

ENFLASYON YOLUYLA VARLIĞIN YENİDEN DAĞILIMI

Armen A. Alchian - Reuben A. Kessel (*)

Mehmet DELİCEOĞLU (**)

Ekonomistler uzun zamandan beri enflasyonun ticari işletme sahiplerinin ekonomik durumları üzerindeki etkilerini tartışmaktadır. Bu tartışmaların hemen hepsi ticari işletmelerin enflasyondan kazançlı çıktıkları sonucuna varmıştır. Bu konuda 'M. Keynes ve I. Fisher tarafından ortaya atılan bir yorumda enflasyonun ticari işletmelere borçlarını değeri azalmış para ile ödeme imkânı sağladığı belirtilmektedir. Bu durumda borç verenlerin kaybı borç alanların kazancını oluşturmaktadır. Bu yorumun geçerliliği iki varsayıma dayanmaktadır: (1) Ticari firmalar borç alıcıdır, (2) Fiyatların yükseltmekte olduğu ortamda faiz oranları fiyatların gelecekteki seyrini yansıtır. Hamilton ve Mitchell tarafından öne sürülen bir başka yorumda ise, fiyatların ücretlerden daha hızlı arttığından dolayı da işçilere enflasyon ortamında sistematik olarak eksik ücretler ödenmekte, işçilerin bu kaybı da müteşebbislerin kazancı olmaktadır.

Bu konuda pratik tecrübe sahibi kişiler, özellikle yatırım danışmanları, müteşebbislerin enflasyondan fayda sağladıkları fikrini şüphe ile karşılamaktadırlar. Onların vardığı sonuca göre yatırımcıların sermayelerini enflasyondan korumak için hisse senedine yatırım yapmaları gerekir. Bir başka deyişle hisse senedine yapılan bir yatırımla varlığın ne artması ne de azalması beklenebilir. Öte yandan tahvil veya benzeri bir yatırım yapanlar reel bir kayıpla karşılaşacaktır.

Yatırım danışmanlarının bu ihtiyatlı davranışları geçmişte düzenli sermaye piyasaları bulunan ülkelerde görülmüş olan, büyük enflasyonlarla izah edilebilir. I. Dünya Savaşı sonrası Almanya'da,

(*) MODERN DEVELOPMENTS IN INVESTMENT MANAGEMENT, Edited by James Lorie and Richard Breday, Praeger Publishers, 1972, pp. 699-707.

(**) Kayseri Üniversitesi İşletme Fakültesi Öğretmeni (MBA).

1920 lerde Avustralya'da, Fransa'da ve veçtiğimiz yıllarda Şili'de görülen enflasyonlarda Keynes ve Fisher'in iddialarının aksine ticari işletme sahipleri kazançlı çıkmamışlardır. Bu gözlemler I. ve II. Dünya Savaşları sonrası A.B.D. de görülen enflasyonlar sırasındaki borsa endeksleri tarafından da doğrulanmaktadır.

Özellikle şaşırtıcı olan şey ise banka sahiplerinin durumları idi. Bankalar genellikle büyük borçlulardır, hem de hiçbir ticari firma ile karşılaştırılamıyacak derecede borçları fazladır. Bundan başka bankarlar diğer firmalara göre daha yüksek bir personel/sermaye oranına sahiptirler. Bunun sonucu olarak her iki teoriye göre bankaların enflasyondan en çok kazançlı çıkan kuruluşlar olmaları gerekir. Buna rağmen eldeki veriler gösteriyorki enflasyonun normal sonuçlarından biri de banka hisse senetlerinin değer kaybetmesidir. A.B.D., Almanya, Avusturya, Fransa ve Şili'deki banka hisse senedi sahiplerinin tecrübeleri enflasyonist bir dönemde banka hisse senetlerinin reel değerlerinin azaldığını göstermiştir. (Reel değer hisse senedi fiyatının genel fiyat seviyesini yansıtan bir endeks'e bölünmesi ile elde edilir. Bunun sonucu olarak bir aktifin fiyatı genel fiyat seviyesinden daha hızlı artıyorsa o aktifin reel değeri artmaktadır).

HİPOTEZLERİN TECRÜBELERLE UZLAŞTIRILMASI

Eldeki gerçekler bu hipotezlerin herhangi biri ile nasıl uzlaştırılabilir? Kessel tarafından yapılan bir çalışma sonucu Keynes-Fisher yorumu ile edinilen tecrübelerin uzlaştırılması yolunda bir adım atılmıştır. Kessel araştırmasında bankaların mevduat sahiplerine olan büyük borçlarına rağmen verdikleri kredilerin bu borçlardan daha fazla olduğunu göstermiştir. Bu kredilerin hemen tamamı (banka binaları ve büro makinaları hariç) ya para, ya da özel müşteriler veya devlet tahvili ve diğer obligasyonlar gibi para benzeri aktiflerdir. Kessel'e göre sadece ticari işletmelerin müşterilerine verdikleri kredileri incelemek yetersizdir. Ticari işletmelerin verdiği kredilerde zarar haline dönüşebilir ve bu hiç bir zaman işletme sahiplerinin çıkarları doğrultusunda sonuçlanmayabilir.

Kessel'in analizinden ticari bir işletmenin bir borçlu veya alacaklı olup olmadığını tayin etmek için bir sınıflandırma ortaya çıkmıştır. Kessel aktifleri ve pasifleri parasal ve reel olmak üzere iki gruba ayırmıştır. Parasal bir değer, piyasa değeri fiyat düzeylerindeki değişikliklere bağlı olmayan bir aktif olarak tanımlanmıştır. Para, senetli ve senetsiz alacaklar, devlet ve özel sektör tahvilleri, hayat sigortaları, peşin ödenen vergiler v.s. bunun içine girmekte-

dir. Parasal bir borç miktarı fiyat düzeyindeki değişikliklere bağlı olmayan bir borç olarak tanımlanmış, bunun aksi durumda olan işletmeler ise parasal alacaklı olarak tanımlanmıştır. Net parasal statü bir işletmenin belirli bir miktardaki enflasyon karşısında elde edeceği kazancın veya maruz kalacağı zararın büyüklüğünü gösterir. Bununla beraber aynı miktarda borcu olan fakat aynı büyüklükte olmayan işletmelerin, ki burada büyüklük işletmenin özvarlıklarının toplam değeri ile ölçülmektedir, mutlak hisse senedi fiyatları eşit olmayan hareketler gösterecektir. Bundan dolayı eşit büyüklükte olmayan firmaları karşılaştırmak net parasal borcun özsermayeye olan oranı, parasal net borçlu veya alacaklı statüsünün ölçüsü olarak kullanılır. Buradaki özsermaye, hisse senedi piyasa fiyatının piyasada dolaşan hisse senedi sayısı ile çarpımından elde edilir.

Kessel ABD için yaptığı ilk araştırmada bankaların tipik olarak net parasal alacaklı olduklarını ve hisse senetlerinin gerçek fiyatlarının II. Dünya Savaşı sırasında Keynes-Fisher hipotezine göre aslında düşüş gösterdiğini ortaya çıkarmıştır. Kessel aynı zamanda hisse senetleri New York hisse senedi borsalarında muamele gören bir grup sanayi işletmesine ait bilançoları da incelemiştir. 1939 yılında gözlenen işletmelerin yaklaşık % 40 ı borçluydu ve bunların Keynes-Fisher yorumuna göre enflasyondan zarar görmeleri beklenemezdi. İşletmeler borçlu ve alacaklı olmak üzere iki kategoriye ayrıldıktan sonra ve 1939-1946 yılları arasında hisse senetleri fiyatlarında görülen değişiklikler incelendikten sonra, iki kategorideki fiyat artışları arasında önemli bir fark ortaya çıkarılmıştır. Net parasal borçlu firmaların hisse senedi fiyatları, net parasal alacaklı firmaların fiyatlarına göre önemli ölçüde artış göstermiştir. 1929-1933 yılları arasındaki deflasyon döneminde ise bunun tersi bir durum ortaya çıkmıştır. Net parasal alacaklıların hisse senedi fiyatları, net parasal borçlulara oranla çok daha az bir düşüş kaydetmiştir.

II. Dünya Savaşı sonrasındaki enflasyonda banka hisse senetleri ve borçlu sanayi kuruluşları hisse senetleri fiyatları benzer bir seyir takip etmiştir. Diğer verilerin de doğruladığı gibi bankalar diğer sanayi kuruluşlarına nazaran daha fazla personel istihdam etmektedirler. Bu da Hamilton-Mitchell'in enflasyonun reel ücretleri düşürdüğü yorumuna ters düşmektedir. Şayet ücretlerde böyle bir gerileme görülmüş olsaydı banka hisse senedi fiyatlarının benzer sanayi kuruluşlarına göre daha fazla artmış olması gerekirdi.

Elde edilen veriler şu varsayımı doğrulamaktadır: Enflasyon ortamında faiz oranları olması gerekenden sistematik olarak az ol-

maktadır. Fakat bu veriler ticari işletmelerin çoğunlukla borçlu oldukları fikrine karşı çıkmaktadır. Varlığın yeniden dağıtımı için Keynes ve Fisher tarafından öngörülen mekanizma doğru, fakat varsayımları yanlışti. Bu nedenle Keynes ve Fisher ticari işletmelerin enflasyondan kazançlı çıktıkları gibi yanlış bir sonuca ulaşmışlardır.

SONUÇ : İş hayatındaki toplam borçlu sayısı Keynes ve Fisher'in varsayımlarını destekleyecek kadar çok değildir. Ayrıca Keynes ve Fisher'in iddiaları ticari işletmelere özel değildir : bireylere de uygulanabilen, enflasyon yoluyla varlık transferlerinin genel bir teorisidir. Burada geçerli olan firmaların ekonomik faaliyetleri değil, parasal aktif veya parasal borç durumlarıdır. Böylece enflasyon, ellerinde para veya para benzeri değerler bulunduran bireylerin varlıkları üzerinde bir vergi oluşturmaktadır.