

## ZATİ SERMAYE TEŞKİLİ SAHASINDA ELDE EDİLEN TERAKKİLER (1)

Yazan :

**H. Laufenburger**

Paris Hukuk Fakültesi Maliye Profesörü

Çeviren :

**Dr. Akif ERGİNAY**

Maliye Doçenti

Bir hata eseri olarak Henri Laufenburger'in "Les Progrès de l'autofinancement" adlı makalesinin tercümesi olan bu yazı asıl makaleden önce konamamıştır. Özür dileriz.

Hukuk bakımından, hususî sektör ile âmme sektörünü birbirinden güçlkle de olsa ayırmak mümkün ise de, iktisadî ve malî bakımlardan bu iki sektör arasında bir hudut kalmamıştır. Meselâ Fransa'da millileştirilmiş teşebbüsleri ele alalım. Her ne kadar Devlet bu teşebbüslerin idaresine ancak üçte bir kısım itibariyle iştirâk ediyor ve diğer üçte bir kısım işçi sendikalarına ve son üçte bir kısım teşebbüslerin iş ve hizmetlerini kullananlara, yâni müstehliklere tevdi edilmiş bulunuyorsa da, bunlar şüphesiz yine de âmme teşebbüsü mahiyetindedirler. Millileştirilmiş bir teşebbüs yatırım yaptığı zaman - hiç olmazsa Fransa'da - bütçeye başvurmaktadır; fakat sermaye piyasasından istikraz yapınca, hususî sermayeleri kullanmaktadır. Son zamanlarda, millileştirilmiş kömür ocakları, elektrik ve gaz müesseselerinin karma iktisat şirketlerine devredilmesi ve Devletin bu şirketlerde hususî ortaklar nisbetinde (% 50) hissedar olması teklif edildi.

Sovyetler iktisadında da yatırımların finansmanı aynı zamanda hem hususî hem de âmme sektörüne istinat etmektedir. Sinaî inşaat ve sabit sınaî yatırımların takriben üçte biri, bizatihi teşebbüslerin tamamen kapitalist iktisat prensiplerine göre temin ettikleri kârlarla finanse edilmektedir; bakiye üçte birler bütçeden karşılanmaktadır. Ancak gerekli sermayeleri bulmak için devlet, kısmen olsun, istikraza başvurmakta ve geri kalanı vergi

---

(x) Zatî sermaye teşkili terimini fransızca «autofinancement» karşılığı olarak seçtik. Bunu «teşebbüs içinde sermaye teşkili» şeklinde de almak kabildir. Fakat birinci terim hem daha kısa hem de zatî kelimesi «auto» ekini daha iyi ifade etmektedir. Autofinancement terimini aynen almakta belki uygun görülebilir; fakat pek zaruret olmadıkça, bu yola girmeyi doğru bulmuyoruz (M. N).

ile temin etmektedir. İşte bu istikraza kaydolunanlar, büyük hususî gelir sahipleridir: yüksek ücret ve maaşlar, serbest meslek sahiplerinin gelirleri, kolhozların kazançları.

Zatî sermaye teşkili ile (autofinancement) âmme ve hususî sektörlerde müşterek olan bir müesseseye intikal edilir. Bu şekilde yapılan yatırımın tarifi çok basittir: Ferdî bir teşebbüste kârların, teşebbüs sahibinin kendi hususî işlerinde kullanılması veya hisse senetleri sahiplerine dağıtılması yerine, kısmen veya tamamen, ihtiyata ayrılarak sabit yatırımlara, stokların artırılmasına veya iştirâklere tahsis edilmesi zatî sermaye teşkilidir. Bu malî usul anonim şirketlerde geniş tatbik yeri bulmuştur ve biz, ferdî hususî teşebbüsler hakkında istatistik bulunmaması dolayısıyla, bu etüdümüzü anonim şirketler üzerinde teksif ettik. Fakat acaba bu usul devletleştirilmiş (meselâ demir yolları) ve millileştirilmiş (İngiltere ve Fransa'da kömür ve elektrik) sektörlerdeki teşebbüslere de uygun düşer mi? Her şey âmme teşebbüsünden anlaşılan mânaya ve bu teşebbüs şekline verilecek tarife bağlıdır. Kelimenin asıl mânasıyla âmme teşebbüsü demek, bir âmme hizmeti gören bir teşekkül demektir; şu halde, böyle bir teşekkül yaptığı mal ve eşyayı ve gördüğü işleri maliyet fiyatına göre hesaplayacak ve kârdan vaz geçecektir; dolayısıyla zatî sermaye teşkili için «ihtiyat ayırmak» bahis konusu olmayacaktır. Fakat âmme teşebbüsleri, kuruluşlarını icap ettiren gayelerden gittikçe uzaklaşmaktadırlar. Bu teşebbüsler Fransa'da, İngiltere'de ve keza Rusya'da yatırımlarının ancak bir kısmı için bütçe kaynaklarına başvurumaktadırlar; diğer kısımlar için sermaye piyasasında hisse senetleri çıkarmaktadırlar; şüphesiz bunu yapmak, gerekli krediyi elde etmek için kâr peşinde koşmaları lâzımgelir. Binaenaleyh bu kârların bütçeye dahil edilmemiş olmaları şartıyla (nazarî olarak bu hal ancak devlete ait teşebbüslerin kârları için varittir) yalnız bir tek (hissedarların bulunmaması halinde) meşrû tahsis yeri vardır: zatî sermaye teşkili (autofinancement). Âmme sektörü ile hususî sektör arasındaki hudut, bu bakımdan bir def'a daha silinmektedir; zira kârlar âmme sektöründe de gittikçe artan bir nisbette kullanılmaktadır. Zatî sermaye teşkilinin ehemmiyeti hakkında rakamlar vasıtasıyla tam bir fikir edinmek kabil midir? Bu malî usulün muharriki nedir? Bundan iktisadî, siyasî ve içtimaî ne gibi neticeler doğmaktadır?

### I — Zamanımızda zatî sermaye teşkilinin ehemmiyeti

Zatî sermaye teşkili meselesi zamanımızın büyük ekonomik çevrelerinde bahis konusu olmaktadır; bu meseleyi üç kısımda tetkik etmek kabilidir: Kapitalist usulün hâkim olduğu memleket tipi, Amerika Birleşik Devletleri; Kollektivist usulün hâkim olduğu memleket tipi, Rusya; ve bünye itibarıyla mutavassıt bir yer işgal eden iki memleket, İngiltere ve Fransa.

## 1 — Kapitalist memleket tipi, Amerika Birleşik Devletleri

Büyük Amerikan Federasyonu, gerek tevzi edilmiş gerekse edilmiş şekliyle, kârların kullanılmasına müteallik doğrudan doğruya istatistik rakamları bulunan tek memlekettir. İstatistikler 1929 senesindenberi Ticaret Vekâleti (Department of Commerce) tarafından tanzim edilmektedir; bunlar resmî mahiyette olup Amerikan Millî Muhasebesinde yer almaktadırlar. 1929 dan evvelki istatistikler için, daha az kâti olmakla beraber, Vaşington Muvakkat Millî İktisat Komitesinin (Temporary national Economic Committee) anketlerine bakılabilir.

Aşağıdaki cedvelde kârlar, «sermaye istihlâki» nden doğan safî miktarları ifade etmektedir; sermaye istihlâki de, asıl mânada amortismanlar, carî masraflar olarak sermayeden yapılan masraflar (Capital outlays charged to current expense) ve sabit sermayelerde husule gelen arizî zararlara tefrik edilir. Kârlar sermayede hasil olan kıymet artış ve eksilişlerini ihtiva etmemektedir; çünkü bunlar hakikî mânada gelir sayılmaz. Açık veren şirketlerin zararları, kâr temin eden şirketlerin kârlarından indirilmiştir; dividantlar sahasında mükerrer hesaplar önlenmiştir; nihayet, vergiler de tenzil edilmiştir. (Milyar dolar olarak) :

Yıllar	Safî kârlar	Safî dividantlar	Tevzi edilmiş kârlar	Tevzi edilmemiş kârların yüzdesi
1909	2.6	1.6	1.0	% 40
1914	3.3	2.1	1.2	% 35
1917 (Harp)	7.3	3.—	4.3	% 59
1926	6.8	4.4	2.4	% 35
1929	8.4	5.8	2.6	% 31
1931	—1.3	4.1	—5.4	Zarar
1938	2.3	3.2	—0.9	Zarar
1940	6.5	4.0	2.5	% 37
1943 (Harp)	10.6	4.5	6.2	% 58
1945	8.5	4.7	3.8	% 45
1947	18.5	6.5	12.—	% 65
1950	22.8	9.2	13.6	% 60

Tevzi edilmemiş reel gelirler, 1938 yılındanberi, sermaye piyasasından daha çok ehemmiyetli bir finansman kaynağı olmuşlardır. Bu tarihten itibaren sermaye mallarının gelişmesinde gerekli sermayelerin yarısından fazlası, devamlı şekilde zatî sermaye teşkiliyle temin edilmiştir. İstatistiklerin verdiği imkân dahilinde tesbit edildiğine göre, küçük şirketlerde zatî sermaye

ye teşkilinden mütevellit aktif artışı, büyük şirketlere nazaran daha çok büyük bir nisbette olmuştur.

## 2 — Kollektivist memleket tipi, Rusya

Sovyetler Birliği tam bir komunizm tipinden, bazı bakımlardan hussı kapitalizme yaklaşan devlet kapitalizmi tipine doğru bir tekâmül geçirmektedir.

Görünüşte, sınaî ekonominin finansmanı tamamen âmme sektöründen yapılmaktadır. Büyük kısmı itibariyle zatî sermaye teşkili, bütçe vasıtasıyla temin edilmektedir. Fakat teşebbüslerin kârları bu hususta çok mühim bir yardım teşkil etmektedir. Aşağıdaki rakamlar bunu gösterir:

### Sovyetler Federasyonu 1952 yılı bütçesi (Tasarı) (Milyar ruble olarak)

Giderler		Gelirler	
Millî Ekonomi	180	Muamele vergisi	260
Sosyal Ekonomi	125	Teşebbüslerin kâr-	
Millî Savunma	114	ları üzerinden alınan	62
İdare giderleri	15	Ferdî gelirler üze-	
Muhtelif giderler	44	rinden alınan vergi-	
	—	ler	48
	478	İstikrazlar	42
		Muhtelif gelirler	97
			—
			509

Sınaî sektöre yatırılan sermayeler 144 milyar rubleye yükselmektedir (Nominal kıymet olarak bir dolar 4 rubleye müsavidir; fakat bir doların satın alma kuvveti 9-10 rubleye muadildir); bunun 98 milyarı bütçeden verilmiş (bahis konusu 98 milyar, bütçenin 180 milyar olan Millî Ekonomi tahsisatından ayrılmıştır), aradaki 45 milyar rublelik fark, zatî sermaye teşkili yoluyla şirketlerin safi kârlarından tamamlanmıştır.

Bu itibarla Sovyet Rusya'da kârların bir kısmının otomatik şekilde teşebbüslerde kullanılması dışında, bir devre (circuit) hasıl olmaktadır; devlet bütçesi, kaynaklarının beşte birini, yâni takriben 100 milyar rubleyi, sanayi ekonomisine ayırmaktadır; fakat bütçenin bu yardımı kısmen bizatihi sınaî kaynaklardan (vergi), kısmen de sermaye piyasasından (ikramiyeli istikrazlar) tedarik edilmektedir.

İlk olarak şuna işaret edelim ki, sanayi yatırımlarına devletin yaptığı net yardım miktarının % 62 si sınaî kazançlar üzerinden alınan vergi ile karşılanmaktadır. Filhakika teşebbüs kârlarının zatî sermaye teşkilî için kesilmeyen kısmı, kârlardan alınan vergi vasıtasıyla bütçeye intikal etmektedir. Bakıyeye gelince, (1952 yılında 36 milyar ruble) bu miktar hemen hemen, 1952 yılında 42 milyara çıkmış olan ikramiyeli istikraz emisyonu kadardır. Şu halde, gerçek şahısların gelirleri üzerinden alınan müterakkî vergide olduğu gibi, istikrazla da, müreffeh ve zengin kimselerin gelirlerine başvurulmaktadır: yüksek memurlar, büyük devlet tröstlerinin idare âmirleri, serbest meslek erbabı, yüksek subaylar, ilh; harp sırasında zengin olmuş köylüler (kara borsa).

Hülâsa, Rusya'da yatırımların zatî sermaye ile teşkilî sistemi, Amerikan Federasyonunkine olmasa bile, bilhassa yarı - hususî, yarı - âmme mahiyetinde karma ekonomik bünyede olan memleketlerin sistemine yaklaşmaktadır.

### 3 — Karma Ekonomik Bünyeli Memleketler Tipi

a) İngiltere'de bütün yatırımlar içinde harpten önce büyük miktarlara varan âmme yatırımlarının en mühim kısmı; elektrik fabrikaları, münakale vasıtaları, ilh. sahipleri olan Komünlere (Belediye) aitti. Bu sanayi mevcudatı (maden kömürü, gaz, elektrik, demir yolları, London Transport, hastahaneler) devlete intikal ettiren millileştirmeler neticesinde yatırımların teminatı azalmış olduğu için, 1945 yılından sonra, âmme sektöründe devlet bütçesi kanalıyla büyük bir gayret sarf etmek mecburiyeti hasıl oldu. Fakat genel olarak ikinci dünya harbinden sonra finansman toplamı içinde nisbeti % 30 a düşmüş olan hususî yatırımlar tekrar çoğalmıştır; o derecede ki, halen hususî ve âmme sermayeleri hemen hemen müsavi miktarda yatırımlara ayrılmaktadır. Bunun sebebi, bu sahadaki devlet faaliyetlerinin, harp tahribatının tamiri ve mesken inşaatında toplanmış olmasıdır. Döner sermayelerini bütçeden almış olan millileştirilmiş teşebbüsler, devlete tekrar başvurmaksızın, kendi kendilerine kifayet edebilmişlerdir. Diğer taraftan, hususî sektör de (ki acele olarak millileştirilmiş olan maden sanayini tekrar sahasına almak üzere) kendi imkânlarıyla ehemmiyetli finansman gayreti gösterdi.

Binaenaleyh gerek hususî, gerekse âmme sektörü (bu sonuncu sektör âmme hizmetleriyle âmme teşebbüslerini ihtiva etmektedir) yatırımlara ayrı ayrı takriben 1000 milyon İngiliz lirası, yâni 1952 senesinde yekûn olarak takriben 2000 milyon İngiliz lirası ayırdıklarına göre, her bir sektörde yapılan zatî sermaye teşkilî ehemmiyetli bir derecede bulunmaktadır. Sermaye şirketleri kendi kazançlarının büyük bir kısmını ihtiyata ayırmakta-

dırlar (ileride görüleceği üzere, ihtiyata ayırmada vergi âmilleri de mües-sirdir); esas kaidenin aksine olarak, bütçe için değil, gelişmelerinin zatî ser-maye teşkili ile sağlanması için kâr elde etmek mecburiyetinde olan millî-leştirilmiş teşebbüsler hakkında da keyfiyet aynıdır.

1951 senesine ait bazı rakamlar zatî sermaye teşkili sahasında elde edilen terakkileri belîğ bir şekilde göstermektedir.

Meselâ 1945-51 senelerinin millî gelir hesaplarına müteallik resmî vesikanın «Şirket hesapları» (Companies account) kısmında, 2. 705 milyon kâr üzerinden (amortismanlar indirilmiştir) 549 milyon dividant verilmiş, 652 milyon zatî sermaye teşkiline tahsis edilen ihtiyatlara ayrılmış ve ara-daki fark vergiler (1151 milyon), tahvilât faizleri ilh. için ödenmiştir.

Sektörlere göre umumî sabit sermaye teşkili (Gross fixed Capital formation by sectors) hesabı 1951 senesi için aşağıdaki şekildedir:

(Milyon İngiliz lirası olarak):

Merkezi hükûmet	158
Âmme teşebbüsleri	370
Mahallî idareler	
İnşaat	284
Teşebbüsler	40
Diğer yatırımlar	115
	439
Ticaret şirketleri	700
Ferdî teşebbüsler	195

1862

b) Fransa'da millileştirilmiş teşebbüsler, hususiyle demir yolları, devamlı şekilde işletme açığı vermektedirler (Millî Demir Yolları Şirketi, bütçeden 200 milyar franktan fazla yardım görmektedir). Millileştirilmiş teşebbüsler bir müddet zararına işledikten sonra, tarifelerinin mütemadiyen artırılmasından istifade ettiler ve dolayısıyla halen, anonim şirketlere mu-vazı olarak gelişen zatî sermaye teşkili için ehemmiyetli ihtiyat sahibi oldu-lar. Ancak şu noktaya işaret edelim ki, demir ve çelik, makina, otomobil, mensucat, ilh. sanayilerinin inkişafı dolayısıyla hususî sektörün yatırım mik-tarı, İngiltere'de olduğu gibi, artmaktadır; bu miktar 1945 de % 37 den, 1952 de % 50 ye yükselmiştir.

Haklarında ancak kısım kısım anketler elde bulunan şirketlerin zatî sermaye teşkilinin ehemmiyet derecesi aşağıdaki tablodan anlaşılmaktadır:

96 Fransız şirketinin safî kazançları (milyon frank)

Safî kazançlar :				
	Elde edilen	Tevzi edilen	Tevzi edilmeyen	Tevzi edilmiyenin yüzdesi
1938	1396.5	936.4	460.2	% 33
1940	1589.5	968.4	661.2	% 39
1943 (Harp)	1310.—	1249.8	60.2	% 4
1947	6154.4	2597.—	3607.4	% 38
1949	15676.7	9507.4	6169.4	% 39

1952 senesinde, yatırımların toplamı, yarısı hususî sektöre ait olmak üzere, 2000 milyar frank olarak tahmin edilebilir. Ferdî tasarruftan ancak 500 milyar (1952 de 300) elde edildiği için, zatî sermaye teşkili % 50 den fazla bir nisbette kalmaktadır.

Sabit kıymette frank üzerinden (1938 esas olarak) bir taraftan tevzi edilen ve diğer taraftan tevzi edilmeyen kârların seyrini mukayese edersek, zatî sermaye teşkilinin 1938 denberi daha çok kuvvetle gelişmiş olduğu anlaşılır.

Tevzi edilen ve edilmeyen kârların 1938 frangına göre endeksi

Yıllar	Tevzi edilen kârlar	Tevzi edilmeyen kârlar
1938	100	100
1940	68	88
1943	59	6
1947	34	97
1948	29	98
1949	48	63

Şu halde, mutlâk kıymet olarak, zatî sermaye teşkili, frangın baş aşağı kıymetini kaybettiği devrede tevzi edilen kârların miktarına nazaran, daha çok az eksilmiştir.

İktisadî bünyesi ne olursa olsun, başlıca büyük memleketlerde bir terakkî halinde olduğuna göre zatî sermaye teşkili hadisesinin sebebi nedir?

## II — Zatî Sermaye Teşkili Nazariyesi

Kârların teşebbüse yatırılmak maksadiyle ihtiyata ayrılmasının menşei teşkil eden sebepler zatî sermaye teşkilinin mucip olduğu siyasî, iktisadî ve sosyal tehlikeleri meydana koymaktadır. Bunun içindir ki hükümet-

ler sermaye piyasasını ve Merkez Bankaları ve Devlet Hazinesinin kontrolünü ortadan kaldırılmağa müncer olan zatî sermaye teşkili (self financing) usulünün ifratlarına karşı vergi ve sair şekillerde tedbirler almakta tereddüt etmediler.

### 1 — Zatî Sermaye Teşkilinin Sebepleri

«Sermaye mallarına (stoklar, makinalar, hisse senetleri - istikrazlar) tahsis edilmek üzere kârların ihtiyata ayrılması»: zatî sermaye teşkilini bu şekilde tarif etmek kâfi midir? Bu tarifte bir görüş hatası mevcuttur; kârların para olarak kasada veya bir bankada biriktirilmesi, Hissedarlar Genel Kurulunun kârları tevzi etmeyeceğine dair kararı ve teşebbüs fonlarının yeniden teşebbüste kullanılması şeklinde, zatî sermaye teşkilinin, bir kaç muameleyi takip ettiği hissini verebilir.

Bu tarif evvelâ hukukî bir safsatayı ihtiva etmektedir. Hissedarlar Genel Kurulu hukukan hakimiyet sahibi ise de, filiyatta ya toplanamamakta veya toplansa dahi (nisap hiç bir zaman temin edilmez) gittikçe artan bir ilgisizlik göstermektedir; o kadar ki, ekonomik ifadesiyle, karar selâhiyeti ya İdare Meclisinde veya çok def'a olduğu gibi, İdare Meclisi Reisinde veya Genel Müdürde kalmaktadır.

Diğer taraftan bahsi geçen tarif, kârların tahsisi hakkında Genel Kurulun kararını beklemek üzere para halinde şirket kasasında biriktiği hissini uyandırmaktadır. Hakikat tamamen başkadır. Genel Kurulun da söyleyeceği sözleri olsa dahi, olup bitti karşısında baş eğmekten başka bir şey yapamaz.

Kârlar, kasada toplanmaları şöyle dursun, elde edildikçe otomatik olarak yeni bir iş mevzuunu teşkil ederler. Kârlı satışlar neticesinde teşebbüsün kasasında imkân bulunur bulunmaz, istihsali artırmak maksadiyle yeni kararlar alınır. Kasa imkânları ham maddelerin artırılmasında, daha fazla mamûl mal stokları yapılmasında, yeni fabrikalar kurulmasında, kıymetli senetler satın alınmasında, ilh. kullanılır.

Bu itibarla işletme neticeleri, tasvip edilmek üzere Genel Kurula verildiği zaman, kârlar esasen tahsis edilmiş bulunmaktadır. Bütün kârların işletmede kullanılmış olduğu bir sırada hissedarların dividant tevzi etmeğe karar vermiş olduklarını farz edersek, bunun için ortada yalnız bir hal sureti bulunur; yâni hissedarlar tahsis edilmeğe üzere ya bankalardan veya piyasadandan istikraz yapmak lâzımdır.

Nihayet, otomatik mahiyette olduğu şüphe götürmeyen zatî sermaye teşkilinin, şüphesiz kârlar vasıtasıyla, nasıl tahakkuk ettirileceği meselesini



cevaplandırmak icap eder. Kârlar ancak hissedarların zararına kullanılmışlardır. Esasen bunlar ya işçilerin, ya müstehliklerin veya aynı zamanda her iki gurubun (ücretlerin artırılmaması, fiyatların yükselmesi) fedakârlığı paahasına temin edilmiş olmaları lâzımgelir.

Hissedarlardan artık söz açmıyalım. Tevziatın artan bir şekilde «fakirliği» (Pauvreté) onların ilgisizliği ve beceriksizliği neticesidir.

Zatî sermaye teşkilî için lüzumlu olan kârların temin edilmesi ancak fiyatların artması, diğer bir deyişle, müstehlikin gerekli fedakârlığı yapmayı kabul etmesiyle izah edilebilir. Fiyatlar yükselince, ücretlerin ayarlanmasını talep etmekte işçiler haklı olurlar.

Eğer müteşebbisler, devletin desteklemesiyle, maaş ve ücretlerinin yükseltilmesi hususunda (kısmen veya tamamen) müstahdem ve işçileri talepte bulunmaktan vaz geçirecek derecede kuvvetli iseler, zatî sermaye teşkilî için zarurî olan kârları devam ettirmek mümkün olur. Bu, birinci derecede ehemmiyetli sosyal bir meseledir. Amerika Birleşik Devletlerinde, meselâ General Motors ve Federation of Labour arasında, ücretlerin uzun bir müddet müstakar tutulmasına müteallik Gentlman agreement, zatî sermaye teşkiline müsaittir. Buna mukabil Fransa'da tatbik edilen ve ücretleri % 10 dan fazla bütün fiyat artışlarıyla, otomatik olarak, ayarlayan mütehavvil ücret mikyası (échelle mobile) mekanizması, zatî sermaye teşkilî usulünü belki de tehlikeye sokabilir.

Her ne şekilde olursa olsun, zatî sermaye teşkilî iki esas âmîle bağlıdır. a) Birinci, yâni faiz haddi, ehemmiyetinden kaybetmektedir. Şüphesiz faiz haddi yükseldiği zaman teşebbüsün piyasaya başvurmadan kaçınması ve gerekli sermayeleri kendi kaynaklarından temin etmesinde fayda mülâhaza edilebilir. Fakat faiz haddi düştüğü, Keynes'in tahayyül ettiği gibi, sifıra doğru indiği zaman bir teşebbüs istikraz yapmağa veya hisseler çıkarmağı mı karar verecektir?

Hiç bir şey bu kadar katiyetsiz değildir. Tecrübe ile öğrendiğimize göre, faiz haddi 1939 ile 1948 arasında, zıddına, düşük olduğu bir devirde, zatî sermaye teşkilî bir çok memleketlerde geniş mikyasta artmıştır.

Bu açık tezdad nasıl izah edilebilir? Filhakika faiz haddi yükseldiği zaman bir teşebbüs, kârlarını tekrar yatırmaktan ziyade ikraz etmeğe temayül edeceği hakkındaki çocukca iddiada ısrar etmeksizin, bahsi geçen tezat izah edilemez. Esasen kime ikraz edilecektir?

b) Etüdümüzün mevzuunu teşkil eden hususta konjonktör, faize nazaran, daha katî bir rol oynar. İktisadî gelişme olduğu veya tam istihdamın devam ettiği bir zamanda, hummalı bir faaliyetle istihsalin artırılmasına ça-

ışılır. Alet ve edevatı, stokları, ilh. artırmak icap eder. Zaman dardır. En çabuk, en emin, en az masraflı finansman şekli, kârların, elde edildikçe, yeniden kullanılmasıdır. Bilhassa faizin yükseldiği bir sırada neden piyasaya başvurmalıdır? Konjonktüre göre, nazarı olarak, ilâve dividantlar ödenmesi lâzımgeliyorsa, sermayeyi artırmağa ne lüzum vardır?

Harp konjonktürü (çok def'a sun'üdür) devamlı bir vasfı haizdir (1): Silâhlanma ve sabit yatırımların sür'atle artmasını mucip olur. Çok def'alar izahı yapılan devre (circuit) vasıtasıyla faiz haddi düşse dahi, piyasada emisyon yapacak kadar zaman yoktur. Amerikan istatistikleri, 1940 ile 1945 arasında, zatî sermaye teşkilinin çoğaldığını ve sür'atlendiğini göstermektedir. Fransa'da ise aynı devirde ve hususiyle 1943 de tahribat artmış olduğundan, zatî sermaye teşkili yavaşlamıştır.

İstatistiklerin çok def'a aldatıcı olduklarını itiraf etmek icap eder. Şirketlerin kârları, işgal sırasında nominal kıymet ve bilhassa reel kıymet olarak azaldı. Bu hâl teşebbüsleri faaliyet serbestisinden mahrum etti. 1943 senesinde istihsal, bombardımanlar ve Alman inkiraziyle felce uğradı. İstikbalin kararsızlığı dolayısıyla her yatırım emniyetsiz görülüyordu. Bu itibarla 1943 senesinde cılız kârların hemen hemen tamamı tevzi edildi.

Fransa'da para kıymetinin düşüşü, 1945 den itibaren, bir kerre daha bu sahadaki kararlar serbestisini ihlâl etti. Bir kazancın satın alma kuvveti azalmak tehlikesi gösterdiği zaman, paranın «reel kıymetini muhafaza etmek» maksadiyle acele yeni yatırımlara girişmek uygun düşer. Bu itibarla 1945 senesinden itibaren zatî sermaye teşkilinin tekrar çoğalmış olması Fransız frangının düşüklüğüyle ilgilidir.

Zatî sermaye teşkilinin sırf teknik bakımdan yapılan izahını, iktisadî, sosyal ve siyasî kıymeti hakkında verilecek bir hükümle tamamlanmadı lâzımdır.

## 2 — Zatî sermaye teşkilinden mütevellit tehlikeler ve bunların azaltılması için alınan tedbirler

Zatî sermaye teşkili usulünü tatbik eden şirketler, büyük ekonomik bir kuvvet kazanırlar; o kadar ki, bu kuvvetin, devlet hakimiyetini sarsabilecek mahiyette siyasî bir kuvvet haline inkilâp etmesi tehlikesi vardır. İşte mânidar bir misal: Amerika Birleşik Devletlerinde General Motors şirketinin otoritesi, zatî sermaye teşkili sayesinde, çok artmış ve yaptığı muamele ve iş hacmı 7 milyar doları aşan bir miktara vasıl olmuştur. Halbuki New-York Belediyesinin bütçesi ancak 1.400 milyon dolar ve New-York

(1) Birbirini takip eden üç safhadan dolayı: silâhlanma, harp, yeniden imâr.

devletinin bütçesi de bir milyar dolardan bile azdır. 80 milyar dolarlık Federal bütçe ile mukayese edilse dahi General Motors, General Electric, Standard Oil, ilh. şirketlerinin iş ve faaliyet imkânları büyük bir ehemmiyette olduğundan, kendi kararlarını artık mutlak bir hakimiyetle veremiyen devlet için, bir tehlike ve tehdit teşkil etmektedirler.

Zatî sermaye teşkili'nin ikinci tehlikesi, Merkez Bankasının gördüğü rol ve yaptığı mürakabenin zayıflamasını mucip olmasıdır. Klâsik sermaye teşkili usulünde dividendların dağıtılması, tasarruf, piyasada emisyon, sermaye arz ve talebi mekanizması mükemmel bir şekilde işliyordu. Faiz bir hâkem rolü oynadığı için, Merkez Bankası, ister piyasa haddinin serbest hareketini garanti etmek, isterse ekonomik siyasete uygun şekilde buna tesir etmekle vazifeli idi.

Evvelce sermaye piyasasını dolduran ve burada iş yeri arayan hususî sermayelerin büyük bir kısmını, bugün zatî sermaye teşkili usulü bu piyasadan çekmiş bulunmaktadır.

Sermayelerin devir yapması filen kesilmiş olduğu için, Merkez Bankası, faiz haddinin bir nazımı olarak gördüğü işlerde Hazine tarafından artık bertaraf edilmiştir. Çünkü, filyatta yalnız âmme fonları külli olarak para ve sermaye piyasasında görülmektedir.

Nihayet zatî sermaye teşkilinin üçüncü bir tehlikesi de «yatırımlara yanlış istikamet» verilmesini mucip olmasıdır (Fehlinvestition). Teşebbüs müdürleri de egoist hareket ederler; rakip teşebbüsün daha iyi teşhiz edilmiş ve daha verimli olması halinde dahi, sermayelerin kendi teşebbüslerinden başka hiç bir yerde daha iyi kullanılamıyacağını zannederler.

İktisadî ehemmiyet ve kıymeti şüpheli bulunan bazı işletmelerin lüzumundan fazla teşhiz edilmesi çok görülen bir haldir; bunun büyük mahzurları, iktisadî faaliyetin daha ilk bir buhran veya yavaşlama alâmetleri göstermesi sırasında meydana çıkar.

Buraya kadar gözden geçirilen tehlikeler o kadar ağırdır ki, hükûmetler çok def'a geç veya çok geç de olsa, mukabil tedbirler almak mecburiyetinde kalmışlardır.

Büyük şirketlerin politik rekabetlerini azaltmak için Amerika Birleşik Devletleri Cumhuriyeti, bu şirketlerin en mühim şeflerinden bir kaçını siyasî kuvvetin mes'uliyetine iştirâk ettirmek maksadiyle, hükûmette yer almağa çağırıldı (Meselâ General Motors'dan Wilson).

Ekonomi sahasında yine Amerika Birleşik Devletlerinde, gelirler üzerinde mevcut umumî vergiler zincirine bağlanan hususî bir vergi ile «gayri nizamî ihtiyatların» (réserves abusives) cezalandırılmasına müteallik

teşriî bir metin bulunmaktadır. Maalesef «gayri nizamî» teriminin mahkemelerce tarifi tatbikatta imkânsız olduğundan, bahis konusu metin tatbik edilememektedir.

Fransa da, lüzumundan fazla yatırım yapılmasını frenlemek için, müsait zamanlarda, ihtiyatlar (veya tevzi edilmeyen kârlar) üzerine ayrı bir vergi koydu. Kârların tevzii neticesinde enflasyon doğmasından endişe eden İngiltere, uzun müddet, dividantların gelir vergisine tâbi tutulması (% 50) silâhını kullandı. Fakat bazı şartlar dahilinde kârların tevzii, vergi tazyikinden filen kurtulan zatî sermaye teşkili usulüne nazaran daha az tehlikeli olduğu anlaşıldığı için, bahsi geçen verginin nisbeti indirildi (% 17) (bu nisbet halen % 2 1/2 dur).

Zatî sermaye teşkilinden doğan tehlikelere karşı daha ziyade direkt olan ikinci bir tepki de şudur: Rusya'da, yatırımlara verilen kötü istikameti önlemek veya hafifletmek, bir kelime ile, yatırım noksanlığına karşı tedbir almak üzere Devlet, âmme teşebbüsleri kârlarının vergi ile alınmayan kısmının yatırımda kullanılmasına karar vermektedir.

Batı Almanya'da, âmme sektöründe bir müsavi hisseler (péréquation) sandığı kurulmuştur. Bütün devlet teşebbüslerinin ihtiyatları bir müşterek yatırım sandığına konulur ve buradan, en iyi şartlar dahilinde malî yatırım yapmağa müsait ve en fazla verimli olan müesseselerin emrine verilir.

Zamanımızda zatî sermaye teşkili usulü, yatırımların çok kuvvetli bir âmilidir; bu bakımdan zatî sermaye teşkili iktisatçıların, istatistikçilerin, içtimayatçıların, üzerinde dikkatle durdukları bir mevzudur.

Her memlekette zatî sermaye teşkili şeklinin metotları ve genişliği hakkında tetkikat yapmak lâzımdır. Zati sermaye teşkili tekniğinin bilinmesi, yatırım usulleri hakkında reform yapılması imkânlarını verebilir. Kanaatımıza göre, yatırımların müsavi olarak yarısının şirketlerin kendi imkânlarından, diğer yarısının da sermaye piyasasından temin edilmesi, ilgililere (devlet, teşebbüsler) zarar vermeksizin, finansman muvazenesinin kurulmasında en iyi bir hal sureti olur.

Kendi sanayi teşhizatını acele olarak kurmağa çalışan Türkiye'de bütün finansman işleri, ilk zamanlar, devlet tarafından görüldü. Türkiye şimdi, geniş bir sermaye piyasası kurulmasını düşünmek mecburiyetindedir. Yatırım hususunda gerek âmme ve hususî zatî sermaye teşkili, gerekse sermaye piyasası yoluyla yapılacak finansman usulleri, Türkiye'nin ekonomik kalkınmasının en emin vasıtalarından birini teşkil eden sınaî tesisat sahâsında bir nev'i karşılıklı mürakabe ve malî elâstikiyet sağlanmasına imkân verebilir.