

Dr MARJAN SENJUR

## TEORETSKI PROBLEMI SAMOFINANCIRANJA PROŠIRENE REPRODUKCIJE

### 1. UVOD

S aspekta financiranja proširene reprodukcije, postoje tri moguća čista sistemska rješenja: tržište kapitala, društveni investicijski fondovi i samofinanciranje. Jugoslovenska zajednica nikada nije bila indiferentna prema tim institucionalnim oblicima, jer je bila uvjerenjena da su neka institucionalna rješenja u skladu s odnosima proizvodnje a druga nisu. Kod nas, u Jugoslaviji, postoji šire prihvaćeno uvjerenje da sistem samofinanciranja, kao privredno sistemsko rješenje, najviše odgovara odnosima proizvodnje samoupravne socijalističke privrede. Unatoč takvom pozitivnom normativnom stavu prema samofinanciranju s aspekta odnosa proizvodnje (samoupravljanja), samofinanciranje kao ekonomski sistem proširene reprodukcije i njegov uticaj na ekonomsku efikasnost i na privredni razvoj u našoj literaturi nije dovoljno analizirano.

Mi nećemo sada ulaziti u raspravu o tome da li i kako postoji međuzavisnost između samofinanciranja i samoupravljanja. Ovdje, u ovom radu, prihvaćamo gornju tezu kao radnu hipotezu od koje polazimo. Polaziti ćemo od pretpostavke potpunog sistema samofinanciranja, odnosno da je samofinanciranje dominantan oblik i mi ćemo ga postaviti kao osnovni model financiranja proširene reprodukcije. Onda ćemo posmatrati kakve su karakteristike privrede u takvom institucionalnom rešenju. Naročito će nas interesirati pitanja koja su značajna za privredni razvoj.

Mada postoje različite definicije samofinanciranja (zavisno od nivoa posmatranja može se govoriti o samofinanciranju reprodukcije sektora privrede i o samofinanciranju reprodukcije osnovnih i/ili složenih organizacija udruženog rada), mi ćemo samofinanciranje definirati s aspekta robnog proizvođača (poduzeća) kao sistem u

kome poduzeće financira sopstvene investicije sopstvenom akumulacijom.

Za sistem samofinanciranja je karakteristično da se sav proces akumuliranja obavlja u privrednim organizacijama i da to daje pečat sistemu akumuliranja. Za privrednu organizaciju je karakteristično da je njena najznačajnija funkcija da stiče dohodak pomoću proizvodnje upotrebnih vrednosti. Njena djelatnost je proizvodnja i to proizvodnja koja donosi što veći dohodak. Zbog toga je privredna organizacija usmjerena u investicije kao sredstvo za povećanje proizvodnih kapaciteta. Ona akumulira zbog toga što joj akumulacija omogućava investicije.

U sistemu samofinanciranja je ekonomski motiv za akumulaciju izražen efikasnošću investicija. Ne postoji ekonomski motiv za akumulaciju samu, kao takvu, već je ovaj motiv izveden iz ekonomskog motiva investicije. Zbog toga, u takvom sistemu nema akumulacije privrednih subjekata koji ne planiraju neku investiciju, odnosno uopće ne investiraju. Ne akumulira onaj koji može, već onaj koji hoće da investira.<sup>1</sup>

Takav polazni stav sasvim mijenja ulogu akumulacije u privrednom sistemu: akumulacija zavisi od investicijskih planova privrednih organizacija, a ne od sklonosti ka štednji — što su, inače, tvrdile nekadašnje teorije štednje.

## 2. MODEL PRIVREDNOG RASTA U SISTEMU SAMOFINANCIRANJA

2.01. U sistemu samofinanciranja proširene reprodukcije je višak proizvoda najznačajnija determinanta akumulacije. Tvrdit ćemo da je stopa akumulacije funkcija udjela viška proizvoda u narodnom dohotku. Nema više govora o sklonosti pojedinaca ka štednji, njihovom psihološkom presuđivanju i optimiziranju. Glavni dio akumulacije je poduzetnički; organizacije udruženog rada su institucionalna forma za akumuliranje i, u prvom redu, za investiranje. Aktivan partner u privredi je poduzeće, pod pretpostavkom da je sposobno realizirati svoje planove. Pojedinač-potrošač je pasivan element u procesu proširene reprodukcije.

Štednja ne određuje visine investicija, već važi obrnuto. Potrebe za investicijama određuju visinu potrebne akumulacije.<sup>2</sup> Stopa

<sup>1</sup> Time je sužena osnova izvora akumulacije. To može u određenoj mjeri objasniti neke, mada ne sve, karakteristike pitanja sistema akumuliranja u nas. Ukoliko nema dobrih investicijskih projekata, nema ni sklonosti ka akumulaciji; ili, ako o investicijama odlučuju DPZ, onda privredne OUR nemaju interesa da akumuliraju za takve investicije. Ili, ako je moguće investicije financirati jeftinije, drugačije nego sopstvenom akumulacijom, biće niža sklonost ka akumuliranju u privrednim organizacijama.

<sup>2</sup> Relativna nezavisnost investicija od akumulacije važi samo za određen raspon veličine investicija. Ovaj raspon je veći u uslovima nezaposlenosti faktora proizvodnje i smanjuje se u uslovima pune zaposlenosti. Kada investicije prestupe određenu granicu veličine, ne mogu se financirati bez potresa u privrednom i političkom životu.

investicija je u našem modelu određena eksogeno, bilo s planom ili po nagonu poduzetnika („animal spirit“)<sup>3</sup>, ili uslovljeno društvenom klimom ili društveno ekonomskim sistemom, koji stimulira investiranje. Prvo su određene investicije, tek onda se traži akumulacija za financiranje investicija.

2.02. Proizilazi da važi sledeći funkcijski odnos:

$$s = f(D/Y), \quad \dots (1)$$

Stopa akumulacije  $s$  je funkcija udjela dobiti u nacionalnom dohotku ( $D/Y$ ), budući da poduzeća financiraju investicije iz dobiti. Kada poduzeća planiraju investicije, moraju da planiraju i dobit. Zbog toga važi:

$$D/Y = g(I/Y). \quad \dots (2)$$

Udjel dobiti u nacionalnom dohotku je funkcija udjela investicija u nacionalnom dohotku.

Pretpostavka o samofinanciranju proširene reprodukcije će dovesti do promena u najjednostavnijem modelu rasta koji inače poznajemo kao proizvodno kapitalni model ili Harrod-Domarov model.

Polazimo od gornjih funkcijskih odnosa i od dohodovnih jednakosti:

$$Y = W + D$$

$$I = S$$

$$S = S_c = s_c D,$$

$Y$  = narodni dohodak,  $S = S_c$  — sva akumulacija je poduzetnička,  $W$  = ukupni lični dohoci,  $D$  = poduzetnička dobit,  $s_c$  = stopa akumulacije iz poduzetničke dobiti.

Neka se investira s ciljem da se poveća dohodak:

$$\Delta Y = (1/v) I, \quad (3)$$

gde je „ $v$ “ kapitalni koeficijent. Zbog

$$I = S = s_c D$$

proizilazi

$$\frac{D}{Y} = \frac{1}{s_c} \frac{I}{Y} \quad (4)$$

( $1/s_c$ ) je multiplikator. Označimo udjel dobiti u narodnom dohotku sa  $d$ :  $D/Y = d$ .

<sup>3</sup> Ovaj izraz je upotrebila Joan Robinson. (1956).

Značajno je pomenuti da je stopa investicija ( $I/Y$ ) nezavisna varijabla, a  $D/Y$  zavisna.

Stavimo u (4) relaciju (3):

$$d = \frac{1}{s_c} \frac{v \Delta Y}{Y}$$

Dobijamo stopu rasta ( $r$ ):

$$r = \frac{\Delta Y}{Y} = \frac{s_c d}{v} \quad (5)$$

Ovaj model veoma liči na ideje Kaleckog (Kalecki 1971, esej 1 i 3) i kembričkog modela rasta (Kaldor 1955—6; Pasinetti 1961—2). Ono što je najznačajnije pri tome jest da je jednačina rasta u relaciji (5) skoro identična jednačini rasta koju bismo dobili za Marksov model rasta (Senjur 1976).<sup>4</sup>

### 3. USKLAĐIVANJE INVESTICIJA I AKUMULACIJE U SISTEMU SAMOFINANCIRANJA

3.01. Kada je u privredi ravnoteža, planirane investicije i planirana akumulacija su jednake i odgovarajući udjel dobiti u nacionalnom dohotku je zbog toga ravnotežan. Globalna raspodela nacionalnog dohotka je ravnotežna. Činjenica je da je ravnoteža fikcija, više pomoćno sredstvo analize nego stvarno stanje. Zbog toga je nužno posmatrati neravnotežan položaj, kada su planirane investicije različite od planirane akumulacije. U takvim uslovima je nužan usklađujući mehanizam, koji će izjednačivati *ex ante* investicije i *ex ante* akumulaciju. Na neki način do jednakosti mora doći. Vidjećemo jedan usklađujući mehanizam, koji je karakterističan za sistem samofinanciranja.<sup>5</sup>

Polazimo od teze da je akumulacija funkcija udjela poduzetničke dobiti u nacionalnom dohotku (odnos (1)). Ako akumulacija ne odgovara investicijskim potrebama, onda i udjel dobiti u nacional-

<sup>4</sup> To nas, u stvari, ne iznenađuje kada se podsjetimo da je Marks u čuvenim shemama reprodukcije u drugoj knjigi Kapitala upotrebljavao samofinanciranje odjeljaka kao metod financiranja proširene reprodukcije. I stopa rasta u odnosu (5) polazi od pretpostavke o samofinanciranju investicija iz sopstvene dobiti.

<sup>5</sup> Potreba za usklađujućim mehanizmom u sistemu samofinanciranja vidljiva je i iz Marksovih shema proširene reprodukcije. Marks je upotrebio kao usklađujući mehanizam investicijsko ponašanje kapitalista u drugom odjeljku. Bilo kakve bile investicije u prvom odjeljku, investicije u drugom odjeljku se moraju prilagoditi da se osigura ravnoteža. U Marksovim shemama proširene reprodukcije su kapitalisti 1. odjeljka odgovorni za stopu investicija i stopu rasta privrede, kapitalisti 2. odjeljka su, pak, odgovorni za ravnotežu u privredi.

nom dohotku ne odgovara. Interesuje nas na kakav način neusklađenost akumulacije i investicija utiče na udjel dobiti, koji će u povratnoj sprezi uticati na stopu akumulacije.

Najprije dajemo funkcijski odnos usklađujućeg mehanizma, koji ćemo onda verbalno obrazložiti i grafički predočiti.

$$\frac{d}{dt} \left( \frac{D}{Y} \right) = h \left( \frac{I}{Y} - \frac{S}{Y} \right) \quad (6)^6$$

$$h(0) = 0$$

$$h'(\cdot) > 0.$$

Odnos (6) daje hipotezu da se udjel dobiti ( $D/Y$ ) promjenjuje jer (odnosno kada) investicije i akumulacija nisu usklađene. Razlika između stope investicija i stope akumulacije će uticati na promjenu udjela dobiti. Ako je ova razlika pozitivna (akumulacija je nedovoljna), udjel dobiti će rasti ( $h'(\cdot) > 0$ ). I obrnuto. Ako akumulacija prekoračuje potrebe investicija, udjel dobiti u nacionalnom dohotku će padati.

Razlika među *ex ante* investicijama i *ex ante* akumulaciju će uticati na kretanje udjela dobiti u nacionalnom dohotku, koji će natrag uticati na akumulaciju na takav način da će se zatvoriti razmak (gap) među *ex ante* investicijama i akumulacijom (jer je  $S=f(D)$ ).

Kao ilustraciju takvog mehanizma, pokazat ćemo djelovanje jednostavnog modela (uporedi Thirwall 1976, str. 35), koji služi našoj namjeri. U stvarnosti su odnosi svakako komplikovaniji.

$$S = s_c D$$

$$S_t = S_c (Y_t - W_t)$$

$$S_t = s_c (Y_0 e^{pt} - W_0 e^{wt})$$

$$\left[ \frac{S}{Y} \right]_t = s_c \frac{W_0}{Y_0} e^{(w-p)t} \quad (7)$$

Stopa akumulacije ( $s_t$ ) je zavisna od udjela ličnih dohodaka u nacionalnom dohotku, koji je dalje zavisan od početnog razmjera između ličnih dohodaka i nacionalnog dohotka ( $W_0/Y_0$ ) i od relativnog porasta nominalnog dohotka, odnosno indeksa nivoa cena ( $p$ ) i

<sup>6</sup> (6) je diferencijalna jednačina. Njeno rješenje, s obzirom na ravnotežan  $D/Y$ , pokazuje da je jedini uslov za stabilnost diferencijalne jednačbe da važi

$$\frac{d(I/Y)}{d(D/Y)} < \frac{d(S/Y)}{d(D/Y)},$$

što znači da mora biti reakcija promenljive  $I/Y$  na odstupanja  $D/Y$  od ravnoteže manja od slične reakcije promenljive  $S/Y$  (Pasinetti 1962 u Sen 1970, str. 104).

od stope rasta nominalnih ličnih dohodaka ( $w$ ). To važi kada je  $s_c$  konstantan. Možemo očekivati da će biti  $s_c$  veća, kada važi  $I > S$ . Ali, to nije suštinski bitno. Za sistem samofinanciranja je suštinski bitno da će poduzeća pokušati povećati cijene kada su *ex ante* investicije veće od *ex ante* akumulacije i da će to preko uticaja na udjel dobiti (odnosno ličnih dohodaka) u nacionalnom dohotku utjecati na opću stopu akumulacije ( $s_t$ ). Cijene su u ovom sistemu instrument usklađivanja na dugi rok.

Uzmimo da je stopa nominalnog rasta ličnih dohodaka jednaka  $w = a + \alpha(p)$ , gdje je „ $a$ “ stopa autonomnog rasta ličnih dohodaka i „ $\alpha$ “ je koeficijent ličnih dohodaka i cijena. Gornju jednačinu sad možemo zapisati:

$$\left[ \frac{S}{Y} \right]_{t = s_c} = \left( \frac{W_0}{Y_0} \right) e^{p(\alpha-1)t+at} \quad (8)$$

Ako posmatramo potrebno povećanje stope inflacije tada se stopa akumulacije podiže za određeni iznos pa odatle diferenciramo jednačinu (8) s obzirom na  $p$  i dobijamo:

$$\frac{\gamma(S/Y)}{\gamma p} = (\alpha-1)t \left( \frac{W_0}{Y_0} \right) e^{p(\alpha-1)t+at} \quad (9)$$

Promjena u stopi štednje ( $s_t$ ) s obzirom na promjene u stopi inflacije ( $p$ ) zavisi od tri faktora: (1) koeficijenta nadnica i plata ( $\alpha$ ), (2) početnog učešća ličnih dohodaka u društvenom dohotku ( $W_0/Y_0$ ) i (3) stope inflacije i autonomnog povećavanja ličnih dohodaka, koja već postoji ( $p$  i  $a$ ). Iz jednačine (9) se jasno vidi da ne može biti redistribucijskog efekta na štednju zbog dodatne inflacije kada je  $\alpha = 1$ , to znači tada kada se lični dohoci odmah i u cjelini prilagođavaju stopi inflacije.

Pogledajmo još i grafičku sliku procesa usklađivanja.<sup>7</sup>

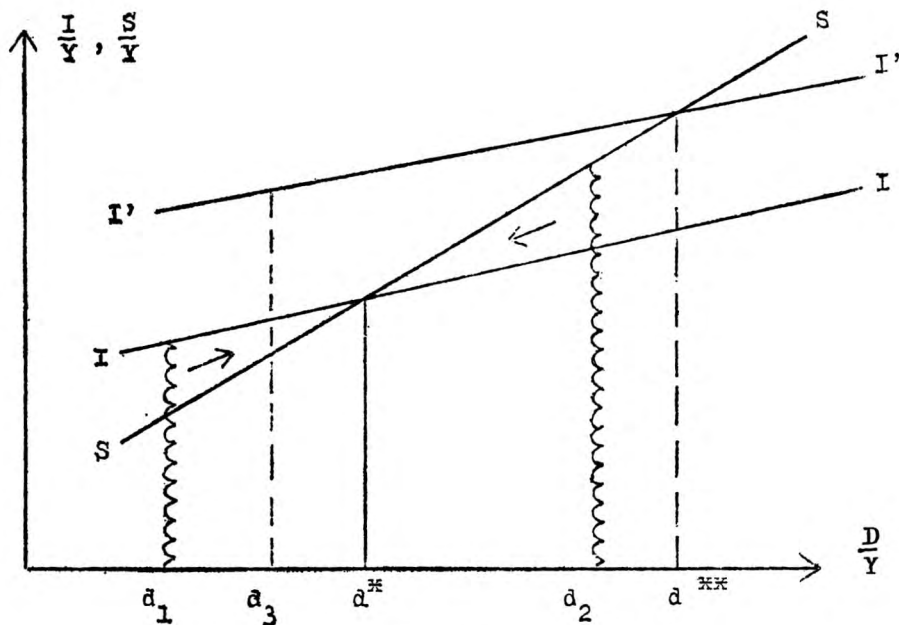
U grafikonu su  $I/Y$  i  $S/Y$  nanijeti na vertikalnu osovinu nasuprot  $D/Y$ , koji je nanijet na horizontalnu osovinu.  $I/Y$  je u grafikonu horizontalna crta, jer je po pretpostavci eksogeno dat, variabla  $S/Y$  je rastuća funkcija variable  $D/Y$  (udjel dobiti).

Ako  $D/Y$  nije u početku u presjeku kriva  $I/Y$  i  $S/Y$ , strelice pokazuju da će se udio dobiti ( $D/Y$ ) menjati tako da će se planirane investicije izjednačiti sa planiranom akumulacijom. Ovaj proces ostvaruje se pomoću mehanizma pritiska viška ponude i viška tražnje na fleksibilne cijene proizvoda.

Usklađivanje se obavlja u okviru razmaka koji je određen u gornjoj granici ( $d_2$ ) s revoltom radnika protiv daljeg porasta akumulacije na račun potrošnje i gde je donja granica ( $d_1$ ) određena nekakvom minimalnom akumulacijom do koje poduzeće i društvo

<sup>7</sup> Grafikon je u osnovi uzet iz knjige Harcourt 1972. (str. 20—9). Proširenje koje je dato u tekstu ne nalazi se u pomenutoj knjizi.

još mogu da idu bez poremećaja i intervencije u proširenoj reprodukciji.



Grafikon 1

U položaju presečišta akumulacijske i investicijske funkcije (u tački  $d^+$ ) cijene će biti stabilne. Udjel dobiti će biti ravnotežan. Ako se dogodi da je udjel dobiti veći od ravnotežnog, to će značiti da su cijene porasle za toliko da je sada akumulacija veća od investicija. U takvom slučaju će poduzeća povisiti lične dohotke ili sniziti cijene proizvoda. Udjel dobiti u nacionalnom dohotku će pasti i vratiti se natrag u ravnotežan položaj. U slučaju da je udjel dobiti manji od ravnotežnog, poduzeća će pokušati da povise cijene svojih proizvoda u namjeri da bi povisila dobit, kojim će financirati investicije.

U početnom grafikonu je gornja granica do koje može da ide udjel dobiti određena u tački  $d_2$ , koja leži desno da  $d^+$ , presečišta  $I$  i  $S$ .  $d_2$  je inflacijska barijera i znači da nije moguće povećati udjel dobiti u nacionalnom dohotku preko ove granice daljnim povećavanjem cijena: iz političkih ili bilo kakvih drugih razloga.<sup>8</sup> Umjesto

<sup>8</sup> Inflacijska barijera predstavlja onu stopu inflacije kod koje počnu lični dohoci odmah reagirati (ili čak anticipirati) na stopu inflacije i povećavaju se u istoj mjeri da bi sačuvali realnu vrijednost ličnih dohodaka. Svako dalje povećavanje stope inflacije više ne doprinosi redistribuciji u korist akumulacije. Inflacijska barijera može nastupiti već i prije, ukoliko sve veća inflacija prouzrokuje ozbiljne smetnje u procesu društvene reprodukcije, odnosno prouzrokuje teže političke i socijalne probleme.

pojma inflacijska barijera, možemo upotrijebiti i pojam konflikt rasta (Bajt 1970), ako udjel dobiti ima svoju granicu, ima i udjel akumulacije u nacionalnom dohotku svoju granicu i narastanje cijena potrošnih dobara u poređenju s plaćama isto tako. U početnom grafikonu je gornja granica u tački gdje su sve investicije financirane akumulacijom i postoji još i višak akumulacije (primjer kada je  $d_2$  desno od  $d^+$ ).

Da li je moguće da gornja granica (tačka  $d_2$ ) bude na lijevoj strani od tačke presečišta funkcije akumulacije i investicija? I kakve posljedice bi to imalo?

Moguće je da gornja granica  $d_2$  bude u lijevo od ravnotežne tačke  $d^+$ . To se može dogoditi na dva načina. Inflacijska barijera ( $d_2$ ) se iz nekih razloga pomjeri u lijevo, na položaj, uzmimo, obilježen u grafikonu sa  $d_3$ . Budući da ne znamo zašto bi se  $d_2$  radikalno pomjerila u lijevo u položaj  $d_3$ , uzmimo ovu mogućnost s rezervom. Druga mogućnost je da se investicijska funkcija  $I$  iz određenih razloga pomjeri naviše za toliko da je novo presečište između investicijske i akumulacijske funkcije (obilježeno sa  $d^{++}$ ) smješteno u desno od prijašnje gornje granice ( $d_2$ ), koja je bila i još je inflacijska barijera.

Šta bi to značilo i kakve posljedice bi imalo? U prijašnjem „normalnom“ primjeru tvrdili smo da je presečište kriva  $I$  i  $S$  u tački  $d^+$  ravnotežan položaj. Ovo proizilazi iz pretpostavke da akumulaciju određuju investicije a ne obrnuto. Ukoliko prihvatimo tezu da investicije traže akumulaciju i sredstva za financiranje investicija mogu čak i iznuditi, odnos  $I = S$  (investicije = akumulacija) nije više *a priori* ravnotežan položaj.

Možemo si zamisliti da sve investicije nađu dobrovoljnu akumulaciju. U takvom slučaju je čuveni  $I = S$  još uvijek ravnotežan položaj. U slučaju da su investicije tako visoke da ne mogu naći dovoljno dobrovoljne akumulacije, onda je moraju iznuditi od imalaca dohodaka pomoću podizanja cijena. U takvom slučaju je moguće da je presečište  $I = S$  upravo u tački inflacijske barijere. Mada je ovo položaj  $I = S$ , ipak je ovo tačka neravnotežne „ravnoteže“. Moguće je i da je inflacijska barijera na lijevoj strani presečišta krive  $I$  i  $S$  i zbog toga je za izjednačavanje investicija i akumulacije potrebna tolika inflacija da je društveno-politički već neodrživa. U tom primjeru stanje  $I = S$  ne samo da nije ravnotežan položaj, već je čak i nepodnošljiv i na dugi rok nedostižan položaj; ovo je položaj ekonomske i političke neravnoteže, koji traži radikalne intervencije.

To što smo ovdje opisali samo je ocrta analitičke obrade problema. Ako uzmemo gornji analitički okvir, onda je daljnja zadaća empirijskog značaja. Kakvu stopu inflacije traži određena stopa in-



vesticija? Kakvu stopu investicija nije već moguće financirati bez dubokih poremećaja? Šta utječe na odgovor na ova pitanja?<sup>9</sup>

3.04. Šta sleduje iz opisanog mehanizma? U primjeru kada poduzeća akumuliraju dovoljno sredstava za financiranje svojih investicija, ako su ove investicije efikasne u smislu dovoljnog povećanja produktivnosti rada u produkciji potrošnih dobara na dugi rok, neće biti posebnog pritiska na cijene. Ali, ako investicije nadmašuju dobrovoljnu akumulaciju, doći će do agregatnog usklađivanja s odgovarajućim povećanjem cijena. Slaba tačka tog usklađivanja je u tome što svako poduzeće za sebe radi svoj način investicija i akumulacije. To može da dovede do pretjeranog porasta cijena. Jedino s aspekta narodne privrede može da se zna koliko akumulacije je potrebno i koliki porast cijena odgovara tim potrebama. Nijedno poduzeće samo za sebe ne može to da zna i zbog toga pokušava da dobije povećanjem cijena što je više moguće. Ako situacija na tržištu ovo dozvoljava (možda zbog monopolnog položaja i slično), poduzeća će investirati i sakupljati akumulaciju mada je investicija manje efikasna nego što bi mogla da bude u drugoj grani ili u drugom poduzeću. Efikasnost investicija utiče na stopu rasta cijena.

#### 4. SAMOFINANCIRANJE I REPRODUKCIJSKA CIJENA

U sistemu samofinanciranja (potpunog ili djelomičnog) sredstva za proširenu reprodukciju nužno ulaze u strukturu cijene. Svako poduzeće će uključiti u strukturu cijene stavku koja osigurava sredstva za proširenu reprodukciju. Ipak, među cijenom razvoja i samofinanciranja nema inverznog odnosa. Iz sistema samofinanciranja proširene reprodukcije, inače, slijedi reprodukcijaska cijena, ali obrnuto nije nužno da važi. Iz reprodukcijanske cijene nužno ne proizilazi samofinanciranje. Reprodukcijska cijena je saglašljiva i sa drugima sistemima financiranja proširene reprodukcije (na primjer, sa društvenim investicionim fondovima).

Gornja razmišljanja se nadovezuju na ideju reprodukcijanske cijene u jugoslavenskoj ekonomskoj teoriji (Černe, 1960; Černe, 1974; Popović, 1972). Razlika je jedino u tome što mi nemamo namjere tražiti ili savjetovati ambiciozne ideje o društvenoj normalnoj cijeni. Za nas cijena razvoja nije normalna cijena ka kojoj privredni sistem u ravnoteži avtomatski tendira. Cijena razvoja je izlaz u nuždi, planski (ili kakav takav) instrument iz kaosa cijena. Njena zadaća je da udešava i kontroliše agregatno usklađivanje (na razlike među *ex ante* investicijama i akumulacijom) i parcijalno usklađiva-

<sup>9</sup> Profesor Bajt (1970) je u drugačijem analitičkom okviru analizirao uz kakvu stopu investicija se počnu pokazivati znaci konflikta rasta i šta utiče na gornju granicu udjela investicija u društvenom produktu.

nje (prilagođavanje relativnih cijena privrede na promjene i neravnotežne razmjere do kojih dolazi u privrednom životu. (Senjur 1975).

##### 5. KREDITNO FINANCIRANJE KAO DOPUNA SAMOFINANCIRANJU

5.01. Do sada smo pretpostavljali da jedino poduzeća akumuliraju i da financiraju investicije jedino iz sopstvenih sredstava. Sada uvedimo još i stanovništvo koje ima dohodak i šteti. Uzmimo da poduzeća akumuliraju dio  $s_c$  od dobiti. Stanovništvo neka šteti dio  $s_w$  svojih dohodaka. Pretpostavit ćemo da je  $s_c$  veće od  $s_w$ . To znači da poduzeća akumuliraju veći dio dobiti nego je udjel štednje u dohotku stanovništva. To izgleda logično i potrebno da sistem samofinanciranja ostaje i dalje dominantan sistem financiranja.

Poduzeća će dio investicija financirati kreditima na bazi štednih uloga stanovništva. Jer rastuća kriva stope akumulacije  $s_c > s_w$  još uvijek pokazuje povećanje udjela viška proizvoda u nacionalnom dohotku.<sup>10</sup> Zbog toga još uvijek djeluje isti mehanizam agregatnog usklađivanja investicija i akumulacije koji smo opisali. Značajna razlika s prijašnjim modelom je u tome što podizanje cijena od strane poduzeća više nije jedini način opskrbe financijskim sredstvima za potrebe investiranja. Umjesto financiranja sopstvenim sredstvima, poduzeće može da dobije sredstva pomoću kredita. Kredit u tom slučaju znači oblik prenosa slobodnih prišteđenih sredstava od stanovništva u poduzeća koja ih upotrebe za investicione namjene. Porast cijena potrošnih dobara koji je potreban da izjednači investicije i akumulaciju sada je manji nego što je bio prije, kada stanovništvo uopšte nije štedjelo. Potrebna stopa rasta cijena, koja prouzrokuje „prinudnu“ štednju, za toliko je niža za koliko stanovništvo „dobrovoljno“ šteti.

5.02. U takvom modelu privrede mijenja se tumačenje osnovne Harrodove jednačbe rasta. Harrod tvrdi da će visoka poželjna stopa rasta, zbog visoke stope štednje, prouzrokovati depresiju (zbog nedostatka potražnje). U gornjem modelu, pak, visoka stopa štednje (poduzeća i, naročito, stanovništva) smanjuje stopu inflacije koja je potrebna za izjednačavanje *ex ante* investicija i *ex ante* akumulacije; u terminologiji J. Robinson (1971, str. 125) snižuje inflacijsku barijeru. U tom smislu je visoka sklonost ka štednji dobra stvar za privredu. Jasno, uz pretpostavku, da postoje redni kanali preliivanja privatne akumulacije u poduzetnički sektor (i unutar njega) i da ne dolazi do smetnji na području agregatne potražnje (o tome se staraju monetarni i fiskalni sistem).

U Harrodovom modelu je stopa akumulacije utjecala na visinu i fluktuiranje stope rasta privrede preko kretanja i fluktuiranja

<sup>10</sup>  $S_t = s_w W_t + s_c D$ .

Ukoliko je  $s_w = s_c$ , onda povećavanjem stope inflacije nije moguće izvršiti redistribuciju, koja bi povećala štednju.

agregatne potražnje (istovremeno je bila zavisna od stope rasta; ide za obostranu međusobnu zavisnost). U tom modelu, pak, stopa investicija utječe na stopu rasta privrede, a visina planirane stope akumulacije utječe na relativno kretanje cijena potrošnih dobara u poređenju s ličnim dohocima, odnosno utječe na stopu inflacije. U mehanizmu Harrodovog modela, stopa akumulacije aktivan je faktor (zbog nezaposlenosti proizvodnih faktora). U tom modelu je stopa akumulacije pasivan element; njezina je zadaća da osigura sredstva za financiranje investicija. Ovo ni u kom slučaju ne umanjuje njenu ulogu u privrednom razvoju već joj daje drugačiju ulogu. Ovo je odraz prijenosa težišta privredne aktivnosti od rentnika na poduzetničku djelatnost.

5.03. Time se i smanjuje uloga financijskog (naročito bankovnog) sistema u procesu privrednog razvoja. Od aktivnog aktera u privrednom razvoju financijski sistem postaje pasivan faktor, čija najznačajnija uloga nije toliko ubrzavanje privrednog razvoja već je više faktor nivoa cijena u privredi. Što je uspješnija uloga financijskog i bankovnog sistema, toliko će niži biti porast nivoa cijena koji traži određena stopa rasta.

To važi toliko više ako se investicije financiraju i iz novostvorene kupovne snage (emisijski krediti). Emisijski krediti oslobađaju privredne organizacije udruženog rada od obaveza *ex ante* akumuliranja. Povećanje cijena u tom slučaju nije sredstvo usklađivanja niže akumulacije s višim investicijama, već je posledica zatvaranja „gepa“ između akumulacije i investicija pomoću kredita.

U takvom slučaju privredna organizacija ukalkuliše u prodajnu cijenu otplaćivanje kredita. Otplata kredita je, u stvari, *eks post* akumuliranje, odnosno akumuliranje za unazad. Sistem samofinanciranja ima u sebi ugrađenu jaku tendenciju ka *eks post* umjesto ka *eks ante* akumuliranju. Jer, cilj nije akumulacija već investicija. Odluka o investiciji treba da padne brzo i njeno aktiviranje treba da bude što brže. To je lakše pomoću kredita i onda akumuliranja unazad, nego kod sopstvenog akumuliranja unapred. To navodi na još jednu definiciju samofinanciranja: investicija treba da se samofinancira time da je sposobna da iz dohotka koji donosi otplaćuje sredstva koja su uložena u nju, bilo krediti ili unapred akumulacija.<sup>11</sup>

## 6. KRITERIJI INVESTIRANJA I SAMOFINANCIRANJE PROŠIRENE REPRODUKCIJE

6.01. S obzirom na inherentne poteškoće kriterija investiranja, u ekonomskoj literaturi je bilo pokušaju da se kriteriji financiranja upotrebe (odnosno prošire) i za kriterije investiranja. U socija-

<sup>11</sup> Iskustvo pokazuje da postaje praksa *eks post* akumuliranja (putem otplaćivanja kredita) sve dominantnija u Jugoslaviji. Objašnjenje za to se nalazi u razlogu, koji smo naveli gore i u relativno niskoj cijeni kredita.

lističkim zemljama Istočne Evrope su jedan od kriterija financiranja: rok vraćanja kredita upotrebili kao kriterij investiranja, odnosno kod utvrđivanja roka povraćaja sredstava za investicije. U zapadnim građanskim zemljama su drugi kriterij financiranja, kamatnu stopu, upotrebili i kao kriterij investiranja. Izgrađena je razgranata teorija koja utemeljuje da je kamatna stopa kao kriterij financiranja jednaka kamatnoj stopi kao kriteriju investiranja. U uslovima potpune konkurencije i tržišta kapitala, kamatna stopa može da se upotrebi kao kriterij financiranja i investiranja.

Izjednačavanje kriterija financiranja i investiranja je opravdano kada sva sredstva dotiču iz društvenog investicionog fonda ili preko tržišta kapitala. Posebne poteškoće nastupe u sistemima financiranja proširene reprodukcije kada je teško izjednačavati kriterije financiranja i kriterije investiranja. U sistemu samofinanciranja je ovo naročito goruće pitanje, što skreće pažnju na otvoreno pitanje kriterija financiranja u sistemu samofinanciranja.

6.02. Na ovaj problem je u nas naišao M. Ćirović (1976, str. 65—70). U njegovoj zamisli bi poduzeće financiralo investiciju iz sopstvenih sredstava i s korišćenjem sredstava koja su udružile (druge) organizacije udruženog rada. Postavlja se pitanje, koje poduzeće prvo da dobije pravo na korišćenje udruženih sredstava akumulacije. Ćirović postavlja kao kriterij stopu participacije, koja pokazuje koliki dio cjelokupne vrijednosti investicijskog projekta poduzeće financira iz sopstvenih sredstava. Poduzeće koje može da obezbijedi najvišu stopu participacije, imat će prednost u korišćenju udruženih sredstava.

Ovdje se pojavio problem koji Ćirović nije mogao da riješi. Kao što smo rekli, moguće je kriterije financiranja (rok povraćanja kredita i kamatnu stopu) upotrebili i kao kriterije investiranja. Ćirović ne spominje rok vraćanja kredita, ali je uvjeren da kamatna stopa (zbog inflacije) ne može da vrši staru funkciju. Umjesto kamatne stope, postavio je stopu participacije. Stopa participacije je finansijski kriterij i nije kriterij investiranja. Zbog toga je Ćirović bio prinuđen da uvede, osim stope participacije (finansijski kriterij), još i dopunske kriterije, koji bi osiguravali ekonomsku efikasnost investicijskog projekta (kriteriji investiranja).

Prednost roka vraćanja i kamatne stope je u tome što su ujedinjavali kriterij financiranja i kriterij investiranja. Karakteristika Ćirovićeve stope participacije je u tome da u potpunosti odvoji finansijski kriterij (stopu participacije) od investicijskog kriterija (koji inače nije bio opredijeljen). Pitanje je: da li je ovakvo odvajanje slabost ili, pak, priznavanje realnosti u slučaju financiranja investicija iz različitih izvora? Da li je nužno odvojiti finansijske kriterije od investicijskih, kada su investicije financirane iz različitih izvora?

U principu je idealno ako možemo udružiti finansijske i investicijske kriterije. Zbog toga bismo morali tražiti takve finansijske

kriterije, koji bi mogli da služe i kao investicijski kriteriji. Ukoliko smo upoznati s literaturom, bilo bi moguće i stopu participacije nadovezati na određeni kriterij investiranja, bez potrebe da budemo prinuđeni da uvedemo još i dopunski kriterij. U mislima imamo kriterij investiranja nazvan reinvesticijski koeficijent, koji su uveli u ekonomsku literaturu Galenson i Leibenstejn (1955).

Investicija koja omogućava najviši koeficijent reinvesticija je najuspješnija investicija. Koeficijent reinvestiranja dobiti kao kriterij investiranja je srodan stopi participacije kao financijskom kriteriju. Visok reinvesticijski koeficijent osigurava visoku stopu participacije. Problem je u tome, što se kriterij investiranja (reinvesticijski koeficijent) odnosi na budućnost, stopa participacije je, pak, zavisna od prošlosti (od investicija, koje su u prošlosti osigurale visok reinvesticijski koeficijent). Ovaj vremenski razmak možemo savladati tako da ga zanemarimo (što nije ništa neobično u ekonomskoj teoriji) ili, pak, pretpostavljamo da uspješnost u prošlosti obezbjeđuje i uspješnost investicija u budućnosti (i to nije neobična pretpostavka u ekonomskoj teoriji; ekonomski princip samofinanciranja uopšte bazira na njoj).

Ako onda izbjegnemo problem koji smo spomenuli u gornjem odjeljku, ostaje nam još jedan veliki problem. Naime, da li je reinvesticijski koeficijent dobar kriterij investiranja.

O tome su u ekonomskoj literaturi već bile diskusije. Utvrđeno je bilo da reinvesticijski koeficijent nije najbolji kriterij investiranja (Bajt 1964). Mi ga nećemo šire opisivati.<sup>12</sup> Završimo konstatacijom: ako reinvesticijski koeficijent nije dobar kriterij investiranja, onda financijski kriterij stopa participacije neće uspješno ujedinjavati financijski i investicijski kriterij. Forsiranje stope parti-

<sup>12</sup> Reinvesticijski koeficijent, kao što su ga definirali Galenson i Leibenstejn, ima sledeći oblik  $(Y - W)/I$ . Pri tome je  $I$  = početna veličina investicije,  $Y$  = čisti produkt investicije u određenom periodu (godina),  $W$  = masa ličnih dohodaka i je jednaka  $wL$ , gdje je  $w$  prosječni lični dohodak,  $L$  je broj zaposlenih radnika.

Karakteristike tog kriterija investiranja:

1) Kriterij favorizira investicije u kapitalno intenzivne djelatnosti što u zemlji s viškom radne snage nije najpogodnije.

2) Usmjerava investicije po dijelu produkta, po višku proizvoda, a ne po cjelokupnom proizvodu koji je rezultat investicije. Jednak višak proizvoda znači s aspekta pojedinih zaposlenja različit društveni proizvod. Ako izaberemo zaposlenje koje ima u, inače, istom višku proizvoda manji društveni proizvod, to će značiti sporiji rast društvenog proizvoda nego da smo izabrali zaposlenje — investiciju s relativno većim društvenim proizvodom uz, inače, isti višak proizvoda.

3) Kriterij je usmjeren u reguliranje raspodele dohotka u korist akumulacije. Zadatak investicijskog kriterija treba da bude efikasnost investiranja s obzirom na izabranu strategiju razvoja i da ne reguliše raspodelu. Osim toga, reinvesticijski koeficijent kao kriterij investiranja nije usmjeren u rezultat odnosno cilj privređivanja, već u sredstvo za postizanje cilja: investira se zbog investiranja — najbolja je ona investicija koja osigurava najveće povećanje investiranja.

cipacije (kao financijskog kriterija) i samofinanciranja može čak posredno prisiljavati poduzeća na upotrebu nesvrshodnog kriterija investiranja, što bi moglo negativno utjecati na uspješnost investiranja.

## 7. SAMOFINANCIRANJE INVESTICIJA I STRATEGIJA PRIVREDNOG RAZVOJA

7.01. Efekti samofinanciranja na privredni razvoj već su sadržani u ovoj diskusiji ili su opštepoznati. U pitanju su negativna dejstva otežane fleksibilnosti privrede na smetnje, problemi povezani sa nedovoljnom mobilnošću investicionih sredstava i, s tim u vezi, sa neodgovarajućom alokacijom tih sredstava. Mi nećemo više o tome pisati.<sup>13</sup> Dodali bismo jedino još nešto što je od bitnog značaja za privredni razvoj Jugoslavije.

Teoretski posmatrano, ideja o samofinanciranju proširene reprodukcije promašila je bit privrednog razvoja. Samofinanciranje je idealan sistem za jednostavnu reprodukciju; može biti i prilično dobar sistem za spor, umjeren i ravnomeran (organski) privredni rast u razmjerima koji su karakteristični za neoklasičnu ekonomiju (potpuna konkurencija sa svima pretpostavkama) i balanciran privredni razvoj.<sup>14</sup> Samofinanciranje kao osnovni sistem za zemlju koja ne privređuje uz neoklasične pretpostavke, za malu zemlju koja hoće brz privredni razvoj i koja se pri tome mora odlučivati o prioritetama razvoja, nije ključni problem razvoja ravnotežan (balanciran) razvoj svih grana, već selekcija razvojnih grana kojim će posvetiti puno pažnje i u njima dostići svjetsku kvalitetu. Za takvu strategiju razvoja samofinanciranje nije rješenje.

Bit privrednog razvoja su nove kombinacije u proizvodnji i u privrednom životu uopšte, (Šumpeter 1934), koje ne iniciraju i ne financiraju već postojeće kombinacije. Nove kombinacije i rješenja istiskuju stare; staro i novo su u sukobu i međusobno konkurišu. Nije logički očekivati da će stara kombinacija financirati sopstvenu propast u formi nove kombinacije. Najviše što možemo očekivati jest to da će staro pokušati da ispravi i poboljša već postojeće, a ni u kom slučaju ga neće u potpunosti odbaciti.<sup>15</sup> Poboljšanja i mo-

<sup>13</sup> O tome je opširno pisao L. Madžar (1974). On utvrđuje da nedovoljna mobilnost akumulacije negativno djeluje na iskorišćavanje proizvodnih kapaciteta, prouzrokuje strukturne neusklađenosti (i onemogućava njihovo odstranjivanje) te koči tehnički napredak.

<sup>14</sup> Zanimljivo je, pak, da neoklasici zagovaraju financiranje pomoću tržišta kapitala i suprotstavljaju se samofinanciranju. To je zbog toga jer njih u prvom redu interesuje problem efikasne alokacije datih sredstava, a manje privredni razvoj kao takav.

<sup>15</sup> Šumpeter je dao veoma ilustrativan primjer kad je rekao da nije kočijaš onaj koji će graditi željeznicu. Smisao podobnih primjera ima u procesu privrednog razvoja puno.

dernizaciju bismo možda mogli samofinancirati. Potpuno nova rješenja koja su temelj ubrzanog privrednog razvoja i brzog tehničkog napretka nije, pak, moguće samofinancirati.

#### 8. UDRUŽIVANJA SREDSTAVA KAO NUŽAN USLOV EFIKASNOSTI SISTEMA SAMOFINANCIRANJA

Sistem samofinanciranja traži da se akumulacija formira tamo gdje je bila stvorena, efikasnost, pak, traži da se akumulacija upotrijebi tamo gdje će dati najveći učinak. To nije nužno na istom mjestu, u pravilu čak nije na istom mestu, naročito ne u uslovima brzog privrednog razvoja.

Problem mobilnosti akumulacije i koncentracije akumulacije je jedno od najznačajnijih pitanja za efikasnost investiranja u sistemu samofinanciranja. Ideja udruživanja sredstava je logičko rješenje tog problema i treba da osigura potrebnu mobilnost i koncentraciju akumulacije tamo gdje će dati najveći dohodak.

Udruživanje sredstava treba da bude dobrovoljno i na samoupravnom osnovu. To će biti samo tada kada ga podstiče ekonomski interes. Ekonomski interes za udruživanje sredstava će imati izvor a) bilo u prepletenosti međuzavisnosti (materijalne i tehnološke) reproduktivnog lanca proizvodnje konačnog proizvoda, b) bilo u dohodovnom motivu.

U uslovima gdje nema akumulacije na dobrovoljnoj osnovi, koja bi bila podsticana iz dohodovnih razloga, ne može da bude udruživanje sredstava na dohodovnim osnovama. Podaci pokazuju da privredne OUR stvarno ne akumuliraju više nego što je nužno, odnosno što moraju. Zbog toga je nemoguće očekivati da će dolaziti do udruživanja sredstava na osnovu motiva dohotka. Primijetili smo već da u sistemu samofinanciranja nema dominantan uticaj akumulacija koja je nastala zbog toga što akumulacija kao takva donosi dohodak.

Zbog toga preostaje samo još motiv, koji proizilazi iz međuzavisnosti u reprodukcijom lancu. Ovaj motiv je u nas prevladajući. Udruživanje sredstava u okviru reprodukcijom lanca povećava mobilnost sredstava, ali istovremeno i ograničava mobilnost i koncentraciju sredstava u okviru reprodukcijom lanca. To nije dovoljno i sistem reprodukcije će biti nedovoljno efikasan ukoliko ostaje pri tome. Nameće se potreba za bankarskim kreditom kao instrumentom povećanja mobilnosti i koncentracije sredstava koji prevazilazi uske okvire reprodukcijom lanaca, odnosno grana.

Znači, najbolji bi bio takav sistem financiranja proširene reprodukcije koji bi ujedinjavao samofinanciranje, kao dominantan oblik, udruživanje sredstava i kreditno financiranje. To traži potreba efikasnosti investicija i sama suština privrednog razvoja.

## LITERATURA

- Bajt, A., „Reinvesticijski količnik v definiciji investicijskega kriterija“, *Ekonomska revija*, 1964, 15(4), 358—72.
- Bajt, A., „Maksimalizacija življenske ravni prebivalstva kot kriterij dolgoročne rasti gospodarstva“, *Ekonomska revija*, 1970, 21(1—2), 9—37.
- Černe, F., *Planiranje in tržni mehanizem v ekonomski teoriji socializma*, Ljubljana, Cankarjeva založba, 1960.
- Černe, F., *Teoretični problemi naše družbine in gospodarske ureditve*, 2. knjiga, Ljubljana, Mladinska knjiga, 1974.
- Ćirović, M., *Monetarno-kreditni sistem*, Beograd, Savremena administracija, 1976.
- Galenson, W. and H. Leibenstein, „Investment criteria, productivity, and economic development“, *Quarterly Journal of Economics*, 1955, 69(3), 343—70.
- Harcourt, G. C., *Some Cambridge controversies in the theory of capital*, Cambridge, At the University Press, 1972.
- Kaldor, N., „Alternative theories of distribution“, *Review of Economic Studies*, 1955—56, 23, str. 94—100.
- Kalecki, M., *Selected essays on the dynamics of the capitalist economy*, Cambridge, At the University Press, 1971.
- Kalecki, M., *Selected essays on the economic growth of socialist and the mixed economy*, Cambridge, At the University Press, 1972.
- Madžar, L., „Problemi i perspektive razvoja jugoslovenske privrede“, *Ekonomska misao*, 1974, 7(1), 9—38.
- Pasinetti, L., „Rate of profit and income distribution in relation to the rate of economic growth“, *Review of Economic Studies*, 1961—62, 29, str. 267—79.
- Popović, T., *Teorija cena u socijalističkoj robnoj privredi*, Konceptija cene razvoja. Beograd, Institut za međunarodnu politiku i privredu, 1972.
- Robinson, J., *The accumulation of capital*, London, Macmillan, 1956.
- Robinson, J., *Economic heresies*, New York, Basic Books, 1971.
- Schumpeter, J. A., *The theory of economic development*, London, Oxford University Press, 1934.
- Sen, A., (ed.), *Growth economics*. Selected reading. Harmondsworth, Penguin Books, 1970.
- Senjur, M., „Samofinanciranje razširjene reprodukcije, normalna cena in gospodarski razvoj“, *Ekonomska revija*, 1975, 26(3—4), 339—50.
- Senjur, M., *O teoretičnih osnovah financiranja razširjene reprodukcije samoupravnega socialističnega gospodarstva*. Doktorska disertacija. Ljubljana, Ekonomska fakulteta, 1976.

Dr. MARJAN SENJUR, assistant professor

THEORETICAL PROBLEMS OF SELF-FINANCING OF THE  
EXPANDED REPRODUCTION

Summary

There is a broadly accepted opinion in Yugoslavia that selffinancing, as a solution of economic system of expanded reproduction, at best suits to rela-



tions of production in selfmanaged socialist economy. In spite of this selffinancing as system of financing of expanded reproduction is not sufficiently analysed in term of economic efficiency and economic development.

The author starts from the assumption that the economic units fully finance their investment by themselves. Then he research what are characteristic features of an economy in such an institutional setting. He is in particular interested in following questions: The model of economic growth in a system of selffinancing, adjustment of investment and accumulation in a system of selffinancing, selffinancing and price of reproduction, credit financing as addition to selffinancing, investment criteria and selffinancing, selffinancing of investment and strategy of economic development, uniting of means as necessary condition of efficiency selffinancing.

Д-р МАРЬЯН СЕНЮР

#### ТЕОРЕТИЧЕСКИЕ ПРОБЛЕМЫ САМОФИНАНСИРОВАНИЯ РАСШИРЕННОГО ВОСПРОИЗВОДСТВА

##### Резюме

В Югославии существует широко принято убеждение, что система самофинансирования расширенного воспроизводства, более всего соответствует отношениям производства самоуправленческого социалистического хозяйства. Вопреки такому положительному нормативному определению относительно самофинансирования с аспекта отношения производства (самоуправления), самофинансирование, как экономическая система расширенного воспроизводства, и его влияние на экономическую эффективность и хозяйственное развитие, в нашей литературе недостаточно было анализировано.

Автор исходит из предположения полной системы самофинансирования, т.е. самофинансирование является доминирующей формой. Затем рассматривает какие характеристики хозяйства в таком институциональном решении. Его особенно интересуют следующие вопросы: модель хозяйственного роста в системе самофинансирования, увязка инвестиций и накоплений в системе самофинансирования, самофинансирование и цена воспроизводства, кредитное финансирование в качестве дополнения самофинансированию, критерий вложения и самофинансирование расширенного воспроизводства, самофинансирование инвестиций и стратегия хозяйственного развития, объединение средств как необходимое условие эффективности системы самофинансирования.

