

PRACE NAUKOWE

Uniwersytetu Ekonomicznego we Wrocławiu

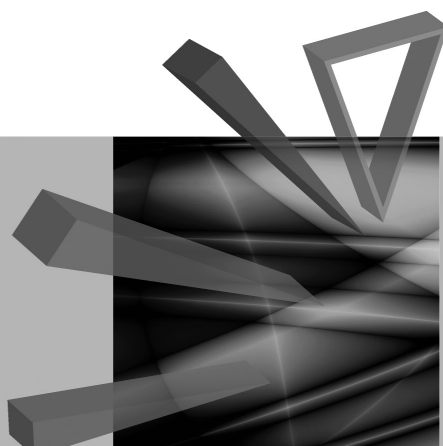
RESEARCH PAPERS

of Wrocław University of Economics

267

Handel i inwestycje w semiglobalnym otoczeniu

Tom 2



Redaktorzy naukowi

**Jan Rymarczyk, Małgorzata Domiter,
Wawrzyniec Michalczyk**



Wydawnictwo Uniwersytetu Ekonomicznego we Wrocławiu
Wrocław 2012

Recenzenci: Jarosław Kundera, Leon Olszewski, Zdzisław Puślecki,
Kazimierz Starzyk, Krystyna Żołądkiewicz

Redaktorzy Wydawnictwa: Elżbieta Kożuchowska, Aleksandra Śliwka

Redaktor techniczny: Barbara Łopusiewicz

Korektor: Barbara Cibis

Łamanie: Małgorzata Czupryńska

Projekt okładki: Beata Dębska

Publikacja jest dostępna w Internecie na stronach:

www.ibuk.pl, www.ebscohost.com,

The Central and Eastern European Online Library www.ceeol.com,

a także w adnotowanej bibliografii zagadnień ekonomicznych BazEkon

http://kangur.uek.krakow.pl/bazy_ae/bazekon/nowy/index.php

Informacje o naborze artykułów i zasadach recenzowania znajdują się
na stronie internetowej Wydawnictwa

www.wydawnictwo.ue.wroc.pl

Kopiowanie i powielanie w jakiegokolwiek formie wymaga pisemnej zgody Wydawcy

© Copyright by Uniwersytet Ekonomiczny we Wrocławiu
Wrocław 2012

ISSN 1899-3192

ISBN 978-83-7695-235-2 (całość)

ISBN 978-83-7695-243-7 t. 2

Wersja pierwotna: publikacja drukowana

Druk: Drukarnia TOTEM

Spis treści

Piotr Liszek: Polski handel zagraniczny gazem płynnym w latach 2004-2011	9
Marek Maciejewski: Otwartość polskiej gospodarki w warunkach liberalizacji przepływów kapitałowych	19
Justyna Majchrzak-Lepczyk: Obsługa logistyczna sektora handlu	30
Dominika Malchar-Michalska: Wpływ kryzysu żywnościowego na wykorzystanie ograniczeń eksportowych w handlu międzynarodowym surowcami rolnymi	39
Jakub Marszałek: Związki rynkowej wyceny akcji i obligacji zamiennych na akcje – analiza sektorowa na giełdzie papierów wartościowych w Tel Awiwie	49
Grzegorz Mazur: Powszechny system preferencji celnych UE – w kierunku nowych rozwiązań	60
Jakub Mazurek: Międzynarodowa strategia spekulacyjna Carry Trade. Sprzeczność z teorią nieobciążonego parytetu stóp procentowych i ryzyko kryzysu walutowego jako determinanta ponadprzeciętnej stopy zwrotu ...	72
Bartosz Michalski: Międzynarodowa konkurencyjność polskiej gospodarki w perspektywie koncepcji <i>soft power</i>	83
Ewa Mińska-Struzik: Konkurencyjność polskiego eksportu produktów wysokiej techniki	95
Edward Molendowski: Główne tendencje w handlu zagranicznym Nowych Państw Członkowskich (UE-10) wynikające z akcesji do UE	106
Barbara Mróz-Gorgoń: Procesy globalizacji i ich wpływ na zarządzanie marką sieci franczyzowych	122
Wanda Nowara: Cechy filii zagranicznej jako determinanty jej dezinvestycji	132
Anna Odrobina: Korporacje transnarodowe a globalna działalność badawczo-rozwojowa	144
Monika Paradowska: Problemy zrównoważonego rozwoju transportu w kontekście międzynarodowego handlu i inwestycji	155
Paweł Pasierbiak: Powiązania inwestycyjne między Japonią i Koreą Południową	168
Iwona Pawlas: Relacje handlowe Polski z wybranymi krajami Unii Europejskiej w okresie niestabilności gospodarczej	179
Bożena Pera: Wymiana handlowa krajów Unii Europejskiej a globalny kryzys finansowy	191

Katarzyna Puchalska: Korporacje transnarodowe i ich znaczenie we współczesnej gospodarce światowej	203
Łukasz Puślecki: Zarządzanie aliansami na podstawie wyników najnowszych badań	213
Denisa Repková: Financing financial crisis in banking sector	225
Magdalena Rosińska-Bukowska: Korporacje transnarodowe wobec wyzwań semiglobalnego otoczenia	231
Jerzy Rymarczyk: Wpływ globalnego kryzysu finansowego na zadłużenie krajów strefy euro	241
Iwona Sobol: Analiza instrumentów pochodnych z perspektywy finansów islamskich	252
Tadeusz Sporek: Konkurencyjność rozwoju gospodarki w procesie globalnej konkurencji i internacjonalizacji	262
Magdalena Kinga Stawicka: Handel zagraniczny a bezpośrednie inwestycje zagraniczne – zjawiska komplementarne czy substytucyjne w gospodarce polskiej?	269
Krzysztof Szaflarski, Anna Sobczyk-Kolbuch: Wpływ procesów globalizacyjnych na funkcjonowanie małych i średnich przedsiębiorstw w aglomeracji górnośląskiej	278
Barbara Szymoniuk: Budowanie kapitału społecznego klastrów w semiglobalnym otoczeniu	289
Alina Szypulewska-Porczyńska: Stan i tendencje rozwoju handlu w ramach rynku wewnętrznego usług Unii Europejskiej	298
Marek Wróblewski: Międzynarodowy Fundusz Walutowy wobec kryzysu finansowego w Europie	307
Waldemar Zadworny: Analiza postaw przedsiębiorczych w sektorze MŚP na Podkarpaciu (w świetle wyników badań ankietowych)	318
Dominika Zenka-Podlaszewska: Zyski jako determinanta inwestycji w teorii ekonomii	331
Wojciech Zysk: Działalność eksportowa spółek z udziałem zagranicznym w Polsce w latach 2004-2010	342

Summaries

Piotr Liszek: Polish foreign trade of liquefied petroleum gas in the years 2004-2011	18
Marek Maciejewski: Openness of Polish economy in terms of capital account liberalization	29
Justyna Majchrzak-Lepczyk: Logistic service for trade sector	38
Dominika Malchar-Michalska: The impact of the food crisis on the implementation of agricultural export restrictions in the world agricultural trade	48

Jakub Marszałek: Shares and convertible bonds market valuation relation – sector analysis on the Tel Aviv Stock Exchange.....	59
Grzegorz Mazur: Generalised system of customs preferences of the European Union – towards new regulations	70
Jakub Mazurek: Carry Trade – international speculative strategy. Contraction with uncovered interest rate parity and currency crash risk as a determinant of excessive rate of returns	82
Bartosz Michalski: International competitiveness of Polish economy in the perspective of the soft-power concept	94
Ewa Mińska-Struzik: Competitiveness of Poland’s high-tech exports	105
Edward Molendowski: Main trends in foreign trade of New Member States (EU-10) resulting from the accession to the EU.....	121
Barbara Mróz-Gorgoń: Globalization processes and their influence on franchise chain brand management	131
Wanda Nowara: Characteristics of foreign subsidiaries as determinants of its divestment.....	143
Anna Odrobina: Transnational Corporations and global research and development activities.....	154
Monika Paradowska: Problems of sustainable transport development in the context of international trade and investments	167
Paweł Pasierbiak: Investment ties between Japan and the Republic of Korea.....	178
Iwona Pawlas: Trade relations between Poland and chosen EU member economies at the time of economic instability	190
Bożena Pera: European Union trade and global financial crisis	202
Katarzyna Puchalska: Transnational Corporations and their role in contemporary world economy	212
Łukasz Puślecki: Alliance management on the basis of results of recent studies.....	224
Denisa Repková: Finansowanie kryzysu w sektorze bankowym.....	230
Magdalena Rosińska-Bukowska: Transnational Corporations in the Face of semi-global environment challenges	240
Jerzy Rymarczyk: Impact of the total financial crisis on the debts of the euro zone countries	251
Iwona Sobol: Analysis of derivatives from the perspective of Islamic finance	261
Tadeusz Sporek: Competitiveness of the development of economy in the process of global competition and internationalization	268
Magdalena Kinga Stawicka: Foreign trade and foreign direct investments – complementary or substitutable phenomena in Polish economy?	277
Krzysztof Szafarski, Anna Sobczyk-Kolbuch: Influence of globalisation on small and medium enterprises at Upper Silesian district	288

Barbara Szymoniuk: Building social capital of clusters in the semi-global environment	297
Alina Szypulewska-Porczyńska: State and tendencies in the development of trade within the EU internal services market.....	306
Marek Wróblewski: International Monetary Fund towards the financial crisis in Europe	317
Waldemar Zadworny: Analysis of self-starter attitude in SME'S sector in Podkarpacie region (in the light of poll results)	330
Dominika Zenka-Podlaszewska: Profits as a determinant of investment in the theory of economics.....	341
Wojciech Zysk: Export activity of companies with foreign capital share in Poland in the years 2004-2010	350

Dominika Zenka-Podlaszewska

Uniwersytet Ekonomiczny w Poznaniu

ZYSKI JAKO DETERMINANTA INWESTYCJI W TEORII EKONOMII

Streszczenie: W artykule podjęto teoretyczne rozważania na temat determinant poziomu inwestycji zagregowanych. Spośród całego wachlarza potencjalnych zmiennych do szczegółowej analizy został wybrany zysk. Rola zysku w determinowaniu inwestycji została omówiona na przykładzie teorii przedstawicieli głównych szkół ekonomii.

Słowa kluczowe: zyski, inwestycje zagregowane, Keynes, Kalecki, Jorgenson, Tobin.

1. Wstęp

Zależności i związki przyczynowo-skutkowe, które określają poziom inwestycji oraz wywołują wahania w procesie inwestycyjnym, nie są jednoznacznie rozstrzygnięte ani w ujęciu teorii, ani w badaniach empirycznych. Dotyczy to zarówno gospodarek rozwiniętych, jak i państw budujących gospodarki rynkowe. Najważniejsze koncepcje teoretyczne w ekonomii występujące w światowej literaturze tworzono na podstawie obserwacji gospodarek o odmiennych, niż polskie, charakterystykach.

Problem inwestycji i ich determinant, w tym szczególnie potencjalnej zależności od poziomu stóp procentowych, był i jest przedmiotem debaty teoretycznej i publicznej w Polsce i w innych krajach posttransformacyjnych¹. Przemiany transformacyjne w Polsce i innych krajach środkowoeuropejskich wywołały pytanie, czy gospodarki tych krajów reagują na instrumenty polityki gospodarczej podobnie, jak gospodarki rozwinięte, i czy funkcjonują tak, jak opisują to modele teoretyczne, budowane w większości przypadków na podstawie analizy warunków gospodarek rozwiniętych. Gospodarka Polski charakteryzuje się specyficznymi cechami odróżniającymi ją od rozwiniętych gospodarek rynkowych. W sferze finansowego otoczenia są to stopień rozwoju pośrednictwa finansowego, niski poziom kapitalizacji giełdy czy niewysoka relacja należności bankowych do produktu krajowego brutto. Do charak-

¹ W statystykach międzynarodowych pojęcie „*transition economies*” funkcjonuje do 2004 roku, od 2004 Polska jest członkiem UE-25.

terystycznych cech polskiej gospodarki należą zatem m.in. względnie niski poziom rozwoju rynku pośrednictwa finansowego i związany z tym niewysoki udział należności bankowych w produkcie krajowym brutto czy względnie niski poziom kapitalizacji giełdy. Na warunki gospodarki znajdującej się w fazie posttransformacyjnej nałożyły się wyzwania związane z globalizacją. Są to np. krótkookresowe przepływy kapitału spekulacyjnego wywołujące znaczne wahania kursu walutowego czy też konsekwencje integracji gospodarczej z Unią Europejską. Pierwszym etapem w odpowiedzi na pytanie o determinanty inwestycji w Polsce jest poznanie podstawowych determinant inwestycji występujących w teorii ekonomii.

2. Wprowadzenie

Zysk jako determinanta inwestycji ma długą historię. Już w teorii Wicksella inwestycje były funkcją spodziewanej stopy zysków. Hicks [1988, s. 35] rozróżnił przeciętną stopę zysku od całego zasobu kapitału i stopę zysku z nowo dokonanych inwestycji. Podkreślił istotność tej drugiej, ponieważ *gdy podejmuje się realizację nowych inwestycji, to zysk jest niczym więcej jak zyskiem przewidywanym*. Według Blauga [2000, s. 561] dobrze znany jest fakt, że 50-75% inwestycji opiera się na wewnętrznych źródłach finansowania, takich jak nierozdzielone zyski i niewykorzystane sumy z odpisów amortyzacyjnych. Jak podkreślił Fried [1993, s. 58], w modelach inkorporujących koszty transakcyjne i/lub racjonowanie kredytów zyski zatrzymane będą istotną determinantą inwestycji. Według Hein i in. [2000, s. 1] oraz Jakimowicza [2005, s. 59-60] w modelach skonstruowanych przez Kaldora (1956, 1957 i 1967) i Robinson (1962) inwestycje były pod wpływem oczekiwanej stopy zysku. Przy czym Kaldor postulował rozszerzenie modelu akceleratora o poziom zysków², natomiast Robinson wskazuje, że „związki między inwestycjami a stopą zysku są jeszcze bardziej skomplikowane, wielkości te są bowiem współzależne” (*Szkice o ekonomii marksowskiej*, PWN, Warszawa 1960, s. 127, za: [Jakimowicz 2005, s. 60]). Kolejnym autorem podkreślającym przede wszystkim rolę zysków był Tinbergen. Według Jakimowicza [2005, s. 60]: „J. Tinbergen [...] utrzymuje, że zmiana inwestycji jest nie tyle wynikiem wzrostu lub spadku popytu konsumpcyjnego (dochodu), ile wypływa z wahań zysku”. Jak kontynuuje Jakimowicz, u Tinbergena inwestycje określają oprócz zmiany stopy zysku także: zmiana dochodu, istniejący zasób kapitału, stopa procentowa i ryzyko związane z inwestowaniem. Kriesler [1997, s. 306] podkreślał, że w teorii klasycznej zakładało się, że cała akumulacja pochodzi z zysków.

² Por. Jakimowicz [2005, s. 59]: „Można też przyjąć, jak to czyni S.S. Alexander [*Issues of Business Cycle Theory Raised by Mr. Hicks*, AER, 1951, t. 41, s. 868], że na skutek istnienia korelacji między dochodem a zyskami, zmiany zysków są w sposób wystarczający reprezentowane przez zmiany dochodu, zasada przyspieszenia nie pomija więc związku między inwestycjami i zmianami zysków”.

3. Zyski jako determinanta inwestycji w teorii Keynesa

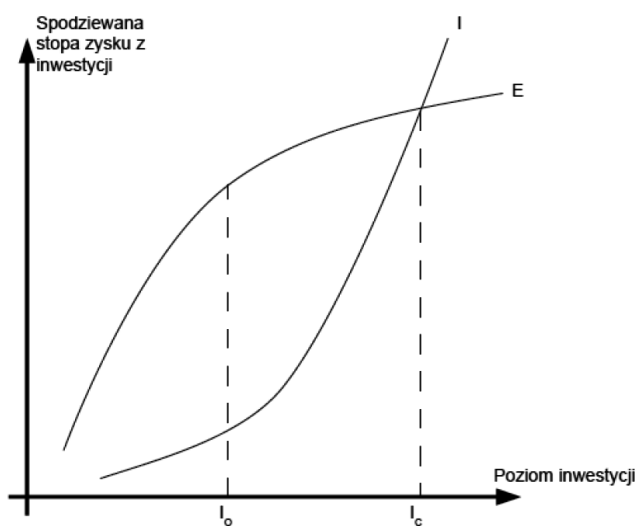
Krańcowa efektywność kapitału jest w ramach teorii Keynesa bardzo ważnym wyznacznikiem poziomu inwestycji. Jest ona częścią skłonności do inwestowania, a z drugiej strony inwestycje są realizowane tak długo, aż osiągną punkt na krzywej popytu inwestycyjnego, w którym krańcowa wydajność kapitału jest równa rynkowej stopie procentowej. Krańcowa wydajność kapitału jest relacją między przewidywanymi dochodami z dóbr kapitałowych a ich ceną lub kosztami zastąpienia, w przypadku większych inwestycji dokonywanych w danym kapitale jego marginalna efektywność spada. Przyszłe zyski z inwestycji zmniejszają się odpowiednio w zależności od wzrostu poziomu inwestycji w dany kapitał. Jak napisał Keynes [2003, s. 120]: „[...] dla każdego rodzaju kapitału, możemy skonstruować rozkład, ilustrując o ile inwestycje w poszczególne rodzaje kapitału będą musiały wzrosnąć w danym okresie, aby krańcowa efektywność spadła do danego poziomu. Możemy agregować te rozkłady dla wszystkich różnych rodzajów kapitału w celu przedstawienia ogólnego rozkładu pokazującego relację między agregowaną stopą inwestycji i odpowiedniej ogólnej krańcowej efektywności kapitału, która ta stopa inwestycji ustanowi. Nazwiemy to rozkładem popytu inwestycyjnego, lub rozkładem marginalnej efektywności kapitału”.

Keynes [2003, s. 121] wprowadził także relację między stopą procentową (rynkową) a inwestycjami, przyjmując za oczywiste, że stopa inwestycji znajdzie się w takim punkcie na rozkładzie popytu inwestycyjnego, gdzie ogólna krańcowa efektywność kapitału będzie równa rynkowej stopie procentowej. Opisana powyżej relacja oznacza, że inwestycje będą podejmowane tylko wówczas, gdy marginalna efektywność kapitału w ogóle jest większa lub równa rynkowej stopie procentowej. Według Alchiana [1959] i Hirschleifera (1959) to kryterium nie jest zgodne z założeniem maksymalizacji wartości bieżącej firmy. Jak dodają, kryterium maksymalizacji jest nieznane w teorii Keynesa³.

Według Keynesa [2003, s. 151] „bardziej typowego i często bardziej fundamentalnego wyjaśnienia (niż stopy procentowe) kryzysu można poszukiwać w nagłym załamaniu marginalnej efektywności kapitału, a nie w rosnących stopach procentowych”. Keynes podkreślił więc, że to nie poziom stóp procentowych jest problemem, ale raczej marginalna efektywność kapitału. Zgodnie z tym argumentem dobrze byłoby wpływać na oczekiwania i na marginalną efektywność kapitału w taki sposób, aby nie spadała poniżej poziomu niebezpiecznego dla gospodarki. Keynes zaproponował, by inwestycje rządowe utrzymywały marginalną efektywność kapi-

³ Keynes napisał, że marginalna efektywność kapitału jest równa „fiszzerowemu” (*Fisherian*, Fisher (1930)) poziomowi różnicy między dochodem i kosztem. A inwestycje są podejmowane, kiedy poziom różnicy między dochodem i kosztem jest większy niż stopa procentowa. Więc jeśli Alchian [1959] i Hirschleifer (1959) mieli wątpliwości co do kryterium maksymalizacyjnego u Keynesa, to samo musiałyby zostać powiedziane o teorii Fishera. Problematyka ta wykracza jednak poza ramy tej pracy.

tału na pożądanym poziomie. Keynes [2003, s. 205] ustalił, że spadek stóp procentowych *ceteris paribus* pociągnie za sobą wzrost inwestycji. Nie stanie się tak jednak, gdy krzywa krańcowej efektywności kapitału przesunie się w dół szybciej niż stopa procentowa. Obniżanie stóp procentowych niewiele da, jeśli marginalna efektywność kapitału będzie spadać jeszcze szybciej. Państwo według Keynesa powinno być aktywnie zaangażowane w inwestycje, aby podnosić marginalną efektywność kapitału⁴. Asimakopulos [1971, s. 385] podkreślał dwustronność relacji między inwestycjami a zyskami w teorii Keynesa. Twierdził, że aktualne warunki odgrywają znaczącą rolę w przyszłych oczekiwaniach. Spodziewana stopa zwrotu z inwestycji może być sformułowana jako funkcja, między innymi, obecnego poziomu inwestycji (związany poziom zysków). Wniosek ten sugerowałby, że w teorii Keynesa inwestycje wpływają na poziom zysków. Funkcja opisana przez Asimakopulosa to krzywa *E* na rys. 1. Ale z drugiej strony Asimakopulos [1971, s. 385] stwierdził, że: „inwestycje przeważnie reagują na zyskowe okazje, więc uzasadnione jest przeprowadzenie, że rozkład popytu inwestycyjnego z oczekiwaną stopą zwrotu na rządnej ma nachylenie dodatnie”. Taki rozkład, krzywa *I*, przedstawiona jest na wykresie 1 – obrazuje relację między pożądanym poziomem inwestycji a przewidywaną stopą zwrotu z tej inwestycji. Według Asimakopulosa [1971, s. 388] zastąpienie



Rys. 1. Spodziewana stopa zysku a inwestycje

Źródło: A. Asimakopulos, *The determination of investment in Keynes's Model*, „Canadian Journal of Economics” 1971, IV, no. 3, s. 386.

⁴ Według Kaleckiego wzrost poziomu inwestycji w dany rodzaj kapitału nie podnosi marginalnej efektywności kapitału, a ją obniża, por. M. Kalecki, *Zasada rosnącego ryzyka*, [w:] tenże, *Dziela*, t. I, PWE Warszawa 1979.

marginalnej efektywności kapitału inwestycji w keynesowskiej analizie przez dwa typy krzywych lepiej reprezentowałyby współzależności między ważnymi czynnikami w modelu Keynesa. Natomiast, jak kontynuuje autor, w standardowych interpretacjach według tego autora kwestia zysków i spodziewanych zysków oraz ich silne uzależnienie od poziomu inwestycji jest ignorowana.

Jak zatem dowodzą rozważania przeprowadzone w tym podpunkcie, marginalna efektywność kapitału odgrywa dużą rolę w teorii Keynesa. Jest ona istotną częścią skłonności do inwestowania. Według Keynesa marginalna efektywność kapitału określa popyt na inwestycje. W kolejnym podpunkcie zostanie omówiona rola zysków w teorii Kaleckiego.

4. Zyski jako determinanta inwestycji w teorii Kaleckiego

Kolejną omawianą teorią pod kątem roli zysków w determinowaniu inwestycji jest teoria Kaleckiego. Kładł on duży nacisk na rolę zysków, ponieważ zauważał w międzywojennej Polsce duże ograniczenia w dostępie do finansowania zewnętrznego. Wiązą się one z młodszą od dzieł Kaleckiego koncepcją teoretyczną – asymetrią informacji (por. [Zenka 2010]). Rozmiary inwestycji są wyznaczone u Kaleckiego⁵ przez taki poziom krańcowej stopy zysku, gdzie równa się ona sumie stopy procentowej i stopy ryzyka⁶ (por. [Kalecki 1979, s. 277]): „Zainwestowana wielkość k_0 jest teraz dana przez warunek równości krańcowej stopy zysku z sumą krańcowej stopy ryzyka σ , i stopy procentowej ζ . Krzywa $\sigma + \zeta$ nie przebiega poziomo, lecz jest nachylona ku górze. Punkt jej przecięcia z krzywą krańcowej stopy zysku wyznacza rozmiary inwestycji, gdy nie występują ani straty związane z nadmierną skalą produkcji, ani niedoskonała konkurencja”.

Kalecki [1979, s. 456] twierdził, że wielkość środków finansowych, jaką w każdym indywidualnym przedsiębiorstwie przeznaczają się na inwestycje, jest rosnącą funkcją przewidywanej stopy zysku. Według Krieslera [1997, s. 305-307] głównymi determinantami inwestycji w teorii Kaleckiego były zdolność firmy do wewnętrznego finansowania inwestycji, a także – co się z tym wiąże – zyski oraz poziom kapitału. Zyski według tego autora były determinowane poziomem oraz stopą zmiany aktywności gospodarczej. Uznaje Kriesler stopę procentową za nieważną w tym systemie. Kriesler zwrócił uwagę na rolę pośrednictwa sektora finansowego w teorii Kaleckiego, a mianowicie na fakt, że u Kaleckiego rola sektora finansowego manife-

⁵ Kalecki zakładał, że przedsiębiorca zna cenę produktu, który zamierza produkować, poziom płac i ceny surowców, koszt budowy i stopę procentową. Ponadto przedsiębiorca ma mgliste przewidywania (oczekiwania) na temat prawdopodobnych przyszłych zmian cen i kosztów. Ta wiedza jest podstawą podejmowanej przez inwestora decyzji co do wielkości inwestowanego kapitału i wyboru metody produkcji. Por. M. Kalecki, *Zasada rosnącego ryzyka...*

⁶ Zysk, stopa procentowa oraz ryzyko – ten sam zestaw determinant inwestycji proponował Tinbergen [1939].

stowała się poprzez dostępność kredytu⁷. W teorii Kaleckiego [1979, s. 296-297] nacisk na rolę zysków w determinowaniu inwestycji jest silnie podkreślony i pojawia się w wielu miejscach. Jak stwierdził, w jego układzie gospodarczym stopa decyzji inwestycyjnych jest rosnącą funkcją między krańcową stopą zysku i stopą procentową. Ponieważ Kalecki zakładał stałość długoterminowej stopy procentowej, zatem stopa decyzji inwestycyjnych w jego systemie jest rosnącą funkcją krańcowej stopy zysku. Skoro stopa zysku ma decydujące znaczenie w determinowaniu inwestycji, to [Kalecki 1979, s. 277-278] „przedsiębiorstwa uruchamiane w tej samej gałęzi w tym samym czasie nie mają jednakowych rozmiarów, ponieważ prywatny kapitał różnych przedsiębiorców nie jest taki sam. »Demokracja przemysłowa« jest złudzeniem; wielkość prywatnego kapitału przedsiębiorcy stanowi »czynnik inwestycyjny«”. Warto zauważyć, że w teorii Kaleckiego rosnąca stopa ryzyka obciąża nie inwestycje już realizowane, ale niewykonane jeszcze decyzje inwestycyjne, bo nie ma jeszcze równoważących je oszczędności. Stopa decyzji inwestycyjnych⁸ jest funkcją różnicy między przyszłą stopą zysku i stopą procentową. Ponieważ stopa procentowa w tym układzie jest przyjęta za stałą, stopa decyzji inwestycyjnych jest funkcją krańcowej stopy zysku. Jakie czynniki wyznaczają krańcową stopę zysku? Kalecki [1979, s. 302] dowodził, że są to poziom dochodu narodowego Y (poziom Y wyznacza podział tego dochodu między różne klasy, w szczególności Y wyznacza dochód kapitalistów Q). Stopa dochodu kapitalistów, którą można uzyskać w bieżących warunkach z jakiejś nowej inwestycji, jest tym większa, im większy jest dochód narodowy Y – przy stałym zasobie dóbr kapitałowych) oraz zasób urządzeń kapitałowych – wzrost spodziewanego zysku z nowego kapitału wywołuje wzrost inwestycji. Początkowy wzrost zamówień inwestycyjnych wywoła jednak wzrost kapitału. Spowoduje to spadek inwestycji wskutek rozszerzenia się wielkości aparatu wytwórczego⁹. Zyski są zatem decydującą determinantą stopy decyzji inwestycyjnych w teorii Kaleckiego. Wprost podaje, że stopa decyzji inwestycyjnych jest rosnącą funkcją krańcowej stopy zysku. Bardzo silnie uzależnia więc poziom inwestycji od zysków. Prawdopodobnie wynika to z jego założenia o ograniczeniach w dostępie do kapitału (por. [Zenka 2010]). Kalecki podkreślał także, że fluktuacje w poziomie zysków spowodowane inwestycjami w dany kapitał mogą wywoływać

⁷ Jest to aspekt istotnie odróżniający teorię Kaleckiego od teorii Keynesa, por. [Zenka 2010]. Kriesler [1997, s. 315] zwracał uwagę na fakt, że u Kaleckiego sektor finansowy był tak samo niedoskonale konkurencyjny jak cała gospodarka.

⁸ „Stopa decyzji inwestycyjnych – rosnąca funkcja różnicy między krańcową stopą zysku i stopą procentową”; M. Kalecki, *Teoria cyklu koniunkturalnego*, [w:] tenże, *Dziela...*, s. 296.

⁹ U Kaleckiego, w przeciwieństwie do teorii Keynesa, inwestycje nie są lekiem na kryzysy, ponieważ same inwestycje są w tej teorii źródłem i kryzysów, i ożywień gospodarczych. W teorii Kaleckiego rozpatrujemy decyzje inwestycyjne przypadające na posiadany kapitał. Kalecki [1932, 1979, s. 308] mówi, że „widziane jako wydatki, inwestycje są źródłem ożywienia i każdy wzrost prowadzi do poprawy gospodarczej i zwiększa inwestycje. Ale w tym samym czasie każda inwestycja rozszerza rezerwy wyposażenia kapitałowego i od tego momentu, kiedy są wprowadzone do użytkowania, muszą konkurować z istniejącymi urządzeniami. Tragedią inwestycji jest to, że wywołuje kryzysy”.

i kryzysy, i ożywienia gospodarcze¹⁰. W kolejnym punkcie przeanalizowana zostanie rola zysków jako determinanty inwestycji w teorii neoklasycznej.

5. Zyski jako determinanta inwestycji w teorii neoklasycznej

Jedną z dwóch podstaw teorii neoklasycznej inwestycji [Jorgenson 1996, s. 184] jest założenie, że przedsiębiorstwo maksymalizuje użyteczność, która jest zdefiniowana szerzej niż zysk. To założenie pochodzi u Jorgensona od Meyera i Kuha [1957, s. 7]. Jorgenson [1963] zakładał m.in., że wszystkie firmy maksymalizują wartość netto. W jego teorii maksymalizacja dochodów przed opodatkowaniem jest jednym z warunków niezbędnych do maksymalizacji wartości netto. W teorii Jorgensona popyt na kapitał, a przy okazji i na inwestycje, fluktuuje tak, aby w konsekwencji maksymalizować wartość netto firmy. Wartość netto (W) oznacza sumę bieżących dochodów po odjęciu wydatków (por. (1)), włączając w to podatki:

$$W = \int_0^{\infty} e^{-rt} [R(t) - D(t)] dt, \quad (1)$$

gdzie: $R(t)$ – dochody przed opodatkowaniem w czasie t ;
 $D(t)$ – podatki bezpośrednie;
 R – stopa procentowa.

Przychody netto (por. (2)) to suma dochodów ze sprzedanych produktów minus koszty pracy i koszty inwestycji. I tak:

$$R = pQ - sL - qI, \quad (2)$$

gdzie: R – przychody netto,
 p – cena produkcji,
 Q – wielkość produkcji,
 s – stawki wynagrodzenia,
 L – ilość zmiennych wejściowych,
 q – ceny dóbr inwestycyjnych,
 I – stopa inwestycji.

Z równania (2) wynika, że w teorii neoklasycznej zyski są bardzo ważną determinantą poziomu inwestycji. Gordon [1993, s. 545] stwierdził, że podmioty podejmują projekty inwestycyjne tylko wówczas, gdy spodziewają się zysków. Pytaniem otwartym pozostaje kwestia, w jakim horyzoncie czasu mają się te zyski pojawić. Firmy w świecie Jorgensona ulegają krótkowzrocznym oczekiwaniom. Jak podaje Precious [1987, s. 12], model inwestycji Jorgensona nie jest prawdziwie intertemporalny. W niniejszym punkcie przedstawiono rolę zysków jako determinanty inwestycji w ramach teorii neoklasycznej reprezentowanej w pracy przez Jorgensona. Wy-

¹⁰ Stanowiło to podstawę do krytyki wysuniętej przez Kaleckiego wobec teorii Keynesa, por. [Zenka 2010].

kazano, że w teorii neoklasycznej popyt na inwestycje maksymalizuje wartość netto firmy, a ta zależy od przychodów netto firmy. Im większe są zyski podmiotu, tym większy jest jego popyt inwestycyjny. Zatem konkludować można, że wzrost zysku wpływa dodatnio na poziom inwestycji w tych ramach teoretycznych. W kolejnym punkcie zostanie omówiona rola zysków w determinowaniu inwestycji w teorii Q Tobina.

6. Zyski jako determinanta inwestycji w teorii Q Tobina

Teoria Q jest pierwszą znaną powszechnie, w której przypisano tak dużą rolę zyskom jako determinancie inwestycji. Alesina i in. [2002] stwierdzili, że ta teoria jest normą podkreślającą rolę zysku jako determinanty inwestycji¹¹. Teoria Q została zbudowana na bazie teorii monetarnej. Tobin [1969, s. 15] planował ustanowić i zilustrować ogólne ramy analizy monetarnej¹². W ramach teorii Q każdy składnik aktywów (np. pieniądze, dobra fizyczne) ma swoją stopę zwrotu r_i ($i = 1, 2, \dots, n$), a każdy sektor gospodarki (np. banki komercyjne, rząd, pozabankowe instytucje finansowe itp.) posiada popyt netto na każde aktyw, który jest funkcją wektora r_i i prawdopodobnie innych zmiennych. Tobin w swojej teorii czyni keynesowskie założenie, że częściowa elastyczność popytu na pieniądź względem dochodu jest pozytywna, ale nie przekracza jednego. Kluczową zmienną w tym modelu jest Q . Jak podał Tobin [1969, s. 19]: „Wartość agregowanego lub branżowego bogactwa może być zależna od cen aktywów, które same w sobie są powiązane z r_i (rynkowymi stopami zwrotu), które są determinowane układem równań. Będzie to prawda w przypadku wszystkich aktywów, których życie przekracza wybrany okres”. Jak stwierdził Tobin [1969, s. 21] – jeśli z czymkolwiek można by powiązać stopę inwestycji (pojmowaną jako prędkość zwiększania przez inwestorów kapitału), byłaby to wartość kapitału w stosunku do jego kosztów – Q . Jeżeli Q jest wartością kapitału w relacji do kosztu jego zastąpienia, a wartość kapitału firmy jest ustalana na giełdzie, gdzie wyniki finansowe firmy mają bardzo ważne znaczenie dla rynków w procesie oceny wartości aktywów, można konkludować, że teoria Q Tobina jest tą, która silnie łączy poziom inwestycji z zyskami firmy. Jeśli wartość kapitału rośnie, rośnie także Q oraz inwestycje. Gdy natomiast wzrasta koszt zastąpienia kapitału, wówczas Q spada i spadają inwestycje. Ważna jest także relacja między wzrostem i spadkiem wartości kapitału i jego kosztu zastąpienia. Jeśli więc zyski rosną, rosną także inwestycje. Wartość Q może być też wyrażona jako:

a) q = marginalny dochód z kapitału / marginalny koszt kapitału,

¹¹ Prawdopodobnie nie znali teorii Kaleckiego, który kilkadziesiąt lat wcześniej podkreślił rolę zysków.

¹² Rozwinął równocześnie teorię inwestycji, która do czasów publikacji Hayashi [1982], była traktowana jako konkurencyjna dla neoklasycznej teorii inwestycji (rozwinętej głównie przez Jorgensona). Hayashi odkrył, że przy wprowadzeniu kosztu dostosowań do teorii neoklasycznej, teoria Q jest z nią równoważna.

- b) q = rynkowa wartość kapitału / koszt odtworzenia kapitału,
 c) jak u Palleya [2001]:

$$q = \frac{P_E K}{K P_K},$$

gdzie: P_E – cena akcji firmy,
 E – liczba wyemitowanych akcji,
 K – liczba dóbr kapitałowych,
 P_K – cena dóbr kapitałowych.

Jeśli poziom Q dla jakiegoś kapitału jest mniejszy niż 1, wówczas inwestycje w ten rodzaj kapitału nie są efektywne. I na odwrót: jeśli wartość Q dla jakiegoś kapitału jest większa niż 1, wówczas inwestycje w ten rodzaj kapitału są efektywne. Teoria Q sprowadziła się według Caballero [1999, s. 817] do stwierdzenia, że inwestycje powinny być rosnącą funkcją przeciętnego Q . Przeciętne Q zawiera w sobie większość informacji o przyszłości, które są istotne dla poziomu inwestycji, włączając w to optymalną ścieżkę produkcji. Wobec tego nowe kanoniczne równanie inwestycji przybrało postać:

$$I = \gamma Q, \quad (3)$$

gdzie γ jest parametrem jednoznacznie dodatnim.

Podsumowując rozważania w tym punkcie, należy nadmienić, że teoria Q była pierwszą powszechnie znaną teorią inwestycji tak silnie podkreślającą rolę zysku. Od czasu jej rozpowszechnienia zyski zostały wprowadzone do wielu empirycznych równań inwestycji¹³. Analiza teorii Q zamyka teoretyczne rozważania na temat roli zysków jako determinanty inwestycji.

7. Podsumowanie

Determinantą inwestycji zagregowanych analizowaną w niniejszej pracy w przekroju wybranych teorii były zyski. U Keynesa krańcowa efektywność kapitału jest bardzo ważnym wyznacznikiem poziomu inwestycji. Do teorii podkreślających znaczenie zysków dla poziomu nakładów inwestycyjnych należy teoria Kaleckiego oraz Q Tobina. W teorii Kaleckiego stopa decyzji inwestycyjnych (określenie zamierzeń inwestycyjnych przedsiębiorców na jednostkę czasu) jest funkcją różnicy przyszłej stopy zysku i stopy procentowej. Podkreślanie przez Kaleckiego niedostępności kapitału wzmacniało w jego teorii rolę zysków. Zyski są także bardzo ważną deter-

¹³ Wyniki wybranych, dotychczas przeprowadzonych badań empirycznych na temat relacji między inwestycjami a zyskami przedstawiono w podrozdziale, własną weryfikację empiryczną istnienia długotrwałej relacji między nakładami inwestycyjnymi a zyskiem oraz wyniki analizy polskiej literatury na temat roli zysków jako determinanty nakładów inwestycyjnych przedstawiono w [Zenka 2010].

minantą poziomu inwestycji w teorii neoklasycznej, której przykładem jest teoria Jorgensona. Im większe są zyski podmiotu, tym większy jest jego popyt inwestycyjny. W teorii Tobina Q jest wartością kapitału w relacji do kosztu jego zastąpienia, a wartość kapitału firmy jest ustalana na giełdzie. Wyniki finansowe firmy mają bardzo ważne znaczenie dla uczestników rynków w procesie oceny wartości aktywów. Zatem omawiana teoria silnie łączy poziom inwestycji z zyskami firmy. Uznać więc należy, że poziom zysków jest w różnych szkołach teorii ekonomii istotną determinantą inwestycji na poziomie makroekonomicznym.

Literatura

- Alesina A., Ardagna S., Perotti R., Schiantarelli F., *Fiscal policy, profits, and investment*, „American Economic Review” 2002, vol. 92, issue 3.
- Alchian A.A., *The rate of interest, Fisher's rate of return over costs and Keynes's internal rate of return*, [w:] *Management of Corporate Capital*, red. E. Solomon, Glencoe 1959.
- Asimakopulos A., *The determination of investment in Keynes's Model*, „Canadian Journal of Economics” 1971, IV, no. 3.
- Blaug M., *Teoria ekonomii, ujęcie retrospektywne*, PWN, Warszawa 2000.
- Caballero R.J., *Aggregate investment*, [w:] *Handbook of Macroeconomics*, red. J.B. Taylor, M. Woodford, Elsevier, North Holland 1999.
- Fried J., *Financial theory and the theory of investment*, [w:] *Can the Free Market Pick Winners? What Determines Investment*, red. P. Davidson, Wyd. M.E. Sharpe, Nowy Jork 1993.
- Gordon R.J., *Macroeconomics*, HarperCollins College Publisher, Nowy Jork 1993.
- Hayashi F., *Tobin's Marginal q and Average q : a neoclassical interpretation*, „Econometrica” 1982, vol. 50.
- Hein E., Ochsens C., *Monetary interest rates, income shares, and investment: theory and empirical evidence for France, Germany, the UK, and the USA*, „Schriftenreihe des Promotionsschwerpunkts” 2000, nr 11.
- Hicks J.R., *Perspektywy ekonomii. Szkice z teorii pieniądza i teorii wzrostu*, PWN, Warszawa 1988.
- Jakimowicz A., *Od Keynesa do teorii chaosu*, PWN, Warszawa 2005.
- Jorgenson D.W., *Capital theory and Investment Behaviour*, „American Economic Review” 1963, vol. 53.
- Jorgenson D.W., *Investment*, vol. 1: *Capital Theory and Investment Behavior*, MIT Press, Cambridge-London 1996.
- Kalecki M., *Dziela*, t. 1: *Kapitalizm*, PWE, Warszawa 1979.
- Keynes J.M., *Ogólna teoria zatrudnienia, procentu i pieniądza*, PWN, Warszawa 2003.
- Kriesler P., *Keynes, Kalecki and The General Theory*, [w:] *A „Second Edition” of the General Theory*, red. G.C. Harcourt, P.A. Riach, Routledge, Londyn 1997.
- Meyer J.R., Kuh E., *The Investment Decision: An Empirical Study*, Harvard University Press, Boston 1957.
- Palley T., *The stock market and investment: another look at the micro-foundations of q theory*, „Cambridge Journal of Economics” 2001, vol. 25.
- Precious M., *Rational Expectations, Non-market Clearing, and Investment Theory*. Clarendon Press, Oxford 1987.
- Tobin J., *A general equilibrium approach to monetary theory*, „Journal of Money, Credit and Banking” 1969, vol. 1.

Zenka D., *Determinanty nakładów inwestycyjnych w działach przetwórstwa przemysłowego w Polsce w latach 1995-2010*, praca doktorska, Uniwersytet Ekonomiczny w Poznaniu, Poznań, 2010.

Zenka-Podlaszewska D., *Information asymmetry and investment in the manufacture of food products and bevarages and in the manufacture of motor vehicles, trailers and semi-trailers*, [w:] *Dimensions of Competitiveness*, red. B. Jankowska, T. Kowalski, M. Pietrzykowski, Wyd. Uniwersytetu Ekonomicznego w Poznaniu, Poznań 2010.

PROFITS AS A DETERMINANT OF INVESTMENT IN THE THEORY OF ECONOMICS

Summary: The article deals with theoretical considerations about the determinants of aggregate investment. Of the entire set of potential variables the profit was selected for detailed analysis. The role of profit in determining the investment is discussed on the example of the theory of the representatives of the major schools of economics.

Keywords: profits, aggregate investment, Keynes, Kalecki, Jorgenson, Tobin.