

Yatırımlarda Finansmanın Rolü

Dr. Haydar Kazgan

I — YATIRIM TEORİSİ VE FİNANSMAN

Yakın zamana kadar yatırım teorisi sermayenin marjinal produktivitesi ile faiz haddi meselelerine önem vermiş ve finansman ile ilgilenmemiştir. Ekonomik modellerde yatırımların hacmini ve hududunu tayin eden değişken olarak, kapitalin marjinal müstahsiliyeti veya maliyet tasarrufu hadleri ele alınmış ve yatırımların finansmanı ile ilgili hususlar sadece mevcut değişkenlere tesir edebilecek bir faktör olarak kabul edilmiştir. Finansman meselesinin bu şekilde ihmali finansman arzının finansman talebinin elâstikî bir fonksiyonu farzedilmesinden ileri gelmektedir: şöyle ki, bir firmanın muayyen bir faiz haddi üzerinden istediği kadar sermaye tedarik edebileceği kabul edilmiş ve dolayısıyla yatırım analizlerinde finansman problemi diye bir şey olmayacağı kabul edilmiştir^[1].

[1] Garip bir tesadüf olarak finansman talebine karşı finansman arzının aşağı yukarı sonsuz bir elâstikiyet göstermesi memleketimiz bakımından yakın senelere kadar gerçek kabul edilebilir. Bir firma kanununun tayin ettiği faiz haddi üzerinden bir bankadan değilse bile, bir kaç bankadan istediği kadar kredi alabilmek imkânına sahip olduğundan, bu firma bakımından yatırımın sadece sermayenin marjinal müstahsiliyeti ile faiz haddinin bir fonksiyonu olacağı tabiidir. Memleketimizde kredi kontrolü mekanizması «Bankalar arası Kredi Tanzim Komitesi» tarafından yürütülen ve çok kısa maziye sahip olan bir olaydır. Etüdümüz esnasında tekrar edeceğimiz gibi, Garp memleketlerinde kredi kontrolü sadece merkezî bir otorite tarafında değil, fakat bizzat krediyi veren firma tarafından borçlu firmanın etüdü suretiyle yapılagelmektedir. Bizde ise henüz borçlu firmanın likidite analizi d'ye bir mevzu tatbikat sahasına geçmemiştir. Sınai Kalkınma Bankası tarafından yapılan firma etüdüleri borçlu firmanın borcunu ödeme kabiliyetinin araştırılmasından ziyade verilen kredinin gayesi ile ilgili kalmaktadır. Bu husus döner sermayenin câri borçlara olan nispeti menfi olan (birden aşağı) firmalara kredi verilmiş olmasıyla izah edilebilir.

Bak: Sınai Kalkınma Bankası, 1956 yılı Genel End-Use Raporu, s. 7-8.

Diğer taraftan muayyen bir yatırım plâni neticesi elde edileceği tasavvur edilen «kâr» sadece yatırımları teşvik edici bir faktör olarak ele alındığından, aynı şeyin firmanın finansman imkânları üzerinde yapacağı tesir bahis konusu edilmemiştir. Halbuki ileride göreceğimiz «Kâr» dağıtılmayan kazançların hacmini tayin etmek ve *Kâr - Meeuu Borçlar* nispetine tesir etmek suretiyle firmanın borç alma imkânının hududunu tayin etmektedir. Modellerin bu hususu nazarı itibare almamalarının sebeplerinden biri bunların deskriptif kıymet taşımaları ve açıklayıcı mahiyet arzmemeleridir. Diğerlerine nazaran daha sarîh olan Kalecki'nin modeli^[2] dahi, yatırım ile kapitale yapılan ilâveleri, yani munzam finansman arasındaki menfi korrelasyonu teksifi bir yatırım devresi sonunda firmaların elindeki yatırılabılır fonların muvakkaten tükenmesinden ziyade azalan yatırım imkânlarına bağlamaktadır. Bu suretle kârın munzam finansman üzerinde yapacağı tesir ele alınmamış olmaktadır.

Son zamanlarda ise, iktisat teorisindeki çalışmalarda (Marsehack ve Shackle) yatırım analizlerinde ve kararlarında kapital prodüktivitesi ve faiz haddinin yanında finansman ile ilgili riziko ve belirsizlik faktörleri de birer değişken olarak kabul edilmiştir. Riziko ve belirsizliğin bilhassa finansman maliyeti üzerindeki tesirlerine ehemmiyet verilmiştir. Borçlu firma bakımından rizikoyu tayin eden faktör borcun miktarı ve bunun öz sermayeye ve kâra olan orandır. Bu oran büyüdüğü takdirde riziko artacak ve bu artış finansmanın hududunun tayininde kâr ve faiz haddinin yanında üçüncü ve mühim bir faktör rolünü oynayacaktır. Diğer taraftan alacaklı firma muayyen bir firmaya verdiği borçların yekûnunu bu firmanın sermaye ve kâr likiditesine göre tanzim etmek suretiyle riziko ve belirsizlik faktörlerinin tesirlerini azaltmağa çalışacak veya yüksek faiz talep etmekle telâfiye çalışacaktır. Böylece, finansman arz ve talebinde her iki tarafın riziko ve belirsizlik faktörlerinin yatırım tercihlerinde oynadığı rolün aynı faktörlerin finansman dışındaki yatırım meselelerinde bilinen önemlerinin yanında ayrıca ve hususî bir önem taşıdığı meydana çıkmaktadır. Bu etüdde bu önemi belirtmeğe çalışacağız.

[2] M. Kalecki, «Theory of Economic Dynamics», London 1954, s. 84.

Yine son zamanlarda J. Steindl tarafından yapılan bir etüdde finansman probleminin önemli bir noktasını aksettiren öz sermaye borçlar nisbetinin kârlar üzerindeki tesiri açık bir şekilde ifade edilmiştir. Öz sermaye artık borçlar şeklinde ifade edilen mecmu yatırım kıymeti içinde öz sermaye payının artmasıyla riziko ve riziko priminin aynı nisbette artıyıp bir ricilik arzemesi riziko primini aşan bir kâr haddine ulaşılmasına imkân vermektedir. Adı geçen müellif bu munzam kâr haddinin rant şeklinde ifade edilebileceğini söylemektedir. Bu bakımdan finansmanın sadece kâr'a değil fakat ranta tesir eden bir faktör olarak kabulü lâzım gelmektedir. Ayrıca, yine aynı müellifin iddia ettiği gibi öz sermayenin mecmu borçlara nazaran yükselmesiyle borç faiz haddinde nisbî bir düşüklük görüldüğü için kâr'ların bundan mütevellit bir yükselme kaydedeceği söylenebilir [3].

Günümüzde firmanın carî ve müstakbel likiditesiyle kredi temin edebilme imkânları «Kapital Bütçesi» denilen bir plân çerçevesi içinde mütalâa edilmekte ve yatırım kararları etüdünde bu plân anahtar vazifesi görmektedir. Bu suretle firmanın gayesine ulaşabilmek için her şeyden evvel finansman problemini halletmesi lüzumu belirtilmiş olmaktadır. Bu nevi plânlama, muhtelif senelere ait malî strüktürü mukayese etmek suretiyle anlaşılacağı gibi, dinamik bir veçhe arzedecektir. Dinamik problemleri hal için endirek yollarla netice çıkarmaya başvurmak lâzım geldiği gibi, yatırımla ilgili hususların dinamik veçhesini ele alabilmiş olmak için, bunların halihazır kıymetlerini değil istikbalde ve zamanla alacakları kıymeti hesaba katmak lâzımdır. Finansman şartlarının zamanla değişmesi kârlardaki değişmeye atfedilebileceği gibi, kârlarla hiç ilgisi bulunmayan diğer finansman problemlerinin arzedeceği seyre de tâbi olabilir. Bu sonuncu âmil bilhassa *Minneapolis project* adı verilen kapital bütçesinin tekniği ile alâkalı bir projede belirtilmiş bulunmaktadır. Bu projenin dayandığı esas prensibe göre kapital bütçesi evvelâ malî şartlara ve bu şartların seyri hakkındaki tahminlere istinaden tanzim olunacaktır. Yatırım alternatiflerinin bütçenin tanziminde oynadığı rolün ikinci derecede kalması ve kârların ancak işletmeye finansman imkânı bahşettiği için yatırım hac-

[3] S. Steindl, «Capitalist Enterprise and Risk» *Oxford Economic Papers*, March 1945, s. 27 - 28.

mine müsbet bir korrelasyonla bağlı olabileceği kabul edilmiş bulunmaktadırdır [4].

İşletme iktisadı bakımından finansmanın ehemmiyeti işletmenin iktisadı faaliyetini tayin ve neticesini tahmin için kurulan «İktisadı denklem» in işletmenin aynı faaliyeti istenilen Şekilde yneltebilmesi için kurulan «Finansman denklemi» ne tbi ve bağlı tutulması ile izah edilmektedir. İşletmenin muayyen iktisadı faaliyeti içinde beliren verimli Őartlardan istifade edebilmesi için, muhtelif istihsal faktörlerinin hacim ve cinsinin Őeęiminde muhtar olması, başka bir ifade ile herhangi bir istihsal faktöründen istenilen miktarda talep edebilmek imknına sahip bulunması lzımdır. İşte bu imknın bulunabilmesi için, işletmenin finansman durumunun müsait olması gerekecektir. Netice olarak denilebilir ki, işletme iktisadında da finansmanın, istihsal faktörlerinin prodktiviteleri ile bunların mecmu prodktiviteye yapacakları tesirin hesabından önce ele alınması lzım gelen bir mesele olduğu meydana çıkmaktadır [5].

Yatırım plnlarında ve tahlillerinde finansmanın aldığı mevki belirten bu lüzumlu izahattan sonra Şimdi mevzuumuza girerek yatırımların finansmanında kullanılan başlıca üç nevi fonun arz fonksiyonundaki hususiyetlerden bahsedeceğiz. İlk olarak yabancı sermayeyi ele alacak, bilhare i finansman imknlarına geçerek, öz sermayenin artırılmasından en sonda bahsedeceğiz.

2 — KREDİ VE RİZİKO

Etüdümüzde mutlak ve mecmu finansman maliyetinden ziyade, yatırımın hacmini tayin ve alternatif finansman kaynakları arasında bir tercih yapmak imknı ile ilgileneceğimizden, marjinal maliyet ve marjinal hasılat tahliline başvuracağız.

[4] Joel Dean, «Capital Budgeting», New-York 1951, s. 37.

[5] Egidio Giannessi, «L'Equazione del Fabbisogno di Finanziamento» Pisa 1955, s. 12 - 24. Müellif 1954 senesinde Innsbruck'da toplanan işletmecilik kongresinde sunduğu bu raporda finansmanın işletme faaliyetinde gün geçtikçe artan ehemmiyetini belirtmeğe ve prodüktivite ile finansman arasındaki bağları izah etmektedir.

Dağıtılmıyan kazançların safî kıymeti artı amortisman karşılıkları *dahilî fonlar* şeklinde anılacak ve bunun arz fiatma ise *dahilî fonlar haddi* diyeceğiz. Mecmu safî hasılat eksi borç faizleri *safî işletme hasılat*'ını teşkil edecek ve firmanın geliri denilince bunu kastedeceğiz.

Marjinal faiz yükü artı borçlunun borcu temin için yaptığı masraflar artı alacaklının faizi yüküne ilâveten talep ettiği riziko primi *yabancı sermayenin marjinal maliyeti*'ni teşkil edecektir. Diğer taraftan borçlunun riziko primi, (yani borçlunun borçlanmak yüzünden karşı karşıya bulunduğu rizikonun karşılığı) yabancı sermayenin marjinal maliyetine eklendiği takdirde *borcun marjinal maliyeti*'ni elde edeceğiz. Firmanın munzam finansman ihtiyacını karşılamak için ne şekilde hareket edilirse edilsin, munzam finansmanın maliyetine, dahilî fonlar haddi, borcun marjinal maliyeti ve öz sermayenin marjinal maliyeti yerine *marjinal finansman maliyeti* diyeceğiz. Başka bir ifade ile bu üç kaynaktan biri en son olarak kullanıldığında arzettiği maliyet marjinal finansman maliyetini teşkil edecektir.

Alman borcun kıymeti borcun öz sermayeye olan nisbeti ile ölçülecektir. (Bunun bir alternatifi de mecmu *Aktif*'in mecmu borçlara nisbetidir). *Öz sermaye likiditesi* ise firmanın *Aktifinde* bulunan malların tasfiyesi suretiyle borçlarını ödeme mecburiyeti karşısında kaldığı zaman, bu ödemeyi hiçbir kıymet ve tasfiye kayıtlarına duçar kalmadan yapabilmek imkânını ortaya koyan *carî nisbeti*[⁶] veya diğer herhangi bir finansman nisbetile gösterilecektir. *Hasılat likiditesi* ise mecmu borçların safî işletme hasılatına olan nisbetini ifade edecektir.

Bu nisbetin aynı zamanda firmanın müstakbel öz sermaye likiditesini tayin edeceği tabiidir.

Yabancı sermayenin marjinal maliyeti ile carî faiz haddi aynı şeyi ifade edecektir. Fakat bizim burada faiz haddi yerine diğer tâbiri kullanmamız muayyen bir sebebe istinad etmektedir: gayemiz borcun hudutları bakımından faiz haddini ele almaktır ve bu haddin borcun miktarı ile olan münasebetini, yani borcun fonksi-

[6] *Carî nisbet*, *carî aktifin carî borçlar*'a oranlı ifade eder. Bu nisbet firmanın borç ödeme kabiliyetini göstermek bakımından ilk olarak ele alınan bir ölçüdür.

yonu olarak arzettiği hususiyetleri belirtmeğe çalışmaktır. Bu hükümün neticesi olarak her yeni borçlanmada faiz haddi munzam bir artış kaydedecektir.

Borcu tahdit ettiren sebep, borçlunun aynı faiz haddi üzerinden munzam borç alamaması şeklinde izah edilmektedir. Bu hususta borç verenin *hattı hareketi* iki şekilde mütalâa edilebilir: birincisi, borç verenin muayyen bir borçluya muayyen bir meblâğdan fazla borç vermek istememesidir. Buna sebep borç verenin kredi şeklinde arzedebileceği fonu çok sayıda kimseye dağıtmak suretiyle rizikoyu dağıtmak istemesi ve muayyen bir firmaya verilen munzam kredilerin, alacaklının rizikosunu, kredinin getireceği menfaati azaltacak şekilde artırmasıdır. İkincisi ise, kredi müesseselerinin iktisadî durumunun arzettiği belirsizlik ve Merkez Bankalarının ve ya Hükümetin alacağı bir tedbir ile likidite durumlarının normalin altına düşmesini önlemek üzere kredi işlerinde temkinli davranmak, muayyen tahditler koymak zorunda kalmalarıdır.

Borç verenin hareket tarzı verilen kredinin miktarına ve borçlu firmamın riziko durumu ile idarecilerin ve firma sahiplerinin itimada lââyık olup olmadıklarını aksettiren riziko primine bağlı kalmaktadır. Bu itibarla, bir tek firma bakımından alınan borcun marjinal maliyeti borç veren müessesenin firmaya kabul ettirdiği şartlara ve bu firma için kabul etmiş olduğu kredi hududuna bağlı kalacaktır. Bunun neticesi borçlu firma bakımından alınan kredilerin bir hududu olacağı tabiidir. Borçlu firma başka firmalara müracaat etse dahi, verilecek kredinin hacmi ve faiz yükünü mevcut borçların kıymeti tayin edeceğinden, netice yine aynı olacaktır. Ancak, bu husus kredi müesseselerinin, merkezden yapılan umumî kredi kontrolünden başka, borçlu firmamın malî durumunu kontrol ettikten sonra kredi vermeyi âdet edindikleri memleketler bakımından doğru sayılabilir. Memleketimizde ise, evvelce de söylediğimiz gibi, kredi müesseseleri böyle bir kontrole başvurmadıklarından, bahsi geçen borç hududunun genişlemesine mâni olunmadığı söylenebilir. Netice itibariyle denilebilir ki, bir firma borcun marjinal maliyetinin yükselmesi bahasına da olsa munzam borç alamıyacak ve hudutlar aşıldıktan sonra, alternatif finansman imkânına sahip bulunmadığı takdirde, munzam finansman imkânı elde edemeyecektir. İşte bu duruma girmiş bulunan bir firma munzam yatırım yapabilmek için, borçtan istifade edemeyecektir ve neticede meydana gelecek muva-

zene hali maliyet ile hasılat arasındaki teorik muvazeneden farklı olacaktır. Başka bir ifade ile, munzam finansman ile yatırımları artırmak suretiyle marjinal hasılat marjinal maliyetin üstüne çıkarsa ve bu yükselme marjinal borç maliyetinin yükselmesine rağmen meydana gelmiş olsa dahi, borç almak imkânı bulunmadığı için, firma yatırımları artırmak suretiyle kârlarını artırmak durumuna giremeyecektir.

Borcun marjinal kıymetini ele alırken borç alma fiilinin meydana gelmesinden önce borçlunun likidite ve umumî borç durumunun da hesaba katılması lâzımdır. Bilhassa adı geçen maliyetin yükselmesinde bu hususun önemi büyüktür. Borç veren, borç isteyen firmanın bahsettiğimiz duruma göre bir faiz talep edecektir. Maliyetin yükselmesi sadece faiz olarak ödenen miktarın yükselmesiyle izah edilemez. Alacaklı firma alacağını sigorta edebilmek için borçlu firmayı devamlı şekilde kontrol altında bulunduracak ve bunun için katlandığı masrafları faiz haddine ekleyecektir. Yapılan bu masraf alacaklı tarafından faize ilâve edileceği için, alacaklıya göre bir hasılat olmadığı halde, borçlu bakımından bir masraf sayılmak icap edecektir. Fakat faiz haddinin kanunla tesbit edildiği memleketlerde alacaklının bu yolda giriştiği masrafı borçluya inikâs imkânı bulunmayacaktır. Borcun maliyeti hususunda şunu da ilâve etmek lâzımdır ki, borcun marjinal maliyeti firmanın mevcut borçlarının hacminin de tesiri altındadır ve bu tesir karşılıklıdır: başka bir ifade ile, marjinal borç maliyeti eski borçların maliyetine tesir edecektir.

Alacaklı firmanın, borçlu firmaya inikâs ettirmek istediği alacaklının rizikosunun borçlu firmanın yatırım rizikosu ile birleşmek temayülü arzettiği iddia edilmekte ve buna sebep olarak borçların karşılığı diye gösterilen öz sermayenin borçların ifası mevzuundaki ehemmiyetinin pek fazla olamayacağı gösterilmektedir. Bunun neticesi meselâ, bilhassa âmme işletmelerinde görüldüğü üzere, yatırım rizikosu düşük olan firmaların kredi alabilme kapasiteleri yükselmektedir [7].

Marjinal borç maliyetinin bağlı bulunduğu diğer unsur *borçlunun rizikosu*'dür. Kalecki'ye göre borçlanma, borcun ödenmesi ba-

[7] L. Wellisz, «Entrepreneur's Risk, Lender's Risk, and Investment», The Review of Economic Studies, Vol. XX (2), No. 52, 1952-53, s. 112-113.

kımından *Aktif* kıymetlerde eksilmeye ve borcun faizlerinin ödenmesi bakımından ise gayrisaffi kâr'm zarar haline inkilabına sebep olabilir [8].

Böylece bu iki kayıpla izah edilen riziko borçlanmanın artan bir fonksiyonu olarak mütalâa edilmektedir. Alacaklıya göre rizikonun azalması için borçlu firmanın gerek faizleri ödeyebilecek bir likidite fazlası elde etmiş bulunması ve gerek borcun ifası için en son müracaat edilecek *Aktif* kalemlerin tasfiyesinde kayıtlardaki kıymetlerin altına düşülmeyeceğine dair kanaat'in kuvvetlenmiş olması lâzımdır. Borçlu firmanın borçlanma dolayısıyla rizikosu ise firmanın likitide durumuna bağlıdır. Yüksek faiz, yüksek sermaye maliyeti [9] bilhassa ihtiyat kasa fonları için, daimi bir tehlikedir. Borç faizlerinin ödenme mecburiyeti müstahsil gayelerle teşkil edilmiş bulunan likiditeyi tehdit etmek suretiyle firmanın mecmu produktivitesi üzerinde menfi tesir icra eder. İşletme hayatında istihsal faktörlerine elâstikiyet kazandırabilmek için bunları her anda munzam olarak finanse edebilmek kudretine sahip olmak lâzımdır: bu hususta likidite ihtiyatlarının rolü büyüktür [10].

Bilhassa geri kalmış memleketlerde küçük firmalara verilen kredi daima rehin karşılığında verildiğinden, likidite durumunun borç alma kabiliyeti üzerinde hiçbir tesiri olmamaktadır. Halbuki likidite durumu iyi olan bir firma, gerek müstahsiliyet ve gerek borç karşılığına sahip olmak bakımından bir üstünlük arzedeceği için, alacaklıya hiçbir riziko tahmil etmeksizin ve kendi de riziko altına girmeksizin munzam borç akdine girecek durumdadır. Memleketimizde de bankalar tarafından verilmekte olan kredilerin rehin esasından likidite esasına kaydırılması, kredi sistemimizde yapılması gereken reformların en önemlisidir, denebilir. Borçlu bakımından riziko, yeni yatırımdan elde edilmesi tasavvur edilen safi hasıllata bağlı bulunan rizikonun carî kıymetinin tayininde olduğu gibi, maliyete net bir ilâve sayılmak lâzımdır. Ayrıca ileride elde edilmesi umulan safi hasıllatın hesabında borçlunun borç dolayısıyla

[8] Kalecki, M., «The principle of Increasing Risk» *Economica*, Kasım 1937.

[9] Kısa bir tarifle «Sermaye Maliyeti» muayyen bir işletmede mecmu yatırımı teşkil eden sermaye'n işletme sahiplerine ödediği safi kâr ile alacaklılara ödenen faizin ortalamasına eşittir.

[10] E. Giannessi, zikredilen eser, s. 20-24.

katlandığı riziko çok mühim bir değişken addedilmektedir. Adı geçen riziko borçların hacmiyle mütenasip olarak yükselecektir: buna sebep, borç ve borç faizlerini ödemek mecburiyeti dolayısıyla meydana gelecek *Aktif kayıplar* produktivite azalması ve yüksek faizle yeniden borç alma lüzumu gibi *ikinci derece zararlar* [11] dir. Bu nevi zararların nisbî yükü zamanla firmanın likidite durumuna nazaran artmakta ve kümülâtif bir şekil arz etmektedir.

4 — DAĞITILMAYAN KAZANÇLAR VE AMORTİSMAN FONLARININ MALİYETİ

İşletmenin kendi kendini finanse etmesi, elde edilen yıllık safî kârın bir kısmının şeriklere dağıtılmayıp yatırıma tahsis edilmesiyle izah edilebilir. Her yıl amortisman karşılığı olarak ayrılan fonlar da keza işletmenin kendi kendini finanse etmesini temin eder. İşletme dahilinde yatırıma tahsis edilen bu iki nevi fona biz *Dahilî Fonlar* diyeceğiz. *Dahilî fonların maliyetini* ölçmek için en elverişli addedilen ölçü bu fonların *alternatif maliyetidir*.

Dahilî fonların maliyetini izah için firmanın *Anonim Şirket* şeklini arzettiğini kabul edeceğiz. Bu suretle dahilî fonların alternatif maliyeti, bu fonların şirket dışındaki yatırım sahalarında kullanılmasıyla elde edilmesi tasavvur edilen en yüksek kazançta eşit olacaktır. Başka bir ifade ile, şirketin bu fonları başka işlere veya gelir getiren kaynaklara yatırmak suretiyle elde etmeyi umduğu kazanç bunların şirketin yatırımlarına tahsisi ile elde edileceği tasavvur olunan kazançtan yüksek olursa, adı geçen fonların şirket tarafından *dahilde* kullanılması elverişli bulunmayacaktır. Aynı şekilde, şerikler şirketin kendilerine dağıtmadığı kazancı daha müsmir şekilde kullanmak imkânına sahip bulunuyorlarsa, şirketin bu *alakoymak* fiilinden vazgeçmesi, yani elde edilen kazancı kanunî ihtiyatlar çıkarıldıktan sonra tamamen dağıtması daha uygun olacaktır. İyi durumda bulunan bir anonim şirkette dahilî fonların alternatif maliyeti düşüktür. İdarecilerin kudretini meydana koyan kıstas budur. Alternatif maliyetin düşük olması şirketin *safî* bir kâr sağlamasını mümkün kılacaktır.

[11] C. Sergé, «The Supply of Finance and the Theory of Investment of the Firm» *Economia Internazionale*, Novembre 1957, s. 689.

«İkinci derecede kayıplar» tâbiri M. Kalecki'nindir.

İddia edildiğine göre, şeriklere ödenen temettü, şirket bakımından bir maliyet olup, dağıtılmayan kazançlar, gerçek mânada *safî kâr*'ı teşkil etmektedir. Bu takdirde temettü ile carî faiz haddi ve dolayısıyla alternatif maliyet birbirine eşit olacaktır [12].

Dağıtılmayan kazançların vergiden muaf tutulduğu memleketlerde kazancın dağıtılması halinde vergi yükü artacağı için, şirketler bakımından dağıtılmayan kazançların kendilerine dağıtılmasıyla bunları başka kaynaklara yatırmak suretiyle şirketin kendilerine sağlayacağı gelirden daha yükseğini sağlamak imkânını kullanmalarına mâni olmaktadır [13]. Halbuki memleketimizde dağıtılmayan kazançlar da keza şirket kârı olarak kurumlar ve gelir vergisine tâbi tutulduğundan, alternatif maliyet esasının işlenmesine müsait bir durum mevcut olduğu söylenebilir. Fakat teşkilâtlanmış bir sermaye piyasası bulunmaması ve mevcut anonim şirketlerin sırf hukukî bakımdan bu nevi şirket tipini arz ettikleri, iktisadî bakımdan ise şahıs şirketlerinden farklı bulunmadıkları için, alternatif maliyet esasını işlememektedir. İddia edildiği üzere bilhassa şahıs şirketlerinde bir çok sosyolojik ve psikolojik faktörler sermayenin işletmenin tasfiyesi suretiyle daha müsmir sahalara kaymasına mâni olmaktadır [14]. Bu sebeple alternatif maliyet esasının işlenmesi için bilhassa kârların icabında firmanın yabancı olduğu sahalara yatırılması lüzumu memleketimizde ancak gerçek mânada anonim şirketlerin kurulmasıyla tatbik edilebileceğini söylemek doğrudur.

Dağıtılmayan kazançların alternatif maliyeti ile şirket borçlarının fa'zi arasındaki münasebete gelince; kaide olarak, tam rekabet altında ve sermaye piyasasının teşkilâtlanmış olduğu ekonomilerde iki had arasında fark olmamak lâzımdır. Fakat tatbikatta rekabet eksikliği ve verginin dağıtılmayan kazançlar üzerindeki tesiri bu iki had arasında bir fark bulunmasına sebep teşkil etmektedir.

[12] J. Dean, «Managerial Economics», New-York 1951, s. 11.

[13] Dağıtılmayan kazançlara tanınan vergi muafiyetinin sebebini araştırarak olursak, bunun sermaye teşekkülünü teşvik gayesiyle ihdas edilmiş bulunduğunu görürüz. Bu sebeple memleketimizde sermaye teşekkülünü teşvik için aynı muafiyetin tanınması lâzım geldiğini söylemek yerindedir. Ayrıca dağıtılmayan kazançların kazançların vergilendirilmesi tasarrufun *mülkerer* şekilde vergilendirilmesine sebep olduğundan, vergi adaletini ihlâl ettiği unutulmamalıdır.

[14] S. Steindl, zikredilen etüd, s. 30.

Dahilî fonların alternatif maliyeti ile yabancı sermayenin borç faizi arasındaki ikinci bir farkı, borçlunun rizikosu için söylediklerimizi hatırlamak suretiyle izah etmek mümkündür: dahilî fonlar mevzuunda sabit borç faiz yükünü karşılamak için bir kısım sabit sermaye eşyasını tasfiye etmek veya daha yüksek faizle borç almak mecburiyeti gibi *zarar* ile neticelenecek bir tehlike mevzubahis olmadığından, bir riziko primi mevzubahis değildir.

Bunun içindir ki, dahilî fonların kullanılmasıyla finansman maliyeti, alternatif maliyet esasına göre, firmanın adı geçen fonları likid halinde bulundurmuş olduğu takdirde almaya mecbur kalmıyacağı borcun faiz yükünden veya haddinden ibaret kalacaktır.

4 — ÖZ SERMAYE YOLIYLA FİNANSMANIN MALİYETİ

Munzam finansman ihtiyacını karşılamak için yeni serikler yoluyla öz sermaye tedariki diğer bir alternatifi teşkil eder. İlerde sebebini izah edeceğimiz gibi, öz sermayenin arttırılması yoluyla finansman mevzuumuz bakımından ve finansman kaynağı olarak ikinci derecede bir ehemmiyet arz etmektedir. Bu hususu izah için, anonim şirket şeklinde bulunan bir sınaî firmanın büyüme plânını finanse etmek için, borçtan gayrı dış fonlara ihtiyacı bulunduğu faraziyesini kabul edeceğiz. Adı geçen finansman için tabii, yeni senetler ihdas edilecek ve bu senetler memlekette sermaye piyasasındaki carî olan usullere göre yani, ya doğrudan doğruya halka veya bilâhare bunları tasarruf sahiplerine devredecek olan finansman firmalarına satılacaktır.

Etüdümüzde senet ihraç ve satışını bu senetlerin şirkete *maliyeti* bakımından ele alacağız. Başka bir ifade ile yeni ihraç edilen senetlerin ihraç kıymetlerinden ziyade bunlar için ödenecek temettüü ele alacağız. Bu şekilde ödenecek olan temettü tedarik edilen sermayenin maliyetini teşkil edecektir. Bu takdirde, bilindiği gibi, *maliyet* yalnız mevcut hissedarlar bakımından mevzubahis olacaktır. Neticede yeni ihraç edilen senetlere ödenecek temettü dolayısıyla eski senetlere bundan böyle ödenecek temettüün nisbî bir düşüş kaydetmesine mâni olmak lâzım gelecektir; eski hissedarlara göre temettüün maliyet sayılması, yeni senet ihracının kendilerine ait müstakbel temettüü bu maliyetin menfi şekilde tesirini

önlemek lüzumunu belirtmektedir. Başka bir ifade ile, yeni senetlerin ihraciyle eskilerin temettü kıymetinin kapitalize değerinin düşmemesi; kısaca eski senetlerin piyasa kıymetinin eksilmemesi lâzımdır. Şayet ihraç edilen hisse senetleri, ihracın istenilen neticeyi verebilmesi için, mevcut senetlerin piyasa değerinden aşağı bir fiatta arz edilirse, bu takdirde eski hissedarların kaybı «Haklar» şeklinde tanzim edilmek lâzımdır. Bu haklar ekseriya eski hissedarlara yeni senetleri satın almakta rüçhan haklarının tanınması şeklinde tecelli etmektedir.

Aynı hususun marjinal analizini yapacak olursak, marjinal yatırım dolayısıyla elde edilecek marjinal kârın yeni hisse senetlerini satın alanların talep edecekleri temettü yani marjinal sermayenin maliyetini aşması lâzım geldiği neticesine varırız. Diğer taraftan, yeni senetleri satın alanlar, şirketin durumuna göre temettü ödeme kabiliyetini hesaplamak suretiyle satın alma kararma varacaklardır. Temettü seviyesine göre verilen satın alma, yani yatırım kararı ancak kısa vâde bakımından bir hüküm ifade eder; uzun vâdede ise, şirketin aktif unsurlarının, sermaye eşyası ve hakları hisse senedinin kıymetini tayin bakımından daha büyük rol oynarlar. Aktif unsurların kıymeti bunların getireceği müstakbel kârların kapitalize kıymetine eşit olacağı için, aslında uzun vâdede temettü ile aktif unsurların kıymeti arasında bir fark bulunmayacaktır. Yalnız hisse senetlerini satın alanların bunu devamlı şekilde saklamak tasavvurunda olmayacakları akla getirildiği takdirde kısa vâdeli düşünmek lâzımdır; bu itibarla satın almanlar bakımından hisse senedine ödenecek kıymeti tayin eden müstakbel temettüün arzedeceği seviye hakkındaki tahminlerdir, denebilir.

Yeni hissedarlar, hisse senetlerini satın alırken bunlardan elde etmeyi tasavvur ettikleri temettüü alternatif yatırımlardan elde edecekleri gelir ile mukayese etmek suretiyle satın alma kararını verirler. Yeni hissedarların şirketin kendilerine vereceği temettü hakkında yanlış bir fikre sahip bulunmaları marjinal sermayenin maliyetine tesir edecek bir husustur. Temettüün düşük olacağını tahmin, senetlerin alış fiyatını düşüreceği için, şirket bakımından sermayenin maliyeti yükselmiş olacaktır.

Öz sermaye ile finansmanın marjinal maliyeti kapital arzının bir fonksiyonu olduğu kabul edilmez: zira bu maliyet bir veya birkaç yatırım sahibine, rizikoyu üzerlerine almaları için bazı makul

sebeplerin bulunması veya geniş yatırım sahiplerinin yükselen kâr hadlerinden istifade etmek arzularına bağlıdır.

Öz sermaye ile finansmanın marjinal maliyet'ini tayin eden unsurlara gelince, herhangi bir firma bakımından adı geçen maliyetin seviyesi müstakbel senet alıcılarının alternatif yatırım imkânlarının arzettiği kıymet tarafından tayin edilecektir. Tam rekabetin carî olduğu bir piyasada, yani teorik olarak, muhtelif yatırım projelerinin kıymeti bunların muhtemel kârlarının kapitalize kıymetine göre piyasaya aksedeceğinden, yatırımları optimalleştiren bir kuvvet mevcut bulunacaktır. Fakat tatbikatta mesele hiç de böyle değildir. Bunun sebepleri ise şunlardır:

a) Müstakbel kârlar bakımından mevcut hissedarlar ile müstakbel hissedarlar arasında bir fark mevcuttur. Bunun sebebi şirketin dışında kalan kimselerin, yabancıların yeni yatırımla şirketin iktisadî durumunun ne dereceye kadar yükseleceğini veya firmanın hakikî piyasa durumunu öğrenmekteki imkânsızlıklar veya öğrenmedeki gecikmedir.

b) Tabiiyle müstakbel hissedarların belirsizlik derecesi mevcut hissedarlarmkine nazaran yüksek olacaktır. Şöyle ki, kârlar kapitalize edilirken müstakbel hissedarlar daha büyük çapta indirimler yapacaklardır. Başka bir ifade ile kârlar belirsizliği de aksettiren yüksek bir had üzerinden kapitalize edilecektir.

c) Firma kârlarının mühim bir kısmını dağıtmadığı hallerde, eski hissedarlar bakımından munzam sermayenin maliyeti, firmanın mecmu safî kârını yeni senet alıcılarının ekserisi olduğundan daha düşük farzedecekleri ve hareketlerini buna göre tanzim edecekleri için, yüksek olacaktır.

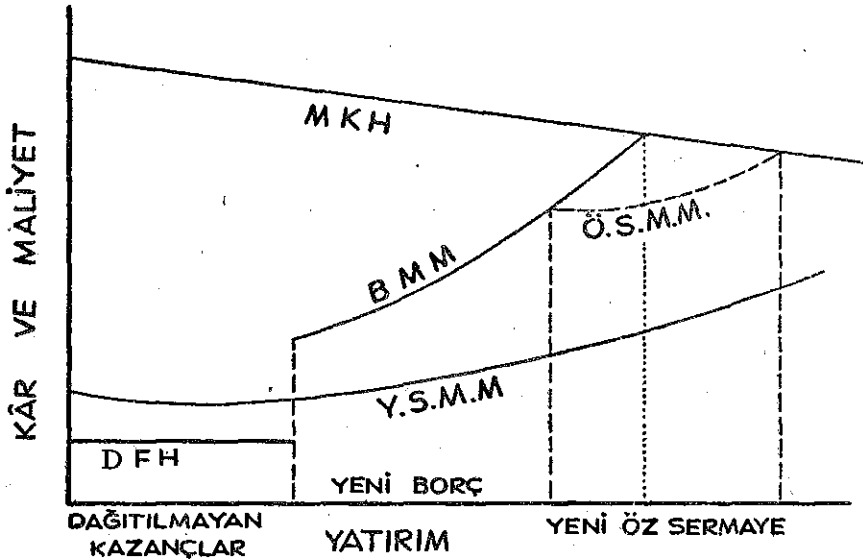
Bu şekilde temettü olarak dağıtılacak şirket kazançları hakkında yerilen peşin hükümler düşüklük ifade edince, şirketin iktisadî bünyesi ne kadar sağlam, işleri ne kadar iyi olursa olsun, yeni ihraç edilen senetlerin talebinde düşük fiatlarda ısrar edildiği görülecektir. Kârların hakikî kıymetlerinin altında kıymetlendirilmesine sebep olarak, umumiyetle yatırım sahiplerinin hisse senetlerini spekülasyon saikiyle değil gelir kaynağı elde etmek üzere satın almaları gösterilmektedir. Memleketimizde teşkilâtlanmış bir sermaye piyasası bulunmadığından, günümüzde bazı anonim şirketlerinin munzam finansman gayesiyle ihraç ettikleri hisse senetlerini satın alanların aynı gayeyi güttükleri söylenebilir.

d) Nihayet, bilindiği gibi, bir firmanın ağır bir borç yükü altında bulunması ile bu borç için ödenen yıllık faiz büyük bir ye-kûn tutacağı için, kârlarda husule gelen tahavvüller çok şiddetli olacaktır. Gayrisafi kârda ufak bir tahavvül, yüksek bir nisbet arzeden yabancı sermayenin faizi çıkarıldıktan sonra geriye kalan safi kârın yüksek bir tahavvül arzetmesine sebep olmaktadır. Bu itibarla faiz yükü bölü gayrisafi kâr ne kadar yüksek olursa, hisse senetlerinin kapital kıymetindeki tahavvüllerin o kadar yüksek olmasına, yani yatırım rizikosunun artmasına sebep olacaktır.

Bu söylediklerimizin yalnız bir istisnası vardır. Yabancı sermayenin maliyeti düşük olduğu hallerde firmalar hisse senedi ihra-cına başvurmazlar. Bu hal ancak alacaklının riziko primi ve borç-lunun sübjektif rizikosu yabancı sermaye ile finansman maliyetini öz sermaye ile finansman maliyetine eşit kılmasına kadar devam edecektir. Bu hususu müteakip paragrafta daha açık bir şekilde göreceğiz.

5 — DURUMUN DİYAGRAMLA İFADESİ

Yatırımlarda finansmanın oynadığı rolün diyagramla ifadesi bazı izahata lüzum gösterir. Finansman kaynağı olarak dahil fon-



Şekil : 1.

lar şeklimizde nisbî olarak küçültülmüş ve maliyeti de sabit farzedilmiş ve bu sebeple bir doğru ile gösterilmiştir.

Aşağıdan yukarı ikinci eğri yabancı sermayenin marjinal maliyetini göstermektedir. Buna borçlunun rizikosu ilâve edildiğinde borcun marjinal maliyeti yani üçüncü eğri elde edilecektir.

Kesik hatlı eğri, hep arz tarafından olmak üzere, öz sermayenin marjinal maliyetini göstermektedir. Fakat bu noktayı ileride izah etmek mecburiyetindeyiz.

Marjinal hasılat haddi hakkında diyecek bir şey yoktur. Yalnız bu kıymet içinde firmanın riziko primi iskonto edilmiş bulunmaktadır. Sadece borçlunun rizikosunu teşkil eden munzam borcun ve likidite azlığının meydana getirdiği riziko bu rizikoya dahil edilmemiştir.

Şimdi muhtelif finansman kaynaklarının kullanılması hakkındaki kanaatimizi kesinleştireceğiz. Firma mevcut dahilî finansman kaynaklarını tamamen kullandıktan sonra kredi piyasasına başvuracaktır. Bu başvurma hareketi öz sermaye ile finansmanın daha elverişli bulunduğu noktaya kadar uzayacaktır. Grafikte gösterilen duruma göre, borçlunun rizikosu yükselerek muayyen bir noktada öz sermaye ile finansmanı elverişli hale getirmektedir. Bu noktadan sonra firmanın munzam finansman için ödeyeceği temettü, borç için ödeyeceği faizden küçük olmaktadır. Bu vaziyetin önüne geçmeğe imkân yoktur; zira diğer taraftan ödünç verenin de rizikosu artacak ve bunun neticesi alacaklı daha yüksek faiz talep edecek ve neticede yabancı sermayenin maliyeti yükselecektir. Meselenin bu safhasında bir ihtimal belirmektedir: borcun marjinal maliyeti eğrisi marjinal kâr eğrisini marjinal öz sermaye ile finansman maliyeti eğrisinden sonra kesmiş olması mümkündür. Bu öz sermaye ile munzam finansmanın daha pahalı olduğunu gösterir ki, bu takdirde marjinal öz sermaye maliyet eğrisine lüzum olmaz. Bu arada şunu belirtmek yerinde olacaktır ki, yabancı sermaye ile finansmanın yerini öz sermaye ile finansmana bıraktığı noktada borcun marjinal maliyet eğrisi ile öz sermayenin marjinal maliyet eğrisinin arzettığı kıymet borçlunun borçlanmadan mütevellit rizikosunu teşkil eder ve bu noktadan sonra neden borçlanmadan vazgeçmek lâzım geldiğini açıkça gösterir.

Öz sermayenin marjinal maliyeti aslında grafikte kesik hatlarla gösterilen «Öz sermayenin marjinal pür maliyeti» ni teşkil

eder. «Pür» sıfatı vermemize sebep, ele alman yatırım devresinde firma munzam olarak hiç bir borç almadığı takdirde adı geçen maliyetin seyrini göstermesidir. Nitekim, şayet firma borç alırsa bu eğri yukarı doğru kayacak ve bunun neticesi borç - öz sermaye nisbetinin yükselmesiyle hisse senetlerinin piyasa kıymeti düşecektir. Şayet firma munzam olarak hisse senedi ihraç ederse öz sermayenin marjinal maliyeti, senetlerin piyasa fiatlarının düşmüş olması dolayısıyla yükselecek ve diğer taraftan da borç - öz sermaye nisbetini düşürmek suretiyle borcun marjinal maliyetinin yükselmesini durduracaktır. Demek ki, firmanın bu iki nevi finansman arasında tamamen matematik esaslara göre bir tercih yapması lâzım gelecektir. Şöyle ki: munzam hisse senedi ihraçı bir taraftan öz sermayenin marjinal maliyetini yükseltmekte ve buna mukabil borcun marjinal maliyetini düşürmektedir. Borç - öz sermaye nisbeti yüksek bir firma munzam hisse senetlerini ancak bunları itibarı kıymetin altında satmak imkânına sahip olduğu için, mevcut şirketler bakımından munzam ihraçın maliyeti itibarı kıymetin altında olan satış fiatı veya munzam ihraçtan dolayı piyasa fiatında ihraçtan evvelki kıymete nazaran meydana gelen düşüş nisbetinde yükselmiş bulunacaktır. Yine mevcut şirketler bakımından munzam borcun maliyeti mevcut borç - öz sermaye nisbetine ve yeni borcun hacmine bağlı olacaktır. Bu ikisi arasındaki farkı şirketin munzam finansman hususundaki tercihini tayin edecektir. Hangisi daha düşükse o yol tercih edilecektir.

Yukarıdaki grafikte ele aldığımız esaslardan hareket edecek olursak, munzam finansman ihtiyacını karşılamak için senet ihraçına ancak munzam borçlanma imkânsız veya elverişsiz olduğu takdirde müracaat edilmesi lâzım geldiğini görürüz. Tatbikatta bu tercihi idare eden başka sebepler de bulunabilir. Fakat teori, yani rasyonel düşünme bize bu kararı verdirmektedir.

Yaptığımız incelemeye «dağıtılmayan kazançlar» m tesirini katacak olursak öz sermaye ile finansman yani kazançların bir kısmının dağıtılmayarak öz sermaye ilâvesi, yani munzam yatırımlara hasredilmesi, ilerde göreceğimiz gibi, öz sermaye ile munzam finansmanı borçlanmak suretile finansmana tercih ettirecektir.

6 — DAĞITILMAYAN KAZANÇLARIN YATIRIM KÂRLARINDAKİ ROLÜ

Bundan evvelki paragrafta dağıtılmayan kazançların, firmanın borç alma kabiliyeti üzerindeki tesirini inceledik. Fakat bu mesele kâr haddindeki değişmelerle firmanın yatırım plânının esnekliğine de bağlıdır. Şöyle ki: yatırım imkânlarının aynı kaldığı ve kâr haddinin müteakip devre için de aynı olacağı ve keza kredi piyasasında değişme olmadığı takdirde dağıtılmayan kazançların tesirini şu şekilde mütalâa etmek mümkündür:

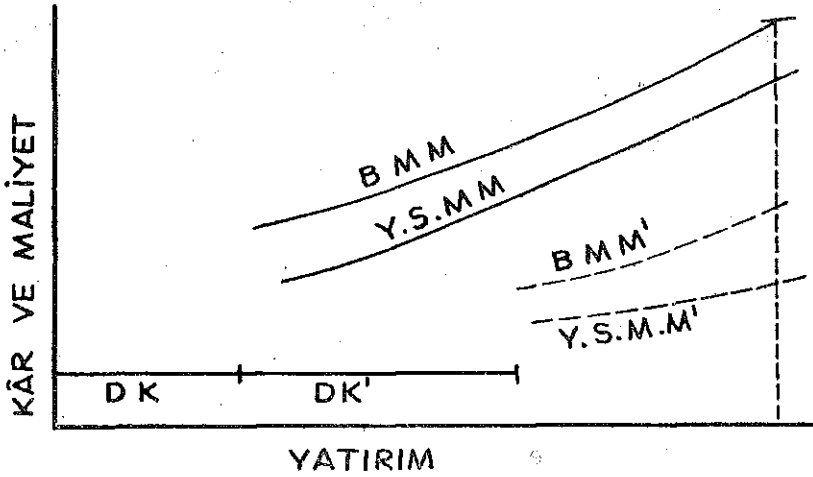
Farzedelim ki firmanın t_0 senesi sonunda t_1 senesinde tatbik edeceği bir yatırım plânı vardır. t_1 senesinde mevzubahis firma bakımından finansman arzı —yeni senet ihracı bir tarafa— t_0 senesinde elde ettiği kârların dağıtmadığı kısmının aktif kalemler arasında almış bulunduğu şeklin likidite derecesine t_1 devresi sonunda dağıtmamayı tasavvur ettiği kazançlarına ve aynı devre zarfında kullanmak imkânına sahip bulunduğu yabancı sermaye miktarına bağlıdır. t_1 devresinde elde edebileceği yabancı sermaye ise, evvelce de söylediğimiz gibi firmanın t_0 devresi sonundaki *mecmû borçlar / öz sermaye* veya *mecmû carî borçlar / carî öz sermaye* nisbetlerine ve mevzubahis yatırım plânının tatbik edilmesi için lüzumlu olan yabancı sermaye yani munzam borç miktarına bağlı olacaktır. Dağıtılmayan kazançların borçlar öz sermaye nisbeti üzerindeki tesiri düşünüldüğü takdirde t_1 devresinde yatırımın tamamen firmanın tasarruf kudretine bağlı olduğu anlaşılacaktır.

Şimdi t_1 devresi sonunda elde edilen kârın tahmin olunanı aşımını yani kâr haddinin yükselmiş bulunduğunu farzedelim. Şayet yatırım plânı esneksizse yani en küçük dozda munzam bir yatırım kâra bir ilâve yapacak gibi değilse, t_1 devresi sonunda tahmin olunanndan fazla bulunan kârlar borçların tasfiyesinde kullanılacak ve borç - öz sermaye nisbeti düşecektir. Bunun neticesi firmanın müteakip devrelerde borç alma kabiliyeti yükselecek ve yabancı sermayenin maliyeti azalan riziko sebebiyle düşecektir.

Şimdi yatırım plânının esnekliğinin kabul edelim. Bu demektir ki, mevcut istihsal kapasitesine bir lâve mecmu kâra bir ilâve sağlamak imkânını vermektir. İlk olarak munzam yatırım hacminin firmanın dağıtılmayan kazançlarına ve elde edebileceği yabancı ser-

mayeye yani marjinal sermaye arzına olan oranına bakmak lâzımdır. Plânın esnek olması şayet en küçük bir ilâvenin mümkün olduğu şeklinde mütalâa edilecek olursa, bu takdirde esnekliğin temin ettiği büyüme firmanın t_1 senesinde elde ettiği kârların normal haddi aşma nisbetine bağlı kalacaktır. Zira firma kâr haddinin yükselmesiyle dağıtılmayan kazançların hacmini yükseltmek imkânını bulacak ve bu esneklikten âzamî randımanı elde etmek için kullanılacak yabancı sermayenin hacmini arttırmak ve maliyetini düşürmek imkânı dağıtmadığı kazançların hacmine bağlı olduğu için, esneklikten beklenen «âzamî kâr» gayesi yine dağıtılmayan kazançların fonksiyonu olacaktır.

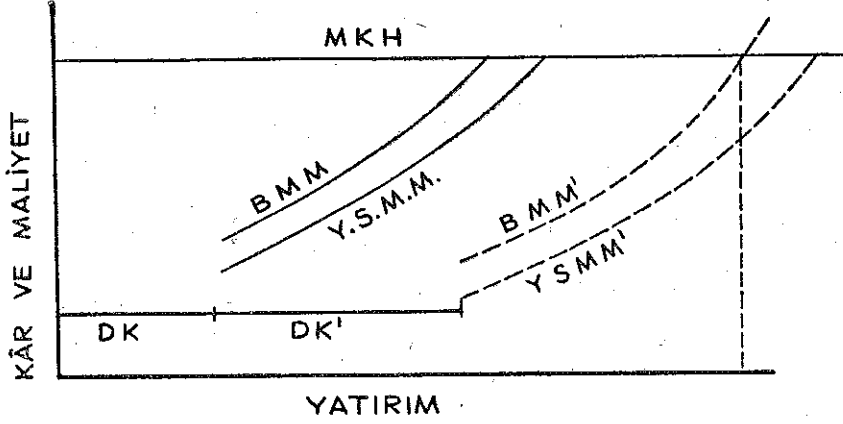
Aşağıdaki şekil birinci hali göstermektedir: yani plân esneksiz olduğu için, kâr fazlası dağıtılmıyarak borçların itfasına tahsis edilmiştir.



Şekil: 2.

Yukarıdaki şekilde görüldüğü üzere mecmu yatırım içindeki öz sermayenin payı DK^1 nin ilâvesiyle artmakta ve bunun neticesi BMM^1 ve $YSMM^1$ BMM ve $YSMM$ den farklı olarak aşağı kaymaktadır. Bu firmanın borçların tasfiye yoluna gitmesinin bir netice-

sidir. Şayet plân esnek bulunuyorsa yani firma tasarrufu ve bunun ele geçirilmesine imkân vereceği yabancı sermaye ile munzam bir yatırım yaptığı takdirde munzam bir kâr elde edebilecek durumda ise yukarıdaki şekli aşağıdaki şekilde ifade etmek icap eder :



Şekil : 3.

Burada DK' in tesiriyle munzam borcun maliyeti yani BMM' ancak arzu edilen munzam yatırım yapıldıktan sonra MKH eğrisini kesecek yani yatırımın hududunu tayin edecektir.

Netice olarak denilebilir ki firma büyüme ile beraber büyümenin verdiği imkân nisbetinde bir kısım kazançlarını dağıtmıyarak yatırımlara tahsis etmesi büyümeden beklenen «kârın âzamileştirilmesi» kaidesine de uygundur.

7 — FİRMANIN MALİ BÜNYESİ VE KREDİ POLİTİKASI

Bu fasılda öz sermayenin marjinal maliyet eğrisi marjinal kâr haddi eğrisine bağlı bulunduğu düşünülerek incelemeye dahil edilmeyecektir. Malûm olduğu gibi marjinal kâr haddi ile firmanın munzam öz sermayeye ödyeyeceği temettü, yani bu sermayenin maliyeti arasında tam bir korrelasyon mevcuttur. Bu faraziye ile hareket ederek marjinal kâr haddi aynı kaldığı müddetçe ve faiz had-

dinin muayyen bir seviyeden aŖađı dūŖmiyeceđi ipotezine istinaden, kredi politikası yoliyle yani ucuz ve bol para siyasetiyle yatırımları teŖvik etmenin mūmkūn olmayacađını gōstermeđe alıŖacađız.

Yapacağımız diğer bir faraziye de marjinal kār haddinin sabit oluŖudur. Bu duruma gōre marjinal kār haddini gōsteren eğri yatırıma paralel bir doğru ile ifade edilecektir. Bu faraziyeyi yapmamıza sebep aynı Ŗey sabit olmadığı takdirde sermaye talebi eğrisine yapacağı tesirden kurtulmaktır. Ayrıca, yatırımın kredi politikasına uygun bir hareket tarzına geçmede gōsterdiđi gecikmeyi diğer bir Ŗekilde izaha alıŖacađız.

1 numaralı grafikte borcun marjinal maliyet eğrisi, bilhassa borç - Ŗz sermaye nisbetinin bŖyŖmesiyle azalan likidite imkānlarının tesiriyle borçlunun rizikosu āzamī çıktığı için, mecmu yatırım içinde borcun nisbetinin bŖyŖmesiyle beraber dikleŖtiđi ve sonsuz bir eğim arzettiği gōrŖlmektedir. Ucuz para politikası ile faiz haddi dŖŖrŖlse bile firma bahsi geçen rizikonun borç hacminin artması ile yŖkselmesi ve likidite imkānlarının azalması sebebiyle borcun marjinal maliyeti içinde piyasa faiz haddi nisbi olarak azalacak, fakat bu maliyetin mecmu değerı deđiŖmeyecektir. Demek ki faiz haddindeki dŖŖŖŖ sonsuz olmadığı için, firma yabancı sermayeden sonsuz bir Ŗekilde istifade edemiyecektir.

EtŖdŖmŖzŖn bağındanberi kabul ettiğimiz bir prensibe gōre bankalar borç verecekleri firmanın borç Ŗdeme kabiliyetini ilk olarak araŖtırmakta ve borç verme fiili dolayısıyla girdikleri rizikoyu borçluya inikās ettirmeğe alıŖmaktadır. Bu sebeple bankaların mevzubahis rizikoyu borçluya inikās ettiremedikleri takdirde mŖzam borç vermiyecekleri tabiidir. Netice itibariyle gōrŖlŖyor ki, faiz haddi Ŗzerinde devlet tarafından vŖcuda getirilen manipŖlasyonlar finansman arzını elāstiki kılmak için kāfi değerdir. Bankaların mevzubahis rizikoya verecekleri kıymete bağlıdır. 3 numaralı Ŗekilde borçlunun rizikosuna ilāveten alacaklının rizikosunu da aksettiren yabancı sermayenin marjinal maliyeti eğrisi bankaların bahsettiğimiz hareketi sebebiyle borcun marjinal maliyeti eğrisine muvazi olarak yŖkselmektedir. Bu muvazi yŖkselmeye sebep borçlunun rizikosu ile alacaklının rizikosu arasında tam bir mŖnasebet bulunduğu Ŗeklinde izah edilebilir. Yabancı sermayenin marjinal maliyeti eğrisinin arzettiği dikleŖme ise bankaların firmanın likidite durumunun kōtŖleŖmesi karŖısında kredi vermektan imtina etmekte olduklarını gōsterir.

Bir para politikasının yatırımların finansmanına yardım edebilmesi için bu politikanın bankaların borç vermek fiili dolayısıyla karşı karşıya buldukları riziko ve belirsizliğe yapacağı tesire bağlıdır. Belirsizlik ve riziko yüksek olduğu takdirde iskonto haddinin düşürülmesi şayet borçlu firmaların likidite durumlarını düzeltmiş olursa, bu takdirde kredi politikasına müsbet bir tesiri olacaktır. İskonto haddinin düşmesi firmanın likiditesine müsbet tesir edince borcun marjinal maliyet eğrisi düzleşmeye ve ufkileşmeye temayül edecek ve firma iyi şartlarda kredi almak imkânını elde edecektir.

Bu söylediklerimizden anlaşıldığına göre ucuz para politikası firmaların produktivitesi üzerinde menfi tesir de icra edebilir. Şöyle ki, düşük faiz politikası, bankaların yukarıda dercettiğimiz hattı hareketi gözönünde buldurulduğu takdirde, likidite durumu müsait olan ve kredi alabilmek kapasitesi yüksek bulunan firmaların sırf faiz haddinin düşük olması sebebiyle belki de reel olarak produktif olmayan yatırımlara girmelerine sebep olacaktır. Diğer taraftan düşük faiz politikası malî strüktürü munzam kredi almaya müsait bulunmayan firmaların munzam kredi almalarına ancak bir gecikme ile tesir ettiği için, istenilen gayeyi arzetmiyecektir.

Buraya gelmişken şurasını iyice kaydetmek lâzımdır ki, yabancı sermayeden artan bir ölçüde faydalanabilmek, iyi ve uygun şartlar altında munzam kredi temin edebilmek, borçlunun rizikosunun azalması, arz eğrisinde görülecek düzleşme ile imkân dahiline girer. Kârlardaki artışın devamlı olması beklenmediği takdirde, borç faizlerinin gayri safî kâra olan oranını gösteren likidite ve borçlunun rizikosu değişmiyecektir. Bu demektir ki, borçlunun riziko eğrisi dikse munzam borcun maliyetini gösteren eğri düzleşme temayülü arzetmiyecektir.

Bütün bu söylediklerimizden sonra, doğruluğuna inanabileceğimiz bir netice olarak, kârlarla yatırımlar arasındaki münasebeti lineer bir fonksiyona bağlamakla meselenin halledilmiş olamayacağını görmüş bulunmaktayız. Bunun sebebi yatırım plânlarının istenildiği şekilde ve istenildiği zaman değiştirilememesi ve değiştirmenin tatbikat safhasında küçük veya büyük zaman isteyişi ve nihayet kârlardaki artışa muvazi olarak borç alma kabiliyetinde bir artış elde etmenin kaide olmadığıdır. Kârlardaki artış yatırım imkânlarını bir de ayrıca dağıtılmayan kazançların hacmini yükseltmekle teşvik ettiği halde, munzam yatırımın cesameti ve firmanın halihazır borç/öz sermaye nisbetinin yüksekliği sebebiyle rizikosu-

nun yüksek oluşu yatırım saiklerini ortadan kaldırmaya kâfi gelebilir, demek doğru olacaktır.

Kârlar ile yatırım arasındaki münasebeti Meyer ve Kuh^[15]'un akseleratör prensibinin tatbikattaki veçhesi hakkında yaptıkları araştırmalarda konu edilmiştir. Bu hususta söylenenleri hülâsa edecek olursak harp sonrası Amerika Birleşik Devletlerinde akseleratörün tesirini tam bir şekilde göstermesi yükselen kârlar ve kolay banka kredisinin finansman arzını elâstikî kılmalarıyla mümkün olmuştur. Gelişme sür'atının azaldığı veya durduğu veya gerilediği senelerde ise yatırımların hududunu tayin eden en büyük faktör borç faizlerinin gayrisafî kârlara olan oranı olmuştur. Bankalar kaide olarak firmalara borç verirken bunların borç ödeme kabiliyetlerini esas tuttıkları ve bunun için de borç faizlerinin gayrisafî kâra olan oranına baktıkları için, kârların düşmesiyle beraber firmaların munzam borç taleplerinin karşılanması güçleşmektedir. Bununla beraber bankalar bu kaidenin dışına çıkarak «keyfî» hareket edebildikleri için —ki memleketimizde durum böyledir— akseleratörün işlemlerini bankaların hattı hareketine bağlamak doğru olacaktır. Rasyonel hareket eden bir banka sistemi halinde iktisadî durgunluk ve gerileme devirlerinde moneter tedbirlere rağmen bir finansman sıkışıklığı ile karşı karşıya kalınacağı muhakkaktır.

Akseleratör, yatırım ve finansmanın birbirleriyle olan münasebetini memleketimiz bakımından ele aldığımız takdirde bazı munzam izahata lüzum hasıl olacaktır. Memleketimizde akseleratörün işlemlerine mâni olan sebepleri sadece finansmanla ilgili kılmak doğru değildir. Zira bu mekanizmanın memleketimizde işlemlerine mâni olan teknik ve strüktürel sebepler mevcuttur. Bununla beraber akseleratörün işlemlerine mâni olan sebepler arasında finansman tıkanıklıklarının da bulunduğu söylenebilir. Bilhassa uzun vâdeli kredinin ihtiyacın çok altında bulunması, bir çok firmaların, teknik ve strüktürel mâniyeleri aşmış oldukları halde, uzun vâdeli yatırıma gidemedikleri görülmektedir. Bunun neticesi akseleratörün getirdiği zorlama uzun vâdeli yatırımların kısa vâdeli kredi ile finanse edilmesine sebep olmuştur ^[16]. Banka sistemimizin menfaatlerini

[15] Meyer and Kuh, «Accelerator and Related Theories of Investment: an Empirical Enquiry», *Review of Economics and Statistics*, Ağustos 1955.

[16] Sınai Kalkınma Bankası, 1956 yılı End-Use Raporu, s. 8.

Sınai Kalkınma Bankası Sekizinci Hesap Yılı Raporu (1957), s. 53-55

kısa vâdeli kredinin uzun vâdeli kredinin aleyhinde gelişmesinde görmesi bu neticeye varılmasında en büyük sebep telâkki edilebilir. Yine bankaların, evvelce dediğimiz gibi, borçlu firmanın produktivite ve borç ödeme kabiliyetine bakmaksızın kredi tahsis etmeleri kredilerin marjinal altı işletmeler tarafından da kullanılmasına imkân vererek cemiyet bakımından servet tahribi sayılabilecek neticeler vermiştir. Asıl mühim husus bankaların bu hattı hareketinin firmaların otofinansman arzu ve niyetlerini veya mecburiyetlerini ortadan kaldırmasıdır. Şöyle ki, bir banka müşterisinin likidite durumuna bakmaksızın ve produktivite derecesini araştırmaksızın kredi verdiği takdirde ve bütün bir banka sistemi bu hareketi tasvip edecek olursa, borçlu firma likidite durumunu ıslah için otofinansmana başvurmağa mecbur kalmıyacaktır. Keza bankalarca firmaların likidite durumuna göre değişen başka bir ifade ile borçlunun ve alacaklının rizikosunu aksettiren bir faiz talep etmeyip her firma için aşağı yukarı aynı faiz haddi üzerinden muamele yapmaları da keza otofinansman mecburiyetini ortadan kaldırmakta, yani firma otofinansman kabiliyeti ile kredi talebi bakımından diğer firmalara üstünlük kuramamaktadır. Halbuki banka sisteminin, borçlunun belki de bîhaber olduğu borçlunun ve alacaklının rizikosunu kredi politikasına ithal etmek suretiyle firmaları daha rasyonel hareket etmeğe sevketmesi lâzımdır. Son alman tahdit kararlarıyla bir çok firmanın tasfiyeye gitmesi ve tasfiye zararları sebebiyle meydana gelen servet kayıpları ve firma sahiplerini tasarruftan alıkoyan yegâne sebep banka sistemimizin bu belirttiğimiz hususu benimsememiş olmasından ileri gelmektedir. Nihayet şunu söyleyelim ki, aynı şey, memleketimizde büyüme ile beraber firmaların mecmu yatırım içindeki öz sermaye payının nisbî bir azalma göstermesine de sebep olmuştur. Halbuki bunun tamamen aksini beklemek icap ederdi.

Kaide olarak bir işletme mevcut yatırımın arzettiği riziko nisbeti ne kadar yüksek olursa bu işletmenin munzam finansman ihtiyaçlarını aynı yüksek nisbette dağıtılmayan kazançlar ile karşılaması lâzımdır. Yüksek riziko yüksek kârlar elde etmek ümidini verdiği kabul edilirse otofinansmanın seriklerin gelir ihtiyacını baltalamıyacağı söylenebilir. Halbuki memleketimizde yukarıda belirttiğimiz sebepten ötürü otofinansmana gidilmediğinden yüksek riziko arzeden yatırımların yükü banka sistemine inikâs etmiş olmaktadır. Bunun neticesi bankalar borçluların rizikosunu kendilerine

mal ettikleri için âciz borçlunun tasfiyesine gitmemekte ve devamlı şekilde kredileri yenilemektedirler [17]. Son alman kararlar dolayısıyla kredi tahdidine başvurulmuş olması rizikonun tesirlerini ileri atmak imkânını ortadan kaldırdığı için etüdümüzün başında söylediğimiz gibi, «*ikinci* derecede zararlar» artmıştır. Bu kredi daralması sebebiyle birçok firmaların faaliyetlerini tatil etmeleri, iflâsa gitmeleri, vaktiyle yabancı sermaye maliyeti olarak sadece ödenen faizi hesap etmeleri borçlanmanın rizikosunu bir maliyet unsuru telâkki etmemiş olmalarından ileri geldiği söylenebilir. Tasfiye veya faaliyetin bir müddet için dahi olsa durdurulmasından mütevellit zararlar aslında vaktiyle bir maliyet unsuru olarak ele alınmak lâzımdı. Bütün bu hususları tertip ve öğretmek banka sistemine düşer.

Memleketimiz hakkında son olarak söylenmesi lâzım gelen şey sermaye piyasasının bulunmayışı dolayısıyla anonim şirket halinde bulunan firmaların dahi otofinansmana gidememeleri ve bu sebeple borçlanmanın verdiği rizikodan kurtulamamalarıdır. Sermaye piyasası bulunmuş olsaydı bu şirketlerin dağıtacakları temettü alternatif maliyetin civarında bulunacağından, yani piyasa faiz haddinden ancak yatırım rizikosunu aksettiren bir kıymet fazlası arzedeceğinden, kâr gücü yüksek olan firmaların otofinansmana gitmeleri kolaylaşacak ve bunun neticesi bunların talep edecekleri munzam yabancı sermaye firmaya munzam bir riziko tahmil edemeyecektir. Bu itibarla memleketimizde dağıtılmayan kazançların yatırımlarda oynadığı rolün önemsizliğini sermaye piyasasının bulunmamasına atfetmek doğrudur.

Dağıtılmayan kazançların hacmini küçülten sonuncu bir sebep de memleketimizde şirketlerin gelir arzusunun şiddetidir. Anonim şirketlerde dahi şirket - şirket ayırması bulunmadığından, şirketler temettü politikasına tamamen hâkim bulunmakta ve kanunun kendilerine verdiği yetki ile [18] gelir arzularına uygun temettü dağıtımını sağlamaktadırlar. Şirketlerin rasyonel ve uzun vâdeli düşünce ile hareket etmedikleri bir gerçek olduğu için firmanın sene so-

[17] Bunun bir sebebi de normal olarak %15-16 ve daha yukarı bir faiz haddi üzerinden yürütülen kredi muamelelerinde borçlunun aczi resmîyet kesbedince bu faiz kanununun tayin ettiği %7-10 nisbetlerine irca edildiğinden, borcun yenilenmesi bankanın menfaatine olmalıdır.

[18] Ticaret Kanunumuz temettü dağıtımında bütün salâhiyeti umumî heyete vermiştir. Madde: 469.

nunda elde ettiği kârın mühim bir kısmının dağıtılmak istenmesi otonom yatırımların [19] dahi tasfiyesini icap ettiren bir netice verdiği görülmektedir. Bu sebeple memleketimizde otofinansmanın yukarıda saydığımız müsbet rolü oynayabilmesi için mevcut anonim şirketlerin şerik - şirket ayırmasına müsait şekle girmeleri ve bu sonuncu nevi şirketlerin cemiyette mevcut sermayenin mühim bir kısmını ellerinde bulundurmaları lâzımdır.

Netice itibariyle, etüdümüzün başından itibaren söylemek istediklerimizi hülâsa edecek olursak, «Teşebbüs kudretinin başa geçtiği yerde, finansman onu takip eder» [20] sözünün bilhassa memleketimiz bakımından kaide olmadığını söylememiz icap edecektir.

[19] Otonom yatırımlar işletmenin müstahsil faaliyeti içinde teşekkül eden kârların devamlı şekilde yatırılmasıyla husule gelmektedir.

[20] Robinson, J., «The rate of interest», London 1954, s. 86.