

TOMASZ GRUSZECKI

PRZEDSIĘBIORSTWO JAKO KAPITAŁ
KAPITAŁ JAKO MAJĄTEK I JAKO FUNDUSZ

Gdy ja używam jakiegoś słowa, oznacza ono dokładnie to, co mu każę oznaczać... nie mniej, nie więcej

Humpty Dumpty

W podręcznikach ekonomii pojęcie kapitału używane jest często jako synonim jednego z czynników produkcji (obok pracy i ziemi), reprezentującego ogół rzeczowych czynników wykorzystanych w przedsiębiorstwie do produkcji, takich jak budynki, maszyny i surowce. Finansiści natomiast, mówiąc o kapitale, mają na myśli ujęcie wartościowe, czyli wartość majątku przedsiębiorstwa, traktowanego jako fundusz, wyrażoną w pieniądzu. Dla uniknięcia nieporozumień warto zaznaczyć, że oba te ujęcia nie są sprzeczne, używane są tylko dla różnych celów. W teorii ekonomii oba ujęcia – kapitał jako majątek i jako fundusz pieniężny – miały swoich zwolenników i można mówić o dwoistej naturze kapitału przedsiębiorstwa.

Dla inwestora przedsiębiorstwo jest kapitałem, który ma mu przynieść zysk. Porównuje on ten zysk z innymi możliwymi zastosowaniami swojego kapitału, np. lokatą w banku czy kupnem obligacji. Przedsiębiorstwo jest

jednak kapitałem o szczególnej postaci. Z jednej strony jest pewnym kompletem czynników produkcji, a więc dóbr kapitałowych, które – ujęte razem – możemy przedstawić jako pewien wolumen kapitału (podobnie jak dochód narodowy możemy przedstawić jako wolumen wytworzonych w danym czasie dóbr i usług). Z drugiej strony kapitał przedsiębiorstw możemy ująć wartościowo – tak, jak to robią księgowi – i wówczas traktowany jest on jako pewien fundusz niezależny od realnych czynników produkcji. Możemy więc powiedzieć, że kapitał przedsiębiorstwa ma dwoistą naturę.

Jeżeli mierząc kapitał mamy na myśli jego wolumen, to kapitał oznacza dobra kapitałowe. Jeśli jednak myślimy o wartości, to kapitał nie oznacza już dóbr fizycznych, ale jest pewnym funduszem (który może być ucieleśniony w dobrach fizycznych w różny sposób). Laureat Nagrody Nobla John R. Hicks zwrócił uwagę¹, że w historii ekonomii byli zarówno zwolennicy kapitału ujmowanego realnie (nazywa ich „materialistami”), jak i ekonomiści konsekwentnie traktujący kapitał jako fundusz².

„Funduszowcami” są na przykład księgowi. Uważają oni, że maszyny i urządzenia nie są kapitałem, lecz majątkiem, który w bilansie przedsiębiorstwa występuje po stronie aktywów. Kapitałem dla księgowego jest wartość umieszczona po stronie pasywów. Z kolei jednak – pisze Hicks – każdy, kto posługuje się funkcją produkcji (w której wielkość produkcji jest funkcją pracy, kapitału i techniki, traktowanych rozłącznie), musi być „materialistą”. Ujęcie takie jest typowe dla mikroekonomii i analizy marginalnej.

Źródła księgowości tkwią w działalności kupieckiej i do dziś kategorie używane w księgowości noszą piętno kupieckiego pochodzenia. Kupiec był pierwszym funduszowcem³. Kupiec myśli o własnym kapitale jako funduszu zainwestowanym w dobra przeznaczone na sprzedaż. W koncepcji funduszo-

¹ *Dawne i nowe spory o pojęcie kapitału*, w: J. R. H i c k s, *Perspektywy ekonomii. Szkice z teorii pieniądza i teorii wzrostu*, Warszawa: PWN 1988, s. 183-203.

² Jako przykład ujęcia „materialistycznego” Hicks cytuje angielskiego ekonomistę E. Cannana, który krytykując A. Smitha, pisał: „[...] o kapitale u Smitha często mówi się tak, jakby to było coś innego niż rzeczywiste dobra” (E. C a n n a n, *A Ewiew of Economic Theory*, London 1929, cyt. za: H i c k s, dz. cyt., s. 188). Do „funduszowców” Hicks zalicza nie tylko Smitha, lecz także wszystkich ekonomistów klasycznych, również K. Marksa (jego słynna definicja: kapitał to wartość, która przynosi wartość dodatkową) i W. S. Jevonsa. Materialistami byli natomiast ekonomiści neoklasycyści – A. Marshall, A. C. Pigou oraz J. B. Clark i L. M. E. Walras. Niektórzy, jak I. Fisher, dostrzegali obie strony problemu. Por.: H i c k s, dz. cyt.

³ Tamże, s. 189.

wej kapitałem się „obraca”, kapitał „krąży”, natomiast dobra fizyczne nie krążą. Hicks pisze, że gdyby cała gospodarka składała się z kupców, to ujęcie kapitału jako funduszu byłoby wystarczające. Tak zresztą było w klasycznej ekonomii⁴.

Takie ujęcie stało się niewystarczające w XIX w., po rewolucji przemysłowej, kiedy powstały wielkie przedsiębiorstwa i kiedy większość kapitału była ulokowana w maszynach i urządzeniach. Produkcji przemysłowej nie można było analizować jako wiązki prostych transakcji kupieckich. Przedsiębiorstwo kapitalistyczne wymagało głębszej analizy. Ekonomia neoklasyczna ściśle zdefiniowała pojęcie *czynników produkcji* i zajęła się ustalaniem ich optymalnej kombinacji ze względu na maksymalizację zysku⁵. Jeśli bowiem twierzymy, że po przekroczeniu pewnego punktu dodatkowe nakłady jednego z czynników produkcji dają najpierw malejące przychody, a w końcu przychody ujemne, to znajdujemy się właśnie na gruncie „materialistycznej”, a nie funduszowej koncepcji kapitału. W tym podejściu mieści się też większość prac z nurtu menedżerskiego na temat obserwacji i opisu zarządzania firmą. Bez tych prac rozwój wiedzy o kierowaniu współczesnymi przedsiębiorstwami nie byłby możliwy.

Ujęcie funduszowe – stale obecne – jest niezastąpione dla współczesnego inwestora, który nie interesuje się zarządzaniem i funkcją produkcji, ale dochodowym efektem lokaty swojego kapitału, traktując go właśnie jako fundusz, który ma mu przynieść zysk. Rozwój rynków kapitałowych, oddzielenie własności od zarządzania i rozpowszechnienie własności akcyjnej powoduje, że ujęcie funduszowe, łącznie z jego wyrafinowanymi technikami

⁴ „Ekonomia klasyczna była ekonomią trójczynnikową. Możemy teraz dostrzec, że triada ta ma korzenie głębsze niż się powszechnie przypuszcza. Praca jest *strumieniem*, ziemia jest *zasobem* [...], ale kapitał nie jest ani strumieniem, ani zasobem – jest *funduszem*” (H i c k s, dz. cyt., s. 191).

⁵ Pojawienie się maszyn i urządzeń, które wykorzystywane były przez dłuższy czas, postawiło księgowych przed poważnym problemem, jak zaksięgować ich wartość w rocznych bilansach. Problem ten nie występował w transakcjach kupieckich, gdzie albo były bezpośrednie koszty zakupu i przychód obliczany po transakcjach, albo zapasy towarów niesprzedanych, które można było zaksięgować po stronie kosztów. Jak jednak postąpić z maszynami i urządzeniami, których koszty trzeba rozłożyć na wiele lat, a bilans robi się co roku? Księgowi wynaleźli rozwiązanie – stawki amortyzacji – ale jest to, do dzisiaj zresztą, rozwiązanie tyle konwencjonalne, co arbitralne. W istocie to przepisy rachunkowe – i podatkowe – określają, co, ile i w jaki sposób można amortyzować, a rządy wydające takie przepisy kierują się nie teorią ekonomii, lecz względami jak najbardziej praktycznymi. Dowodem są na przykład stawki tzw. przyspieszonej amortyzacji, które wprowadzają przecież pewną fikcję w obliczaniu kosztów.

analizy finansowej i teorii inwestowania, staje się coraz bardziej dominujące w literaturze ekonomicznej, zwłaszcza anglosaskiej⁶. Traktowanie kapitału jako funduszu (mającego przynosić zyski) jest konieczne tam, gdzie mamy do czynienia z rynkiem kapitałowym, wyceną przedsiębiorstwa ze względu na dochód, jaki ono przynosi, oraz oceną projektów inwestycyjnych. Dominacja jednak tylko takiego punktu widzenia może prowadzić do podejścia do przedsiębiorstwa wyłącznie w kategoriach spekulacyjnych, do tego, co niektórzy krytycy nazywają złośliwie *casino economics*.

Jakkolwiek sprowadzenie kapitału do wartości pieniężnej, jako uniwersalnego wspólnego mianownika, jest wygodne z punktu widzenia inwestora i elastyczności rynku kapitałowego (ocena *stopy zwrotu z kapitału*), to jednak niesie też groźbę zapomnienia o decydującej, kreatywnej działalności człowieka w procesie pracy i postrzegania działalności produkcyjnej wyłącznie jako operacji inwestycji finansowych, które „same z siebie” przynoszą zysk. Na przestrzeni ostatnich kilkudziesięciu lat obserwujemy coraz większą dominację kategorii finansowych – i autonomizację sektora finansowego, obecnie już w skali globalnej – co staje się problemem gospodarczym, społecznym i politycznym. Należy zaznaczyć, że w teorii ekonomii nie ma – jak dotąd – powszechnie przyjętej teorii kapitału i prezentowane są różne stanowiska; wyraźny jest zwłaszcza rozdźwięk między tradycyjną mikroekonomią (ogląd z punktu widzenia producenta) a podejściem finansowym (ogląd z punktu widzenia zewnętrznego inwestora na rynku kapitałowym).

Teoria produkcji wywodząca się z ekonomii klasycznej (XVIII-XIX w.), zakładająca tylko trzy czynniki produkcji (kapitał, ziemia, praca), w XX w. okazała się niewystarczająca, ponieważ nie uwzględniała coraz wyraźniejszej roli twórczej inwencji człowieka, wyrażającej się w wynalazkach, innowacjach, lepszej organizacji produkcji, metodach wytwarzania (*know-how*) itp.; okazywało się, że te czynniki w decydujący sposób ważą na wartości i pozycji konkurencyjnej. Już A. Marshall (1842-1924), wybitny przedstawiciel ekonomii neoklasycznej, postulował wprowadzenie czwartego czynnika produkcji, jakim jest „organizacja, technika, instytucjonalne urządzenie nowoczesnego przedsiębiorstwa”, oraz zwracał uwagę, że w nowoczesnych gospodarkach nie istnieje rynek kapitałowy dla pracy. W rezultacie we współczesnej rachunkowości wyróżnia się w środkach trwałych obok wartości

⁶ Warto tu zauważyć generalną różnicę w mechanizmach modelu kapitalizmu anglosaskiego i niemieckiego („nadreńskiego”). Por. M. A l b e r t, *Kapitalizm kontra kapitalizm*, Kraków: „Signum” 1994.

materialnych (aktywów) – także wartości niematerialne i prawne (*intangible assets*), takie jak firma i znak firmowy, patenty, *know-how*, reputacja (*goodwill*) itp. W przedsiębiorstwach innowacyjnych, jest to najbardziej wartościowa część aktywów.

Współcześnie przyjmuje się coraz częściej, że istnieje specyficzna forma kapitału – *kapitał ludzki*. W wąskim sensie to pojęcie oznacza nagromadzony przez pracownika zasób wiedzy fachowej, doświadczenia i umiejętności, który umożliwia mu uzyskiwanie większego dochodu na rynku pracy. W szerszym sensie kapitał ludzki odnosi się do całego społeczeństwa (jego kultury i postaw moralnych, wykształcenia, więzi społecznych, wzorów zachowań), które w decydujący sposób wpływa na szanse rozwoju gospodarczego. Pionierem badań nad kapitałem ludzkim jest laureat Nagrody Nobla z ekonomii, G. Becker. Niektórzy mówią też o piątym czynniku – przedsiębiorczości i przedsiębiorcy – który wiąże różne czynniki produkcji w unikalną całość. Takie podejścia pomniejszają w pewien sposób znaczenie kapitału jako głównego czynnika produkcji.

Warto zwrócić uwagę, że o ile podejście do kapitału jako czynników produkcji jest zwrócone w *przeszłość*, to podejście funduszowe jest skierowane w *przyszłość*. Kapitał jako zespół dóbr kapitałowych jest stanem przedsiębiorstwa w danym momencie, natomiast kapitał jako fundusz mówi nam o możliwych wycenach tego kapitału ze względu na przyszłe zyski. Ma to zasadnicze znaczenie dla oceny rynkowej wartości przedsiębiorstwa. Okazuje się, że wartość przyszła kapitału przedsiębiorstwa – jako funduszu – może się zmienić, i to znacznie, **bez materialnej zmiany stanu któregoś z czynników produkcji**, np. przedsiębiorstwo dostaje w trakcie roku ulgę podatkową, o którą się ubiega⁷, lub informacja o słabych wynikach spółki notowanej na giełdzie powoduje spadek jego rynkowej wartości. W niektórych przypadkach, jak to ma miejsce na rozwiniętych rynkach kapitałowych, sama informacja o zamiarach kierownictwa spółki czy wręcz spekulacje personalne mogą powodować spadek czy wzrost kursów akcji, a więc wartości funduszu. Ponieważ samo rozpowszechnianie takich informacji może przynosić korzyść niektórym graczom na giełdzie, może to powodować celowe ma-

⁷ Sytuacja taka miała miejsce w 1993 r. odnośnie do „Wedla”, którego akcje są notowane na giełdzie warszawskiej. Spółka ta ubiegała się o ulgę podatkową już dawniej, na podstawie ustawy o spółkach z udziałem zagranicznym. Decyzja Ministra Finansów o przyznaniu zwolnienia podatkowego została wydana jesienią 1993 r., z ważnością od początku tego roku. Oznaczało to, że zysk netto, a więc i dywidendy, będzie dużo większy. Akcje natychmiast wzrosły w cenie, mimo iż wolumen dóbr kapitałowych przecież się nie zmienił.

nipulowanie takimi informacjami. I tak zresztą nieraz się dzieje. Ujęcie przedsiębiorstwa jako funduszu kapitałowego z jednej strony dostarcza nam dodatkowych informacji o jego **przyszłej wartości**, z drugiej jednak jest narażone na pewną arbitralność ocen i zniekształcenia informacyjne. Jak więc widać, oba te podejścia do kapitału są potrzebne.

THE ENTERPRISE AS A CAPITAL

S u m m a r y

The article is devoted to a discussion and analysis of the two basic meanings of the concept of 'capital': the *material* meaning, understood as a set of economic factors; and the *financial* meaning understood as a financial fund which may be invested in any combination of economic factors. We owe this differentiation to J. R. Hicks (Nobel Prize for economics in 1972). He points to the fact that economists often talk about the capital in two different meanings, which may lead to misunderstandings. In the history of the economic thought also two schools of thinking about the capital may be distinguished: those of 'materialists' and of 'financiers'. This differentiation is crosswise to the classical divisions. Hicks includes economists belonging to the neo-classical school of economics (A. Marshall) in the category of materialists; and both Smith and Marx (with his classical definition of the capital as „*value which profits additional value*”) to financiers. In finance the one-sided approach of the fund capital is the dominant one. The conclusion of the article is that both approaches are useful.

Translated by Tadeusz Karłowicz

Słowa kluczowe: kapitał, zasób, strumień, teoria kapitału.

Key words: capital, capital asset, capital goods, pecuniary resources, stream of capital, theory of capital, financial capital.