

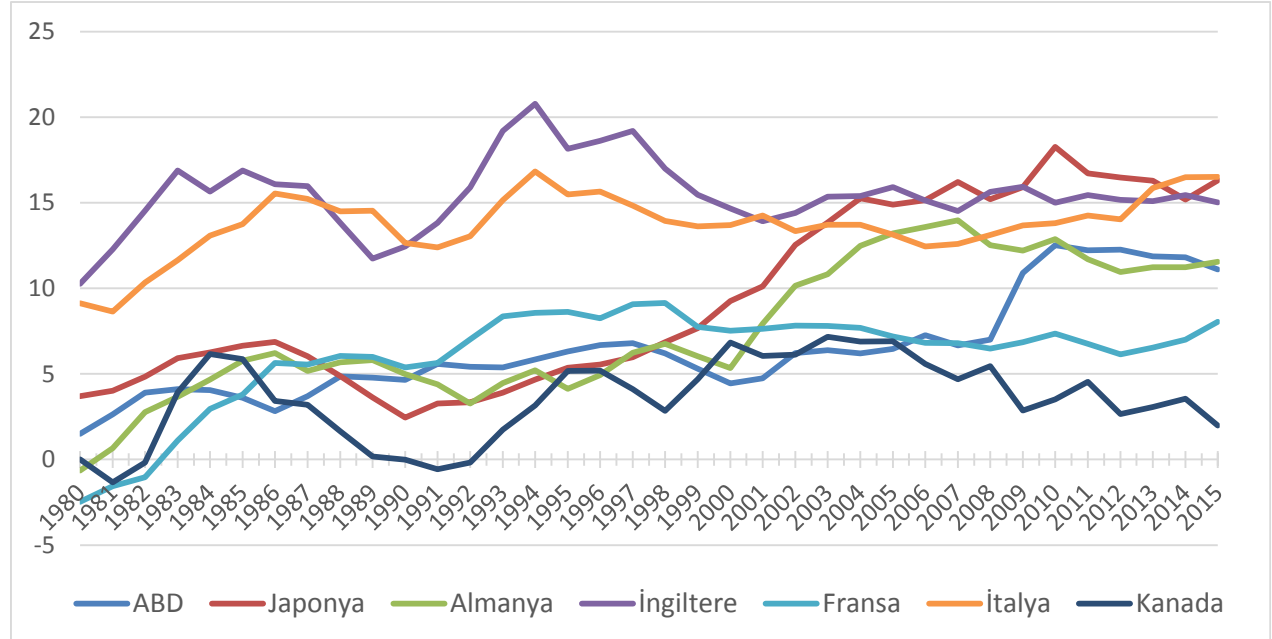
Şirket Tasarrufları ve Emegın Payı

Sumru Öz¹

Son yıllarda şirket tasarrufları üzerine yapılan çalışmalar yaygınlaştı. Bu çalışmaları tetikleyen ise 1980'lerden bu yana şirket tasarruflarının neden arttığını ortaya çıkarmak. Şirket tasarrufları, finansal olmayan şirketlerde sabit sermaye yatırımlarından arta kalan dağıtılmamış net (vergiler düşüldükten sonra) kâr olarak tanımlanıyor. 1980 yılında dünya toplam GSYH'sinin yüzde 10'undan daha az

olan şirket tasarruflarının 2010 yılında yüzde 15'e yaklaştığı tahmin ediliyor. [1] Aynı çalışmaya göre bu artış sadece çoğu sektör için değil, dünyanın en büyük on ekonomisinin tamamı dâhil olmak üzere ülkelerin büyük bir kısmı için de geçerli. OECD Kurumsal Sektör Hesapları veri tabanında yer alan Gelirin Birincil Dağılımı² bileşenleri ve sabit sermaye yatırımları verisi kullanılarak hazırlanan Şekil 1, dünyanın en büyük 10 ekonomisi³ arasında 1980'den itibaren verisi bulunan yedi ülkede şirket tasarruflarındaki değişimi gösteriyor.⁴ Buna göre artış dönemi farklı olmakla beraber ülkelerin tamamında 1980 yılına kıyasla 2015'te şirket tasarrufları daha yüksek ve Japonya, İngiltere ile İtalya'da GSYH'nin yüzde 15'ini de aşmış durumda.

Şekil 1 Büyük ekonomilerde şirket tasarruflarının milli gelire oranı (%)



Kaynak: OECD

¹ Koç Üniversitesi-TÜSİAD EAF

² Gelirin Birincil Dağılımı GSYH içinde işgücü ödemeleri, net işletme artığı, karma gelir (temettü, faiz ödemeleri ve sermaye sahiplerine yapılan transferler) ile üretim ve ithalat vergilerinin aldığı pay olarak tanımlanıyor.

³ Nominal GSYH'ye göre (IMF, 2017)

⁴ Şirket tasarruflarını bulmak için net işletme artığının GSYH'ye oranından sabit sermaye yatırımlarının GSYH'ye oranı çıkarıldı. Ancak OECD veri tabanında 1998 öncesinde Kanada ve Fransa dışındaki ülkelerde net işletme artığı ve karma gelir verileri ayrıştırmış şekilde bulunmadığı için karma gelirlerin zaman içinde büyük bir değişim göstermediğine yönelik çalışmalara [1] dayanarak, dönem ortalamasınının 1980-1997 dönemi için de geçerli olduğu varsayıldı.

Türkiye'nin de içinde bulunduğu bazı gelişmekte olan ülkelerde şirket tasarruflarının ne yönde değiştiği ise belirsiz, çünkü bu ülkelerde özel tasarrufların iki bileşeni olan şirket ve hane halkı tasarrufları ayrı ayrı derlenmiyor. Bu eksikliğin biri pratik, ikisi ise teorik olan üç gerekçe ile mazur gösterilmeye çalışıldığı belirtilen bir araştırmada [2] pratik gerekçe veri eksikliği nedeniyle ulusal tasarrufların bir "kalan" olarak hesaplanması şeklinde açıklanıyor. Teorik gerekçelere gelince: İlki neo-klasik iktisatta hane halklarının aynı zamanda şirket sahipleri olması varsayımına, ikincisi ise tam rekabet paradigmasına göre uzun vadede şirket kârlarının sıfır olması gerektiğine dayanıyor. Bu gerekçeleri çürüten teorik argümanlar aynı çalışmada [2] sunuluyor ama sayısal bir argüman şirket tasarruflarının derlenmesinin ne kadar önemli olduğunu göstermek için yeterli: 2013 itibarıyla şirket tasarruflarının dünyadaki toplam özel tasarruflarının üçte ikisini oluşturduğu tahmin ediliyor.⁵

Şirket tasarruflarında dünya çapında görülen artışa, ortalama hane halkı tasarruflarında bir azalış eşlik ediyor. [3] Tasarruf sahipliğinin hane halklarından şirketler kesimine doğru kaydığını saptayan başka çalışmalar [1] da mevcut. Özel tasarrufların bu iki bileşeni arasındaki yer değiştirme toplam özel tasarruf oranı sabit kalacak şekilde olsa bile, sermaye piyasasındaki aksaklıklar tasarruf kararlarını etkilediği için bu iki kesimin tasarrufları birbirini ikame etmiştir denemez. [2] Hane halkı ve şirket tasarruflarını etkileyen faktörler de farklı olduğu için özel tasarruflardaki artışın nedenlerini ortaya çıkarmak ancak bu iki bileşene ait ayrıştırılmış verilerin var olmasıyla mümkün.

Şirket tasarruflarındaki artışın nedenleri

Şirket tasarrufları üzerine yapılan araştırmalar, borsada işlem gören firmaların bilançoları veya şirket tasarruflarına ilişkin verilerin açıklandığı ülkelerde ulusal hesaplar kullanılarak yürütülüyor. Tanım olarak şirketlerin yarattığı katma değer, çalışanlara ödenen ücret, sermayeye ödenen pay, kurumlar vergisi ve şirket tasarrufları arasında paylaşılır. Bu durumda şirket tasarruflarındaki -ulusal tasarrufların en büyük bileşeni haline gelmesiyle sonuçlanan- artış, emeğin, kredi verenler ile sermaye sahiplerinin veya vergilerin payında bir azalışla dengelenmek durumundadır. Birleşmiş Milletler veri setini kullanarak yapılan bir araştırmada [1], 1980'den bu yana sermaye getirilerinin ve vergilerin şirket katma değerine oranında belirgin bir değişim yaşanmadığı gösteriliyor.⁶ Buna dayanarak şirket tasarruflarındaki artışın emeğin payındaki azalıştan kaynaklandığı savunuluyor.

Veri kısıtları nedeniyle sadece OECD ülkeleri için sermayeye yapılan ödemeleri alt kalemlerine ayırarak da inceleyen aynı çalışma [1], temettülerin şirket katma değeri içindeki payının 1980'lerden beri yüzde 10 civarında sabit kaldığını, faiz ödemelerinin ve transferlerin ise sıfır civarında dalgalandığını buluyor. 1980'lerden itibaren emeğin payı azalmakla beraber vergi, temettü ve faiz ödemelerinin payında eşdeğer bir artış yaşanmamış olması nedeniyle şirket tasarruflarının şirketlerin yarattığı katma değere oranı artmış görünüyor. Aynı zamanda sabit sermaye yatırımlarının şirket katma değerine oranında bir artış yaşanmaması

⁵ Şekil 1a [1].

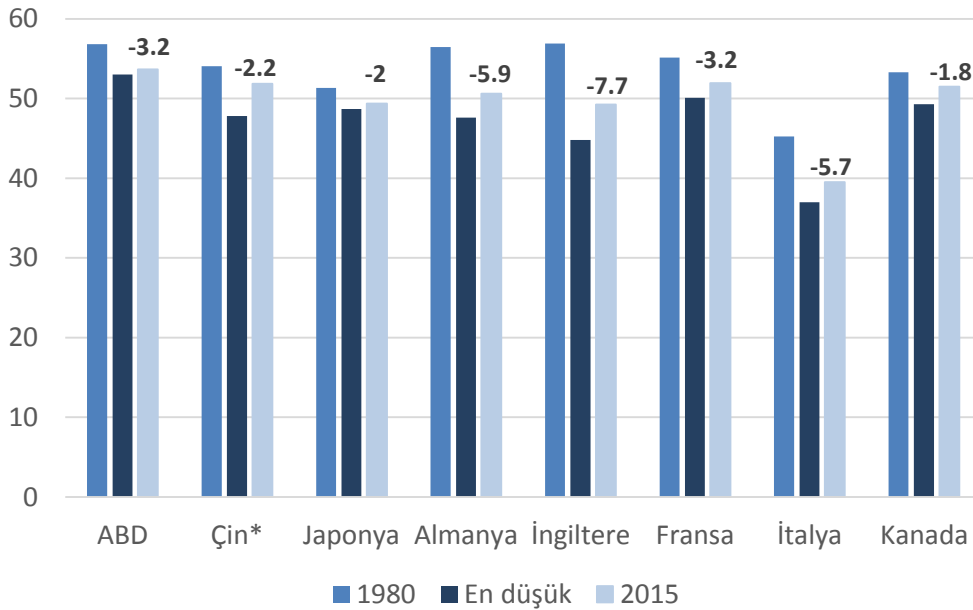
⁶ Vergi ödemelerinin ve karma gelirlerin gayrisafi katma değer içindeki payının dünyanın en büyük on ekonomisi arasında verisi bulunan sekiz ülkede 1998 ve 2015 yılları arasındaki değişimini görmek için ekte yer alan ve OECD Kurumsal Sektör Hesapları kullanılarak hazırlanan Tablo 1 ve 2'ye bakılabilir.

da şirketlerin kârlarının bir bölümünü nakit veya diğer finansal varlıklar olarak biriktirmesiyle sonuçlanıyor. G7 ülkelerindeki şirketlerin neden daha fazla nakit tuttuklarını araştıran bir çalışmaya [4] göre, bu durum 2008 küresel krizi sürecinde kredi sıkılaşmasına veya talepte azalma beklentisine karşı alınan ihtiyati tedbirlerden değil, şirketlerin 2002'den itibaren kârlı fırsat bulamadıkları için yatırımları azaltmalarından kaynaklanıyor.

Şirket tasarruflarında yaşanan artışın emeğin payındaki düşüşün bir yansıması olduğu sonucunu destekleyen bir başka çalışma [5], işgücüne yapılan ödemelerin milli gelirden aldığı paydaki düşüş ile şirket tasarruflarının birlikte ele alınması gerektiğinin altını çiziyor ve her ikisinde gözlemlenen değişime tek bir açıklama sunuyor. Çalışmada, 1980'lerden itibaren sermaye maliyetinin azalması ile birlikte şirketlerin emek yerine sermaye kullanmaya yöneldiği ve bunu bir ölçüde şirket tasarrufları ile finanse ettiği savunuluyor.

1980 ve 2015 yıllarında işgücü ödemelerinin gayrisafi katma değer içindeki payını gösteren Şekil 2, dünyanın en büyük on ekonomisi arasında her iki yıla ait veri olan sekiz ülkede bu 35 yıl içinde emeğin payının azaldığını ortaya koyuyor. 1980 yılına kıyasla 2015 yılında işgücünün milli gelirden aldığı paydaki farkın yüzde olarak miktarını da veren Şekil 2, 7,7 puan ile bu azalışın en çok neo-liberal politikaların ilk kez ve en sert biçimde uygulandığı ülkelerden birisi olan İngiltere'de yaşandığını gösteriyor. Bu durumda emeğin payındaki azalışı sadece sermaye maliyetinin azalması ile açıklamak yeterli değil, uygulanan ekonomi politikalarının rolünü de göz önüne almak gerekiyor. Emeğin payındaki azalışı, Sovyet tipi sosyalizmin zayıflaması ve ardından çökmesi sürecinde, sosyalizmin yaygınlaşma tehlikesinin azaldığını gören kapitalist ülkelerin, 1980'lere kadar iş güvencesi, asgari ücret uygulaması gibi yollarla emeği korunma altına alma eğilimini terk etmesiyle [6] ilişkilendirmek mümkün. Son olarak, üretimin emek maliyetinin düşük olduğu gelişmekte olan ülkelere kayma eğilimi, gelişmiş ekonomilerde şirketleri emeğin payını kısma yöneltmiş olabilir.

Şekil 2 Büyük ekonomilerde emeğin milli gelirden aldığı pay (%)



Kaynak: OECD

Şekil 2, 1980 ve 2015 yılları arasında işgücünün milli gelirden aldığı en düşük payı da gösteriyor. Her ülkede farklı bir yılda gerçekleşen bu oranın 2015 yılına göre daha az olduğu göz önüne alınınca, emeğin payında 1980'lerden sonra gözlemlenen azalma eğiliminin son yıllarda tersine döndüğünü söyleyebiliriz.

Türkiye'de şirket tasarrufları ve emeğin payı

Birçok gelişmekte olan ülkede olduğu gibi Türkiye'de de özel tasarrufların iki bileşeni olan şirket ve hane halkı tasarruflarının ayrı ayrı açıklanmadığı yukarıda belirtilmişti. Ancak OECD Kurumsal Sektör Hesapları⁷ veri tabanında Türkiye için 2009-2015 dönemi verileri mevcut. Şirket tasarrufları ve emeğin payındaki değişimleri yukarıda büyük ekonomiler için yapılabilecek şekilde uzun dönemde incelemek Türkiye için mümkün olmamakla beraber, Tablo 1'de yer alan ve Gelirin Birincil Dağılımı bileşenleri ile sabit sermaye yatırımlarının GSYH'ye oranı kullanılarak elde edilen veriler, şirket tasarrufları konusunda bir fikir verebilir. Tablo 1, GSYH'ye oran olarak net işletme artışı verisinden sabit sermaye yatırımlarını çıkararak hesapladığımız şirket tasarruflarının, 2011-2015 döneminde GSYH'nin yüzde 10'u civarında seyrettiğini gösteriyor. 2009 yılında şirket tasarruflarının yüzde 18 gibi yüksek bir değer alması, küresel krizin Türkiye'yi en çok etkilediği yılda yatırımların düşük kalmasından kaynaklanıyor diyebiliriz. Bu durumda küresel ölçekte şirket tasarruflarının GSYH'ye oranında 1980'lerden bu yana -yüzde 10'un altından yüzde 15'e yaklaşacak şekilde- gözlemlenen artış Türkiye için geçerli değil.

Tablo 1. Gelirin Birincil Dağılımı (GSYH'ye Oran Olarak - %)

	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015
İşgücü ödemeleri	26.9	27.1	26.6	27.9	28.0	28.9	29.3
Net işletme artışı	40.0	37.6	38.5	37.3	38.4	38.8	38.6
Karma gelir	22.1	22.9	22.5	22.7	20.9	20.9	20.4
Üretim ve ithalat vergileri	11.9	13.2	13.1	12.8	13.4	12.5	12.8
Sabit sermaye oluşumu	22.0	24.5	27.7	26.9	28.2	28.6	29.4
Şirket tasarrufları	18.0	14.7	10.8	10.4	10.2	10.2	9.2
Tasarruf, gayrisafi	21.4	21.3	22.5	22.8	23.2	24.4	24.8

Kaynak: OECD

Ayrıca Tablo 1'de Türkiye'de GSYH içinde 2009'da yüzde 26,9 olan işgücü ödemelerinin payının, 2015'te yüzde 29,3'e çıktığı görülüyor. Asgari ücrete 2016 başında yapılan %30 artışın işgücü ödemelerinin payını daha da yükseltmiş olması muhtemel, ancak bu oranın halen yüzde 50 civarında olan büyük ekonomiler ortalamasının oldukça altında olduğunu tahmin edebiliriz. Bunun gelişmiş ekonomilere kıyasla kadın istihdamının düşük, tarımda çalışan nüfusun yüksek olması gibi nedenlerden kaynaklandığı söylenebilir.

Sonuçlar

Bu araştırma notunda, akademik makalelerin bulgularından ve OECD veri tabanından yararlanılarak dünyada 1980'lerden bu yana şirket tasarruflarının neden arttığı üzerinde duruluyor. Özellikle büyük ve gelişmiş ekonomilerde, 1980'li yıllardan itibaren özel sektör tasarruflarının iki bileşeni içinde şirket tasarrufları

⁷ TÜİK sayfasında sadece 2015 yılı için açıklanan Kurumsal Sektör Hesapları, OECD veri tabanındaki içerik ile örtüşüyor.

lehine görülen değişimin arkasında emeğin payındaki düşüşle artan şirket kârlarının, 2000'lerden sonra yatırımların da yavaşlaması ile birlikte nakit veya diğer finansal varlıklar şeklinde birikmesi var. Emeğin milli gelirden aldığı payda yaşanan azalışın hane halkı gelirlerinin azalması anlamına geldiğini, bunun da hane halkı tasarruflarını düşüreceğini göz önüne alınca, bu sonuç oldukça akla yakın.

Ayrıca, dünyanın en büyük on ekonomisi arasında 1980-2015 dönemine ait veri olan sekiz ülkede emeğin payında 1980'lerden sonra gözlemlenen azalma eğiliminin son yıllarda tersine döndüğünü görüyoruz. Dünya Ekonomik Forumu'nun "Parçalanmış Bir Dünyada Ortak Bir Gelecek Tasarlamak" teması ile yapılan son yıllık toplantısında da gelirin eşitsiz dağılımına vurgu yapılması; örneğin 2017 yılında dünyada yaratılan refahın yüzde 82'sinin dünya nüfusunun en tepedeki yüzde 1'ine gittiğinin ve son 20 yılda şirketlerin piyasa değeri 3 katına çıkmakla kalmayıp kârları artmaya devam ederken ücretlerin sabit kaldığının belirtilmesi [7] bu tersine dönüşün bir yansıması olarak kabul edilebilir.

Şirket tasarrufları ve emeğin payındaki değişimleri büyük ekonomiler için yapılarına benzer şekilde uzun dönemde incelemek, sadece 2009-2015 dönemi verilerinin mevcut olması nedeniyle Türkiye için mümkün değil. Yine de 2008-9 küresel krizinin Türkiye'yi en çok etkilediği dönemi bir yana bırakırsak, 2011-2015 yılları arasında şirket tasarrufları, 1980 öncesinde GSYH'nin yüzde 10'unun hemen altında olan dünya ortalaması civarında seyrediyor. Sonuç olarak, küresel ölçekte şirket tasarruflarında gözlemlenen ve GSYH'nin yüzde 15'ine yaklaşmasıyla sonuçlanan artışın Türkiye için geçerli olmadığını söyleyebiliriz.

Kaynaklar

- [1] Chen, P., L. Karabarbounis, and B. Neiman (2017) The Global Rise of Corporate Saving. FED Minneapolis Working Paper 736.
- [2] Bebczuk, R. N. (2000) Corporate Saving and Financing Decisions in Latin America. *Economica*, La Plata, V.46, N.2.
- [3] Grigoli, F., A. Herman, and K. Schmidt-Hebbel (2014) World Saving. IMF Working Paper 14/204.
- [4] Gruber, J. W. and S. B. Kamin (2015) The Corporate Saving Glut in the Aftermath of the Global Financial Crisis. *International Finance Discussion Papers* 1150.
- [5] Karabarbounis, L. and B. Neiman (2012) Declining Labor Shares and the Global Rise of Corporate Saving. NBER Working Paper 18154.
- [6] Eğilmez, M. (2018) Proletarya, Prekarya ve Ötesi. <http://www.mahfiegilmez.com/2018/01/proletarya-prekarya-ve-otesi.html>
- [7] WEF (2018) World Economic Forum Annual Meeting 2018: Creating a Shared Future in a Fractured World http://www3.weforum.org/docs/WEF_AM18_Report.pdf

OECD Kurumsal Sektör Hesapları kullanılarak hazırlanan Tablo 1 ve 2, dünyanın en büyük on ekonomisi arasında verisi bulunan sekiz ülkede 1998 ve 2015 yılları arasında sırasıyla vergi ödemelerinin ve karma gelirlerin gayrisafi katma değer içindeki payını gösteriyor. Üretim ve ithalat üzerindeki vergilerin gayrisafi katma değer içindeki payını veren Tablo 1, ülkeler arasında fark olmakla beraber genellikle ülke içinde 1998'den bu yana büyük değişiklikler yaşanmadığını, 1998-2015 yılları arasında bu payın son sütunda yer alan dönem ortalaması etrafında dalgalandığını gösteriyor.

Tablo 1. Vergilerin GSYH'ye Oranı (%)

	1998	2003	2008	2012	2015	1998-2015 Ortalaması
ABD	7.0	7.0	7.1	7.0	6.9	7.0
Çin	10.7	12.7	12.4	12.8	11.6	12.2
Japonya	7.3	7.2	7.0	7.3	8.5	7.4
Almanya	10.5	10.8	10.9	11.1	10.9	10.8
Birleşik Krallık	12.1	12.1	11.4	12.8	12.9	12.2
Fransa	16.1	15.0	14.8	15.4	15.9	15.3
İtalya	15.0	13.8	13.7	15.4	15.3	14.5
Kanada	13.6	12.8	11.2	11.7	12.0	12.2

Kaynak: OECD

Temettü, faiz ödemeleri ve sermaye sahiplerine yapılan transferlerden oluşan karma gelirlerin gayrisafi katma değer içindeki payını veren Tablo 2 ise metin içinde sözü edilen çalışmadan [1] farklı olarak ABD, İngiltere ve Kanada dışındaki büyük ekonomilerde bu payın 1998-2015 dönemi ortalaması etrafında dalgalanmadığını gösteriyor. Japonya, Almanya, Fransa ve İtalya'da karma gelirlerin gayrisafi katma değer içindeki payı azalma eğiliminde. Ancak Şekil 1'de görüldüğü gibi emeğin payında 1980'lerden sonra gözlemlenen azalma eğilimi, sekiz büyük ekonomide de son yıllarda tersine dönmüş durumda. Buna dayanarak şirket tasarruflarındaki artışın 1980'lerden sonra emeğin payındaki azalıştan kaynaklandığı ama 1998'den sonra bu dört ülkede karma gelirlerin payındaki azalışın rolünün arttığı söylenebilir.

Tablo 2. Karma Gelirlerin GSYH'ye Oranı (%)

	1998	2003	2008	2012	2015	1998-2015 Ortalaması
ABD	9.8	10.3	9.6	10.0	10.1	10.0
Japonya	6.5	6.0	3.8	3.3	2.9	4.6
Almanya	10.3	8.8	9.0	8.6	8.1	8.9
Birleşik Krallık	5.9	6.4	6.1	6.4	6.6	6.1
Fransa	7.0	7.0	6.5	5.8	5.5	6.4
İtalya	16.2	15.7	14.2	14.2	13.8	14.9
Kanada	12.7	11.7	11.2	11.5	11.6	11.6

Kaynak: OECD