, ale opisać, w czym wartości w procesach gospodarowania się doszukiwać. Jedną z najważniejszych tez, na których fundamencie wysunięta będzie w tym artykule hipoteza, jest stwierdzenie o monizmie wartości, który czyni to pojęcie obowiązującym bezwzględnie, niezależnie od perspektywy rozważań. Rozumieć to należy następująco: cokolwiek w ekonomii opisane jest równaniem, bądź słownym opisem ekwiwalentności, choćby i domysłem istniejącej relacji – poddane może być filozoficznemu testowi. Po pierwsze, czy opisywane zjawisko lub przedmiot uznaje się za wartościowy – filozoficzne stanowisko o możliwości bezwzględnego braku wartości może zjawisko ekonomiczne uznać za pozbawione wartości, co prawda empirycznie realizujące się, ale filozoficzny paradygmat, aby spełnić wymóg zgodności zdania z rozpoznanym faktem musi w tym racjonalistycznym teście niejako odrzucić hipotezę o istnieniu wartości. Po drugie, jeśli potraktować zagadnienie wyłącznie empirycznie, wynik równania lub poszukiwana ekwiwalentność sprowadzić mogą się do zera lub – odpowiednio – braku „równoważnika” dla zjawiska. Taki wynik może być w takim razie funkcją, czy to czasu, czy to jakkolwiek rozumianych innych okoliczności.

Wobec powyższego, ekonomia, będąc skutkiem jej emanacyjnego procesu rozwoju, wyraża względnie jednoznaczne ramy upatrywania się wartości w zjawiskach ekonomicznych. Jedną z teorii, jaka zdecydowanie skupia się na zagadnieniu kategorii wartości jest teoria Karola Marksa, który, ogólnie rzecz ujmując, scharakteryzowanie wartości przeprowadził poprzez analizę (1) procesu powstawania towaru, (2) usytuowania tegoż towaru na rynku. Teoria Marksa niejako odrzuca test filozoficzny na istnienie wartości, gdyż poddając analizie tylko towar, rozpatruje towar istniejący, zatem koniecznie wartość „posiadający”; zaś w przypadku filozoficznego testu na zależność wartości, za determinanty bierze kapitał stały (wartość zużytych materiałów i maszyn) i kapitał zmienny (płaca robocza). Literatura przedstawia i trzecią składową, tj. wartość dodatkową, lecz traktowanie jej jako determinanty może być o tyle błędne, że jest to zmienna zależna ze względu na różnicę poszukiwanej wartości i kapitału stałego oraz

<sup>5</sup> Lewicka, H., Wartość jako kluczowe pojęcie w dziedzinie nauk ekonomicznych, [w:] Społeczeństwo i ekonomia 2(2) 2014, pod. red. D. Pitulec, J. Szynal, Wydawnictwo Uniwersytetu Ekonomicznego we Wrocławiu, Wrocław 2014.

zmiennego<sup>6</sup>. Ma ona co prawda wynikać ze „specyficznych właściwości siły roboczej”, ale jeśli Marks swój społeczny bunt kieruje w stronę „poborcy” wartości dodatkowej – kapitalisty, to sam wartość uzależnia od jego zdolności sprzedażowej, ergo ceny rynkowej. Przedstawiona niejasność skłania do potraktowania za cenniejsze (w sensie potencjału poznawczego) wcześniejsze w rozważaniach skupienie się Marksa na samej tylko sile roboczej.

Kolejna teoria wartości oparta była na nurcie subiektywno – marginalistycznym. Przyjęta w tej koncepcji perspektywa mikroekonomicznej użyteczności ogranicza pomiar wartości do zbadania wielkości krańcowej użyteczności<sup>7</sup>. Co więcej, w filozoficznym teście na istnienie wartości należy posłużyć się podziałem dóbr na gospodarcze i niegospodarcze; stwierdzenie o braku wartości (mimo istniejącej użyteczności) przypisuje się dobrom niegospodarczym, czyli występującym w nadmiarze, odpowiednio więc wartość posiadać miałyby tylko dobra gospodarcze. Względem drugiego filozoficznego testu, zostało już uznane, że wartość jest współmierna do użyteczności, lecz jej konkretny wymiar jest jednak subiektywny i rozpatrywany względnie, tj. przy pomocy rachunku marginalnego. Subiektywizm w tej koncepcji utożsamiany jest z faktem istnienia różnych ludzkich potrzeb<sup>8</sup>, właściwym jednostce wymiarem dyspozycyjnego dochodu oraz dokonywaną przez nią oceną relacji ekwiwalentności dóbr, czego analiza w ekonomii znana jest jako kardynalna teoria użyteczności<sup>9</sup>.

Tak zindywidualizowany punkt widzenia okazał się być rozwiązaniem wygodnym, uniwersalnym, toteż popularnym i naukowo poprawnym o tyle, że mechanizm jest wykazany, a dogmatyzmu przypisać mu się wręcz nie da. Dodatkowo, teoria ta jest bardzo praktyczna, jako że stosując ją czy to w jakimś systemie gospodarczym, czy to branży lub, w jakimś sensie, typowym gospodarstwie domowym, łatwo dostrzegalny jest mechanizm w zakresie relacji potrzeba – użyteczność, a następnie uznania, że to właśnie będzie wyznacznikiem rozumienia kategorii wartość. Jeśli jednak przyjąć za podręcznikami do ekonomii, że doktryna utylitarystyczna w ekonomicznej teorii konsumenta była zainspirowana i zapoczątkowana wręcz przez Jeremiego Benthama<sup>10</sup>, który to z kolei miał być wierny charakteryzowaniu człowieka, a w konsekwencji konsumenta jako hedonistę, sprowadza to dyskusję do filozofii starożytnej. W obliczu tego, kontrargumenty można byłoby więc wyprowadzić ze starożytnych filozofii pozostających w opozycji do hedonizmu, i jakkolwiek byłyby to zabieg słuszny, przed podobnym wdawaniem się w polemikę przestrzega Mark Blaug, stwierdzając, że „(...) w ciągu XIX wieku ta praktyczna, trzeźwa definicja użyteczności została oczyszczona ze swych dawniejszych psychologicznych konotacji i sprowadzona do zaledwie wskaźnika wyboru (...)” oraz „teoria kształtowania się cen wcale nie wymaga owej »przesłanki hedonistycznej”<sup>11</sup>.

<sup>6</sup> Zagóra – Jonszta, U., Rozważania wokół wartości – od Marksa do czasów współczesnych, [w:] Kategorie i teorie ekonomiczne oraz polityka gospodarcza, Zagóra – Jonszta U. (red.), Wydawnictwo Uniwersytetu Ekonomicznego w Katowicach, Katowice 2014.

<sup>7</sup> Ibidem.

<sup>8</sup> Ibidem.

<sup>9</sup> Klimczak, B., Mikroekonomia, Wydawnictwo Akademii Ekonomicznej im. Oskara Langego we Wrocławiu, Wrocław 2001.

<sup>10</sup> Blaug, M., op. cit., Klimczak B., op. cit.

<sup>11</sup> Blaug, M., op. cit.

Za uzasadnienie podejmowania problemu kategorii wartości można potraktować przynajmniej cztery następujące przesłanki. Po pierwsze, da się odnaleźć w literaturze stwierdzenie, że należytych rozważań o wartości się zaniechało, mimo ciągłego stosowania tego terminu w sferze ekonomii<sup>12</sup>. Bywa ono jedynie synonimem na określenie niektórych wielkości, z jednej strony zwraca się uwagę na jego kanoniczność w pojmowaniu ekonomii, z drugiej zaś złożoność (najpewniej pozorna, bo często rozpatrywana w niewłaściwych okolicznościach mówienia o niej – przyp. aut.) problemu zniechęca do pracy nad nim, skoro tak wiele trzeba w jego analizie uwzględnić. Utrzymując jednak, że kategoria wartości jest filarem rozumienia finansów, to pierwsza przesłanka do prób dookreślenia obszaru tych należytych rozważań i następnie dokonywania ich.

Po drugie, wracając do perspektywy postrzegania wartości jako użyteczności krańcowej, następstwem pojawienia się nurtu subiektywno – marginalistycznego była jego krytyka ze strony Maxa Webera i Josepha Schumpetera, którzy sprzeciwili się badaniu natury wyboru konsumenta i wnioskowaniu z mechanizmów, jakie poprzedzają zrealizowany wybór ekonomiczny na rzecz potraktowania konsumenta z dozą fatalizmu. Mianowicie, zaakceptowania jego zachowania i jedynie opisanie go, traktując go jako materiał naukowy<sup>13</sup>. Taka skłonność byłaby może i gloryfikowana przez empiryków, lecz za wadę takiej obserwacji można potraktować skrajną niepraktyczność, skoro wnioski naukowe w żaden sposób nie przyczyniłyby się do wykazania takiej „polityki konsumowania”, która maksymalizowałaby już może nie użyteczność, lecz jakkolwiek scharakteryzowany stan pożądany – być może i wartość. Przedstawione uproszczenie zasługuje na piętnowanie i podobne skłonności do upraszczania motywują do wnikliwego badania kategorii wartości, której poszukiwać należy.

Po trzecie, skrajne (bo czysto etyczne) rozumienie kategorii wartości każe rozpatrywać ją jako formę imponderabiliów, która ex definitione nie będzie mogła być opisana ilościowo, ale nie będzie też dało się niejako „zamknąć” równania bez uwzględnienia tego składnika resztowego. Teoria ekonomii rozpoznaje te nieuchwytnie składniki i podejmuje próbę zapanowania nad nimi poprzez analizę tzw. efektów zewnętrznych<sup>14</sup>. Najbardziej powszechnym ich przykładem są kwestie nieuwzględnianego wpływu działalności gospodarczej na środowisko naturalne; zignorowanie efektów zewnętrznych będzie miało skutki osobiste względem konsumenta i przedsiębiorcy, jednakże uwzględnienie ich, w jakiegokolwiek formie, zmieni nie tylko stan, w którym czy to konsument czy przedsiębiorca jest (bo i tak występują, bądź są tylko ograniczane), ale skutkować też będzie zmianą rachunku efektywności inwestycji<sup>15</sup>. Poddając przyrodę testowi filozoficznemu, ze względu na swoją przydatność, przynajmniej w warunkach współczesnych, okaże się, że należy uznać ją za wartościową, co uniemożliwia wykluczenie tego zagadnienia z badania wartości nawet z punktu widzenia inwestowania. Trzecim usprawiedliwieniem tematu niech będzie więc przydatność analizowania i upowszechniania tego jakościowo – ilościowego rozumienia wartości.

<sup>12</sup> Blaug. M., op. cit.

<sup>13</sup> Klimczak. B., op. cit.

<sup>14</sup> Milewski R. (red.), *Podstawy ekonomii*, Wydawnictwo Naukowe PWN, Warszawa 1998.

<sup>15</sup> Por. Pera, K., *Ekologiczne uwarunkowania działalności inwestycyjnej*, Akademia Ekonomiczna im. K. Adamieckiego, Katowice 1994.

Wykazanie ostatniego przyczynku do istnienia luki badawczej, w której w rozumieniu Imre Lakatosa twardym rdzeniem rozważań ma być przejrzystość opisana w literaturze wartość *i*, w konsekwencji, stopa zwrotu z inwestycji – inwestycji rozumianej jak najbardziej współcześnie. Rdzeń ten będzie wobec tego wyznaczał stałość co do przekonania, że stopa zwrotu jest *ex post* miarą opłacalności, zaś *ex ante* miarą potencjału kapitału, którym się dysponuje. Z kolei pasem ochronnym jest przyjęcie hipotezy o zachodzącej prawidłowości co do struktury stopy zwrotu z inwestycji. Odpowiednio do charakterystyki twardego rdzenia: *ex post* stwierdzenia, z czego wyniknął dany poziom względnego dochodu, zaś *ex ante* jaka część dochodu wynika z „technicznej” zmiany wyceny, a jaka z organizacyjnych okoliczności gospodarki.

Jak się okazuje, istnieje przekonanie, że można powiązać ze sobą niedoskonałości gospodarki rynkowej, wystąpienie kryzysu gospodarczego z roku 2008 z przyjmowaniem i praktykowaniem doktryn filozoficznych czy ekonomicznych<sup>16</sup>, między innymi istotne więc będzie też rozważenie, czym jest wartość. Badanie takie może też być uchronieniem się od drogi obranej przez Webera i Schumpetera, zatem powstrzymaniem przed pokusą biernej obserwacji rynków finansowych, przypisaniem im instynktów i wykazaniem jedynie słabości, które u jednego gracza spowodują jego rozumiany finansowo sukces, a u drugiego odpowiednio porażkę. Receptą na to będzie przyjęcie niewątpliwego założenia, że inwestycja daje efekt (co jest przecież trywialne), ale skupienie się na strukturze, genezie czy po prostu istocie tego efektu – jako że to jedyny sposób na skuteczne uchwycenie wartości. Można przyznać, że winno się kategorię wartości zostawić teoretykom ekonomii, tymczasem uważa się, że dla prawa malejącej użyteczności krańcowej dla Williama Stanleya Jevonsa inspiracją była prawidłowość fizjologiczna o spadającej sile reakcji na bodziec, jeśli powtarzać ten bodziec w obrębie czasu, co jest prawem Webera – Fechnera<sup>17</sup>. Skoro więc teoria inwestowania jest współcześnie bardzo rozwinięta i jej cechą jest zdolność imitowania procesów gospodarczych, wydaje się być obiecującym obszarem, jeśli chodzi o rozważanie i ekstrapolowanie tłumaczenia kategorii wartości.

Na uwagę, mimo powyższego, zasługuje także odnośnienie się do wartości szczególnie w ciągu całego XX wieku aż do współczesności. Przyjmując pewne uproszczenie w myśleniu i pozwalając sobie na uznanie zbieżności rozwoju inwestowania z rozwojem rynków kapitałowych, pojęcie wartości na potrzeby wąsko rozumianego inwestowania miało swój początek w roku 1611<sup>18</sup>. Jednak to wiek XX jest tym okresem w dziejach kategorii wartości w inwestowaniu, w którym jej użycie było coraz bardziej intensywnie eksploatowane, bo sam rynek kapitałowy zwiększał swoją aktywność. Epoka ekonomistów nurtu neoklasycznego rzuca swój cień na współczesność, ale nierzadko zmieniają się akcenty. Przywołując przykład akcji, jeszcze w roku 1938 John Burr Williams wyraża pogląd o zdeterminowaniu inwestowania w akcje wyłącznie ze względu na korzyści

<sup>16</sup> Por. Altinkaya, Z., Marsap, A., The Influences Of Changes In Philosophy Of Economics On Contemporary Managerial Philosophy, „Far East Journal of Psychology and Business”, Far East Research Centre, 2012, vol. 9(1).

<sup>17</sup> Blaug, M., *op. cit.*

<sup>18</sup> Łagowski, P., Geneza rynku papierów wartościowych w Polsce, „Ekonomia – Wrocław Economic Review” 2013, nr 19/4.

w postaci dywidendy<sup>19</sup>. Współcześnie, instytucja dywidendy nie została zniesiona, ale częstotliwość możliwości analizowania osiąganego dochodu w odstępach rocznych jest trudna do zaakceptowania, toteż bardziej popularne jest położenie nacisku na rynkową wartość akcji, skoro można to analizować w zdecydowanie krótszych odstępach czasu. Co istotne, zmienił się nie tylko akcent na źródło dochodu. Mianowicie, „wartościowe” jest nie tylko powodzenie podmiotu gospodarczego, ale w obliczu determinant wartości instrumentu pochodnego (np. opcji), co ukonstytuowane zostało w roku 1973, trafność „przewidywanych losów” instrumentu bazowego. Naturalnie, podejście neoklasyczne uprawnia inwestora do patrzenia na jakąkolwiek inwestycję niejako z góry, mając na uwadze wyłącznie osobistą korzyść, ale w ostatnich latach ta perspektywa jest jeszcze bardziej ogólna – rozpatrywana jest bowiem przez pryzmat teorii dobrobytu<sup>20</sup>.

## 2. Wartość w rachunkach procesów inwestowania

Inwestowanie rozumieć można różnie, nawet wskazane jest, żeby te różne ujęcia uznawać i stosować, aby to, co bywa trudne w pojmowaniu można było wyjaśnić i zapobiegać wszelkim możliwym szumom komunikacyjnym – o ile użycie tego terminu nie wynika z mylnie postrzeganej natury tej kategorii. Perspektywa inwestowania rozciąga się na kilka kryteriów klasyfikacyjnych, można bowiem traktować o inwestowaniu w sensie potocznym, można też mieć to za przedmiot podstawowej działalności gospodarczej; można mieć je za wskaźnik rozwoju gospodarczego, równocześnie postrzegać jako coś właściwego decyzji obywatela – konsumenta; uznawać za specyfikę polityki zarządzania dyspozycyjnym dochodem, ale też formę spekulacji.

Trafne uogólnienie tych różnych punktów widzenia jest rozpowszechnione jako jedna z definicji inwestowania, a autorstwa Jacka Hirshleifera, który uznał, że istotą właśnie inwestowania jest wyrzeczenie się bieżącego (rozumianego jakkolwiek) na rzecz przyszłych korzyści. W kategoriach probabilistyki – wyrzeczenie się pewnego na rzecz niepewnego<sup>21</sup>. Chcąc zatem dookreślić naturę inwestowania i doszukać się w niej składnika reprezentującego przyczynę wartości, konieczne jest rozpatrzenie związku zachodzącego pomiędzy bieżącym a przyszłym, odpowiednio więc pewnym a niepewnym.

Podstawowym formalnym ujęciem tego związku jest formuła opisująca stan przyszły (jako efekt wyrzeczenia) przy pomocy stanu bieżącego skorygowanego odpowiednim współczynnikiem:

$$P_1 = P_0(1 + R),$$

gdzie:

- $P_1$  - wycena końcowa w momencie 1,
- $P_0$  - wycena początkowa,
- $R$  - stopa kapitalizacji.

<sup>19</sup> Pera, K., Buła, R., Mitrenga, D., *Modele inwestycyjne*, C. H. Beck, Warszawa 2014.

<sup>20</sup> Fiedorowicz, K., Fiedorowicz, J., *Kształtowanie się kategorii wartości ekonomicznej*, „Zeszyty Naukowe Uniwersytetu Przyrodniczo – Humanistycznego w Siedlcach. Sekcja: Administracja i Zarządzanie” 2012, nr 95.

<sup>21</sup> Marcinek, K., *Wprowadzenie do inwestowania*, Wydawnictwo Uniwersytetu Ekonomicznego w Katowicach, Katowice 2014.

Co istotne, zastąpienie używanego powszechnie w literaturze wyrażenia „wartość” wyrażeniem „wycena” nie jest przejawem buntu wobec tej powszechnej praktyki, ale bardziej zastosowaniem się do wyrażonej wcześniej opinii, jakoby stosowanie kategorii wartości było, w obliczu badań nad jej istotą, nadużywane lub używane w sposób niewłaściwy. Stąd bardziej obiektywne może się wydawać, ocenę stanu rzeczy nazywać wyceną, zapobiegnie to również możliwym konfliktom definicyjnym w dalszej części pracy.

Wycena końcowa jest w takim razie wartością funkcji, której argumentem jest stopa zwrotu z inwestycji. Analiza *ex post* pewnego projektu inwestycyjnego pozwala określić zrealizowaną efektywność, tj. określa stosunek wyceny bieżącej, co do której wymiaru jest pewność do wyceny przeszłej, co do której również istniała pewność, wtedy:  $P_1$  po upływie tego jednego momentu można uznać za wielkość  $P_0$ , a  $P_0$  odpowiednio za  $P_{-1}$ .<sup>22</sup> Wtedy:

$$R = \frac{P_0}{P_{-1}} - 1.$$

Zbliżając zaś problem do warunków najbardziej realnych, za przytoczoną definicją, trzeba wielkość wyceny  $P_1$  brać za niepewną, ale oczekiwaną ze względu na prawdopodobieństwo, z jakim może ona wystąpić jako efekt zagospodarowania aktywów, którymi inwestor dysponuje. W okolicznościach niepewności, efekt projektu inwestycyjnego jest wyznaczony za pomocą oczekiwanej stopy zwrotu  $E(R)$ , zatem:

$$P_1 = P_0[1 + E(R)].$$

Po wprowadzeniu powyższego, można zastanowić się, co zatem warunkuje, że wyceny te mogą różnić się między sobą. Mimo możliwości zaobserwowania sytuacji, w której wyrzeczenie się utrzymywanej w posiadaniu wyceny bieżącej może wiązać się z oczekiwaniem osiągnięcia wyceny przyszłej niższej od bieżącej (odpowiednio wyceny bieżącej niższej od przeszłej), przedmiotem rozważań będzie tylko sytuacja, kiedy inwestycja ma przynieść dochód, czyli wycena przyszła przewyższa bieżącą, zatem koniecznie  $E(R) > 0$ .

W drodze do ustalenia, czym jest stopa procentowa w okolicznościach inwestycji, warto odwołać się do pracy autorstwa Irvinga Fishera, który podjął kwestię wytłumaczenia, jak wyznaczana jest stopa procentowa<sup>23</sup>. Przyjmując, że istnieje możliwość, żeby pewien zasób kapitału mógł zostać poddany swoistej technicznej transformacji, co w konsekwencji oznaczać ma potencjał efektywności oraz wyznaczyć da się konkretną relację pomiędzy satysfakcją, jakiej dostarczyć może dochód bieżący w porównaniu do preferowanej satysfakcji z dochodu (z perspektywy inwestora), który ma być odroczoney, ustalony zostaje taki poziom

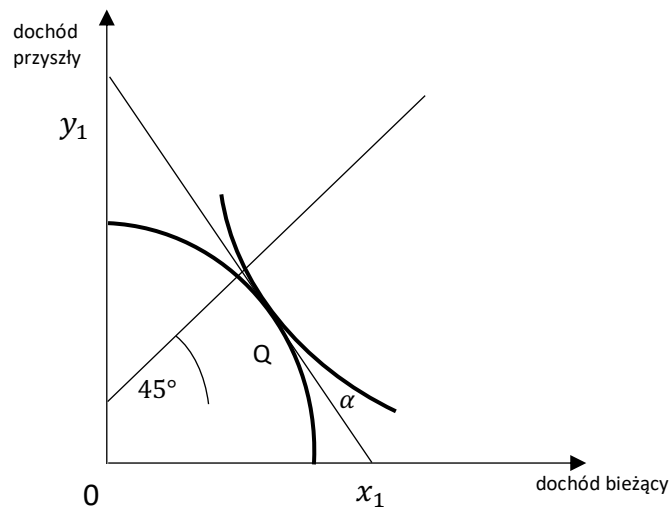
<sup>22</sup> Nie należy zmian tych uznawać bezpośrednio za efekt upływu czasu, czas jest w tym przypadku milczącym założeniem, a zasadniczym problemem jest wpływ swobodnego „cyklu inwestycyjnego”, którego zaistnienie motywuje do dokonania oceny efektywności. Z tego powodu formuła  $P_1 = P_0(1 + R)$  nie została wprowadzona w bardziej ogólnej postaci, tj.  $P_t = P_0(1 + R)^t$ , gdzie  $t = 1, 2, \dots$ .

<sup>23</sup> Por. Fisher, I., *The theory of interest*, Nowy Jork 1930.



współczynnika wyceny bieżącej na przyszłą (tj. stopy procentowej), który jest równocześnie możliwy do osiągnięcia i zaakceptowania.

Rysunek 1.  
**Mechanizm wyznaczenia stopy procentowej według Fishera.**



Źródło: Blaug M., *Teoria ekonomii. Ujęcie retrospektywne*, Wydawnictwo Naukowe PWN, Warszawa 2000, s. 547.

Przedstawiony na rysunku 1 wykres przedstawia wspomniany potencjał transformacji kapitału przy pomocy krzywej obojętności wklęsłej względem początku układu współrzędnych (tzw. linia „możliwości”), z kolei wyrazem preferencji co do przyszłego dochodu inwestora jest linia obojętności wypukła względem początku układu współrzędnych (tzw. linia „chęci”). Punkt Q jest punktem styczności dwóch krzywych, przez który poprowadzona została styczna do krzywej „chęci” tworząca prostą  $y_1x_1$ . Jak da się zauważyć, prosta ta w pewien sposób kojarzy ze sobą wycenę bieżącą z wyceną przyszłą, czego wyrazem jest bezwzględna wartość jej nachylenia, której wyrazem będzie  $\tan \alpha$ .

Jeżeli

$$\tan \alpha > 1,$$

to

$$y_1 > x_1.$$

Jeśli zatem  $x_1$  to poziom dochodu, który zostaje przez inwestora przeznaczony na pojedynczy projekt inwestycyjny i wielkość tę traktuje się jako pojedynczy nakład na inwestycję, a  $y_1$  jest wyceną końcową tej inwestycji, która po okresie inwestycji staje się dyspozycyjną i płynną kwotą, czyli:

$$y_1 = x_1(1 + R),$$

to

$$R > 0.$$

Przedstawiony model jest z jednej strony prezentacją mechanizmu, z drugiej jednak można ocenić go jako wyidealizowany opis zjawiska ekonomicznego. Podejmujący decyzję o inwestycji inwestor ma indywidualną krzywą „chęci”, jeśli z jej przebiegu wynika, że preferuje on w jakimś stopniu dochód przyszły powstrzymując się przed bieżącą konsumpcją, akceptuje pewien poziom stopy

zwrotu z inwestycji. Uznając działanie przedstawionego wcześniej mechanizmu wyznaczenia stopy procentowej, kształt krzywej „możliwości”, do której dopasowuje się niejako inwestor ze swoją krzywą „chęci” jest w pewnym stopniu dana, lecz nie wyklucza to możliwości, aby była przez inwestora poznana i zweryfikowana.

Zweryfikowanie kształtu krzywej „możliwości” przez inwestora jest dokonaniem przez niego oceny, czy – zgodnie z jego świadomością – produktywność kapitału jest faktycznie taka, jak wynika to z informacji publicznej, bądź jakkolwiek powszechnej. Mimo możliwego skojarzenia z zagadnieniem sygnałów transakcyjnych, problematyka jest tutaj odmienna. Indywidualna wycena dokonana przez inwestora i porównanie jej z ceną jest problemem zawsze o relatywistycznym charakterze, zorientowanym na zbadanie efektywności w żadnym sposób niewyjaśnionej, spekulacyjnej. Przedmiotowa analiza dąży, w miarę możliwości, do rozpatrywania problematyki kategorii stopy zwrotu w ramach mechanizmów obiektywnych, bezwzględnych, nie w ramach wytycznych polityki inwestycyjnej, ale paradygmatu i ogólnej teorii ekonomii.

Wspomniana weryfikacja, która przebiec by miała jako procedura analizy syntetycznej kategorii mocy potencjału kapitału, wymaga zatem rozpoznania cokolwiek prostszych składowych, które moc tę wspólnie determinują.

Powszechnie deklarowana możliwość transformacji kapitału może być albo właściwa (pełna), albo niewłaściwa (niepełna). Przedstawienie problemu w takich kategoriach uprawnia do wprowadzenia pewnej formalnej hipotezy:

$$R = i_o + i_m,$$

gdzie:

- $i_o$  (ordinary income) – składnik stopy zwrotu, oznaczający dochód zwykły,
- $i_m$  (market income) – składnik stopy zwrotu, oznaczający dochód rynkowy.

Analiza przekroju kategorii stopy zwrotu jest jak najbardziej powszechna, jednak jej popularną procedurą jest identyfikowanie jej jako zmiennej wyjaśnionej przez stopę wolną od ryzyka i wzbogaconą o premię za ryzyko. Tymczasem rozróżnienie tutaj rodzaju dochodu jest innym punktem widzenia i charakteryzuje stopę zwrotu bardziej pierwotnie, to jest uznaje, że zarówno premia za czas, jak i premia za ryzyko mogą być postrzegane jako będące po części dochodem zwykłym, a po części rynkowym.

Poziom dochodu zwykłego, który w wielkościach bezwzględnych stanowić ma składnik poziomu stopy zwrotu z inwestycji jest informacją o przyroście wyceny, wynikającym z obserwowalnego (tudzież fizycznego) potencjału przyrostu kapitału. Z kolei poziom dochodu rynkowego, odpowiednio mający stanowić drugi składnik poziomu stopy zwrotu to wyraz wynagrodzenia, które nie wynika bezpośrednio ze zmiany poziomu użyteczności, ale z warunków, w jakich możliwy był do osiągnięcia dochód zwykły. O tyle jest to właśnie dochód rynkowy, że warunkami tymi była gospodarka rynkowa, której podmioty w swej działalności są wyspecjalizowane.

Wprowadzone terminy są bezpośrednią konsekwencją pewnych ponadczasowych a niezmiennie istotnych ujęć procesów gospodarowania, którymi zajmuje się ekonomia. Arystotelesowskie ujęcie zarządzania kapitałem może być dwojakie, bądź to w sensie prowadzenia gospodarstwa domowego (oikonomikos), bądź zorientowania jedynie na pomnażanie majątku często tylko dlatego, że istnieje taka możliwość – co mieści się pojęciu chrematystyki. Dylemat co do oceny

moralnej jest ciągle, od czasów starożytnych, przedmiotem polemiki, jednak rozpatrywać można go także z innego, niż etyczny, punktu widzenia<sup>24</sup>.

Chrematystyka różni się ma tym od oikonomikos, że nie jest zorientowana na zaspokojenie istniejącej, bieżącej potrzeby jednostki gospodarującej, ale na gromadzenie majątku – który oczywiście ma swoją użyteczność, ale jej zrealizowanie jest odroczone bądź nie brane pod uwagę. Ekonomia i zarządzanie majątkiem nie może być jedynie strumieniem kwot, które przeznaczone są do natychmiastowej konsumpcji, toteż chrematystyka stanowi obszar tej polityki gospodarowania, który ma tę konsumpcję ułatwiać bądź zapewniać stały do niej dostęp (jako że potrzeby są zjawiskiem, którego trzeba spodziewać się nieprzerwanie).

### 3. Modalność efektywności ze względu na filozofię ekonomii

Jak łatwo dostrzec, chrematystyka ma, wynikający wręcz z istoty rzeczy, związek z procesem inwestowania. Wprowadzając do analizy dość niejednoznaczną skalę oceny, zarządzaniu gospodarstwem domowym przypisać można swoisty status normalności, czyli tradycyjne podtrzymywanie domowego miru, między innymi poprzez gospodarowanie majątkiem tegoż gospodarstwa przy rozumieniu swojego dobrobytu bardzo szeroko. Gospodarka współczesna, bez względu na różnice kulturowe czy geograficzne, nadal składa się z gospodarstw domowych, jednak proces gospodarowania nawet w tak małych podmiotach gospodarujących uległ pewnej przemianie rozumowania swojej działalności. Sprowadzenie bowiem każdej decyzji ekonomicznej do kategorii chrematystycznej polityki zarządzania majątkiem jest łatwiejsze do kwantyfikowania – równocześnie można przecież zastanawiać się nad możliwościami samodzielnego przetworzenia kilograma mąki i zasięgnąć informacji zarówno o rynkowej cenie kilograma tego surowca bądź też cenie, za jaką inny zainteresowany mąką podmiot gospodarki byłby w stanie zapłacić. Ponadto, istotne jest też pojmowanie zjawiska usług, czyli konieczność ujęcia dynamiki działania w statycznie postrzegany byt opisany swoją jednostką miary i ceną za nią. Procedura ta jest bardzo przydatna dla księgowości, w której jednoznaczność języka musi być zachowana i zazwyczaj „obrót usługami” w opisie rachunkowości bywa problematyczny, toteż wymaga znormalizowania – co jest szkodą, jeśli zadziałać tak na polu bieżącego indywidualnego gospodarowania.

Przenosząc zagadnienie na grunt inwestycyjny i finansowy, właściciel przedsiębiorstwa może analizować wydajność swojej maszyny oraz popyt na produkowany przy jej pomocy produkt, a równocześnie może być uprawniony tytułem prawnym, aby mianować się właścicielem przedsiębiorstwa, tyle że w stanie swoistego dezorientowania, skoro może okazać się, że przypada mu prawo do pięciu pustaków nieruchomości i jednego paska klinowego maszyny. Naturalnie, będzie wtedy proporcjonalnie czerpał korzyści z użyteczności pięciu pustaków i jednego paska klinowego maszyny, ale łatwiej będzie mu ograniczyć

<sup>24</sup> Stacewicz, J., W kierunku metaekonomii, Szkoła Główna Handlowa w Warszawie, Warszawa 2003.

się do analizy wartości wewnętrznej jego udziału – zatem od postrzegania naturalnego, dochodzi się do postrzegania symbolicznego i chrematystycznego.

Symbolika ta jednak może prowadzić do swoistej asymetrii w efektywności inwestowania. Przyjmując, że produktywność kapitału może mieć swój poziom obiektywny, właściwy sobie, wynikający z właściwości zasobów kapitał ten tworzących, powinna być wyrażona wprowadzoną wcześniej krzywą „możliwości”, jednak kształt tej krzywej może być dwojaki, jako że hipotetycznym założeniem tego arytmetyku jest istnienie dwóch składowych poziomu stopy zwrotu z inwestycji. Odpowiednio więc  $R$  jest sumą stopy zwrotu wynikającej z dochodu zwykłego i rynkowego, zaś w sytuacji, gdyby dochód rynkowy nie wystąpił, poziom stopy zwrotu z inwestycji byłby cokolwiek niższy i wyrażony pewną teoretyczną stopą procentową  $R'$ , gdzie  $R' = R - i_m = i_o$ .

Opisany powyżej charakter gospodarki współczesnej, rynkowej wynika ze zjawiska specjalizacji pracy i praktyki wyrażania w znormalizowanych jednostkach. Rynek symbolicznie podzielnych zjawisk gospodarczych na tyle ułatwia ich gromadzenie, że nie tylko powoduje zatracenie sensowności działania w obliczu istniejących potrzeb, ale doprowadza do stanu posiadania zasobów, co do których brak jest świadomości o ich naturze i istocie bytu – o ile stosunek wobec potrzeb jest w przeprowadzanych rozważaniach obojętny, to kwestia świadomości jest kluczowa.

Wspomniana specjalizacja pracy może w gospodarce rynkowej, w której podmioty są w swojej działalności wyspecjalizowanej powodować znane zjawisko asymetrii informacji, jeśli wyspecjalizowany podmiot nie tylko ma swoiste powołanie do prowadzenia ograniczonego zakresu działalności, ale jego przewaga informacyjna prowadzi do powstania zjawiska, które nazwać można ekonomicznym efektem zewnętrznym ze względu na rynek.

Zakładając pewne okoliczności inwestycyjne, w których inwestor ma możliwość zrealizowania stopy zwrotu  $r$ , angażuje w dany proces zasób swojego dochodu, którego wycena oznaczona niech będzie jako  $K_0$ . Dla wyostrenia mechanizmu, niech będzie to jedna z najprostszych możliwości inwestowania – lokata bankowa – w ujęciu dość modelowym. Taki instrument finansowy jest narzędziem regulującym płynność finansową, zatem oferujący warunki lokaty bank jest pośrednikiem tego mechanizmu, kojarząc ze sobą podaż pieniądza inwestora z popytem na pieniądź kredytobiorcy banku.

Podejście inwestora do przedstawionego projektu inwestycyjnego może być dwojakie. Po pierwsze, inwestor może stwierdzić, że dysponuje dyspozycyjnym zasobem środków pieniężnych, które jest w stanie odstąpić w zamian za dane wynagrodzenie. Powierzając je bankowi, rozumie, że w tych okolicznościach instytucja banku nie jest podmiotem, który ze względu na niską płynność potrzebuje tych środków, ale potrzebuje ich kredytobiorca banku. W ramach odpowiedniej racjonalności ekonomicznej, kredytobiorca jest gotowy do zapłacenia za udostępnienie mu środków odpowiedniej ceny – oprocentowania kredytu. Świadomy inwestor dostrzega w takim razie, że potencjalna produktywność jego kapitału musi być większa, niż wynika to z jego umowy o lokatę w banku, różnica między tymi dwoma poziomami efektywności stanowić będzie wynagrodzenie dla banku. Dopuszczając jednak, że wynagrodzenie, które pobiera bank stanowiłoby dla inwestora dodatkowy dochód, gdyby sam w gospodarce rynkowej podjął się działalności gospodarczej jako bank, wymaga on udziału w możliwym do zrealizowania dochodzie banku, motywując do faktu, że

sam mógłby podjąć się „bycia bankiem”, bo gospodarka rynkowa daje mu takie prawo. Bank w sytuacji takiej, aby nie utracić możliwości zarobienia na pośrednictwie, zwykły dochód inwestora ( $i_o$ ) powiększa o swoistą marżę zobojętniającą w wysokości  $i_m$ .

Alternatywnym scenariuszem byłaby sytuacja, w której inwestor dysponuje kapitałem  $K_0$  i umawia się z bankiem na powierzenie mu środków za ustaloną cenę traktując efektywność swojej inwestycji jako możliwy do zaakceptowania jej poziom, jako że jego preferencja czasowa równoznaczna jest z chęcią osiągnięcia przyszłego dochodu, poświęcając bieżący. Wtedy wycena jego kapitału przyszłego  $K_1 = K_0(1 + r)$  jest oczywiście wyższa, niż wycena  $K_0$ . Zasadniczym problemem jest jednak, że nie ma świadomości, skąd wzięła się osiągnięta efektywność.

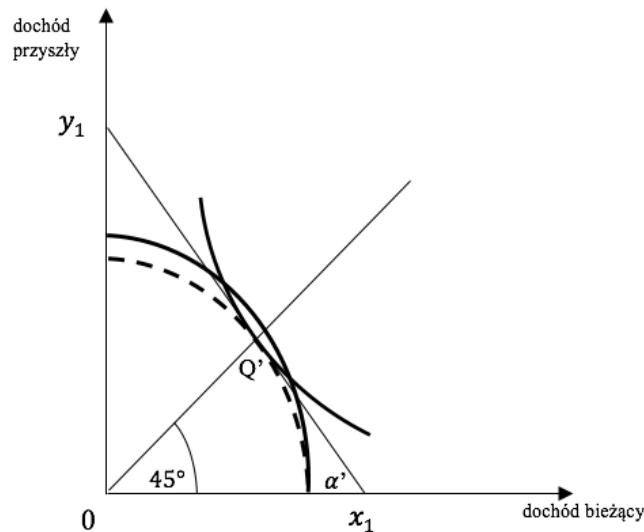
Jeżeli  $i_o$  jest miarą efektywności, jaka wynika z produktywności kapitału, gdyby nie istniały rynkowe podmioty wyspecjalizowane, a  $i_m$  jest marżą zobojętniającą, która wypłacana jest przez podmiot wyspecjalizowany, aby zapobiec pojawieniu się konkurencji, to wyspecjalizowana gospodarka rynkowa powinna umożliwiać osiąganie stopy zwrotu z inwestycji takiej, że  $R = i_o + i_m$ .

Jak jednak wynikałoby ze zorientowania na chrematystykę, brak świadomości o przebiegu procesów gospodarczych na rzecz postrzegania ich jako rynkowo wycenionych jednostek miary skutkować może zjawiskiem, kiedy to inwestor zaprzestaje wymagania dochodu  $i_m$ , jako że nie ucieka się do tej swoistej groźby zastąpienia podmiotu wyspecjalizowanego. W praktyce proces ten może przebiegać nieco inaczej, skoro podmiot wyspecjalizowany ma pełną świadomość o „technicznym przeistoczeniu” kapitału domniemuje, że inwestor jest również procesu tego świadomy, dlatego oferuje wynagrodzenie w wysokości  $R$ , lecz poddając się naturalnemu odruchowi maksymalizowania swojego bogactwa, próbuje zmieniać warunki kolejnych umów, aby pod wpływem czasu  $t$ , realizowało się, że  $R \xrightarrow{t} R'$ , gdzie  $R' = R - i_m$ . Jeśli w toku swojej działalności nie napotyka na sprzeciw ze strony inwestora dostarczającego kapitał, wnioskować można, że składnik  $i_m \rightarrow 0$ , inwestor zadowala się niezerowym poziomem dochodu nie znając mechanizmu jego powstawania, zatem z upływem czasu i kolejnych transakcji w rynkowym procesie dostosowawczym stopa zwrotu zmniejsza się.

Oczywiście, z powyższej analizy wynika bezpośrednio, że niejako „godziwym” wynagrodzeniem jest wielkość dochodu  $i_o$ . Istotnie tak jest, lecz w warunkach, w których nie funkcjonuje specjalizacja pracy gospodarki rynkowej. Co więcej, w warunkach zachowania fizycznej równowagi w układzie, jakim jest gospodarka, wielkość marży zobojętniającej nie znika, zatrzymywana jest przez podmiot wyspecjalizowany, ale ze względu na przyjętą perspektywę analizy indywidualnego inwestora można mówić o kategorii pewnego nieświadomionego niedoboru. Prezentacja graficzna zjawiska może zostać przedstawiona jako modyfikacja wykresu przedstawionego wcześniej.

Rysunek 2.

### Mechanizm wyznaczenia stopy procentowej przy zerowej marży zubożniającej



Źródło: opracowanie własne.

Dodatkowa krzywa możliwości (wykreślona linią przerywaną) jest linią „realnych możliwości”, która w porównaniu do zwykłej linii możliwości jest tylko hipotezą i mechanizmem teoretycznym, toteż za właściwą należy uważać tę zwykłą linię możliwości. Zwykłość należy rozumieć w sposób taki, że naturalnym mechanizmem wyspecjalizowanej gospodarki rynkowej jest osiągnięcie marży zubożniającej, zaś niepożądanym, ale potencjalnym stanem jest jej zanikanie i obniżanie efektywności inwestycji. Jako że punkt styczności krzywej chęci z krzywą realnych możliwości jest niżej, toteż wartość  $\tan \alpha'$  będzie mniejsza, niż było to w przypadku wcześniejszego wykresu, co oznacza niższą stopę procentową.

## Wnioski

Przedstawione w artykule podejście do rozróżnienia składowych poziomu stopy zwrotu jest wstępnym zakreśleniem problematyki efektywności inwestowania w warunkach specjalizacji pracy w gospodarce rynkowej. Problem jest o tyle istotny i wart rozpatrzenia, że składniki te nie są stałe, ale jak zostało wykazane, poddające się pewnym mechanizmom, których trafne postrzeganie może determinować nie tylko politykę zarządzania aktywami w skali mikroekonomicznej, ale także sposób rozpatrywania gospodarki jako złożonego systemu, w którym potencjał ekonomiczny jest wśród jednostek gospodarujących różnie ukształtowany.

W obliczu podstawowego zagadnienia artykułu, tj. wartości, uprawniony wydaje się wniosek, że w sensie inwestycyjnym jest to efekt złożonego procesu, który wobec kategorii ceny rynkowej jest dalece bardziej skomplikowany i wymagający posłużenia się nie tylko zaawansowanymi narzędziami matematycznymi, ale przede wszystkim pogłębioną analizą filozoficzną, a nierzadko psychologiczną. Naturalnie, opinię będzie w jakimś stopniu determinował przyjęty paradygmat co do gospodarowania, ale jednym z otwartych

dylematów artykułu i polem do dalszych rozważań jest zagadnienie, czy któryś paradygmat może być oceniony jako bezwzględnie lepszy i na jego rzecz dookreślenie tej właściwej definicji wartości.

Jakkolwiek rozumiana „właściwa definicja wartości” jest formą projektu badawczego o dużej amplitudzie subiektywnej trafności podejścia. Kategoria ta może być postrzegana bardzo jednoznacznie, wtedy zgodnie z założonym paradygmatem jej „nośnikiem” będzie inna pojedyncza kategoria czy względnie inny mechanizm – takie podejście było właściwe dla gospodarki w jej dawniejszych formach. Z drugiej strony, kategorię wartości można sprowadzić do wielu aspektów<sup>25</sup> i przedstawiać w różnych kolokacjach, co z kolei właściwe jest dla gospodarki współczesnej – a przynajmniej takiej, w której rynek kapitałowy lub działalność inwestycyjna jest dalece rozwinięta, czego skutkiem są skomplikowane instrumenty finansowe oraz przedmioty inwestowania. Komplikacja ta wynika nierzadko wprost z komplikacji samych tych przedmiotów, jako że współczesne rozważania o wartości dotyczą ujmowania w ocenie niewykluczających się kwestii, ale o trudnej do jednoznacznego scharakteryzowania naturze – można przywołać odniesienia do wartości i efektywności kapitału<sup>26</sup>. Ponadto, znaczenia nabiera również postrzeganie efektywności i wartości nadal ekonomicznej, ale wnioskowanie o niej dotyczy wpływu na dookreśloną społeczność<sup>27</sup>. Należy też zwrócić uwagę na tendencję co do przyjmowania stanowisk kompromisowych, kiedy to nauce ekonomii przypisuje się funkcję ewentualnego rozstrzygnięcia nie tyle o wartości pojedynczych dóbr, ale ze względu na kojarzenie ekonomii z ewentualnym uprawnieniem do stosowania jej mechanizmów w celach zaradczych względem kryzysów finansowych (przed którymi obawa jest również stałym elementem współczesnej gospodarki) mowa nierzadko o wartości biznesu<sup>28</sup>.

Warto także dostrzec wagę podjętego tematu ze względu na jego iście bezwarunkowy i nieprzerwany proces funkcjonowania. Efektywność bowiem w sferze finansów nie jest ograniczona do odgrywania znaczącej roli w wybranych tylko okolicznościach. Co więcej, nie jest właściwa jedynie agresywnej polityce inwestycyjnej podmiotu gospodarującego, ale uznać ją można za warunek konieczny przetrwania w warunkach jakiegokolwiek gospodarstwa, choćby nastawionego na jej najskromniejszy poziom. Wobec powyższego, przyjąć można interpretację, że efektywność pośrednio wyznacza prawdopodobieństwo utrzymania stabilności w kolejnych jednostkach czasu.

O ile tezy wcześniejszego akapitu można uznać za powszechne, należy brać je za lemat uprawniający do uznania, że zidentyfikowane w artykule zależności bezpośrednio wpływają na stabilność jednostek skali mikro i makro. Stabilność

<sup>25</sup> Mowa oczywiście nadal o aspektach ekonomicznych; jako że ekonomia należy do nauk społecznych, postulowanie zupełnego braku związku z nią jakiegokolwiek obszaru aktywności człowieka jest bardzo trudne, o ile w ogóle możliwe do obronienia. Zob. Kucharska – Stasiak, E., Pomiar wartości na gruncie ekonomii – reperkusje dla wyceny nieruchomości, [w:] *Studia i materiały Towarzystwa Naukowego Nieruchomości* vol. 19 nr 1, pod red. S. Żróbek, Towarzystwo Naukowe Nieruchomości, Olsztyn 2011.

<sup>26</sup> Ujwary – Gil, A., *Kapitał intelektualny a wartość rynkowa przedsiębiorstwa*, C. H. Beck, Warszawa 2009.

<sup>27</sup> Głowacki J., *Mierzenie społecznej wartości dodanej*, „*Ekonomia Społeczna*” 2010, nr 1.

<sup>28</sup> Por. Mączyńska E., *Gdy sługa staje się panem, czyli dysfunkcje pomiaru wartości biznesu i wyników działalności gospodarczej*, „*Zeszyty Naukowe Uniwersytetu Szczecińskiego. Finanse, Rynki finansowe, Ubezpieczenia*” 2011, nr 37.

jednak nie widzianą wybiórczo i prawnie, ale ponadinstytucjonalnie, kiedy to odpowiednio w miejsce szans na upadłość i bankructwo wolno brać pod uwagę szanse na upadek cywilizacji – zaś w ramach zachowania stabilności, szanse takie odjąć od granicznej wielkości przedziału jednostkowego. Biorąc pod uwagę skutki kryzysów finansowych, nie będzie uprawnione wyłączenie tak dalekich wniosków z rozważań w ramach dyscypliny finansów, która na potrzeby dziedziny nauk społecznych będzie taki problem przy pomocy swoich narzędzi tłumaczyła.

## Bibliografia

- Altinkaya, Z., Marsap, A., *The Influences Of Changes In Philosophy Of Economics On Contemporary Managerial Philosophy*, „Far East Journal of Psychology and Business”, Far East Research Centre, 2012, vol. 9(1).
- Blaug, M., *Teoria ekonomii. Ujęcie retrospektywne*, Wydawnictwo Naukowe PWN, Warszawa 2000.
- Fiedorowicz, K., Fiedorowicz, J., *Kształtowanie się kategorii wartości ekonomicznej*, „Zeszyty Naukowe Uniwersytetu Przyrodniczo – Humanistycznego w Siedlcach. Sekcja: Administracja i Zarządzanie” 2012, nr 95.
- Fisher, I., *The theory of interest*, Nowy Jork 1930.
- Głowacki J., *Mierzenie społecznej wartości dodanej*, „Ekonomia Społeczna” 2010, nr 1.
- Gürak, H., *An alternative approach to value/price theory*, Turkish Economic Association, Discussion Paper 2004/4.
- Klimczak, B., *Mikroekonomia*, Wydawnictwo Akademii Ekonomicznej im. Oskara Langego we Wrocławiu, Wrocław 2001.
- Kucharska – Stasiak, E., *Pomiar wartości na gruncie ekonomii – reperkusje dla wyceny nieruchomości*, [w:] *Studia i materiały Towarzystwa Naukowego Nieruchomości vol. 19 nr 1*, pod red. S. Żróbek, Towarzystwo Naukowe Nieruchomości, Olsztyn 2011.
- Lewicka, H., *Wartość jako kluczowe pojęcie w dziedzinie nauk ekonomicznych*, [w:] *Społeczeństwo i ekonomia 2(2) 2014*, pod red. D. Pitulec, J. Szynal, Wydawnictwo Uniwersytetu Ekonomicznego we Wrocławiu, Wrocław 2014.
- Łagowski, P., *Geneza rynku papierów wartościowych w Polsce*, „Ekonomia – Wrocław Economic Review” 2013, nr 19/4.
- Malaga, K., *O niektórych dylematach teorii wzrostu gospodarczego i ekonomii*, Polskie Towarzystwo Ekonomiczne, [dostęp: 29 marca 2019 r.], <http://www.pte.pl/pliki/2/12/K.%20Malaga.pdf>.
- Mączyńska E., *Gdy sługa staje się panem, czyli dysfunkcje pomiaru wartości biznesu i wyników działalności gospodarczej*, „Zeszyty Naukowe Uniwersytetu Szczecińskiego. Finanse, Rynki finansowe, Ubezpieczenia” 2011, nr 37.
- Podstawy ekonomii*, pod red. R. Milewskiego, Wydawnictwo Naukowe PWN, Warszawa 1998.
- Marcinek, K., *Wprowadzenie do inwestowania*, Wydawnictwo Uniwersytetu Ekonomicznego w Katowicach, Katowice 2014.



- Pera, K., *Ekologiczne uwarunkowania działalności inwestycyjnej*, Akademia Ekonomiczna im. K. Adamieckiego, Katowice 1994.
- Pera, K., Buła, R., Mitrenga, D., *Modele inwestycyjne*, C. H. Beck, Warszawa 2014.
- Stacewicz, J., *W kierunku metaekonomii*, Szkoła Główna Handlowa w Warszawie, Warszawa 2003.
- Ujwary – Gil, A., *Kapitał intelektualny a wartość rynkowa przedsiębiorstwa*, C. H. Beck, Warszawa 2009.
- Walras, L., *Éléments d'économie politique pure ou théorie de la richesse sociale*, Paryż 1874.
- Zagóra – Jonszta, U., *Rozważania wokół wartości – od Marksa do czasów współczesnych*, [w:] *Kategorie i teorie ekonomiczne oraz polityka gospodarcza*, pod red. U. Zagóry – Jonszty, Wydawnictwo Uniwersytetu Ekonomicznego w Katowicach, Katowice 2014.

## O dwoistości rozumienia kategorii wartości w inwestycjach

### Streszczenie

W artykule rozważa się zagadnienia wartości inwestowanego kapitału, sposobów jego pomiaru i mechanizmów jego przyrostu. Autor zwraca uwagę na istnienie związku pomiędzy wartością kapitału a paradygmatem ekonomii, co ostatecznie wskazuje na istnienie związków pomiędzy efektywnością inwestowania i filozofią ekonomii. Głównym celem artykułu jest zidentyfikowanie istnienia nieprawidłowości w wycenie aktywów przez inwestorów z powodu ich błędnego lub niepełnego rozumienia mechanizmu wzrostu wartości, czego skutki przybrać mogą znaczenie w skali makroekonomicznej.

Słowa klucze: wartość, stopa zwrotu, filozofia ekonomii, wycena kapitału, efektywność inwestycji

## **The duality of understanding the category of value in investments**

### **Summary**

The article considers the issues of the value of invested capital, methods of its measurement and its growth mechanisms. The author draws attention to relationship between the value of capital and the paradigm of economics, which ultimately indicates the existence of connections between the effectiveness of investment and the philosophy of economics. The main purpose of the article is to identify abnormalities in the valuation of assets by investors due to their incorrect or incomplete understanding of the value growth mechanism, the effects of which may assume significance on a macroeconomic scale.

Keywords: value, rate of return, philosophy of economics, capital valuation, investment efficiency