

## DEVLET BORÇLARI, KURUMLAR VERGİSİ VE FAİZ HADDİ \*

Robert A. MUNDELL

Çeviren :  
Ass. Dr. Cüneyt BİNATLI

### I — GİRİŞ

Bu yazının amacı, servet-tasarruf ilişkisinden hareket eden, kamu borcu faiz haddinin, kamu borcunun olmadığı zamandan daha yüksek bir düzeyde oluşacağı hakkındaki yaygın görüşe ilişkin tereddütleri ortaya koymaktadır. Borçları karşılamak üzere alınan vergi çeşitlerini açık bir şekilde inceleyip ortaya koymadıkça, probleme ilişkin doğru analizlere girişmenin mümkün olamayacağını açıklamaya çalışacağım. Ayrıca, sermaye geliri üzerindeki vergilerin, devlet borcu faiz ödemelerinden yüksek olduğu ülkelerde, servet - tasarruf ilişkisinin faiz haddi üzerindeki etkisini, terssiz hale getirmede, kamu borcundaki bir artışa veya kurumlar vergisindeki bir azalışa ihtiyaç olmadığı görüşü ile yazıma son vereceğim.

### II — EKONOMİK SİSTEM

Faraziyemize göre, fiyat seviyesindeki değişikliklerden meydana gelen dağıtıma ilişkin hususları ayırt edebilmek için; devletin yaptığı faiz ödenimleri belli bir dönem içerisinde sabit tutulmakta, buna bağlı olarak şirket temettülerinin nominal kıymetleri fiyat seviyesine orantılı olarak azalıp çoğalmaktadır. Bunun anlamı bü-

---

(\*) Robert A. MUNDELL, «The Public Debt, Corporate Income Taxes and The Rate Of Interest», *The Journal of Political Economy*, Vol. LXVIII, Dec. 1960, s. 622.

tün menkul kıymetlerin hakiki değerinin yaklaşık olarak şirket temettülerinin şimdiki değerleri ve devletin faiz ödemelerinin aynı düzeye gelmesidir. Sermayelendirme (kapitalizasyon) cari faiz haddi üzerinde oluşmaktadır. Yine faraziyemize göre ücretler ve fiyatlar esnek olup işgücü arzı elastik değildir. Tam istihdam sürekli olarak korunmaktadır.

Ekonomik düzen yalnızca sermaye, mal (ve hizmetler) piyasası denk olduğu müddetçe dengede kalacaktır. Sermaye piyasası, menkul kıymet sahiplerinin ellerindeki kıymetleri muhafaza ettikleri sürece dengededir.

Gerçek tasarrufların, gerçek yatırımlara eşit olduğu düzende piyasa dengededir. Bu denge hali şekil 1'de AB ve IS eğrileri üzerinde gösterilmiştir.

AB eğrisi üzerinde, faiz haddinin iki noktası ve efektif cari hesap dengesi sermaye piyasasında dengededir. Etkif dengenin yükselmesi ve menkul kıymetler arzına bağlı olarak denge halinin değişmesi nedeniyle, faiz haddi eğrisi her iki artıştan dolayı negatif eğilimdedir. Diğer taraftan IS eğrisi faiz haddi ile piyasa dengesi, arz ve talebin eşit olduğu hakiki denge seviyesi arasındaki alâkayı açıkca ortaya koymaktadır. Bu eğrinin pozitif bir eğime sa-

(1) Sistem matematik bir eşitlik yolu ile de açıklanabilir :

$$s(r, m, A) = I(r) \quad (1)$$

piyasa arz ve talebi dengedeysen, tasarruf yatırma eşit olmalıdır. Diğer taraftan,

$$A = B(r, m) \quad (2)$$

Sermaye piyasasındaki eşitlik ilişkisindeki  $r$  faiz haddi,  $m$  gerçek denge,  $A$  fon değerleri,  $B$  fon talebi,  $S$  tasarruf ve  $I$  yatırımı ifade etmektedir. Fon değerlerinin hesabı :

$$A = \frac{D}{r} + \frac{G}{r} \quad (3)$$

$D$  ve  $G$ 'nin anlamı;  $D$  gerçek kâr payını,  $G$  hükümet faiz ödenimini ifade etmektedir. Açık piyasa işlemleri ve vergi değişiklikleri gözönüne alınmamıştır. 3 nolu sistem, 1 ve 2 nolu sistem içerisinde kısaltılarak  $r$  ve  $m$  varyansları elde edilmiştir. Sistem ayrıca diyagram yolu ile de izah edilebilir. Kısmî türev  $\sigma S/\sigma m$ ,  $\sigma S/\sigma A$  ve  $\sigma S/\sigma (m + A)$  sırasıyla gerçek denge etkisini göstermekte olup, hepsinin negatif olduğu kabul edilmektedir. (Prof. Haberler, Scitovsky, Pigou, Kalecki, Lerner, Metzler, ve Patinkin'in bu anlamlar hakkında açıklamaları vardır. Sistem hakkında dikkati çeken bir araştırma için bkz., L.A. Metzler, «Wealth, Saving and the Rate of Interest», The Journal of Political Economy, LIX (April 1951), 95-116.

hip olması gerçek dengenin enflasyonist bir artış gösterirken, faiz haddinin deflasyonist bir artış göstermesinden doğmaktadır.<sup>1</sup> Şekildeki Q noktası genel dengenin mevcut olduğu noktadır. Bilindiği gibi bu nokta sabit bir denge halini ifade etmektedir. Sistemi Q noktasından ayıracak herhangi bir tesir sonucunda, sistem dinamik güçleri harekete geçirerek tekrar denge durumuna dönüşecektir. Üzerinde durduğumuz husus, sistemin dinamik operasyondan ziyade, para miktarındaki değişikliklerin etkileri ve devlet borcu üzerinde tek başına dengeye gelmesidir.

### III — PARA MİKTARI VE FAİZ HADDİ

Açıkça görüleceği gibi, sistem içersinde basit nominal bir para değişikliğinin, hakiki denge üzerinde bir tesiri mevcut değildir. Para arzındaki artış, denge noktasını geçici olarak Q noktasından, Q noktasının sağına hareket ettirir. Ancak sermaye ve menkul kıymetler piyasası üzerindeki dinamik kuvvetlerin etkisiyle fiyat seviyesi gerçek nominal düzeyine, efektif cari hesap dengesine dönüşecektir.<sup>2</sup>

Para arzının değişmesi sonucu, ücretlerin, fiyatların, vergilerin ve varlıkların nominal değerleri para arzı oranına eşit bir oranda değişecek, fakat faiz haddinde bir değişiklik meydana gelmeyecektir. Bu sonucun açık piyasa muameleleri üzerinde önemli etkileri vardır.

Sonucu husus, Merkez Bankası ve fertler arasındaki, para ve istikraz değişimini de içine almaktadır. Ancak bu değişimin parasal yönü nihai dengeyi etkilemediğinden, açık piyasa muameleleri mevcut devlet borçlarında basit bir değişikliğe yol açar.

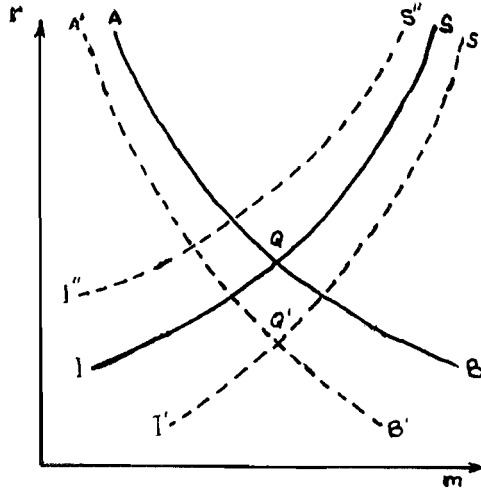
- (2) Eşitliğe, her ne kadar değişme gösteriyorsa da dinamik faraziye ile yaklaşabiliriz.

$$\frac{dm}{dt} = k_1 [S(r, m, A) - I(r)],$$

bu ifadeye göre fiyat seviyesi değiştiğinde (denge değişir) arz artan bir oranla yükselmeye başlar ve,

$$\frac{dr}{dt} = k_2 [A - B(r, m)]$$

durumunda menkul kıymetlerin faiz hadleri artan bir oranla yükselir, görüldüğü gibi eşitlik bozulmamış ancak denklemin aslı muğlak bir hale dönüşmüştür.



Ş E K İ L — 1

Şekilde faiz haddi dikey eksen, efektif cari hesap dengesinde yatay eksen üzerinde gösterilmiştir. IS faiz haddini, AB eğrisi ise menkul kıymetler ve sermaye piyasasını göstermektedir. Gelir vergisinin düştüğünü ve noksan sermaye piyasasını kabul ettiğimiz bir düzende açık piyasa muameleleri sonucu yeni eğriler I''S'' ve A'B' olacaktır. Kurumlar vergisi indirildiği takdirde, açık piyasa muamelelerinden sonra AB eğrisi sabit kalarak IS eğrisi I'S' eğrisi üzerine kayacaktır. Eğer sermaye piyasası mükemmel ise açık piyasa muameleleri ile gelir vergisi değişse bile eğriler yer değiştirmeyecektir.

#### IV — DEVLET BORCU VE FAİZ HADDİ

Devlet istikrazları, Merkez Bankası tarafından (emisyon yolu ile) satın alınıyorsa, devlet borcu ve dolayısı ile faiz borcu azalacaktır. Başka bir değişiklik olmadığı takdirde hükümet bütçesinde fazlalık ve harcanabilir ferdi gelirlerde faiz ödemelerinin kısılması ile birlikte bir azalma olabilecektir. Bu durumda eşitlik halinden bahsetmek mümkün olmayacaktır. Toplumun, yıllık bütçe fazlasına denk olan para arzındaki yine yıllık azalma, sistemde müzmin bir dengesizlik unsuru olarak yer alacaktır. Bu dengesizlik halini şöyle özetleyebiliriz; farazyemize göre açık piyasa muamelelerinin sonucu olarak devletin toplandığı indirilmiş vergiler, ödenen indirilmiş tahvil faizlerine eşit olur, böylelikle bütçe dengesi devam ettirilir.

Vergilerin düşürülmesi yolu kesin sonuç için önemlidir. Eğer gelir vergisi, sermaye piyasasının gelişmediği düzende indirilirse faiz haddi serbest piyasa muameleleriyle düşer. Fakat aynı durumda aynı durumda kurumlar vergisi düşürülürse, faiz haddi yükselir. Vergi indirimi sonucu şekil 1'deki AB eğrisinin kaydığını göstermek hipotezi izaha kafidir. Öncelikle gelir vergisinin indirildiğini kabul edelim. Sabit faiz hadlerinde varlıkların hakiki değerleri düşecektir. Bu tesir kendisini hem sermaye ve hemde menkul kıymetler piyasasında gösterecektir. Sermaye piyasasında aynı faiz haddinde ve efektif dengede kendini aşırı talepte gösterecek yani denge en düşük faiz haddinde veya en düşük efektif dengede sağlanacaktır. Harflerle ifade ettiğimiz takdirde AB eğrisinin sola doğru kayması faiz haddini aşağı doğru kayması da efektif denge seviyesini verir. Diğer taraftan piyasada aşırı arz mevcuttur. Zira düşük gelirli aktif kıymetler halkı tasarrufa zorlarlar. Düşük faiz haddi ve efektif denge, mal ve hizmetler piyasasında dengeye gelip düzelirler. Nitekim IS eğrisi sağ aşağı doğru kayarak I'S' şeklini almıştır. Ancak AB eğrisi sola ve IS eğrisi sağa kaydığı takdirde ortaya çıkan en düşük faiz haddi eşitliği noktası Q noktasında meydana gelmektedir. Şimdi üzerinde durulacak şey kurumlar vergisinin düşük olduğu durumlardır. Sabit faiz hadlerinde halkın elinde bulunan tahvilât azaltılır, fakat tahvillerin toplam değeri değişmez. Devletin toplam değerlerinin değişmesini, şirket hisse senetleri tazmin eder.<sup>3</sup>

Başlangıçta açık piyasa muameleleri tahvil değerlerini azaltır. Ancak faiz ödemeleri, tahvil sahiplerine faizin vergi Stopajı yapılmadan tevdi edilir ve sonradan vergi ödenimi yapılırsa hisse senetlerinin değerleri yükselir. Örneğin Merkez Bankasının mevcut tahvillerin dörtte birini piyasa içersinden satın alsa, tahvilin başlangıçta değeri yine dörtte bir olacak (sabit faiz haddinde) ancak kurumlar vergisindeki azalış tahvilin değerini üçte bir yükseltecektir. Servet değişmeyecek ve AB eğrisi yer değiştirmeyecektir.<sup>4</sup> Şekil incelenecek olursa IS eğrisinin kaymış olduğu görülecektir. Eğri kaymış olmasına rağmen tasarruf yoktur, yatırım için eğilim vardır. Kurumlar vergisindeki azalma sebebiyle ne kapital sahipleri ve ne de tasarruf sahipleri arasında bir genişleme, bir yayılma olur. Şirket tahvillerinin fiyatları yükselirken sermayenin gerçek verimliliğinin sabit kalması sebebiyle, firmaları o güne kadar cez-

(3) Bu konuda Metzler'in araştırmasına bakınız (op. cit. s. 109).

betmeye<sup>m</sup> yatırımlar değer kazanmaya başlar. Nitekim yatırımlar artar ve IS eğrisi yüksek bir faiz haddi ile I'S' eğrisi şeklinde sola doğru kayar.

Açık piyasa muameleleri kurumlar vergisi indirimi ile birleşerek faizin eşit bir şekilde vergilendirilmesine sebep olur.

## V — EKONOMİK İZAH

Buradaki izahatımızda açık piyasa muameleleri ile birlikte hangi vergilerin değişmesi, faiz haddi üzerinde ne gibi bir tesir yaratacağı bunu inceleyeceğiz. Gelir vergisinin düşük olması halinde faiz haddi düşük, kurumlar vergisinin düşük olması halinde faiz haddi yüksek olabilecektir. Ekonomik açıdan izahımız, para arzı ve devlet borcu açısından meseleyi açığa çıkartacaktır. Para devletin faizsiz borcudur. Ve nihai eşitliğe gerçek değerde bir etkisi yoktur. Ancak devletin faizli borcu, faiz ödemeleri, safi geliri, gelir dağıtımını, kaynak dağılımını veya sermaye piyasasında gelir akımı likiditesinin değiştirilmesi halinde nihai eşitliğe tesir eder.

## VI — EKONOMİK POLİTİKA

Malî politika içersinde bu tip bir analiz yapmak oldukça uzun bir yoldur. Mamafih bu fikrin ileriye sürülmesinden, kamu borcunun tersi varlıkların etkisini dikkate almak daha kısa bir yoldur. İleri süreceğimiz fikre göre, şayet sırf borca ait faiz ödemeleri, kapitalize olmayan gelirler üzerinden alınan bir vergi yolu ile karşılanıyorsa servet tesiri etkili olabilir.

Tatbikatta şüphesiz bazı gelir akımları, satın almaya ve satılmaya hemen amade değildir. Bu halde tasarrufa verimli olmayan servet etkisinden verimli olduğu zannedilebilir. Ancak bu şartlar

- (4)  $y_0$  tam istihdam,  $z$  kâr payı ve  $t^*$  kurumlar vergisi haddi, temettüleri  $D$ , eşitlik  $zy(1-t^*)$  haline gelecektir. Devlet faiz ödemelerini ( $G$ ), kurumlar vergisi ile karşılarsa eşitlik  $zy_0 t^*$  olacaktır. Verileri denklem halinde toplarsak

$$A = \frac{D}{r} + \frac{D}{r} = z y_0 \frac{(1-t^*)}{r} + \frac{z y_0 t^*}{r} = \frac{z y_0}{r}$$

Böylece devletin faiz ödemelerinin finansmanında veya kurumlar vergisindeki değişiklik, kurumların veya devletin menkul kıymetleri üzerinde bir değişiklik meydana getirmez.

içersinde tavsiye edilen hareket tarzı, malî bünyeye ait kati hesaplar bilinmedikçe geçerli değildir. Aksi takdirde karşı tesirli ve kapitalize edilebilir diğer vergilerin kesin hesabı alınabilecektir. Örnek olarak kurumlar vergisi gelirini gösterebiliriz. Bu vergi servet ve paylar üzerinde bir tesire sahiptir. Kurumlar vergisinin servet üzerindeki tesiri, devlet borcunun servet üzerindeki tesirinin aksi istikametindedir.

Şirket temettülerinin net gelirlerinin transferlerinden elde edilen gelire, devletin faiz ödemesi yapmaması doğrudan doğruya servete etki yapar. Bunun anlamı şudur; hükümetin faiz için ödeyeceği meblâğ ile kurumlar vergisinden tahsil ettiği meblâğ eğer eşitse her iki servet tesiri ortadan kalkacak, borç senetlerinin vergisi nötralize olacak ve servet tesiri ile alâkası kalmayacaktır. Bu sonuç bir çok batılı ülkenin devlet borçlarına ait faiz ödemeleri tutarının işletme kârlarından elde ettikleri vergi gelirlerini aşması bakımından önem taşımaktadır. Bu memleketlerde kamu borcunun azaltılması halinde durgunluktan sıyrılacak ve kurumlar vergisi gelirlerinde artış beklenebilecektir.