

## ХИЛФЕРДИНГОВА АНАЛИЗА ОСНИВАЧКЕ ДОБИТИ

У делу „Финансиски капитал” Хилфердинг даје економску теорију акционарског друштва (1). Његова теорија има за основу Марксову анализу улоге кредита у капиталистичкој привреди. Кредитни систем има за последицу образовање акционарских друштва. Њихов економски и политички значај састоји се у томе што су акционарска друштва омогућила огромно увећање размера производње и предузећа, која су за поједине капитале била немогућа. Акционарска друштва значе укидање капитала као приватне својине у оквиру самог капиталистичког начина производње и претварање стварно активног капиталисте у једноставног управитеља туђег капитала, а власника капитала у просте новчане капиталисте (2). Ове промене су утицале на две основне категорије профита: предузетничку добит и камату. У оквиру акционарског друштва ове категорије се јављају у новом облику: као оснивачка добит и дивиденда. Иако о њима говори, Маркс (3) њих не анализира као посебне економске категорије. То је урадио Хилфердинг у свом делу. Та анализа му је омогућила да доврши економску теорију акционарског друштва, чије је прве елементе дао Маркс.

Међутим при анализи категорије оснивачке добити Хилфердинг не употребљава извесне економске појмове у њиховом правом значењу и због тога долази до формулација, које се не могу примити као тачне. То је нарочито случај са формулом за одређивање величине оснивачке добити. Да би се видело место и значај оснивачке добити у економици акционарског друштва у првом делу чланка излажу се елементи економске теорије акционарског друштва, а у другом делу приказује се Хилфердингова анализа оснивачке добити и критикују непрецизне и нетачне формулације.

### I.

Обично се у економској науци (4) сматра да основна разлика између инокосног предузећа и акционарског друштва лежи у различности организационог облика и у последицама које из тога произилазе. Зато скоро сви аутори, који третирају ово питање, говоре

---

(1) Р. Хилфердинг, Финансиски капитал, Бгд. 1952, глава VII. Акционарско друштво, стр. 105 - 136.

(2) К. Маркс, Капитал III том, Бгд 1948, стр. 369 - 370.

(3) К. Маркс, цит. дело стр. 369 и 371.

(4) Тај став се јасно види у најновијим уџбеницима политичке економије издатим на француском језику: *Traité d'économie politique*, Paris 1951, т. I стр., 539 (дело издато под уредништвом L. Baudin-a), J. Marchal, *Cours d'économie politique*, Paris 1951, т. I, стр. 430.

На исти начин је питање третирано у нашим уџбеницима политичке економије издатим пре рата. На пример А. Јовановић, Народна економија, Бгд. 1936, стр. 87.

о „добрим” и „рђавим” странама акционарских друштава, о њиховим предностима и манана у односу на инокосно предузеће. Међутим, теоретска обрада захтева да се анализирају суштинске економске разлике, које настају као резултат промена изазваних оснивањем акционарских друштава.

На првом месту долази до промене у функцији индустриског капиталисте. „У акционарским друштвима функција је растављена од својине на капиталу” (5). Капиталиста-акционар губи везу са употребом свога капитала у процесу производње и функционише само као прост новчани капиталиста, тј. настоји да из своје својине на капиталу оствари доходак. Он се разликује од новчаног капиталисте, пре свега, у томе што се величина његовог дохотка одређује на други начин. Док је код простог новчаног капиталисте тај доходак унапред одређен кроз каматну стопу и има облик камате на позајмљени капитал, доходак акционара није унапред тачно одређен, он зависи од пословног успеха предузећа и као такав добија облик дивиденде (6). Ако дивиденда није унапред одређена, то не значи да не постоје границе у оквиру којих се она одређује. Горњу границу чини профит предузећа (7), а доњу, општа каматна стопа (8). И у погледу враћања предујмљеног капитала постоји разлика. Док се позајмљени капитал враћа зајмовном капиталисти по истеку унапред одређеног рока, акционарев капитал је дефинитивно потрошен без икакве обавезе друштва да капитал врати. Акционару остаје само право на периодичан доходак у облику дивиденде. Продајом свог права на тај доходак акционар може у свако доба доћи до новчане суме коју је предујмио друштву (9).

Друга разлика акционарског друштва од инокосног предузећа испољава се у томе што у акционарском друштву настају два кретања капитала. Првобитни, предујмљени капитал, који су акционари уплатили, дефинитивно је постао индустријски капитал (10) и даље постоји као такав остварујући своје кружно кретање:  $H-P \dots P'-H'$ . Акционарима остају акције, права на будућу добит предузећа. Те акције имају своју цену, јер у капиталистичком дру-

(5) К. Маркс, цит. дело, стр. 369.

(6) Појам дивиденде употребљава се у економској литератури у два значења. В. објашњење доцније у чланку. Овде је појам употребљен у смислу износа дивиденде.

(7) То не искључује могућност да сума исплаћених дивиденди буде виша од остварених профита. Такви случајеви настају када се дивиденда исплаћује из друштвене резерве, или ако се плаћа фиктивна дивиденда.

(8) Она је нешто повећана због извесног ризика, који сноси акционар улагањем капитала у акцију, која доноси неизвесан доходак за разлику од утврђеног дохотка, који се добија улагањем капитала у папире са сталном каматном стопом.

(9) То не значи да се сума, која је предујмљена, и сума, која је добијена продајом акције, морају подударити.

(10) Претпоставља се да се ради о индустриском акционарском друштву. Уколико се ради о акционарском друштву у области трговине или банкарства капитал који се предујмљује при њиховом оснивању добија дефинитивно осамостаљени облик као трговачки или банковни капитал.

штву сваки преносиви периодични доходак добија цену, која је равна износу дохотка капитализованом по владајућој каматној стопи (11). Изгледа као да се у ценама тих акција садржи други капитал, „акцијски“ капитал, чије се кретање испољава као продаја и куповина тих права на доходак:  $A - N_2 - A$ . Међутим то није никакав капитал, јер не функционише као капитал, то је само цена дохотка и због тога Маркс га назива фиктивним капиталом (12).

Цена акције је независна од стварног, индустриског капитала, који функционише. Пошто је акција упутница на део приноса предузећа, то она зависи: прво, од величине профита који на њу долази (дивиденда) и друго, од опште каматне стопе. На тај начин акција има две цене: номиналну, која је означена на самој акцији (13), и тржишну, која се изражава кроз курс акције и по којој се акција продаје. Тржишна цена акције само је утолико везана са производним капиталом (14), што курс акције не може пасти ниже од оног дела вредности који код стечаја предузећа долази на акцију као аликвотни део масе по измирењу свих других потраживања, Зато колебања курсева акције не дирају стварно функционишући капитал. Кружна кретања функционишућег капитала и акциског капитала су независна једна од других, иако имају исту полазну тачку. Она се заједнички могу приказати помоћу следеће шеме (15):

$$\begin{array}{c} A - N_1 - P \dots P' - N'_1 \\ \downarrow \\ N_2 - A \end{array}$$

Следећа разлика у односу на индивидуално предузеће огледа се у новим облицима кроз које се јавља профит. Док је код инокосног предузећа профит имао облик камате и предузетничке добити, у акционарском друштву основна економска категорија је дивиденда. Док акционарско друштво не постане општи облик и док се не развије трговина акцијама, у дивиденди је садржана и предузетничка добит и камата (16). Међутим настаје тенденција да се дивиденда

(11) Образац за израчунавање цене периодичног дохотка добија се на основу простог интересног рачуна и једнак је стотруком дохотку подељеном каматном стопом. Ако је  $A$  цена дохотка,  $d$  доходак, и  $i$  каматна стопа, добијамо образац  $A = 100 d/i$ .

(12) К. Маркс, цит. дело, стр. 406: „Образовање фиктивног капитала назива се капитализовати. Сваки приход који се редовно понавља капитализује се тако што се он израчунава према просечној каматној стопи, као износ који би одбацио неки капитал позајмљен по тој каматној стопи.“

(13) Номинални износ акције не мора да значи капитал који је стварно уплаћен. Код емисије изнад паритета уплаћује се више капитала него што је номинално означено, а код тзв. квалификованог оснивања, када се при оснивању унесе стварна улагања (не новац), номинални износ зависи од процењене вредности, а не од стварне. У неким земљама (САД, Белгија) постоје акције без номиналне цене.

(14) В. примедбу под (10).

(15) Р. Хилфердинг, цит. дело стр. 112. Разлика од Хилфердингове шеме је у томе што је из шеме искључена оснивачка добит. По Хилфердингу она се садржи у предујмљеном капиталу  $A$ , који се раставља на капитал који функционише  $N_1$  и оснивачку добит  $p$ . То међутим, није тачно, јер се она остварује кроз кретање акције и садржи се у  $N_2$ .

(16) К. Маркс, цит. дело стр. 369.

сведе на камату. Слободни новчани капитали појављују се као капитали који траже пласман било у акције, било као зајмовни капитали са сталном и одређеном каматном стопом. Конкуренција око ових различитих могућности пласирања доводи до тенденције да се цена акције сведе на цену пласмана са сталном каматом. То значи редукација дивиденде као категорије која садржи камату и предузетничку добит, само на камату. Приход акционара од индустриског профита има тенденцију да се сведе на камату. Тај процес омогућава развитак система акција и трговину њима преко ефектне берзе.

Предузетничка добит добија сада нови облик независан од дивиденде. Док је у оквиру дивиденде она била текући приход, годишњи, периодичан доходак, сада се она капитализује, она добија свој посебан облик у категорији оснивачке или емисионе добити. Капитализовање се врши по истим законима, који у капитализму важе за претварање периодичних доходака у њихову цену. То значи да се оснивачка добит појављује као цена предузетничке добити капитализоване по општој каматној стопи. На тај начин оснивачи акционарског друштва наплаћују предузетничку добит једном заувек, а не као периодичан доходак.

Према томе, основне економске разлике између инокосног предузећа и акционарског друштва састоје се: 1) у ослобађању индустриског капиталисте од функције индустриског предузетника, 2) у настајању фиктивног, акциског капитала и 3) у образовању доходака у облику дивиденде и оснивачке добити. Оне сачињавају суштину економске теорије акционарског друштва, коју је започео Маркс својом анализом у III књизи „Капитала“ а коју је развио и формулисао Хилфердинг (17).

## II.

За анализу оснивачке добити као посебне економске категорије узећемо Хилфердингов пример у коме је дата њена суштина (18), тј. да је она капитализована предузетничка добит.

„Узмимо једно индустриско предузеће са милион марака капитала. Просечан профит нека износи 15%, а општа каматна стопа

(17) Р. Хилфердинг, цит. дело стр. 113.

(18) Не обрађује се питање облика у којима се јавља оснивачка добит. Већ из самог назива категорије излази да се она јавља у свим стадијима живота акционарског друштва, у којима се врши емисија акција (напр. оснивање, реорганизација, повишење основног капитала итд.). Најчешће се реализује кроз продају акције са ажијом — напр. ако акција од 100 има курс од 193, ажија од 93 претставља износ оснивачке добити који пада на акцију. Међутим он може настати и при продаји акције ал пари. То је случај када се акционарима предузећа, које доноси високу дивиденду, издају бесплатне акције. То изазива пад њиховог курса на номиналан износ или чак и испод њега (тада се говори о „разводњавању“). Продајом тих бесплатних акција реализује се оснивачка добит. Чест је случај приликом тзв. квалификованог оснивања да се врши висока процена стварних улагања — апора — приликом уношења у акционарско друштво. Разлика између стварне вредности унетог капитала и номиналног износа добијених акција садржи у себи исто тако оснивачку добит.

5%.. Предузеће доноси профит од 150000 М. Сума пак од 150000 М имаће, као годишњи доходак капитализован по 5%, цену од 3000000 М. Разуме се, новчани капитал би по 5% хтео преузети само папире који доносе сталну камату. Али ако узмемо високу премију на ризик, рецимо од 2%, затим управне трошкове, тантијеме итд. који ће се морати подмирити из профита предузећа, и који су у приватном предузећу насупрот акционарском друштву остали уштеђени, и ако стога узмемо смањење расположивог профита за 20000 М, онда ће се моћи поделити 130000 М, које треба акционарима да пруже укамаћење од 7%. Цена акција равна је тада 1857143, рецимо округло 1900000 М. Но да би се произвео профит од 150000 М, потребан је капитал само од 1 милион марака, 900000 М је слободно; ових 900000 М произилазе из претварања капитала који доноси профит у каматоносни капитал (који доноси дивиденду). Не узимајући у обзир веће управне трошкове који произилазе из облика акционарског друштва и смањују профит, овај износ од 900000 М је једнак разлици између износа капитализованог по 15% и износа капитализованог по 7%, дакле између капитала који даје просечну профитну стопу, и капитала који даје просечну камату. Сва разлика се јавља као „оснивачка добит“ („Gründergewinn“), извор добити који произилази само из претварања капитала који доноси профит у облик каматоносног капитала“ (19).

„Посматрамо ли сад формулу за оснивачку добит (Од), долазимо до следећег — ако означимо просечни профит са п, дивиденду са д, а принос предузећа са П и ако се потсетимо, да је капитал једнак стотрукој камати подељеној с каматном стопом:

$$\text{Од} = \frac{100\Pi}{\text{д}} - \frac{100\Pi}{\text{п}} \quad (20)$$

У ова два става Хилфердинг даје дефиницију оснивачке добити, објашњава њен настанак и одређује факторе од којих зависи њена величина.

Овој анализи се могу учинити две замерке. Прва се односи на прецизност формулација и правилну употребу појмова, а друга на питање да ли је просечни профит чинилац који утиче на одређивање величине оснивачке добити.

Што се тиче прецизности формулација замерка се односи, пре свега, на употребу појмова приноса предузећа, просечног профита и просечне профитне стопе. Хилфердинг претпоставља у свом примеру да акционарско друштво, о коме је реч, остварује просечни профит. То значи да је принос тог предузећа једнак просечном профиту. У његовом примеру је то износ од 150000 М. Интересантно је да Хилфердинг говори о том приносу као профиту (Profit), а израз просечни профит (Durchschnittsprofit) употребљава за стопу од 15%, која је у ствари просечна профитна стопа (Durchschnittsprofitrate). При крају првог става употребљен је израз просечна профитна

(19) Р. Хилфердинг, цит. дело стр. 110.

(20) Р. Хилфердинг, цит. дело стр. 113.

стопа за стопу од 15%. Ово мешање просечног профита и просечне профитне стопе срећемо и на стр. 187 „Финансиског капитала“, само се тамо категорија просечног профита означаје као просечна профитна стопа. Ово мешање појмова просечног профита и просечне профитне стопе не може се примити, јер то нису идентични појмови. Просечни профит је „профит који саобразно општој профитној стопи пада на неки капитал дате величине, ма какав му био органски састав“ (21). По Марксу је просечан профит, ако се бројно изрази, апсолутан број. Дакле, 150000 М, а не 15%. Просечна профитна стопа изражава процентни однос. То значи да у цитираним ставовима свуда појам просечног профита треба заменити изразом просечна профитна стопа. Тамо где се говори о приносу предузећа и профиту говори се уствари и о просечном профиту.

Непрецизност у употреби појмова огледа се и код употребе појма дивиденде. Као што је истакнуто, под појмом дивиденде подразумевају се две ствари: прво, апсолутан износ дела добити предузећа који отпада на акцију, и друго, процентни однос између тог дела добити, коју предузеће дели и номиналног износа акције (22). У Хилфердинговом примеру овим појмовима дивиденде одговарају износи од 150000 односно 130000 М и за процентни однос стопа од 15 односно 13%. У пример се уводи стопа за капитализацију профита од 7%. Ову стопу Хилфердинг одмах не именује. У доцнијем излагању он је узима са општом каматном стопом, јер је она уствари каматна стопа од 5% плус премија на ризик од 2%. Она је процентни однос дохотка који даје акција према њеној тржишној цени и као таква означава рандман акције (23). Међутим, већ у првом ставу Хилфердинг и тај однос подводи под појам дивиденде. На тај начин се у обраспу за одређивање величине оснивачке добити потпуно изгубила каматна стопа као фактор, и замењена је појмом дивиденде, који не може да се прихвати. Ако би се овај појам задржао, он би довео до тога да би се као фактори за одређивање величине оснивачке добити морали да узму дивиденда (у значењу профита) и дивиденда (у значењу опште каматне стопе). Уместо да објасни настанак оснивачке добити, овај појам отежава њено разумевање. Ни сам Хилфердинг нигде доцније не употребљава појам дивиденде у

(21) К. Маркс, цит. дело стр. 119.

(22) Хилфердинг употребљава појам дивиденде у оба значења, што се види на примеру који даје у цитираном делу на стр. 115, прим. (10). На стр. 117 изричито дефинише дивиденду као апсолутан износ: „Дивиденда је првобитно једнака камати плус премија на ризик.“

(23) Тај се однос у економској литератури означава именом „рендита“. Да се ради о том односу може се рачунски доказати на цитираном примеру: Тржишна вредност акције, чији је номинални износ 1 000 М, износи 1 900 М. њен принос је 130 М, тада је рендита —  $\frac{130}{1900}$ -ни однос приноса и курса акције — једнака  $100 \times \frac{130}{1900}$ , што има као резултат 7% (приближно). Пошто је рендита уствари појам који је изведен из опште каматне стопе и због конкуренције на тржишту капитала тежи да се са том каматном стопом изједначи, то при објашњењу фактора који одређују оснивачку добит није потребна, јер само прикрива одлучујући значај опште каматне стопе.

овом значењу — као преображена општа каматна стопа —, већ увек говори о каматној стопи. Због тога је логично да се у формули за одређивање величине оснивачке добити појам дивиденде  $d$ , замени са појмом каматне стопе  $i'$ .

На основу ових примедба у погледу употребе економских појмова, Хилфердингова формула оснивачке добити мора се поправити и она гласи:

$$\text{Од} = \frac{100 \text{ пф}}{i'} - \frac{100 \text{ пф}}{\text{пф}'}$$

У њој  $\text{пф}$  означава просечан профит,  $\text{пф}'$  просечну профитну стопу, а  $i'$  општу каматну стопу. Из ње излази да су фактори који одређују оснивачку добит просечни профит и општа каматна стопа. Ову формулацију налазимо и на стр. 187 „Финансиског капитала“, где Хилфердинг каже: „просечан профит минус камата одређује предузетничку добит, која капитализована по датој каматној стопи образује оснивачку добит.“ (Дивиденда се не помиње ни у једном значењу.)

Друга замерка се односи на питање да ли величину оснивачке добити одређује просечан профит или индивидуалан профит. Хилфердинг је претпоставио да акционарско друштво остварује просечан профит (в. у почетку првог става), па је ту претпоставку претворио у фактор који одређује величину оснивачке добити. Међутим, да би се могла реализовати оснивачка добит код акционарског друштва није потребно да оно остварује просечан профит. Довољно је да остварени профит буде виши од камате, коју би капитал дао када би се пласирао са сталном каматном стопом. Разлика између профита и камате претставља тада предузетничку добит. Ако се ова капитализује на основу дате каматне стопе добија се оснивачка добит. На више места у „Финансиском капиталу“ Хилфердинг даје овакво схватање оснивачке добити: „Оснивачка добит у економском смислу речи може исто тако да се постигне и код сваког повишења капитала постојећих акционарских друштава под претпоставком да њихов принос одбацује више него голу камату“ (подвукао М. С.) (стр. 135); „Различност профитних стопа појављује се овде у различној висини оснивачке добити“ (стр. 203); „Оснивачка добит је овде још већа, јер предузеће искоришћавањем патената остварује екстрапрофит који се наравно такође капитализује“ (стр. 115) (24).

Ови цитати показују да ни Хилфердинг не може заобићи чињеницу да просечан профит није одлучујућа категорија за одређивање оснивачке добити. Довољно је да индивидуални профит буде виши од камате („принос виши него гола камата“), па да се

(24) У истом смислу и на стр. 247: „Овај повишени профит може да буде капитализован и образује оснивачку добит.“

створе услови за настанак оснивачке добити. Други цитат показује да су различите величине оснивачке добити условљене разликом индивидуалних профитних стопа. Ради се о индивидуалним стопама, јер само оне могу бити различите у датом моменту. Хилфердинг је дошао до таквог закључка чим је анализирао примере у којима није претпостављен просечан профит. Према томе у анализи оснивачке добити није потребна претпоставка просечног профита. Целокупна анализа може се извести из појма индивидуалног профита. То је у потпуном складу са законом по коме се тржишна вредност акције колеба са висином индивидуалног приноса с једне стране, и са висином постојеће каматне стопе с друге стране (25).

Стога, горе изнета формула оснивачке добити остаје иста али  $пф$  означава индивидуални профит, а  $пф'$  индивидуалну профитну стопу. Према томе, категорија оснивачке добити одређује се делом профита који сачињава предузетничку добит предузећа и општом каматном стопом, по којој се тај део капитализује.

*Милош Самарџија*

---

(25) К. Маркс, цит. дело. стр. 407.