

Türkiyede Bir Sermaye Piyasası Kurulması ve Yatırımların Finansmanı

Dr. Haydar KAZGAN

1 — Giriş :

Liberal bir iktisadî düzen muvaffakiyetini piyasaların kudretine borçludur. Piyasaların bu kudretinden faydalanabilmek için de müdahaleden kaçınmak icap eder. Bu itibarla, bir sermaye piyasası tesisi arifesinde Türkiyede devletten beklenen, kabil olduğu kadar az müdahaleci olmaktadır.

Bilindiği gibi garp memleketlerinde sermaye piyasaları devletlerin en az müdahaleci oldukları zaman ancak kendilerinden bekleneni vermişlerdir. İktisat tarihine bakacak olursak sanayileşmenin hızlanması devletlerin sermaye piyasasına olan müdahalelerinin asgariye indiği zamanlara raslar.

Günümüzde devlet müdahalesinden kaçınılmadığına göre, sermaye piyasasına devlet tarafından yapılacak müdahalenin piyasanın tabii seyrini bozan hükümlere, hadiselere ve faaliyetlere karşı olması gerekir.

I

TÜRKİYEDE TASARRUF ve YATIRIMLARIN FİNANSMANI

2 — Tasarruf, kredi ve finansman :

Türkiyede son yıllarda nüfus başına millî gelirin sabit fiyatlarla dahi devamlı bir artış göstermesine rağmen, bu artışa muvazi olarak gerçek tasarruf yani yatırım kudretimizde beklenen artış elde edilememiştir. Buna sebep tasarrufların yatırımların finansmanında kullanılamaması veya daha doğru bir ifade ile arada «finansman tıkanması» şeklinde ifade edeceğimiz bir *geçkalma* kay-

dedilmesidir. Diğer taraftan son yıllarda şiddetlenen enflasyon neticesi memleketimizde fiyatlar yolile cebrî bir tasarrufa gidilmiş olmasına rağmen, husule gelen bu munzam tasarrufu yatırımların finansmanında kullanmak imkân olmamıştır. Bu sebeple mecmu yatırımda beklenen artış husule gelmemiş ve neticede «Effektif Talep» düşüklüğü sebebiyle fert başına reel millî gelir tasarruf kudretimizin icap ettirdiği bir artış kaydedememiştir. Böylece, istihlâk mallarına olan talebin şiddetlenmesine ve kâr ümitlerinin yükselmesine rağmen yatırımların finansmanında husule gelen devamlı tıkanmalar bilhassa uzun vadeli yatırımlarda beklenen inkişafa mani olmuştur.

Diğer taraftan, banka mevduatında görülen gelişme ile mevzu bahis yatırımlar arasında bir münasebet kurulamadığı için, başka bir ifade ile artan mevduata rağmen munzam yatırımların finansmanındaki tıkanmalar devam ettiğinden, küçük tasarrufların sermaye teşekkülündeki rolü düşük kalmış ve bu sebeple kredi mekanizması büyümenin finansmanında beklenen rolü oynayamamıştır.

Garp memleketlerinde büyümenin finansmanında en büyük rolü firmaların tasarrufları, başka bir ifade ile bunların dağıtmadıkları kazançlar oynadığı halde, memleketimizde yatırımların daha ziyade şahıs işletmelerine dağılmış olması ve mevcut sermaye şirketlerinin, ilerde bahsedeceğimiz veçhile, böyle bir tasarrufa gidecek zihniyet ve imkânlar içinde bulunmamaları memleketimizde munzam sermaye teşekkülüne mani olmuştur, denebilir.

Banka sistemi içinde mevduat şeklinde bulunan tasarrufların sermaye teşekkülüne hizmet edememesi yatırım gücümüzü azaltırken, tamamen ticarî ve spekülâtif faaliyetlerin finansmanında kullanılmış ve neticede fiyatlarda devamlı artışlar kaydedilmiştir.

Bankalarımızın kredi politikasında borç talep eden firmanın borç ödeme kabiliyeti, produktivite derecesi gibi hususlar araştırılmamakta, yani «kalitatif» bir ayırma bulunmamaktadır. Bu sebeple kredilerin produktiviteye ve dolayısıyla sermaye teşekkülüne hizmeti mecmu kredi hacmine nazaran çok düşük kalmıştır. O kadar ki, faaliyetleri neticesi produktif olmak şöyle dursun, sermaye tahribine mevzu olan firmalar dahi, tabii yanlış hesaplara kapılarak, munzam kredi talebinde bulunmuşlar ve kendilerine bu kredi verilmiştir.

Netice itibarile denilebilir ki, Türkiye'de cemiyet olarak tasarruf kudretine muvazi gerçek yatırımların yapılamamasına sebep,

kredi müesseselerimizin kifayetsiz oluşu ve bunların yanlış bir yöle sapmış bulunmalarındır.

3 — Yatırım gelir münasebeti :

Bir memlekette fert başına millî gelirden bir yükselme meydana gelebilmesi için, tasarrufların aynı kalması halinde, *sermaye/istihsal* nisbetinin düşmesi veya bu nisbet aynı kaldığı takdirde tasarrufların artması lazımdır. Bunu bir formül ile ifade edecek olursak :

$$Y = \frac{S}{K} \quad Y = \text{Gelir} \quad ; \quad S = \text{Tasarruf}$$

$$K = \text{Sermaye} \quad / \quad \text{İstihsal}$$

Memleketimizde, yapılan hesaplara göre, K düşüktür [1]. Bu demektir ki, memleketimizde fert başına gelir artışı-nüfus aynı kaldığı takdirde-önemli nisbette tasarruf artışına bağlıdır. Fakat burada tasarruf ile kastedilen, tasarruf=yatırım eşitliğidir. Zira ancak tasarruf nisbetinde bir yatırım mevzu bahis olduğu takdirde teşekkül eden munzam sermaye K'nın küçüklüğü dolayısıyla munzam bir gelir artışı meydana getirecektir. Ayrıca tasarruf kudretinin artması istihsal fonksiyonu içinde sermayenin nisbetini yükseltmek yani K'yı büyütme suretile de gelirden bir yükselme meydana getirir. Bütün geri kalmış memleketler için bu nokta mühim bir problemi teşkil etmektedir. Tasarruf artışı ile beraber K'nın yükselmesi mevcut sermayenin mevcut işgücünü tamamen masetmesi neticesini verir ki, bu sosyal bakımdan da munzam bir fayda demektir [2]. Memleketimizde ise durumu vasıflı ve vasıfsız emek olmak üzere iki ayrı cepheden tetkik etmek lazımdır. Vasıfsız emeğin sermaye yerine ikamesi gittikçe güçleşen bir mesele halini almıştır. Bu itibarla memleketimizde K'yı küçülten sadece vasıflı işçi arzıdır. İddia edildiği gibi, geri kalmış memleketlerde bilhassa vasıflı emeğe lüzum gösteren istihsal sektörlerinde vasıfsız iş gücünün sermaye yerine ikamesi mümkün olmadığı, yani işgücü arzı elastikiyet arzemediği için, istihsal artışı ancak munzam sermaye ya-

[1] Türkiye Sınai Kalkınma Bankası, End-Use Raporu, 1956. s. 3-4.

[2] Henry J. Bruton «Growth Models and Underdeveloped Economies»
The Journal of Political Economy, August 1955, s. 323-28.

tırımı ile mümkün olmaktadır. Bu itibarla, K'nın daha fazla küçülmesine mani olmakta ve bazı sektörlerde istihsal artışı tamamen munzam sermaye yatırımına bağlı kalmaktadır [3].

Memleketimizde kâr tahminlerinin yüksek olmasına rağmen, müteşebbis iş gücünün istihsal fonksiyonu içindeki payını yükseltmekle munzam bir kâr, diğer bir tabirle bir *yarı rant* elde etmek imkânına sahip bulunmamaktadır. Zira vasıflı iş gücü arzı da memleketimizde sermaye *arzu gibi*, beklenen inkişafı kaydetmemiştir. Memleketimizde vasıflı işçi yetiştiren müesseselerin azlığı ve vasıflı işçiliğin sosyal ölçülerimize göre bir kıymet arzetmemesi dolayısıyla, eğitim yolile yetiştirilen vasıflı işçi arzı gayrı elastikî olmakta ve bu da emeğin sermaye yerine ikamesini hudutlandırmaktadır. Diğer taraftan, aynı hadise, emek gelirlerinin artması suretile munzam bir efektif talep meydana gelmesine, yani ekonomimizin büyümesine mani teşkil etmektedir. Türkiyede şehirleşme, başka bir ifade ile köyden şehire göç emeğin arzının elastiki olması şeklinde tecelli etmemektedir. Bu sebeple memleketimizde iktisadî büyümede sermayenin nisbî rolünü artırmak luzumu hissedilmektedir.

4 — Yatırımların finansmanı :

Memleketimizde istihlâk mallarına olan talep devamlı bir artış göstermesine rağmen, gayrimenkul sektörü de dahil olmak üzere yatırım mallarına olan talep beklenen artışı gösterememektedir. Halbuki kaide olarak istihlâk mallarına talebin artması istihsal mallarına olan talebi artan bir ölçüde arttırması lâzımdır. Buna sebep olarak uzun vadeli finansman imkânlarının darlığı gösterilmektedir.

Son senelerde mevduat artışı bankalara kredilerini arttırmak imkânını vermişse de uzun vadeli yatırım sahipleri kısa vadeli krediler şeklinde arzedilen bu kredilerden büyük külfetlere katlanarak istifade etmişlerdir. Bu külfetlerin yüksekliği müteşebbisi yük-

[3] A. O. Hirshman «Investment Policies in Under-developed Countries» The American Economic Review, Eylül 1957; s. 553-55.

Müellif geri kalmış memleketlerde emeğin sermaye yerine ikamesi yolile istihsalı arttırmak imkânının bulunmasına, yani emeğin marjinal ikame haddinin yüksek olmasına işaret ettikten sonra, tamamen aksi bir durumla karşılaşmanın da mümkün olduğunu söylemektedir. Bu sebeple geri kalmış memleketlerde istihsalı artırabilmek için munzam sermaye yatırımı birçok sektörlerde kaideleşmiştir.

sek kazanç getiren işlere sürüklemiş, gerçek sınaî yatırımlara rağbet ettirmemiştir.

Uzun vadeli finansman arzını tasarruf kudretimizin altına düşüren asıl sebep bir sermaye piyasasının bulunmayışı ve banka sistemimizin kısa vadeli finansmanda ısrar etmesidir. Sermaye piyasasının bulunmayışı dolayısıyla bir kısmı küçük sermaye sahipleri banka mevduatını cazip bulamadıkları için daha ziyade ticarî sektörde müteşebbis olarak faaliyet göstermişler veya küçük sermaye ile sınaî yatırım yapmak yolunu tutmuşlardır. Bu suretle memleketimizde sermayenin «parçalanması» dolayısıyla önemli bir produktivite artışı görülmemiş, başka bir ifade ile mecmu talepteki yükselme sermaye terakümü yerine sermayenin dağılmasına sebep olmuştur. Halbuki sermaye piyasası olmasa bile, bu küçük sermayelerin bankalarda hiç olmazsa mevduat şeklinde bulunduğu halde bankaların bunu büyük sermayelere iştirak veya büyük sermayelerin teşekkülünde kullanmaları mümkün olabilirdi. Fakat bankalar sermayenin bölünmesinden yani kredilerin küçük dozlar ve muhtelif firmalara verilmesinden munzam menfaat temin ettikleri için, bu şekle intibak edememişlerdir. Bu sebeple denilebilir ki, memleketimizde bankaların fonksiyonu sermaye terakümüne ve dolayısıyla produktivite artışına değil, sermayenin parçalanmasına, produktivitenin nisbî düşüklüğüne hizmet etmiştir.

Bankaların kısa vadeli kredide ısrar edişleri uzun vadeli kredi ile bu kredi arasındaki nisbeti mutlak ve nisbî olarak yükseltmiştir. Şöyle ki: 1950'den bu yana kısa vadeli kredi 5,5 misli arttığı halde sınaî yatırım kredisi ancak 4 misli artmıştır. Bu sonuncunun artışını mutlak olarak ele alırsak aradaki farkın muazzam ve anormal olduğunu görürüz. Sınaî kredilerin kısa vadeli kredilere olan nisbetine bakacak olursak, geri kalmış ekonomiler için dahi anormal adedilen bir rakamla karşı karşıya kalırız: 1957 de bu rakamı 1/33 tür.

Kısa vadeli kredilerin bankalarca türlü sebepler dolayısıyla uzun vadeli krediye tercih edilmesi mevcut mevduatın ticarî ve spekülâtif hareketlerin finansmanında kullanılmasına sebep olmuş, yatırım gücümüzün artması için luzumlu olan finansmanlarda rol almamıştır. Paramın tedavül sür'ati arttığından neticede, devamlı bir fiyat yükselmesine yol açmıştır. Ayrıca, bankalar firmaların borç ödeme kabiliyetine göre dereclendirilmiş bir faiz talep etmediklerinden, yani alacaklının rizikosunu faiz haddine inikâs ettirilemediğinden, kredi fiyatının bütün işletmeler için aynı olmasını intaç ettirmiş

ve bu vaziyet prodüktivite derecesi çok düşük belki de nakıs birçok işletmelerin faaliyet göstermesine sebep olmuştur. Halbuki borç ödeme kabiliyetine, yani prodüktivite derecesine göre faiz had-di talep etmek imkânı verilmiş olsaydı en fazla prodüktif olan firmaların en düşük faiz üzerinden munzam borç almak imkânı olacak ve neticede munzam krediler munzam bir prodüktivite artışı meydana getirecekti. Halbuki memleketimizde bilhassa 30 Haziran 1958 kararlarından sonra bunun tamamen aksi bir vaziyet husule gelmiştir. Munzam yatırımları munzam bir prodüktivite artış sağlayabilecek durumda olan firmalar dahi kredi imkânsızlığı yüzünden yatırımlarını durdurmuşlardır. Buna mukabil, bu kararlardan evvel hiçbir surette prodüktif olmayan firmaların dahi borçlanma imkânı sonsuz bir elastikiyet arzettiği için, bankaların verebilecekleri mecmu kredi içinde bunların prodüktif yatırımlara giden nisbeti istenildiği gibi olmamıştır. Başka bir ifade ile kredi şeklinde arz edilebilen fonlar bu seleksiyon noksanı yüzünden sermaye teşekkülüne değil, sermaye zıyanına sebep olmuştur. Yine tekrar edelim: toplanan mevduatın kullanılmasında bahsi geçen aksaklıklar sebebiyle tasarruf kudretimizin altına inen bir sermaye teşekkül etmiş ve bankaların faaliyeti mevcut potansiyel sermayenin bilhassa prodüktivite kayıpları sebebiyle kıymetinin düşmesine sebep olmuştur [4].

5 — Finansman ve firmaların sermaye durumu :

Memleketimizde mecmu yatırım içinde sermaye şirketlerinin payı, diğer geri kalmış memleketlere nazaran düşük olmakla kalmayıp, bu sermaye şirketlerine isabet eden vasatî öz sermaye miktarı da sınaî yatırımlar için kifayetsizdir. Şöyle ki: memleketimizde mevcut sermaye şirketlerinin vasatî olarak herbirine isabet eden öz sermaye tesis masraflarını dahi karşılayamayacak bir kıymettedir. Ayrıca, öz sermaye olarak sermayenin sadece ödenmiş kısmı ele

[4] J. Robinson «The Accumulation of Capital» London 1956; s. 146.

Müellif sermayenin kıymeti olarak bunun para ile ölçülen ve ekseriya bilançolarda gösterilen değeri değil arzettiği prodüktivite derecesinin kapitalize edilmiş kıymeti olması lazım geldiğini ileri sürmektedir. Bu itibarla memleketimizde sağlanan kredilerin sermaye teşekkülüne yaptığı hizmeti bu yönden ele alacak olursak sırf bankaların kredi tahsislerinde böyle bir ölçüye başvurulamaları sebebiyle memleketimizde potansiyel sermaye ile yatırılmış bulunan sermaye arasında bir fark bulunmasına yol açmıştır, denebilir.

alındığı takdirde bu miktar 1/4 nisbetinde düşürülmek icap edecektir ki, bu iddiamızı ispata kâfidir. Yürürlükteki Ticaret Kanunumuzda anonim şirketlerin 1/4 mecburi olarak ödenen öz sermayelerinin geri kalan kısmının ödenmesi hakkında bir kanunî süre mevcut olmadığı için bu şirketlere ait olan rakamları ihtiyatla karşılamak icap etmektedir; zira ödenmeyen sermaye yatırılmamış sermaye demektir ki, finansmanda ancak kaydî bir rol oynar ve firmanın gerçek finansmanında hiçbir rolü yoktur. Şimdi bu öz sermaye durumunu rakamlarla görelim:

Anonim ve Limited şirketlerin sayısında ve sermayelerinde vuku bulan değişiklikler

(İstanbul'da)

(1.000 T.L.)

Seneler	Yeni şirketler		Eski şirketler		Net sermaye Artışı
	Adet	Sermaye	Adet	Sermaye	
1954	166	53.733	68	29.028	77.791
1955	193	173.936	81	66.298	226.638
1956	224	72.668	83	67.004	126.017
1957	246	103.240	90	102.547	194.395

(Bütün Türkiye)

1957	452	323.446	146	257.634	565.825
------	-----	---------	-----	---------	---------

Şirket Başına Vasatî Sermaye Artışı

(İstanbul'da)

Seneler	Yeni şirketlerde		Eskilerde		Umumî vasatî
1954	L. 360.000		L. 403.000		L. 332.500
1955	L. 901.000		L. 818.500		L. 826.200
1956	L. 324.000		L. 807.300		L. 410.400
1957	L. 420.000		L. 1.139.400		L. 576.000

(Bütün Türkiye)

1957	L. 715.000		L. 1.764.600		L. 946.200
------	------------	--	--------------	--	------------

Yukardaki rakamlardan anlaşıldığı üzere memleketimizin en büyük iş merkezi olarak bildiğimiz ve bu sebeple sermayenin en fazla teraküm ettiği İstanbulda dahi kaydedilen gelişmenin şirketlerin adedi bakımından tatmin edici olmakla beraber bunlara vasatî olarak isabet eden sermayenin tesis masraflarını dahi karşılayamayacak bir kıymet arzettiği görülmektedir. Bu demektir ki, memleketimizde bir sermaye birikmesi husule gelmemekte ve sermaye şirketlerinde dahi «büyük» işletme tipi yerine orta ve hatta ekseriya küçük işletme tipi yaygın bulunmaktadır. Yukarıda arzettiğimiz şekilde memleketimizde kredi maliyetinin küçük, orta ve büyük işletmelere göre derecelendirilmemiş olması; başka bir ifade ile, bankaların garp memleketlerinde olduğu gibi daha ziyade büyük ve sağlam müesseseler yerine her türlü işletmeye istenilen krediyi vermek politikasını benimsemiş olmaları, memleketimizde sermayenin büyük işletmelerde toplanmamasına bir sebep teşkil edebilir. Bilindiği gibi, büyük işletme sınaî sahada yüksek produktivitesi ve dolayısıyla borç alma kabiliyeti itibarile diğer nevi işletmelere nazaran bir üstünlük arzeder. Bu sebeble, bu işletmeler garp memleketlerinde kredi maliyetini düşürmek suretile aslında daha az müstahsil veya uzun vadede müstahsil sektörlerde faaliyet göstermek imkanını bulmaktadırlar. Bu nevi işletmelerin bu sayede «Dış ekonomiler» sağlayacak şekilde faaliyette bulunabilmelerine tek sebep olarak bunlarda finansman maliyetinin düşük olması gösterilebilir. Memleketimizde ise bu sahada ancak devlet faaliyet göstermektedir. Fakat bunlarda da yine finansman maliyetinin yüksekliği veya finansman aksaklıkları, tıkanmaları kaidleşmiş bulunduğundan, millî ekonomi bakımından beklenen fayda istihsal edilmemektedir.

Memleketimizde mevcut veya kurulmakta olan sermaye şirketlerine ait öz sermaye fazla sayıda şirket dağılmış olmadığı için bunların sınaî sektörde faaliyet göstermelerine, hamle yapmalarına yani riziko derecesi yüksek yatırımlara girmelerine mani olmaktadır. Bilindiği gibi, garpte sermaye şirketleri sermayelerini çok sayıda şirket bölüklerinden rizikoyu dağıtmak ve böylece riziko derecesi yüksek yatırımlara girişmek imkânına sahiptirler. Aksiyonerlerin şirkete yatırdıkları servet mecmu servetlerinin çok küçük bir kısım olduğu takdirde, bunların şirket olarak şirketin rizikosunu yüksek yatırımlara girişmesine mani olmaya çalışmaları beklenmez. Halbuki memleketimizde sermaye şirketleri umumiyetle aile şirketleri halinde bulunduğundan veya sırf bu şirketlere kanunun tanıdığı bazı imkânlardan istifade etmek için kurulduklarından, umumi-

yetle şirketin sermayesi şirketlerin servetinin bütününü teşkil etmek-
te ve bunun neticesi bunlar daha ziyade riziko derecesi düşük sek-
törlerde faaliyet göstermekte ve ekseriya ticari işlerde iştigal et-
mektedirler. Hatta, yukarda bahsettiğimiz gibi, taahhüt edilen ser-
maye ile şirketlerin servet durumu arasında birincinin lehine bir
fark bulunması dolayisile şirketlerin şirkete tesir ederek yatırımların
riziko derecesini asgariye indirmeğe çalıştıkları görülmektedir.

Sermaye şirketlerimizin gerçek sınaî yatırımlara girişmesine
mani olan ikinci bir sebep yine şirketlerin bütün servetlerini şirkete
yatırılmış bulunmalarına bağlıdır. Şirket yegâne gelir kaynağı ha-
line gelince şirketler şirketin uzun vadede müstahsil olan yatırımlara
girmesini istememekte kâr tevziinin istihlâk kapasitelerine uy-
durulmasını talep etmektedirler. Bunun neticesi sermaye şirketle-
rinde sermaye teşekkülünün esasını teşkil eden «otofinansman» ih-
mal edilmektedir. Sermaye şirketlerinde şirket ile şirket ayrılmasını
temin eden bir zihniyet ve prensibin bulunmaması bir kısım ka-
zançların dağıtılmayarak munzam yatırımların finansmanında kul-
lanılmasına mani olmaktadır. Bankaların öz sermaye/borçlar nis-
betine bakmaksızın kredi tahsis etmeleri de memleketimizde ser-
maye şirketlerinde «oto finansman» ın rolünü azaltmıştır, denebi-
lir. Netice itibarile halen sermaye şirketlerimizde *dahili tasarrufların*
yukarda başlıcalarını sıraladığımız sebebler yüzünden yapıla-
madığı ve bu sebeble yatırımların finansmanında öz sermayenin
nisbî öneminin azaldığı ve bunun da firmalarda beklenen büyü-
meyi sekteye uğrattığı bir hakikattir.

6 — Müteşebbis noksanın finansmana tesiri :

Geri kalmış memleketlerin bir kısmında olduğu gibi memleke-
timizde de servet artışlarına muvazi olarak müteşebbis arzında bir
artış kaydedilememektedir. Sermaye piyasasının yokluğu sebebiyle
ferdî tasarruflar ya altın ve nakit iddiharına, banka mevduatına
gitmekte veya müteşebbislik kabiliyetine sahip olmayan kimselerin
sınaî veya ticarî faaliyetinde öz sermaye unsurunu teşkil etmekte
ve ancak bir kısmı gerçek müteşebbisin eline geçmektedir.

Müteşebbis arz ve talebindeki bu muvazenesizliği telafi için en
iyi çarenin küçük işletmelerin yerlerini anonim şirket tipine
terketmeleri olduğu iddia edilmektedir. Böylece teşekkül eden ser-
maye bu şirketlerde teraküm edeceği için, müteşebbis arzındaki ki-
fayetsizlik önlenmiş olacaktır. Anonim şirket idarecileri, kaideten

müteşebbislik kabiliyetini haiz kimseler olmak lazım geldiğinden sermayenin bu şirketlerde terakümünü sağlayan bir sermaye piyasasının kurulması meselenin hallonulacağı söylenebilir.

Sermayenin bu kabiliyete sahip olmayan kimseler tarafından idare edilmesi produktivitesini düşüreceği için memleketimizde müteşebbis arzının kifayetsiz oluşunun sermaye tahribine sebep teşkil edebileceğini göstermektedir. Bu bakımdan müteşebbis arzının çoğaltılması için ileri sürdüğümüz anonim şirket tipinin memlekete daha fazla yayılmasının çeşitli yönlerden bir produktivite ve dolaşısıyla fiili sermaye artışı sağlayacağını söylemek yerinde olacaktır.

II

TÜRKİYEDE SERMAYE TALEBİ

7 — Sermaye talebinde muhtelif sektörlerin durumu :

Sermaye piyasasından beklenenin elde edilebilmesi için sermaye talebi yönünden muhtelif sektörlerin durumunu izah etmek, meseleleri ele almak lâzımdır. Kanaatimizce, bugünkü şartlar içinde sermaye piyasasında alıcı olarak çıkacak firmalar gerek ait oldukları sektör ve gerek bu sektör içinde iştigal mevzularına ve hukukî şekillerine göre sermaye talebi bakımından eşit şartlar içinde bulunmamaktadırlar. Şöyleki: piyasanın tesisile bazı sektörlerin veya firmaların piyasada bir talep monopolü yaratmaları, oligopollerin teşkili mümkündür.

Memleketimizde, bir evvelki bahisde dediğimiz gibi, teşekkül eden tasarrufların sermaye piyasasına arzedileceği kabul edilse bile, bu arz ve arzın sermaye teşekkülü üzerindeki rolü tamamen talebin göstereceği reaksiyona bağlı kalacaktır. Talep yönünden husule gelecek devamlı monopoller sermaye piyasasının işlemesine mani olabilir; şöyle ki: bütün tasarrufların bu piyasaya akmasına mani teşkil edebilir. Fakat diğer taraftan geçici oligopollerin sermaye teşekkülü bakımından büyük faydası olduğu da iddia edilmektedir. Bu hususu ilerde göreceğiz.

Şimdi muhtelif sektörlerin sermaye talebi bakımından durumlarını ele alacağız.

8 — Ziraî sektörde sermaye talebi :

İddia edildiğine göre [5] ziraat sektörü sermaye piyasasının dışında kalmak suretile sermaye piyasasına rekabet edecek bir durumda bulunmaktadır. Kaide olarak ziraatte yapılagelen tasarrufların sermaye piyasasına, yani sanayie aktarılması uygun görüldüğü halde memleketimizde hadiselerin bunun tamamen aksine cereyan ettiği görülmüştür. Bilhassa ziraî sektörde kabul edilmiş bulunan vergi muafiyetinin sermayenin bu sektörü terketmesine mani olduğu iddia edilebilir. Bundan başka hükûmetin başta hububat olmak üzere başlıca ziraî maddelerin fiyatını himaye etmesi neticesi ziraî sektörde riziko faktörünün tesiri azaldığı için de, tasarrufların yine bu sektöre yatırılması yoluna gidilmiştir.

Fakat bütün bu iddiaları ihtiyatla karşılamak icap etmektedir. Zira memleketimizde zürain tasarruflarını ziraate yatırdığına dair elimizde kati deliller bulunmamaktadır. Banka mevduatının ziraî sahalarda ne miktara ulaştığını maalesef bilemiyoruz. Her ne kadar, altına yatırılan para mevsimlik konjontürün tesiri altında bulunuyorsa da, tasarrufların bir kısmının altına muhakkak yatırıldığını kabul etmek lazımdır. Bundan başka şehirde mesken edinme veya rant saikile gayrimenkule sermaye yatırmak arzusunun da memleketimizde bilhassa son senelerde yaygın olduğu görülmektedir. Zürrainın tasarruflarını gayrimenkullere yatırmak istemesi gayrimenkul sektörün ziraî sektöre nazaran riziko bakımından daha fazla tercih edilir durumda olmasına atfedilebilir. Rant saikile gayrimenkul edinmede bu husus hakimse de mesken edinme saikinde başka faktörler de araya girmektedir. Netice itibarile, memleketimizde ziraatte teşekkül eden sermayenin şu veya bu sebeble bu sektörü terkettiği söylenebilir.

Teorik olarak düşünüldüğü takdirde azalan randımanlar kanununun tesirile ziraatten sanayie bir sermaye transferinin devamlı bir şekil alması icap ettiğini söylemek icap eder. Bu husus sermaye piyasasının tesisi halinde sermaye teşekkülüne hizmet edebilir. Şöyle ki, ziraatte biriken servet bu servetin alternatif maliyeti sınıral sektörde yüksek olduğu takdirde sanayie gider. Zürra bir kısım tasarrufunu sermaye piyasasına arzeder. Böylece menşei iti-

[5] Türkiyede hususî sınaî teşebbüslerin finansmanında hadim olmak üzere bir sermaye piyasasının tesis ve teşviki şart ve usulleri hakkında rapor., Şubat 1953.

barile zürra olan bir rantiyeler sınıfı meydana gelir. Fakat memleketimizde bunu beklemek şimdilik uzak bir hayaldir. Zürrada bir zihniyet değişikliğinin husule gelmesi lazımdır. Bu da eğitim meselesi olduğu için uzun zamana ihtiyaç gösterir.

Netice itibarile ziraî sektörün sermaye piyasasına kuvvetli bir rakip olup olmayacağı meselesi zamanla kendini gösterecektir. Şimdilik kanaatimizce ziraî sektörde vucuda getirilen tasarrufların sermaye piyasası yolile sanayiye aktarılması ancak teorik bir ehemmiyet taşımaktadır. Mamafih zürranın tasarraflarını banka mevduatı olarak saklamak arzusununun kuvvetlenmesi bize bir ümit vermektedir. Mevduatın menkul kıymetlere tahvilini beklemek hakkımızdır.

9 — Gayrimenkul sektöründe sermaye talebi :

Türkiyede şehirleşmenin son zamanlarda teksifileşmesi, hızını artırması ve fert başına millî gelirdeki yükselme gayrimenkul talebini artırmak suretile bu sektörün diğer sektörlerle nazaran sermaye talebindeki üstünlüğünü temin etmiştir. Diğer memleketlerde de görüldüğü gibi, memleketimizde de gayri menkul sektöründeki fiyatlar ve gelirler diğer sökterlerden farklı olarak tahavvül etmiştir. Şöyle ki, diğer sektörlerde ki fiyat ve gelir yükselişlerine nazaran gayrimenkul sektörlerindeki yükselmeler daha şiddetli olmuş ve buna mukabil duraklama ve düşmeye ya rastlanmamış veya diğer sökterlere nazaran hafif geçmiştir.

İşte bu söylediğimiz durum neticesi gayrimenkul sektörü cemiyette teşekkül eden sermayenin büyük bir kısmını celbetmiş ve sınaî yatırımlara kuvvetli bir rakip teşkil etmiştir.

Yine bu sektöre sermayenin akması iktisadi olmayan sebeple-re de atfedilebilir. Fertlerin ne pahasına olursa olsun kendilerine bir mesken edinmek arzusu gösterdikleri aşağı yukarı her memlekette görülmüştür [6]. Ayrıca memleketimizde ötedenberi mevcut bir geleneğe uyularak gayrimenkul edinme arzusu tüccar ve müteşebbis sınıfına da yayılmıştır. Aynı sermayenin alternatif maliyeti diğer sektörlerde daha yüksek olsa bile sırf bu zihniyet neticesi gayrimenkul edinmekte ısrar edildiği görülmektedir.

Şimdi meselenin rakamlarla izahına geçelim :

[6] James S. Duesenberry «Business Cycles and Economic Growth» New York 1958; s. 145-149.

Gayrimenkul ve sanayi sektöründe yatırımlar [7]

(1.000 T.L.)

<i>Seneler</i>	<i>Smaı yatırımlar (sabit sermaye)</i>	<i>Rant gayesile gayrimenkullere yapılan yatırım</i>	<i>Nisbet</i>
1954	111.873	316.697	2,83
1955	151.129	352.364	2,33
1956	200.759	364.595	1,83
1957	171.912	504.631	3,00
4 yıllık yekûn	635.673	1.538.287	2,47

Yukardaki tabloda görüldüğü üzere 1954-57 seneleri arasında memleketimizde sınaı sektörde sabit sermayeye yapılan yatırımların mecmu kıymeti rant saikile inşa edilen gayrimenkullere yapılan yatırımların mecmu kıymetinin 2,5 misli altındadır. İfade edildiğine göre gayrimenkuller için verilen rakamların gerçekte yapılan yatırımın altında [8] olduğu düşünülürse bu rakamın 3'ü aşacağı söylenebilir.

Bu tabloda sırf rant gayesile inşa olunan gayrimenkullere yapılan yatırımı gösterdik. Fertlerin kendilerine mesken edinmek arzusu ile neticeye ulaşmağa çalıştık. İnşa olunan bütün evleri fertlerin sırf mesken edinme saikile inşa ettirmiş olduklarını kabul ettik. Buna mukabil apartmanları rant gayesile yaptırılmış farzettik. Tabii bu faraziyemiz gerçeğe uymamaktadır. Fakat şu var ki, inşa olunan evlerin bir kısmı rant saikine bağlanabileceği gibi, apartmanların da bir kısmının mesken ihtiyacına binaen inşa olunduğu kabul edilebilir. Bu itibarla bu iki şey birbirini ifna eder düşüncesile faraziyemizi gerçeğe uydurmak istedik.

Şayet yukardaki nisbeti bütün gayrimenkullere tatbik edersek, elde edeceğimiz rakam gayrimenkullere yatırılmış olan sermayenin 3.230.425.000 lira olması hasebile 5'i geçecektir.

Memleketimizde talep artışı dolayısıyla meydana gelen fiyat artışlarına rağmen yapı malzemesi sanayiinde veya ithalatında ar-

[7] T.C.B.İ.U.M. Aylık İstatistik Bülteni, No. 60; s. 64; No. 55; s. 146.

[8] İnşaatın metre karesi 200 lira kabul edilmiştir. Halbuki gerçek rakam bunun iki misline yaklaşmaktadır.

za elastikiyet temin edilemediği için, bu sektörde çalışan marjinal firmalar dahi yüksek kârlar elde etmektedir. Bu kârlar talebin şiddeti nisbetinde bir artış göstermektedir. Diğer taraftan, rant saikile gayrimenkul edinimler yüksek inşaat ve malzeme bedeli ödemekte ve bunu kiralar yolile müstehlike inikas ettirmek imkanını bulmaktadır. Bilhassa son zamanlarda bu imkân mesken talebindeki artış nisbetinde kolaylaşmıştır. O şekilde ki, rant saikile gayrimenkul edinmenin alternatif maliyeti düşmüş ve bunun neticesi diğer sektörlerden gayrimenkul sektörüne sermaye, diğer bir tabirle aktif kalemler aktarması yapılmıştır [9]. Gerek rantiyeler gerek tüccar ve sınaî sektörde çalışan fertler ve hatta şirketler mevcut Aktif'lerinden bir kısmını tasfiye ederek elde ettikleri fonları gayrimenkullere yatırmışlardır.

Diğer taraftan rant saikile gayrimenkul edinmenin bilhassa bu sektörde yatırım rizikosunun memleketimizde diğer yatırım sahalarına nisbeten düşük olması ve bir sermaye piyasasının bulunmaması sebebiyle tekaüdiyeler, ikramiyeler ve bunlara benzer ölü paraların hedefini teşkil etmiştir. Son zamanlarda eskidenberi bu ölü paraların hedefi olan altının yerini gayrimenkule bıraktığını altın fiyatındaki gerilemeler açıkca göstermektedir.

Gayrimenkul sektörü, memleketimizde teşekkül eden sermayeyi kendine çekmekteyse de bu sektörde çalışan işletmelerin de, evvelce ileri sürdüğümüz gibi, küçük boyda olması ve hattâ birçoklarının işletme ismini alamayacak iktisadî zihniyet ve usullerden ayrı bir şekilde olmaları hasebile teşekkül eden sermayenin «dağılması» neticesi prodüktivite ve dolayısıyla sermaye kayıpları husule gelmektedir. Bilindiği gibi, gayrimenkul inşaatı garp memleketlerinde büyük inşaat anonim şirketleri veya kooperatifler tarafından yapılmakta, küçük işletme tipine pek az raslanmaktadır. İnşaat malzemesi sanayii ise tamamen ağır ve büyük sanayi telâkki edildiği için büyük şirketlerin yapabileceği bir iş haline gelmiştir. Memleketimizde ise sadece inşaat malzemesi sanayiinde büyük işletme tipine rastlanmaktadır. Fakat bu da sadece demir ve çimento için varittir, diğer malzeme için büyük işletme tipi henüz yayılmamıştır. Bütün bunların neticesi memleketimizde inşaat maliyeti nisbî bir yüksek-

[9] J. Duesenberry, zikredilen eser, s. 151-152. Müellif gayrimenkul sektöründe kârların diğer sektörlerle nazaran yüksek nisbet arzemesi neticesi cemiyette mevcut Aktif'lerin bu sektöre kaymasına sebep olduğunu söylemektedir. Burada kâr olarak «Pür» kârı kastettiğimizi açıklamak icap eder.

lik arzetmiş ve sermaye birikmesi meydana gelmediği için maliyet tasarrufu sağlanamamış ve bu sebeple bu sektörde yatırımları teşvik eden yegâne unsuru talebin git gide artması ve arzın aynı ölçüde artırılmaması yüzünden meydana gelen *yarı rantlar* teşkil etmiştir. Halbuki bu sektörde büyük işletmelerin yayılması maliyetlerde sağlanacak tasarruf fiyatların sabit kaldığı hallerde dahi, bu sektörde yatırımların durmasına mani olabilirdi. Bilindiği gibi, Millî Korunma kanunundaki hükümlerle kiralardan dondurulmasını, yukarıda zikrettiğimiz saikin ortadan kalkmış olmasından ötürü inşaat faaliyetinin yavaşlaması takip etmektedir.

Gayrimenkul sektöründe yatırımların gelişmesine mani olan bu sonuncu sebebe rağmen, memleketimizde bu sektör sermaye talebi bakımından diğer sektörlerle bir üstünlük temin etmiş durumdadır. Bu itibarla, bir sermaye piyasasının tesisi halinde, gayrimenkul talebi mecmu talep içindeki nisbetini muhafaza ettiği veya bu nisbet arttığı takdirde gayrimenkul sektöründe çalışan sermaye şirketleri daha yüksek bir faiz ve temettü ödemek suretile sermayeyi kendi taraflarına çekebileceklerdir. Veya diğer sektörlerinkine müsbet bir faiz ve temettü tevzi ettikleri kabul edilirse ki -bir sermaye piyasasının rekabet şartları içinde işlemesi halinde normal olan budur- bu sektörde çalışan firmalar dağıtmadıkları kazançların nisbi payının yüksekliği ile ölçülebilen bir *safî kâr* elde edebileceklerdir [10]. Bu suretle bunlar büyümelerini dağıtmadıkları kazançları ile finanse etmek imkânını bulacaklar; bu imkân bunların *öz sermaye borçlar* nisbetini yükseltmek suretile bunların diğer sektörde çalışanlara nisbeten yabancı sermayeden istifade imkânlarını da arttırmıştır olacaktır [11]. Neticede bu sektörde biriken sermaye arzın

[10] Sermaye piyasasında umumî olarak, yatırım rizikolarının farklı oluşu faiz ve temettülerin farklı kıymet arzetmesine sebep olur. Şayet bir sermaye şirketi yatırım rizikosu aşağı yukarı eşit olan diğer şirketlere nazaran daha yüksek bir hasılat elde etmiş olursa aynı temettü veya faizi dağıtmaya devam edebilecek durumda bulunduğundan bir kısım kazançlarını dağıtmamak imkânını elde edecektir. Bu dağıtılmayan kazanç bu şirket bakımından «Pür kâr» addedilmektedir. Bak; Joel Dean «Managerial Economics» N. York 1951, s: 24.

[11] Bir firmanın Öz sermaye/Borçlar nisbetinin yükselmesi borçlunun ve alacaklının rizikosunun asgariye inmesi dolayısıyla munzam borcun maliyetini safî faiz haddinin seviyesine düşürebilir. Borçlunun borçlanmadan mütevellit rizikosu ve alacaklının borç vermekle katlandığı riziko borcun maliyetini yükseltmektedir: Şöyle ki alacaklı rizikolu bir krediden daha yüksek faiz talep etmekte ve borçlu da fazla borçlanmadan mütevellit rizikoya girdiği için munzam borcun maliyeti yükselmiş olmaktadır.

elastikiyet kazanmasına imkân verecek ve bunun neticesi olan sermaye birikmesi, bu defa kârları düşürmek suretile sermayeyi bu sektörden diğer sektörlerse sevkedecek ve arzu edilen muvazene hasıl olacaktır. Fakat, böyle bir muvazenin elde edilmesi ancak sermaye piyasasının tesisine ve bu piyasalara has zihniyetle idaresine bağılıdır.

10 — İnşaat malzemesi sektöründe finansman :

Memleketimizde gayrimenkul sektörü, demir ve çimento hariç diğer yapı malzemesi sanayii tamamen hususî sermaye ile tesis edilmiş olduğuna ve büyük yapı işletmeleri ve kooperatiflerinin nisbeti düşük olduğuna göre, finansmanını daha ziyade yabancı sermaye ile yapmak ihtiyacı içinde kalmıştır. Yapı malzemesi sanayii içinde büyük yatırımlara lüzum gösteren porselen teçhizatı, muhtelif nevi boru, boya ve standart doğramacılık bilhassa finansman imkânsızlığı yüzünden kurulamamış ve bu nevi eşyanın temini tamamen ithalat imkânlarına bağılı bırakılmıştır. İnşaat malzemesine olan talebin şiddetlenmesi, arzda bir elastikiyet temin edilemediği için, malzeme fiyatlarını yükseltmesine, yani sermayenin bu sektöre kaymasını icap ettirmesine rağmen, sırf bu sektörde çalışan işletmelerin öz sermayelerini veya uzun vadeli yatırımlarını arttıramamaları yüzünden istihsal miktarında bir artış elde edilemediği gibi, henüz dahilde imaline başlanılmamış malzemenin imâli için teşebbüside girilememiştir. Bunun sebebini şöyle izah etmek mümkündür :

Hükûmetin istikrarlı ve programlı bir ithal rejimi olmadığı için, bir kısım yapı malzemesi imaline yapılan yatırımların rizikosu yüksek olmaya devam etmiş ve bu sebeble daha ziyade küçük atelyeler halinde istihsal usulü yayılmıştır. Memleketimizde kısa vadeli kredinin arzettiği elastikiyet bu atölyelerin faaliyetini geliştirmişse de, daha önce de belirttiğimiz gibi, yüksek maliyetler yüzünden malzeme fiyatı umumî fiyatlardan daha fazla artış göstermiştir. Mevcut sermaye şirketleri arasında bu sahada faaliyet gösterenler ise, evvelce izah ettiğimiz sebebler dolayısıyla sırf finansman yokluktan yatırımlarını arttırıp maliyet tasarrufları sağlamak imkânını elde edememişlerdir. Böylece, maliyet yüksekliği bu sektörde çalışan firmaların beliren ithal imkânları dolayısıyla rekabet imkânlarını daraltmış ve uzun vadeli yatırımların müşevviklerini ortadan kaldırmıştır.

Diğer taraftan kısa vadeli kredinin arzettiği elastikiyet bu sektörde ticarî faaliyeti artırmış, spekülâtorleri cezbetmiş ve neticede gayrimenkul için yüksek talebe rağmen inşaatta nisbî bir gerileme görülmüştür.

Şimdi Türkiye Sınâî Kalkınma bankası tarafından bu sektöre sağlanan uzun vadeli kredideki gelişmeyi ele alalım. Banka öz sermaye, iştirak veya kredi ile bu sahada çalışan firmalara finansman imkânları sağlamıştır. Biz burada yapı malzemesi sanayii olarak sadece Kereste ve Tahta Mamülleri ile Taş Toprak Cam ve Çini Sanayii başlıkları altında toplanmış olanları ele alacağız.

T. S. K. Bankasının 1958 senesi sonuna kadar Yapı Malzemesi sektörüne yaptığı iştirakler ve verdiği krediler

Firma adedi	İşin Nevii Kereste ve tahta.	Bankanın Finansmanları	Müstakrizin		Nisbet
			Sabit Sermayeye İştiraki		
2 —	Kereste fabrikaları	52.371	45.000		0,86
1 —	Marangoz atölyeleri ve doğramacılık	15.000	3.000		0,20
2 —	Tazyikli tahta mamülleri	7.094.871	1.150.750		0,16
<i>Taş, Toprak, Çini.</i>					
13 —	Tuğla ve kiremit	7.969.551	4.722.059		0,60
4 —	Çini imâlâtı	6.195.541	8.132.090		1,31
5 —	Çimento sanayii	28.783.350	28.437.530		1,00
5 —	Mermer sanayii	645.234	211.850		0,33
7 —	Diğer mamüller	5.316.441	7.843.377		1,50
Y e k ü n		56.072.359	50.545.656		0,90

Yukardaki tabloda görüldüğü üzere, vasati olarak öz sermaye borçlar veya yabancı sermaye nisbeti birin altındadır. Bu anormallik her ne kadar bankanın iştiraklerini yabancı sermaye saymaktan ileri geliyorsa da bizim burada göstermek istediğimizi, yani hususî sermayenin bu sektöre dahi öz sermaye şeklinde akmadığını göstermektedir. Bu anormal nisbeti başka türlü tefsir etmeğe imkân yoktur. Müstakrizlerin sermaye şirketleri halinde bulunmaları dahi bu nisbetin yükselmesini temin etmediğine göre, memleke-

timizde bir sermaye piyasasının bulunmayışı dolayısıyla en müstahsil yatırımların dahi tasarrufları cezbetmediği söylenebilir. Müstakrizler arasında sermaye şirketi halinde bulunanlar sermayenin arttırılması için mevcut şirketlerden istifade edemeyince, sermaye piyasasına çıkmaları icap eder. Fakat bu imkân bulunamayınca Türkiye Sinaî Kalkınma Bankası'nın iştirak veya kredisinden istifade şekli son bir çare olarak kullanılmaktadır. Halbuki bunların munzam finansman ihtiyaçlarını talep edecekleri yer sermaye piyasası olmak lâzımdır. Bu takdirde mezkûr banka daha ziyade yeni işe atılmış veya mevzuu itibarile memleket ekonomisine uzun vadede faydalı işlerde çalışan firmalara yardım etmek imkânını bulacaktır. Bankanın yüksek müstahsiliyet arzeden bahsi geçen sektörde çalışan firmalara iştirak ve kredi temin etmesi bankanın hedef ve gayelerine uymamaktadır [12].

Yapı malzemesi sektöründe çalışan firmaların uzun vadeli finansman imkanlarından bahsederken bunların müstahsiliyet derecelerini de mevzubahis etmek lâzımdır. Zira bu müstahsiliyet bunların sermaye piyasasında talep yönünde monopolist durumda bulunacaklarına en büyük delildir.

Türkiye Sinaî Kalkınma bankasınca yapılan hesaplara bakacak olursak bu sektörde çalışan firmaların produktivite derecesi şöyledir:

<i>İşgal mevzuu</i>	<i>Kâr/ Mecmu yatırım</i>	<i>Kâr/ Öz sermaye</i>
Kereste ve tahta	% 18	% 36
Taş, çini v. s.	% 28	% 51
Bütün sektörler vasatısı	% 24	% 39

Görüldüğü üzere, bu sektörün arzettiği produktivite yani munzam yatırımları finanse etmek imkânları diğer sektörlerinkinden pek farklı değildir. Ancak, bu sektörde rizikonun diğer sektörlerle nazaran daha düşük olması sermaye talebi bakımından yukardaki rakamların nisbî ehemmiyetini yükseltmektedir. Şöyle ki; bu sahadada rizikonun düşük olması, sermayesini bu sahalara yatırımlara diğer sahalara nazaran aynı kârı sağlamış olsa bile, «safi» veya «pür» kâr olarak daha yüksek bir meblağ sayılacağı için sermayenin bu sahaya kaymasına sebep olacaktır.

[12] Türkiye Sinaî Kalkınma Bankası Statüsü, Madde 2.

Diğer taraftan, yapı malzemesi sektöründe yine aynı bankanın yaptığı hesapları mehzaz ittihaz etmek suretile çıkardığımız neticeye göre^[13] sabit sermaye/kâr nisbetleri kereste sanayiinde 3,80 ve Toprak, Çini de 3,38'dir. Bütün sektörlere şamil vasati 3,24 olduğuna göre sermayenin bu sektöre toplanmasını bu sektördeki rizikonun düşüklüğüne atfetmek lazımdır. Bu itibarla, bu sektörün uzun vadeli sermaye talebi yönünden avantajının yatırım rizikosunun diğer sektörlere nazaran nisbi düşüklüğüne bağlı olduğunu söylemek lâzımdır. Yapı malzemesi talebi şiddetini muhafaza ettiği müddetçe bu rizikonun nisbî düşüklüğü devam edebilir.

11 — Gayrimenkul sektörünün finansmanında ipotekli kredi :

Evvelki paragrafta bu sektörün sadece yapı malzemesi kısmının uzun vadeli finansmanından yani sermaye talebinden bahsetmiştik. Memleketimizde inşaat faaliyetini kendine mevzu etmiş sermaye şirketleri yok denecek kadar az olduğu ve mevcut inşaat firmalarında sabit sermaye unsurları büyük bir ehemmiyet arz etmediği için, yapı faaliyeti, evvelce de dediğimiz gibi, işletme mana ve vasfını taşımayan ve ekseriya «iktisadî» zihniyetten uzak bir iş haline gelmiştir. Bunun sebebini aramak lazım gelirse, ipotekli kredinin memleketimizde son senelerde oynadığı role bakmak kâfidir. Bir arsasını ipotek edecek durumda olan herkese bu kredi açılmış ve borçlunun kim olduğu hususu yani kalitatif bir politika takip edilmemiştir. Bu sebeple bu kredi de diğerleri gibi bankalarda biriken tasarrufları tekrar parçalamaya bir vasıta olmuş ve sermaye teşekkülünün aleyhinde bir tesir meydana getirmiştir.

Memleketimizde ipotekli kredinin yapı faaliyetinin finansman vasıtası olarak diğer finansman vasıtalarına tercih edilmesinin sebebi bu kredinin gerek borçlu ve gerek alacaklının rizikosunu asgariye indirmiş olmasıdır, denebilir. Kredi gayrimenkul inşaatına sarfedilince gayrimenkul fiyatlarının veya rantının devamlı artış göstermesi sebebile alacaklı ipotek yolile alacağını garanti etmiş olmakta ve rizikosu asgariye inmiş olmaktadır. Diğer taraftan borçlu da gayrimenkulün kıymetinin %90'ı tutarında borçlanmış olsa bile, kendisine muayyen bir rant veya satış bedeli garanti edilmiş olduğu, yani gayrimenkul sektöründe rant ve bina fiyatlarında bilhassa devamlı bir yükselme kaideleşmiş bulunduğundan, borcun yükünü ağırlaştıran bir riziko altına girmemiş olmaktadır. Borcunu

[13] Bak: sayfa 261 daki tablo.

ödeyemeyecek duruma girdiği zaman gayrimenkulünü düşük fiyatta satmak mecburiyeti gibi bir durum hasıl olmamakta, yani muhtemel bir zarar vaki olmamaktadır. İşte diğer sektörlerde çalışan firmaların ipotekli krediyi tercih etmelerine sebep bu söylediğimiz riziko düşüklüğüdür.

Fakat memleketimizde, evvelce de dediğimiz gibi, gerek bankaların ve gerek borçlu firmaların bahsı geçen *borçlanmadan mütevellit rizikoyu* yatırım kararlarında nazarı itibare almamaları ve yatırımı sadece kâr haddinin bir fonksiyonu yapmaları [14] sebebiyle ipotekli kredi memleketimizde beklenen inkişafı gösterememiştir. Ayrıca ipotek mevzuu olan arsaların ve binaların spekülasyona geniş ölçüde mevzu olmaları yüzünden, bu nevi kredi gayrimenkul arzına pek fazla tesir edememiş yani yeni inşaatın finansmanında kullanılamamış ve neticede kredi arzına muvazi bir ipotek olunabilecek gayrimenkul arzı husule gelmemiştir. Şimdi bu meseleyi rakamlarla izaha çalışalım.

Türkiyede ipotekli kredilerin mecmu kredilere nisbeti

(1.000.000 T.L.)

<i>Seneler</i>	<i>İpotekli Kredi</i>	<i>Mecmu Krediler</i>	<i>Nisbet</i>
1950	86,2	1.588,5	% 5,42
1951	137,2	2.210,0	% 6,20
1952	205,9	3.094,4	% 6,65
1953	270,0	3.990,9	% 6,80
1954	338,2	4.885,7	% 6,93
1955	438,7	5.805,2	% 7,55
1956	470,1	7.012,6	% 6,70
1957	535,9	8.533,4	% 6,30

Yukarda görüldüğü gibi memleketimizde gayrimenkul sektöründeki fiyat yükselişleri ve rantların diğer sektörlerdekilere nazaran önde gitmesine yani bu sektörün kredi talebinde diğer sektör-

[14] Borçlanmadan mütevellit riziko yatırım kararlarında kâr haddi ve faiz haddi yanında üçüncü bir değişken addedilmektedir. Bak: John Meyer and Edwin Kuh «Acceleration and Related Theory of Investment: an Empirical Inquiry» The Review of Economics and Statistics, Ağustos 1955, s: 223-225.

lere nazaran üstünlüğü bir gerçek olmasına rağmen bilhassa inşaat faaliyetinin en mühim finansman vasıtası olan ipotekli kredi beklenen inkişafı gösterememiştir.

Diğer taraftan bu nevi kredinin maliyet yönünden diğerlerine nazaran bir avantaj yerine munzam bir külfet arzettiği görülmüştür. Kanunî faiz haddi %7 olmasına rağmen bu nisbet %14-16 çıkmakta, buna ayrıca ipotek muamelesinin masrafları ve harçları da ilâve edilmek lazım geldiği için diğer nevi kredilerin yanında ipotekli kredinin nisbi bir maliyet ağırlığı arzettiği müşahede edilmektedir. Bu sebeple gayrimenkul inşaatı ile iştigal eden firmaların ve şahısların ipotekli kredi yerine diğer nevi kredilerden istifade etmeğe çalıştıkları görülmüştür. Kredi arzının elastikiyet arzettiği devirde diğer nevi kredi alma imkânının belirmesi normal addedilmekle beraber, kaide olarak ipotekli kredi, tarafların rizikosunu asgariye indirmekle daha düşük maliyet arzettiği için, tercih edilmesi lâzımdır.

İpotekli krediyi gayrimenkul inşaatında en başta gelen bir finansman vasıtası kabul edebilmek için bunun gayrimenkul inşaatına tesirini hesaplamak lâzımdır. Memleketimizde ipotekli kredinin ve buna muvazi olarak gayrimenkul inşaatına yatırılan sermayenin zaman içindeki seyri şöyle olmuştur:

(1.000.000 lira olarak)

<i>Seneler</i>	<i>İnşa olunan veya tamir edilen G. menkullerin kıymeti</i>	<i>İpotekli kredi</i>	<i>Nisbet</i>
1954	794,60	338,20	% 2,55
1955	920,80	438,70	% 2,10
1956	968,29	470,10	% 2,04
1957	1.168,63	535,90	% 2,18

Aslında gayrimenkullerin mecmu kıymeti olarak gösterilen rakam, işaret ettiğimiz gibi düşük bir rayiçe değerlendirilmiş olduğundan, bu verdiğimiz nisbeti iki misli büyütmek lâzımdır. Elde edilen neticeye bakacak olursak gayrimenkul inşaatında yabancı sermayenin rolünün diğer sektörlerle nazaran çok düşük olduğunu görürüz. Diğer sektörlerde bu nisbet birin dahi altına düştüğü halde mevzu bahis sektörde 4'e kadar çıkması memleketimizde ipotekli kredinin nisbi öneminin düşüklüğünü tam bir şekilde ispat etmek-

tedir. Bundan çıkan diğer bir netice de şudur ki, bu sektör sermayeyi öz sermaye olarak kendine çekmiştir. Bunun sebebini rantların yüksekliğine atfetmek doğru değildir. Ekonomik olmıyan sebebler aramak lâzımdır. Fertlerin ne bahasına olursa olsun bir mesken edinmek arzuları ve, evvelce söylediğimiz gibi, bu sektörde rizikonun asgari hadlerde bulunması mecmu yatırım içinde öz sermayenin payını yükseltmiştir. Ayrıca ipotekli kredinin sadece gayrimenkul inşaatının finansmanında kullanılmadığını da unutmamak lâzımdır.

İpotekli kredinin memleketimizde istenildiği şekilde yaygın bulunmaması sermaye piyasasından beklenen faydanın tam bir şekilde tahakkuk etmesine de manidir. Bir sermaye piyasası tesis olunduğu takdirde firmaların en mühim finansman kaynağı ipotekli borç senedi olacağına göre, yapılması lazım gelen ilk şey, ipotek muamelelerinin külfetini azaltmaktır. Bu hususta bilhassa ipotek harçlarını kaldırmak veya borcun maliyetinde rol oynamasına mani olmak ve ipotek muamelelerindeki kırtasiyeciliği azaltmak başta gelmelidir.

Sermaye piyasasında ipotekli borç senedlerinin gelişmesi bilhassa gayrimenkul inşaatını mevzu eden sermaye şirketlerinin finansmanını kolaylaştırmak suretile gayrimenkul arzında elastikiyet temin eder. Bu elastikiyet ise bu sektörü oligopolist durumdan çıkarmak suretile piyasanın rekabet şartları altında çalışmasına imkân verir. Zaten varılmak istenen netice de budur.

12 — Sınâî sektörün sermaye talebi :

Türkiyede muhtelif sanayi sektörlerinde prodüktivite derecesi farklı bulunduğu gibi, aynı sektörde çalışan firmaların da prodüktivesi kayda değer farklar arz etmektedir. Bu netice muhtelif sektörlerde çalışan firmaların sermaye talebi bakımından farklı durumda bulduklarını gösterir. Bu itibarla denilebilir ki, Türkiyede *Sermaye Maliyeti* [15], diğer bir ifade ile muayyen bir sermayenin kullanılması için ödenen faiz veya temettü firmadan firmaya sektörden sektöre büyük farklar arz etmektedir. Buna göre bir kı-

[15] Bir firma için sermayenin maliyeti sermaye yabancı sermaye ise yani borçlanmak suretile elde edilmişse ödenen faize, hisse senedi ihraç edilmek suretile elde edilmişse bu senetlere ödenen temettü eşittir. Bir anonim şirket hisse senedi ihraç etmek suretile munzam sermaye tedarik etmek yoluna giderse, bu munzam senetlere ödenen temettü şirket yani eski şirketler bakımından tam manasile bir maliyettir.

sım firmalar yüksek bir sermaye maliyetine rağmen yatırımlara devam edebildikleri halde, bazılarındaki düşük sermaye maliyeti bunları marjinal işletme haline getirdiği için faaliyetlerine devam edememek tehlikesi içinde bulunmaktadır. Memleketimizde bir sermaye piyasasının bulunmayışına atfedebileceğimiz bu anormal sermaye maliyeti farkları sermayenin en prodüktif olduğu sahaya kaymadığını da gösterdiği için sermaye teşekkülündeki geriliğimizin bir sebebi sayılmak icap eder.

Sınai Kalkınma Bankası tarafından yapılan hesaplara göre bankanın *kâr/mecmu yatırım* ve *kâr/öz sermaye* nisbetlerine sermaye şirketlerinin finansmanına has bir mana atfettiğimiz takdirde, şöyle bir durum görmekteyiz: bazı sektörler «pür kâr» [16] elde etmekte, bazılarında ise, sermayenin alternatif maliyeti yüksek olmasına rağmen yatırımlar durdurulmamakta veya tasfiyeye gidilmemektedir.

Bankanın yaptığı hesaplara göre muhtelif sanayi guruplarında *kârların mecmu yatırıma* ve *öz sermayeye* nisbeti şöyledir:

<i>Sanayi gurupları</i>	<i>Kâr/ Mecmu yatırım</i>	<i>Kâr/ Öz sermaye</i>
Gıda sanayii	26	47
Mensucat sanayii	18	27
Giyim eşyası sanayii	31	45
Kereste ve tahta sanayii	18	36
Sellüloz	35	59
Deri mamülleri	9	22
Kimya	37	66
Taş toprak, çini	28	51
Maden izabesi	27	42
Madeni eşya	38	63
Makina ve Malzeme	34	51
Nakliye vasıtaları	26	37
Madencilik	32	56
Diğer sanayi	19	39
Bütün sanayi gurupları	24	39

Bu vaziyete göre mevcut firmalar munzam yatırımlarının finansmanı için munzam sermayeye farklı gelir ödemesi yapacak du-

[16] Pür kâr ile kastettiğimiz elde edilen kâr eksi bunun alternatif maliyetidir.

rumda bulunuyorlar demektir. Munzam yatırımların yukardaki nisbetleri yükseltmeleri mümkün olduğu gibi düşürmek ihtimali de mevcuttur. Yükseltmek imkanının bulunması firmaların yukarıda arzedilen nisbetlerin üstünde bir maliyet ile karşılaşsalar dahi munzam sermaye talep etmeğe devam edebileceklerine karine teşkil eder. Faraziyemizi nisbetlerin değişmeyeceği üzerine dayandıırırsak munzam sermayenin maliyeti olarak borç faizini veya temettüü almamıza göre, değişik muhakeme yürütmek ve izahatta bulunmak icap eder.

Mevzubahis firmalar mesela %10 dan alacakları borç ile munzam yatırımlarını finanse edecek olurlarsa munzam yatırım kâra net bir ilave yapacaktır. Fakat mesela Deri Mamülleri sanayii %10 dan borç alacak durumda bulunmamaktadır. Bu sektörün yatırımlarını arttırabilmesi için %9'un altında bir faizle borç alabilmesi lazımdır. Memleketimizde ancak kısa vadeli kredi elastikiyet arz ettiğine ve bu kredinin firmalara maliyeti %14-16 arasında olduğuna göre—son alınan kararlara kadar— firmaların neden yatırımlarını kısa vadeli kredilerle finanse ettikleri meydana çıkar. Kısa vadeli kredilerin devamlı şekilde yenilenme imkânı kredinin maliyetini yükseltmekle beraber, kâr/mecmu yatırım nisbetinin yüksek olması firmaları yatırımlara devamı teşvik ettiği müddetçe kısa vadeli kredilerin durdurulmasına imkân yoktur. Banka sistemi bu yolu resmen kapamış olsa bile, bunun dışında bu defa, tabii daha yüksek faizle, munzam finansman imkânı elde etmek mümkün olacaktır. Nitekim memleketimizde de böyle olmuştur.

Munzam yatırımların öz sermaye ile finansmanı riziko faktörünün oynayacağı role ve firmanın hukukî şekline bağlıdır. Yukarıda sunduğumuz listede muhtelif sektörler arasındaki kâr/öz sermaye nisbeti oldukça değişik rakamlar arz etmektedir. Bu farkları tamamen riziko derecesine atfetmek doğru değildir. Tabii rizikolu bir yatırıma sermaye yatırmış olanlar yüksek kâr nisbetinde ısrar edeceklerdir. Fakat bu riziko aynı zamanda işletmelerin hukukî şekline de bağlı kalmaktadır. Şöyle ki: bir bakımdan limited ve anonim şirketlerde riziko yatırılan sermaye veya taahhüt edilen sermaye ile tahdit edilmiştir. Şerikin diğer mallarına inikâs etmemektedir. Halbuki kollektif şirketlerde ve şahıs işletmelerinde riziko hukukî neticeleri bakımından yüksek ehemmiyet taşımaktadır.

Kâr/öz sermaye nisbeti olarak verilen rakamlara göre kâr tevziine gidildiği ve bir kısım kârların tasarruf edilmediği yani «dahili tasarruflar» a gidilmediğini kabul edecek olursak —ki bu mem-

leketimizde sermaye şirketlerinde dahi kanunî haddi aşmamaktadır— Madeni Eşya ve Kimya sanayiinin munzam öz sermaye temininde diğerlerine üstün oldukları meydana çıkar. Fakat bu teorik bir izahtır. Bunun tatbikatta gerçekleşebilmesi için firmanın hukukî bakımdan sermayenin arttırılmasına müsait bulunması ve ayrıca mevcut şirketlerin işletmeye yeni şirketlerin girmesine müsait davranmaları lazımdır. Aksi halde munzam yatırımlar ancak mevcut şirketlerin servetlerinin hacmine bağlı kalmağa mahkûmdur. Bu itibarla bir sektörde kâr/öz sermaye nisbetinin yüksek olmasının memleketimizde sermayenin o sektörde toplanmasını icap ettirmediğini göstermektedir. Bu ancak bir sermaye piyasasının kuruluşu halinde mümkün olacaktır. Bu takdirde yüksek temettü ödeyen şirket diğerlerine nazaran daha fazla sermaye toplayabilecektir. Yalnız bu temettü içinde riziko derecesinin arzettiği payı hesaba katmak lazımdır. Bu hususta evvelce izah ettiğimiz için burada birşey ilâve etmiyoruz.

Sermaye talebi deyince daha ziyade uzun vadeli yatırım kastedildiğinden muhtelif sektörlerin bu talep yönünden farklı olan durumlarını tasrih için sabit sermaye/kâr nisbetlerine de bakmak lazımdır. Yine aynı bankanın yaptığı hesaplara istinaden biz aşağıdaki nisbetleri çıkardık:

(1.000 T.L.)

<i>Sanayi Gurubu</i>	<i>Sabit kıymetler</i>	<i>İşletme karı</i>	<i>Nisbet</i>
Gıda Sanayii	147.228	15.905	2,95
Mensucat Sanayii	144.051	34.968	4,11
Giyim Eşyası Sanayii	1.082	615	1,76
Kereste ve Tahta Sanayii	6.049	1.602	3,80
Sellüloz »	2.109	975	2,16
Deri Mamülleri »	129	12	10,75
Kimya »	25.099	13.935	1,80
Taş, Toprak, Çini »	76.007	22.451	3,38
Maden izabesi »	7.955	2.619	3,04
Madeni eşya »	6.311	3.365	1,87
Makina ve Malzeme »	4.616	2.327	2,00
Nakliye vasıtaları »	11.968	4.334	2,75
Madencilik »	2.708	1.089	2,48
Diğer sanayi	5.021	1.028	4,90
Y e k û n	340.333	105.125	3,24

Bilindiği gibi, kaide olarak firmalar uzun vadeli sermaye ihtiyaçlarını yani sabit sermayenin finansmanını sermaye piyasası yolile karşılar ve buna mukabil döner sermayeyi kısa vâdeli banka kredisi ile finanse ederler. Bu itibarla yukarda arzettiğimiz nisbetler muhtelif sektörlerin sermaye piyasasında talep yönünden oynayacakları rolü şimdiden izah için ele alınabilir.

Yukarda görüldüğü üzere bazı sektörlerde sabit sermaye-kâr nisbeti çok düşük iken, bazılarında nishî bir yükseklik mevcuttur. İddia edildiği üzere [17], bir firmanın munzam olarak talep edeceği fiziki sermaye nisbi olarak ne kadar düşük olursa munzam sermayeden elde edeceği munzam kâr da o kadar büyük olacağına göre, mesela Giyim Sanayii, Kimya Sanayii munzam sermaye ihtiyaçlarını karşılayabilmek için, daha yüksek faiz veya temettü ödeyecek durumda bulunacaklar demektir. Bu demektir ki, bu sektörler sabit sermaye ihtiyaçlarını sermaye piyasası yolile yani munzam hisse senedi veya borç senedi ihraç etmek suretile karşılayabilmek bakımından diğerlerinden daha üstün durumdadırlar. Buna mukabil bazı sektörlerin veya firmaların marjinal alıcı veya marjinal altı sermaye alıcısı mevkiinde buldukları görülecektir. Marjinal altı alıcıların munzam yatırımları bunların prodüktivite durumunu yükseltecek bir mahiyet arzettiği, yani munzam yatırımın munzam kâr haddini yükselteceğine dair müteşebbisde bir kanaat bir görüş belirdiği takdirde, bu firmaların munzam yatırımlarının ancak mevcut şeriklerin munzam sermaye yatırımları yapmalarile mümkün olacağı, söylenebilir. Zira bu durumda bulunan firmaların borç senedi ihraç etmek yani geliri garanti edilmiş bir senetle sermaye piyasalarında sermaye bulmalarına pek imkân yoktur. Müteşebbisin firmanın mevcut kâr haddinin üstünde bir faiz veya temettü vaadi le munzam yatırıma girişmesi, bu munzam yatırımın getireceği kâr vadedilen faiz ve temettü üzerinde olsa bile, bu yüksek temettü vaadi sadece riziko derecesi yüksek yatırım yapmağa razı olan tasarruf erbabını celbedeceği için, finansman prensiplerine aykırıdır. Kaide olarak bu durumda bulunan firmaların munzam finansman ihtiyaçlarını mevcut şeriklerden tedarik etmeleri lâzım gelecektir.

[17] Duesenberry, zikredilen eser, s. 58-59.

III

SERMAYE PİYASASININ TÜRKİYEDE FİRMALARIN
FİNANSMANINDA OYNAYACAĞI ROL

I — Sermaye piyasasının manası ve vazifeleri :

Sermaye piyasaları sermaye arzında bulunan tasarruf sahipleri ile bu sermayeleri talep edecek olan müteşebbisleri bir araya getirir. Böylece *Sermaye Piyasası* alıcı ve satıcının sermaye alım ve satımını mevzu eden faaliyetlerine sahne olan yer manasına gelmektedir. Umumiyetle sermaye alıcı ve satıcılarının bir araya geldikleri yer sermaye piyasası olmakla beraber bu bir araya getirme faaliyetini icra eden yatırım bankaları, komisyoncular ve bankerler gibi mutavassıtlardır. Bu mutavassıt sınıfların sermaye piyasasındaki rolü sadece tanzim edici olmakla kalmayıp sermaye alıcısı ve satıcısı şeklinde de tecelli ettiği için sermaye piyasalarının asıl bu kimselerin faaliyet sahası olduğu söylenebilir.

Bunun içindir ki Türkiyede bir sermaye piyasasının tesisini düşünürken bu mutavassıt sınıfın teşekkülünü de akıldan çıkarmamak icap eder. Bilhassa memleketimizde sermaye arzı yönünden bu sınıfın teşekkülü şarttır. Zira tasarruf erbabı olarak ele alınan kimseler cemiyette muhtelif sınıflara mensup kimseler olup tasarruflarını sermaye piyasasında nemalandıracak imkân ve zihniyete sahip değildir. Meselenin kendilerine itimad edecekleri makamlar veya şahıslar tarafından izahı ve yatırım hareketinin de yine bunlar hesabına aynı makam ve şahıslar tarafından yapılması lâzımdır. Memleketimizde bu rolü devlet ve bankaların yapması en uygundur.

Bu arada devletten mutavassıt olarak ilk beklediğimiz şey elindeki eğitim ve öğretim vasıtaları ile en küçük tasarruf sahiplerini bile sermaye piyasasına celbtir. Cumhuriyet hükûmetinin kuruluşundan sonra devletin bir tasarruf politikası ve tasarruf eğitimi faaliyeti görülmüştür.. Bunun için devlet bankalarla işbirliği yaparak bu faaliyeti bu defa sermaye piyasası lehine geliştirmelidir. Ayrıca üniversite ve yüksek okullarda okutulan işletme iktisadı derslerine «Finansman» dersi ilave edilmeli ve bu suretle meselenin teorik cephesi öğretilerek sermaye piyasalarının ihtiyaç göstereceği her türlü teknik elemanın yetişmesine gidilmelidir.

2 — Sermaye piyasalarının tasarruf erbabına sağladıkları faydalar ve bunun memleketimizdeki önemi :

Sermaye piyasasının bulunması yatırım sahiplerine türlü faydalar sağlar. Biz şimdi bunları memleketimiz yönünden ele alacağız.

Sermaye piyasaları menkul kıymetlerin pazarlamasını islah suretile yatırım sahiplerine bir fayda sağlar. Pazarlamanın islahından şu anlaşılacak lazımdır: bir satıcı veya alıcı bulmanın süratinin yüksekliği ve bütün alış ve satışların fiyat tahavvüllerine sebep olmadan yapılmasının temini. Her sahada olduğu gibi piyasasızlık bilhassa alıcının aleyhinedir. Tasarruf sahibi menkul kıymet alıcısı olarak piyasaya gelip çok sayıda alıcı ve satıcı ile karşılaşınca, durumdan daha emin olur ve çok sayıda alıcı ve satıcının bir arada bulunması kendisine bir talep monopolü imkânı vermezse de, kendisini satıcıya bir rant ödemekten de kurtarır. Sermaye piyasasının bu hassası bilhassa memleketimiz bakımından çok mühimdir. Tasarruf erbabının menkul kıymetleri talep edebilmesi, yani bunlara itimat gösterebilmesi için bunlar istediği anda büyük zararlara katlanmaksızın alıp satabilmesi lazımdır. Zira mevduata nazaran menkul kıymetlerin eksikliği bu nakde kabili tahvil olmada zarar ihtimalinin bulunmasıdır. Bir kimse parasını bankaya koyarken bu parayı istediği zaman kullanabileceğinden emindir. Aynı emniyeti menkul kıymetler için de isteyecektir. Bunu da ancak piyasa temin edecektir. Tabii, mesela bir hisse senedinin mevduata nazaran enflasyonist temayüllere sahne olan bir memlekette tercih edilmesi lazım geldiği için, memleketimizde sermaye piyasasının tesisi ile tasarrufların bu piyasaya akması beklenebilir. Fakat bunun için bu senetlerin nakde kabili tahvil olması imkânının bulunması şarttır.

Sermaye piyasası menkul kıymetlerdeki tahavvülâtı önlemese bile, yatırım sahiplerinin ihtiyaçlarını karşılamak üzere bunları düşük fiyata satmak ve böylece zarar etmek ihtimalini önler. Bir senet piyasada kote edilmiş bulunursa piyasa fiyatındaki tahavvüller dolayısıyla yatırım sahipleri bunları nakde çevirmekle elde edeceklerini başka bir yoldan elde edebilirler. Bir kimse elinde kote edilmiş bir senet bulunduğu takdirde acil para ihtiyacı karşısında bunu ancak aldığı fiyata veya daha üst bir fiyata satabilirse bir zararla karşılaşmış olmaz. Fakat piyasa fiatı düşük olursa şöyle bir yol seçebilir: elindeki kote edilmiş senedi rehin koyar ve borç

para alır. Bu borç için ödediği faizi vergi matrahından indirebildiği için adı geçen muamele nakde tahvil muamelesinin asgari zarar ile kapatılmasına imkân verir.

Piyasaların yatırım sahiplerine sağlayacağı üçüncü bir fayda senet fiyatlarının ve dağıtılan temettülerin ve nihayet piyasada sermaye alıcısı olan büyük sermaye şirketlerinin bilanço ve kâr ve zarar hesaplarını devamlı neşriyat ve benzer faaliyetlerle alenileştirmesidir. Piyasa, organları olan ve müessese tarzında işleyen bir uzuvdur. Bu itibarla piyasa muamelelerini kaydeden ve bunları ilân eden ve bu muamelelerle ilgili bütün bilgiyi yatırım sahiplerine ulaştıran imkânlarla sahiptir. Sermaye piyasalarının bu şekilde teşkilatlanmış olmaları bütün yatırım sahiplerini fiyat hareketlerinden ve fiyatlara tesir eden olaylardan haberdar etmelerine imkân verir ki, bu piyasanın rekabet şartları altında işlemesine yardım eder. Bu sayede bazı firmaların yatırım sahiplerinin bilgisizliği sebebiyle monopol kârları elde etmelerine mani olunabilir. Bu arada bazı banker ve komisyoncular, ilân ve neşriyat dolayısıyla, yatırım sahiplerinin aleyhine ve kendi menfaatlerine olarak kendilerine rantlar sağlayan faaliyetlerde büyük rizikodan ötürü fazla aktif olamazlar. Piyasa bu vasfı ile bunların kazançlarını sermaye ve emeklerinin normal kazancı seviyesine indirir. Memleketimiz bakımından ise bir müessese olarak teşkilandırılacak sermaye piyasasının neşriyat faaliyetinin bilhassa arz yönünden ehemmiyeti büyüktür. Halkı tasarruflarını sermaye piyasasına arz etmeğe teşvik edecek en müessir vasıta bu ilân ve neşriyat olacaktır.

3 — Sermaye Piyasalarının Firmalara sağladıkları faydalar :

Sermaye piyasası aslında menkul kıymetlerin alındığı ve satıldığı bir piyasa olduğuna göre firmaların bu piyasa yolile finansman ihtiyaçlarını temin edebilmeleri bu menkul kıymetlerin alım ve satımına iştirâk edebilecek, daha doğru bir ifade ile, bunları ihraç edebilecek bir hukukî ve iktisadî düzene sahip olmalarına bağlıdır. Bu sebeple sermayeye piyasasında daima sermaye alıcısı olarak anonim şirketler yer alır. Satıcı ise yatırım bankaları ve dolayısıyla tasarruf erbabı yani halktır. İleri memleketlerde durum biraz daha karışıktır. Alıcı ve satıcı ve bunların hukukî ve iktisadî şekilleri arasında benzerlikler mevcut olabilir. Sermaye satıcıları da anonim şirket şeklinde olup ve yatırım bankalarının faaliyetlerine yakın veya sırf sermaye piyasasındaki finansman faaliyetile meşgul olmaktadır.

Kaide olarak sermaye piyasalarında sermaye alıcısı sinâî faaliyet ile işigal eden anonim şirketlerdir. Bunlar hisse senedi ve borç senedi ihraç etmek suretile piyasada arza muvazi bir talep yaratırlar. Bu şekil bilhassa tasarruf ile yatırım arasındaki *zaman* lagı'nı asgariye indirdiği için memleket ekonomisi bakımından munzam bir fayda arz etmektedir. Aksi takdirde, sermayenin mutavassıtlar tarafından bir müddet elde tutulması mevzubahistir. Bankalar topladıkları mevduatı bunlarla yatırım yapmak isteyen müşterilerine verirken daima bir gecikme mevzubahistir. Sermaye piyasaları ise anonim şirketlere verdikleri imkân sayesinde bunların fertlerin tasarruflarını en kısa bir zamanda yatırıma tahsis etmelerini temin ederler. Ayrıca yine sermaye piyasasının bulunması bazı firmaların «dahili tasarruflar» yolile finansmanını sağlar. Bu hususu ilerde izah edeceğimiz [18] için, burada zikretmekle iktifa ediyoruz. Tabii dahili tasarruflar ekseriya yatırılmış sermaye halinde bulunduğu için, burada tasarrufla beraber bir yatırımın doğması mevzubahistir ki, tabii yukarda bahsettiğimiz *zaman* faktörünün menfi rolü tamamen ortadan kalkmaktadır [19].

Garp memleketlerinde sermaye şirketlerinin hisse ve borç senetlerini yatırım bankalarının araya girmesile ihraç etmeleri usulü yayılmıştır. Bu usulün yayılması şirketlerin ihraçtan beklediklerini, yani munzam finansman ihtiyaçlarını senet ihracile karşılamağını temin eder. Yatırım bankaları kendi hesaplarına veya sermaye şirketleri hesabına bu ihraç işini üzerlerine alırlar, buna mukabil ya bir kâr ya da bir komisyon talep ederler. Bu bankalar bu mevzuda ihtisaslaşmıştır. Halbuki mesela sinâî faaliyette bulunan bir şirket ayrıca bu hususta da ihtisaslaşamaz, zira bu iş ihraç maliyetini yükseltir. Yatırım bankaları satış işini üzerlerine alınca, sermaye piyasası artık *ikinci elden* alınan ve satılan menkul kıymetler piyasası haline gelir [20]. Bu itibarla yatırım bankalarının şirketlerin menkul kıymetlerine itibar gösterebilmeleri için bu ikinci el piyasası yani sermaye piyasasının mevcudiyetini belli etmesi lazımdır.

Sermaye piyasaları tasarruf sahiplerini cezbedince sermaye şirketleri taleplerini piyasanın durumuna göre ayarlarlar. Bu ayarla-

[18] Bak: sayfa, 275.

[19] Brian Tew «The Finance of Investment» Oxford Economic Papers» Temmuz 1952, s. 110-112.

[20] Guthman and Dougall «Corporate Financial Policy» N. J. 1956; s. 326.

ma usulleri o kadar çeşitlidir ki her firma kendine has bazı usuller bulabilir. Bu imkânı veren de sermaye piyasasıdır. Piyasanın mevcudiyeti bir firmaya faraza itibari kıymetin üzerinde bir fiyatla senet ihracı imkanını verir ki, burada gaye ihraç masraflarını alıcıya inkâs ettirmektir. Buna mukabil piyasada durumu iyi olmayan bir şirket itibari kıymetin altında senet ihraç etmekle itibarını tekrar kazanmak imkânını elde eder. Her iki durumda da şirketlere istenilen gayeye varılması imkânını piyasa sağlayacaktır.

Evvelce de dediğimiz gibi, piyasaların teşkilatlanmış bulunması ve devamlı neşriyata sahip bulunmaları şirketlerin menkul kıymetleri için bedelsiz reklam yapılmasına imkân vermektedir. Hisse veya borç senetlerinin kıymeti ve gelir durumu ve bunlarla ilgili hususların bitaraf bir müessese tarafından neşir ve ilânı yatırım sahiplerinin itimadını kazanmak için şarttır. Bu sayede bunlara olan talep artar. En prodüktif olan firma en fazla temettü veya faiz vermek imkânına sahip olarak sermayeyi kendine toplar, böylece millî ekonomi yönünden de faydalı bir durum meydana gelir.

Piyasaların neşir ve ilân yolile firmalara sağladıkları fiyatların başında daima mevcut şerikler ile müstakbel şerikler arasında bir rekabetin tesisi olduğu söylenmektedir [21]. Buna göre mevcut şeriklere yeni hisse senetlerini satın almaları için bir ruçhan hakkı tanınır. Bu ruçhan hakları ayrıca, yani kendi başına da bir kıymet ifade eder ve sermaye piyasasında alım satım mevzuu olur. Şerikler ancak muayyen bir müddet içinde bu ruçhan haklarını kullanmak hakkını haiz bulunurlar; bu sebeble yeni ihraç kısa bir zamanda gayesine ulaşabilir. Zira eski şerikler bu durum karşısında ruçhan haklarını kullanmak için ya yeni senetleri satın alacaklar veya bu hakları piyasada ayrıca satacaklardır. Böylece eski şeriklerin yeni senetlerin alıcısı olarak piyasada görünmeleri talebi artırmak suretile ihraçtan beklenen gayeyi, yani en iyi şartlar, en düşük maliyetle munzam sermaye tedarikini imkân dahiline sokacaktır. Diğer bir yönden şirket yeni ihraç ettiği senetleri piyasaya arzetmeyip mevcut şeriklere sattığı takdirde piyasaya arzedilen kısmın küçüklüğü de keza aynı neticenin elde edilmesini sağlayacaktır.

[21] Guthman and Dougall, zikredilen eser, s. 331.

4 — Türkiyede bir sermaye piyasasının kurulma şartları :

Sermaye piyasasının gayesi firmaların finansman talebini bunların prodüktivite ve borç ödeme veya daha başka bir tabirle temettü ve faiz ödeme kabiliyetlerine göre karşılamak olduğu için, bugünkü duruma nazaran bir sermaye piyasasının tesisi birçok hatalı yolların kapanmasını mümkün kılacağı gibi, munzam bir fayda temin edebilecektir. Yalnız bunun için bazı şartların tahakkuku, bazı şekillerin ihdası lâzımdır.

Halen memleketimizde gerek kısa vadeli ve gerek uzun vadeli finansman vasıtası olarak bankaların müşterilerine açtığı kredilerden başka bir şekil bulunmadığı söylenebilir. Sermaye şirketleri dahi munzam finansman ihtiyaçlarını banka kredisi ile karşılamaktadırlar. Bu sebeble firmaların borçlar/öz sermaye nisbeti birin üstüne çıkmaktadır. Bunun neticesi bir firma gayrisafî hasılatla ufak bir alçalma ile karşılaşınca, değil borç taksitlerini, faizleri dahi ödeyemeyecek hale gelmektedir. Bunun sebebinin kredinin yakın zamana kadar sonsuz bir elastikiyet arzemesi olduğunu söylemiştik. Şimdi buna ilâveten şunu söyliyelim ki, firmalar bilhassa bir *nakit bütçesi*-ne sahip bulunmamakta ve muhtemel nakit açıklarını henüz garanti etmedikleri kredilerle kapatmak prensibini güderek borçlanmadan mütevellit rizikolarını arttırmaktadırlar. Bunun neticesi 30 Haziran 1958 kararlarından sonra görüldüğü gibi iktisat literatüründe *İkinci derecede kayıplar* [22] diye anılan kayıplar meydana gelmiştir. Firmalar borçlarını ödeyebilmek için *Aktif* kayıplarına maruz kalmışlardır. Halbuki bir sermaye piyasasının tesisile beraber bu yol kapanmış olacaktır. Bunun için de bankaların şimdi olduğu gibi ser-

[22] Bu tabir Kalecki'ye aittir. İfade ettiği manaya göre bir firmanın mecmu borçlar/öz sermaye nisbetinin yükselmesi «Artan riziko prensibi» nin tesirile *Aktif* kalemlerde kıymet kayıpları husule getirir. Bu kıymet kayıpları vadesinde ödenmesi lazım gelen borçların sebep olduğu acil nakit ihtiyacını karşılamak imkânsızlığından ileri gelmektedir. Şöyle ki; adı geçen nakit ihtiyacı bazı Aktif kalemlerin kıymetlerinin altında bir rayiçle nakde tahvilini icap ettirmektedir. 30 Haziran 1958 den sonra memleketimizde «İkinci derecede kayıplar» ın mühim rakamlara ulaştığı görülmüştür.

M. Kalecki «The Principle of Increasing Risk» *Economica* Vol. IV. 1937 s: 442.

L. Wellisz «Entrepreneur's Risk, Lender's Risk, and Investment» *The Review of Economic Studies*, N. 52 s: 105-114.

maye şirketlerle olan kredi münasebetlerini piyasayı araya koymak suretile halletmeleri lâzımdır.

Bankalar sermaye şirketlerine, bugünkü gibi kredi tahsis etmek yerine, bunların ihraç ettikleri hisse ve borç senedlerinin satış ve dağıtılması, piyasada muamele görmesini garanti edebildikleri takdirde —ki bu durum bankalar için halen carî olan duruma nazaran daha garantili ve faydalıdır.— Sermaye piyasasının ilk müsbet tesiri görülmüş olacaktır. Bu mesele biraz izaha muhtaçtır:

Bankalar veya banka sistemi içinde yatırım bankası diye adlandırdığımız şekli alacak bir banka veya bankalar gurubu muayyen bazı sermaye şirketlerle anlaşarak bunların ihraç edecekleri menkul kıymetlerin satışını ve her an nakde kabili tahvil olmasını garanti ederse bu sermaye şirketleri evvelce yapamadıkları bir finansman şekline ulaşmış olacaklardır: öz sermaye ile finansman. Böylece Öz Sermaye/Borçlar nisbeti yükselecek ve neticede riziko asgariye incek, ikinci derecede kayıplar mevzubahis olmayacaktır. Bazı şirketlerin temettüü faize tercih etmeleri hususunda münakaşa etmek beyhudedir. Şerik olmak hem riziko altına girmeğe razı olmak hem de, şirketin para kıymetinin düşüşünden müteessir olmayacak mallarına ortak olmak demektir. Bu itibarla hisse senedi mevduata nazaran bilhassa memleketimiz bakımından daha cazip olacaktır. Bu da öz sermaye ile finansmanı mümkün kılarak sermaye arzını bugün olduğundan daha elastiki bir hale koyacak ve finansman «tıkanmaları» bilhassa iyi şartlar altında çalışan firmalar bakımından mevzubahis edilemeyecektir.

Muhtelif sektörlerin sermaye talebi yönünden tahlilini yaparken gayrimenkul sektörünün bir oligopol tesis edebileceğinden bahsetmiştik. Gayrimenkul arzında talebe nazaran görülen kıyafetsizliğin bir neticesi olan bu oligopolü günümüzün bir hakikati olarak kabul etmek ve ona göre hareket etmek lazımdır. Bunun için alınacak tedbir bu oligopole karşı değil, bilâkis yardım mahiyetinde olmalıdır. Şöyle ki; sermayenin bu sektörde toplanmasına ve böylece bu sektörde sermaye/kâr nisbetinin diğer sektörlerdeki seviyesiyle inmesine yardım etmek Bu nasıl yapılabilir? Garp memleketlerinde bilhassa gayrimenkul inşaatının finansmanında gerek hisse ve gerek ipotekli borç senedi kullanmak ve bunlara aşağıda izah edeceğimiz bazı hususi haklar tanımak suretile arzda bir elastikiyet temin edilmiştir. Memleketimizde de bunu yapmak mümkündür.

Memleketimizde gayrimenkul inşaatı ile iştigal eden sermaye şirketleri bulunmadığına göre bu iş yine bankalara düşecektir. Bunlar ya bu nevi şirketlerin kurulmasına ön ayak olacaklar veya aralarında birleşerek bu işi yapacaklardır. Fakat burada dikkat edilmesi gereken nokta, bankaların bu şirketlerin doğmasını teminde bir sermaye iştirakinin mevzubahis olmayacağıdır. Şöyle ki: kurulan sermaye şirketinin hisse senetleri yapılacak gayrimenkullerin karşılığı olacaktır. Bankaların buradaki rolü tanzim edicidir, organizasyonla hudutlanmıştır. Hisse senetlerinin karşılığının gayrimenkul olması tasarruf erbabının bu senetlere rağbet göstermesini temin edecektir.

Hisse senetleri için söylediğimizi ipotekli borç senetleri için de tekrarlayabiliriz. Yalnız para kıymetinin istikrarının garanti edilemediği bir cemiyette uzun vadeli borç verecek tasarruf erbabı bulmak imkânı yok gibidir. Bu mahzurun ortadan kaldırılması için ihraç edilen ipotekli borç senetlerinin kıymetini bu ihraçı finanse edilecek gayrimenkullerin kıymetine bağlamak usulü mevcuttur. Böylece ipotekli borç senedinin kıymeti gayrimenkulün kıymetine bağlanmakla para kıymetinde husule gelecek düşüş dolayısıyla borçlunun zararının önü alınmış olmaktadır. İnşa olunan gayrimenkulün veya gayrimenkullerin göstereceği kıymet yükselişlerine muvazi olarak borç senetlerinin de kıymeti yükselmiş olacaktır. Bu bakımdan adı geçen borç senetlerinin hisse senedinden farkı gelirlerinin sabit oluşu ve muayyen bir vade sonunda itfa edilmeleridir.

Gayrimenkul finansmanında kullanılacak bu usul bilahire diğer sektörlerde de tatbik edilebilir. Fakat ilk olarak mevzubahis sektörde tatbik edilerek, halkı bu hususta terbiye etmek, alıştırmak lazımdır. Yalnız bu arada şunu söyleyelim ki, ne gaye ile olursa olsun ipotekli borç senetlerinin yayılmasını temin için ilk şart olarak ipotek muamelelerinin borcun maliyeti üzerine tesir eden külfetini azaltmak lazımdır. Bunun için ilgili mevzuatı bu gaye ile bir elden geçirmek icap edecektir.

Banka sisteminin müşterek hareketi sayesinde gerek gayrimenkul sektöründe ve gerek sınaî sektörde ipotek esasına dayanan borç senetlerinin de ihracı mümkündür. Bunlarda esas olan « itibar » bilhassa yapılan yatırımın aynı kıymeti garanti edilmek suretile temin edilmiş olabilir. Bunun için altına bağlı borç senedi ihraç edildiği bazı memleketlerde görülmüştür. Fiyat endeksine göre itfa usulü de düşünülebilir.

Türkiyede sermaye piyasasının tesisi ile beklenen faydalar-
dan biri de «Dış ekonomiler» istihsal eden firmaların munzam fi-
nansman ihtiyaçlarını piyasa yolile ve küçük tasarruf sahiplerin-
den karşılmasıdır. Umumiyetle «Dış Ekonomiler» istihsal eden
işletmelerde sermaye/kâr nisbeti yüksektir ve bunların sermaye
piyasasında sermaye talep edebilmeleri bunlar hakkında bilhassa
küçük tasarruf sahiplerinin tasarruflarına emin bir gelir kaynağı
olduğuna dair bir kanaatin yerleşmesine bağlıdır. Bu kanaatin kâ-
fi gelmemesi halinde devletin bunların senetlerine ait gelirlerle
vergi muafiyeti tanınması lazımdır. Kanaatimizce memleketimizde
bu muafiyet şarttır. Bu takdirde küçük tasarruf sahipleri, devlet
ve büyük banka veya müesseselerin de iştirak edeceği dış ekonomi-
lerin istihsalı şimdi olduğu gibi «Devlet yatırımları» na ihtiyac
göstermiyecektir. Muhakkak ki bu husus işletmelerin hususî teşeb-
büs zihniyet ve kaidelerile idare edilmesine imkân vermek suretile
bir produktivite artışı sağlayacak ve bunların istihsal ettikleri hiz-
met veya malların fiyatı dış ekonomiler sağlanmasına imkân vere-
cek bir seviyeye düşecektir.

Sermaye piyasasının tesis ve işlemesi şartı olarak son söyle-
nilmesi lazım gelen devlet tahvilatına tanınan vergi muafiyetini re-
kabet şartlarını baltalamaması için diğer menkul kıymetlere de ta-
nımak mevzuunun ele alınmasıdır. Bu muafiyet memleket ekono-
misi için luzumlu olmak bakımından en ön sıraları işgal eden ser-
maye şirketlerinin menkul kıymetlerine de teşmil edilebilir. Böylece
sermayenin bunlarda toplanması teşvik ve temin edilmiş olur. Ka-
natimizce bu usul diğer bir usul yanında daha az tesirli gözükmek-
tedir. Aslında muafiyeti «Dağıtılmayan» kazançlara tanımak la-
zımdır. Böylece tasarruf edilen gelirden vergi almamak hususunda
ileri sürülen haklı sebeblere [23] uyulacağı gibi, memleketimizde
henüz mahiyet ve kıymeti anlaşılmamış olan bir kısım kazançların
dağıtılmayarak firmanın munzam yatırımlarına tahsisi mümkün
olacaktır. Bu şekilde Sermaye/borçlar nisbetini yükseltmek sure-
tile firmaların yabancı sermayeden istifade kabiliyetini yükselt-
mek imkânı elde edilmiş olacaktır. Bilindiği gibi, garp memleketle-
rinde dağıtılmayan kazançlara vergi muafiyetinin tanınmasına se-
beb sermaye teşekkülünü teşvikdir.

Fakat, memleketimizde mevzubahis muafiyetin dağıtılmayan
kazançlara mı yoksa sermaye şirketlerinin ödedikleri temettü veya

[23] M. Kaldor «An Expenditure Tax» London 1955, s: 82-84.

faize mi tatbikinin daha uygun olduğu meselesi üzerinde durmak lazımdır. Zira memleketimizde bilhassa sermaye piyasasında arz cephesinde görülmesi istenen küçük tasarruf erbabı türlü sebebler dolayısıyla vergi mükellefiyetini iyi karşılamamaktadır. Bilhassa temettü ve faizin menkul sermaye iradı olarak menkul kıymetlere sahip mükellefe beyanname verme ve munzam vergi borcunu ödeme külfeti, vergi cezalarının mükellefde yaptığı psikolojik tesirler sebebiyle tahammül edilmez bir veçhe arz etmektedir. Bilindiği gibi halen meri olan mevzuatta bütün temettü ve faizler %15 nisbetinde vergi tevkifatına mevzu olmakta ve mükellef ancak bu nisbetin üstünde vergi ödemek mecburiyetinde kaldığı takdirde beyanname vermeye mecbur olmaktadır. Kanaatimizce, bilhassa küçük tasarruf sahiplerini sermaye piyasasına celbedebilmek için, mesela şimdi olduğu gibi sadece 2500 liralık değil, fakat bunun daha üstünde, faraza 10.000 liraya kadar olan menkul sermaye iradından vergi borcu olarak %15 tevkifat ile iktifa edip ayrıca aradaki fark için mevzubahis külfetler ve munzam vergi borcu ortadan kaldırılmalıdır. Bu husus sadece bir fikirdir, daha mükemmel ve daha adil bir şekilde sokulabilir. Biz yalnız hatırlatmak istedik.

5 — Sermaye piyasasındaki Oligopollerin memleketimizde arzedeceği neticeler :

Bazı sektörlerin sermaye alıcısı olarak oligopolist duruma gireceğinden bahsetmiştik. Bir firmanın oligopolist duruma girmesi finansman mevzuunda ayrı bir hususiyet arz etmektedir. Sermaye alıcısı olarak bir firmanın oligopolist duruma girmesi herşeyden evvel bu firmanın produktivite derecesinin yüksekliğine delalet eder. İkinci bir amil de emniyettir: yatırım sahipleri bazı firmalara karşı büyük bir emniyet gösterirler, ve düşük gelire rağmen bu firmaların menkul kıymetlerine yatırım yapmaktan çekinmezler. Üçüncü bir amil devlet tarafından bazı firmaların menkul kıymetlerine tanınan bazı haklar veya muafiyetlerle izah edilebilir. Mesela gelir vergisinden muaf olan bir menkul kıymete bu menkul kıymetin geliri sermaye piyasasındaki diğer menkul kıymetlerin gelirin nazaran düşük olsa bile, halk rağbet göstermeğe devam eder.

Memleketimizde bu üç amilin de mevcut olabileceğini kabul edersek sermaye alıcısı olarak bazı firmaların oligopolist durumda bulunacaklarını şimdiden kabul etmek mümkündür. Oligopolün sermaye teşekkülünde faydası olduğunu iddia edenlere uyacak olur-

sak [24], bu faydayı şöylece izah etmek mümkündür: Bir firma yüksek kârlar elde ettiği yani yüksek bir produktivite derecesine ulaşmış bulunduğu takdirde, sermaye piyasasında temettü ve faiz haddi bu produktivite derecesinin altında bulunduğu müddetçe dağıtılmayan kazançlarının hacmini artırabilecektir; yani munzam yatırımlarını dahili tasarruflar ile finanse etmek imkânını bulacaktır. Aynı şey emniyet veya kanunî imtiyaz dolayısıyla elde ettiği kâra nazaran daha düşük faiz veya temettü dağıtan firmalar bakımından varit olacaktır. Dahili tasarruflar tasarruf ile yatırım arasındaki gecikmeyi asgariye indirdiği için sermaye teşekkülünün sürati artacaktır. Bu hususun memleketimiz bakımından ehemmiyeti büyüktür. Evvelce de izah ettiğimiz gibi memleketimizde büyük bir nisbeti mevduat şeklinde arzedilen tasarrufların yatırımlara tahsisinde zaman faktörünün menfi bir rolü olmakta ve bunun neticesi finansman tıkanmaları başgöstermekte istihlak mallarına olan talep arttığı halde yatırım mallarına karşı talepte bir yükselme meydana gelememektedir. Bu sebebledir ki geri kalmış memleketlerde sermaye piyasasında oligopollerin tesisi arzu edilen bir hal olarak kabul edilmektedir.

Bazı firmaların oligopolist durumda bulunmaları dağıtılmayan kazançların nisbetini yükseltmek suretile bunların Öz Sermaye/Mecmu Borçlar nisbetini yükseltmekte ve borçlanmanın rizikosunu asgariye indirmek suretile firmaları munzam yabancı sermaye sağlama, yani borçlanma imkânını kolaylaştırmakta, başka bir ifade ile yatırımları kâr haddinin bir fonksiyonu haline getirmektedir. Memleketimizde 30 Haziran 1958 den sonra konulan kredi tahdidi dolayısıyla en iyi şartlar altında çalışan firmalar dahi munzam yatırımlarını kredi ile finanse etmek şöyle dursun, cari ödemelerini dahi yapamıyacak duruma girmişlerdir. Bu itibarla sermaye piyasasının tesisile en iyi şartlar altında bulunan firmaların bugünkü duruma düşmeyecekleri söylenebilir. Zira bunların dağıtmadıkları kazançları nisbetinde borç alma kabiliyetleri yükselecek ve bu sayede gerek borç senedi ve gerek hisse senedi ihracı suretile munzam finansman ihtiyaçlarını temin mümkün olacaktır. Bilindiği gibi, bir firmanın hisse senedi ihracında muvaffak olabilmesi müstakbel temettü tevziine bağlı olduğu gibi ihtiyatlarının yani dağıt-

[24] Mario De Luca «Una determinante essenziale nello sviluppo delle economie arretrate» Teoria e Politica dello Sviluppo, içinde. Milano 1954; s. 169-170.

madığı kazançların hacmine de bağlıdır. Bilhassa, dağıtmadığı kazançları yani ihtiyatları yüksek olduğu takdirde, mevcut şeriklerin yeni ihraç edilen senetlere rağbeti yükseleceğinden ihracın piyasaya arz edilen kısmı azalacak ve daha iyi şartlarda senet ihracı mümkün olacak, munzam sermayenin maliyeti düşecektir. Bu hususta bilhassa ihraç masraflarının yeni senet alıcılarına yükseltilmesi munzam sermayenin maliyeti hususunda mühim bir rol oynamaktadır. İhraç edilen hisse senetlerinin ne kadar ufak bir kısım piyasaya arz edilecek olursa bu imkân da o kadar büyük olacaktır.

Oligopolün yabancı sermaye ile finansman üzerindeki tesirine gelince: bu hususta henüz memleketimizde bilinmeyen bir noktaya temas etmek gerekir. Evvelce de izah ettiğimiz gibi bir firmanın Borç/Öz sermaye, Carî Borçlar/Döner sermaye nisbetleri yükseldiği takdirde bu firmanın munzam yabancı sermaye maliyeti yükselen bir kıymet arzeder. Şöyle ki; firma, şayet kâr haddi ile aynı nisbette yükselmezse yatırımlarını durdurmak mecburiyetinde kalır. Munzam yabancı sermayenin maliyetindeki yükselmenin bahsi geçen nisbetlerin yükselmesine atfedilmesine sebep «yükselen riziko prensibi» dir. Bu prensibe göre bir firmanın borçları, bu borçları ödiyebilmek imkânlarına nazaran yükseldiği zaman, borçlanmadan mütevellit riziko artar. Bu rizikonun kıymeti borcun maliyetine ilave edilince maliyet bu riziko nisbetinde yükselir. Şu halde dağıtılmayan kazançların hacminin yükselmesi, yukardaki nisbetleri düşürüp rizikoyu azaltacağı için firmanın munzam yabancı sermaye maliyetinin yükselmesine mani olacak ve neticede kâr haddi aynı kalsa bile munzam yatırımlara devam etmek mümkün olacaktır. Halbuki memleketimizde görüldüğü üzere yatırımlar ancak yükselen kâr hadleriyle artırılmakta ve bahsi geçen rizikoyu hesaba katmayan firmalar her an iflas etmek tehlikesi içinde bulunmaktadır. Netice itibarile sermaye piyasasında oligopolierin tesisi dağıtılmayan kazançların hacmini yükselttiği takdirde, memleketimizde finansman tikanıklıklarının hiç olmazsa simdi ki gibi umumî olmaktan çıkıp, daha ziyade kötü şartlar altında çalışan, marjinal işletmelere has bir şey olduğu görülecektir.

6 — Türkiyede Enflasyon tesiri ve Sermaye Piyasası :

Enflasyon hisse senetlerine hucuma sebep olduğu için sermaye piyasasının bulunduğu bir memlekette firmaların munzam sermaye ihtiyaçlarının karşılanmasını kolaylaştırır. Enflasyonda, bildirildiği üzere, hisse senetleri aynı bir kıymet olarak muamele gör-

düklerinden bilhassa altına yatırılan paraları cezbeder. Zira altına yapılan yatırım ancak spekülasyon saikile hareket edildiği takdirde bir gelir getirebilir. Halbuki hisse senetlerinde aynı saik bakî olmak üzere ayrıca bir de temettü vardır. Bu münasebetle enflasyonda hisse senetlerine olan hucumu tefsir ederken müellifler her bakımdan tenkit ettikleri enflasyonu bu yönden ele alarak müdafaa etmektedirler. Enflasyonla beraber yükselen moneter tasarruflar hisse senetlerine yatırıldığı takdirde firmaların munzam yatırımlarının finansmanı mümkün olur ve bu suretle arzda bir elastikiyet meydana gelerek enflasyonun şiddeti azalır, denmektedir [25].

Uzun bir enflasyon devresinden sonra istikrar alametleri gösteren bir ekonomide, yani bugünün Türkiyesinde sermaye piyasasının kendisinden bekleneni verebilmesi yani en küçük tasarrufları dahi cezbedebilmesi için, ilk şart olarak firmaların yüksek temettü dağıtmaları ileri sürülebilir [26]. Faiz haddinin yüksek olduğu bir ekonomide sermaye şirketlerinin sermaye taleplerini karşıyabilmeleri için, faiz haddinin üstünde temettü dağıtmaları şarttır. Memleketimizde faiz haddi biraz izaha muhtaç bir meseledir. Faiz haddi diye hangi faiz haddini ele almak *lazımdır?* Mevduat mı yoksa ikraz faizi mi? Kanaatimizce her ikisi de temettü haddinin bir alternatifi olamaz. Mevduat faizinin bankalara maliyeti %6 yı bulmasına mukabil ikraz faizi %14-16 arasındadır. Banka mevduatı için konulan ikramiyeler veya bunlara benzer cezbedici usuller hisse ve borç senetlerine tatbik edildiği takdirde, sermaye piyasasının mevcudiyeti prodüktif kapasitesi yüksek olan firmaların, şimdi olduğu gibi sadece kısa vadeli değil fakat uzun vadeli sermaye talebini kâr haddinin bir fonksiyonu haline getirebilir. Zira, bir firma munzam yatırımları neticesi kâr haddini yükseltmek imkânına sahip bulunuyorsa, bu firmanın yüksek temettü veya faiz vadederek munzam finansman ihtiyaçlarını sermaye piyasası vasıtası ile karşılaması mümkün olacak, demektir. Bankaların ikramiyeler de dahil %6 nisbetinde bir menfaat temin ederek mevduat topladıkları

[25] C. Bresciani-Turrone «Corso di Economia Politica» Vol. 2 Milano 1954 s. 112.

[26] C. Bresciani-Turrone, aynı eser, s. 113.

bir piyasada sermaye şirketlerinin %8 veya %10 temettü veya faizle sermaye toplamağa muvaffak olacaklarına inanmak lazımdır. Yalnız, şunu unutmamalıdır ki meselenin tatbikî bir kıymeti olabilmesi için, gerek sermaye şirketlerinin ve gerek halkın bu mevzudaki bilgisini arttırmak lâzımdır. Piyasada faiz ve temettü hadlerinin riziko derecesine göre dereceli kıymet arzetmesi meselesi ise sermaye piyasasının tesisinden bir müddet sonra kendini gösterecektir. Bunu izah için bu piyasanın tesisini beklemek lazımdır.