

banka ve

EKONOMİK yorumlar

AYLIK DERGİ • MART 1986 • YIL 23 • SAYI 3 • 400 LİRA (KDV DAHİL)

Okurlara Mektup / 3

Ekonomik Göstergeler / 5

EKONOMİK YORUMLAR / 7

Zeki Dağlıoğlu

Münir Emekli

İsmail Emen

Muharrem Karalı

Doc. Dr. Mehmet Şakir Tellioglu

Prof. Dr. İsmail Türk

Uluslararası Ticaretle Çok

Tərəfli Koruma Millanizması / 33

Ömer Belet

Sermaye Piyasası / 41

Doc. Dr. Mehmet Şükrü Tekbaş

Kur Tahmininde Bir Deneme / 47

Yank Yönel

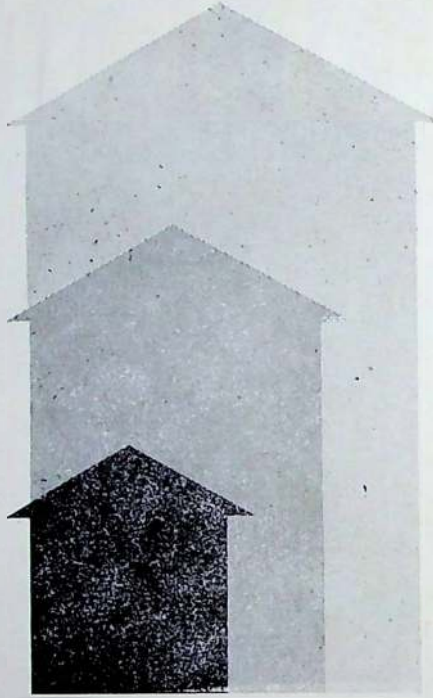
Ayın Ekonomik Olayları / 53

Dr. Yülbirir Kibar

Yeni Yayınlar / 57

Yaz. Br. Haluk A. Kabaalloğlu

TÜRKİYE'DE SERMAYE PİYASASI
Sermaye Piyasası Kurulu • Birinci ve İkinci
El Piyasaları • İstanbul Menkul Kıy-
metler Borsası • Karşılıklı So-
runlar ve Çözüm Önerileri



72 yıllık deneyimi, gülüyü, çağdaş bankacılık hizmetleriyle "güvenli bir gelecek için" uğraş veren; bugüne dek, binleri aşan üretici ortağıyla Egelilerin "onur" duyduğu ve şimdi, adım adım tüm Türkiye'ye hizmetlerini götürerek, her geçen gün biraz daha büyüyen TARİŞBANK, başarısını paylaşan ve destek olan halkımıza hizmet vermekten gururludur.

TARİŞBANK
MİLLİ AYDIN BANKASI T.A.Ş.

başarılarla dolu



ERKA®

teknolojik gelişmemizi 1983 yılında
"International Trophy for Technology"
ödülünü alarak uluslararası düzeyde de
ispatladık.




ERKA

BALATA ve OTOMOTİV
SANAYİİ A.Ş.

Rami Kışla Cad. 123,
İstanbul

Tel: 576 30 66

Telex: 23228 Ebos tr

ERKA, bir KURTKAYA Holding  kuruluşudur.

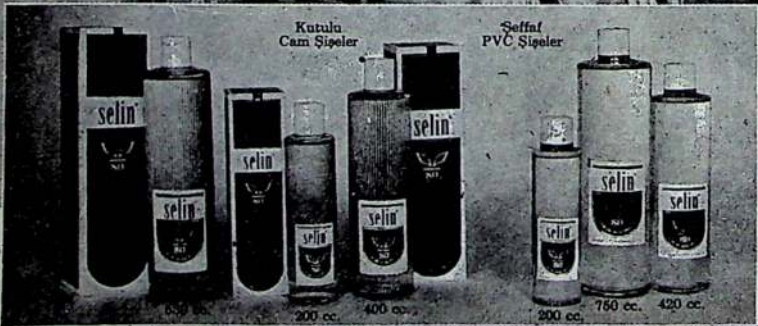
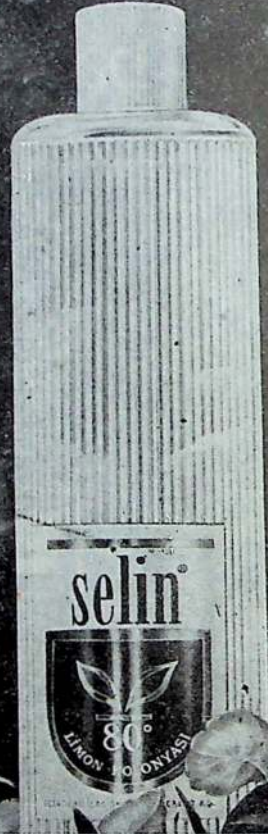
selin®

LIMON KOLONYASI



*Doğanın
Saf Damlası...*

Bir yasanti düşün... Serinlik ormanında...
Kokular pınarında...
Doğanın kaynağında.
Selin'in her damlasında
bir doğa parçası gizlidir.



banka ve ekonomik yorumlar

Aylık Dergi

Ekonomik ve Sosyal Yayınlar A.Ş.

Adına İmtiyaz Sahibi

KEMAL KURDAŞ

Yazı İşleri Müdürü

DR. ÖZTİN AKGÜÇ

Danışma Kurulu

Prof. Dr. Asaf Savaş Akat • Prof. Dr. Erdoğan Alkin
• Dr. Orhan Altan • Prof. Dr. Osman Fikret Arkin
• Prof. Dr. Mustafa A. Aysan • Besim Baykal
• Dr. Metin Berk • Doç. Dr. Ünal Bozkurt •
Prof. Dr. Kenan Bulutoglu • Prof. Dr. Nasuhi
Bursal • Ege Cansen • Prof. Dr. Lâtif Çakıcı
• Mehmet Gün Çalیکا • Şinasi Çelikkol • Özer
U. Çiller • Bulend Çorapçı • Ahmet Demirel •
Zeki Döşlioglu • Necdet Durakbaşı • A. Aydın
Dündar • Kaya Erdem • Tarhan Erdem • Oktay
Ersoy • Prof. Dr. Cumbur Ferman • Prof. Dr.
Emre Gönensay • Prof. Dr. Zeyyat İntiboglu •
Erhan İsil • Doç. Dr. Hâlık A. Kabaalioğlu •
Prof. Dr. Kemal Kafalı • Adnan Başer Kafnoğlu
• Dr. Ahmet S. Kalın • A. Nazif Keyman • Dr.
Yıldırım Kılıç • Prof. Dr. Tamer Koçel • Prof.
Dr. Kemal Kurtuluş • Nuh Kuşçulu • Prof. Dr.
Erol Manisalı • Doç. Dr. Orhan Morgil • Prof.
Dr. Erdoğan Moroğlu • Ziya Nebioğlu • Ergin
Neng • Rahmi Önen • Prof. Dr. İsmail Özasan
• M. Celâlettin Özgen • Ertan Özgür • Tuncay
Özihan • Selâhattin Özmen • Prof. Dr. Ergun
Özsunay • Doç. Dr. Merih Faya • Prof. Dr. Reha
Poroy • Prof. Dr. Dündar Sağlam • Doç. Dr.
Mehmet Şükrül Tekbaş • Osman N. Torun •
Prof. Dr. Kemal Tosun • Fikret M. Tuncer •
Nezih Tunçsiper • Doç. Dr. Gül G. Turan •
Doç. Dr. Şeref Türen • Dr. T. Güngör Uras
• İbrahim Ülkem • A. Doğan Yalın • Dr. Gök-
sel Yücel • Doç. Dr. Ahmet Yüksel

Basım-Yayım Danışmanı

M. Tarık Yaşa

OKURLARA MEKTUP

VII. 1986

Sevgili Okurlarımız,

Dergi'nin geçen sayısında, «1986 Yılında Ne Olacak?» konulu bir «Ekonomik Tahmin Soru Formuna» yer verilmişti. 11 soruyu içeren bu anketin düzenlenmesinden amaç, okurlarımızın Türkiye ekonomisine ilişkin görüşlerini belirleyerek kamuoyuna duyurmak, ayrıca aylık bir yayın olan Dergi'ye dinamizm kazandırmaktır. Hatırlanacağı gibi, aynı anket geçen yıl da düzenlenmiş ve büyük ilgi görmüştü. Doldurularak bize gönderilen 1985 yılına ait formlarla ilgili «Genel Değerleme» Mayıs 1985 sayısında yayınlanmıştı. Bu formları saklı tutmaktayız. Sorularla ilişkin 1985 yılı kesin sonuçları alınır alınmaz, elimizdeki formlar yeniden değerlendirilecek ve en isabetli tahminleri yapmış olan okurlarımızın adları Dergi'nin Nisan veya Mayıs 1986 sayısında açıklanacaktır. Okurlarımızın ankete bu yıl da ilgi gösterecekleri anlaşılmaktadır. Çünkü soruların cevaplandırılması için 15 Nisan'a kadar süre tanındığı halde, cevaplar gelmeye başlamıştır. Ankete katılarak soruları cevaplayanlara teşekkür ederiz.

Öte yandan bazı okurlarımızın abonelerini henüz yenilemediklerini saptamış bulunuyoruz. Geçmiş yıllarda başladığımız bir uygulamayı bu yıl da sürdürerek, eski okurlarımıza, Dergi'nin Ocak, Şubat ve Mart sayılarını göndermiş bulunuyoruz. Buna rağmen abonelerini yenilemeyenler olursa, kendilerine Dergi'nin Nisan ve sonraki sayılarının postalanamayacağını üzümlere belirtmek istiyoruz.

Bu sayının «Ekonomik Yorumlar» bölümünde, son ayların güncel bir konusu olan «Türkiye'de Sermaye Piyasası» genel olarak ele alınmaktadır. «Açık Oturuma» katılan, alanlarında yetkili ve uzman olan konuşmacılarımız; sermaye piyasasındaki son gelişmeler ve bu arada yoni faaliyete geçen İstanbul Menkul Değerler Borsası üzerinde durmakta; konuyu çok yönlü olarak ayrıntılı bir biçimde tartışmaktadırlar. Dergi'de yer alan diğer yazıları da, her zaman olduğu gibi, ilginç bulacağınızı ümit ediyoruz.

Saygılarımızla,

AYLIK DERGİ MART 1986 YIL : 23 SAYI : 3 400 LİRA (KDV DAHİL)

İDARE YERİ: Binbirdirek Mahallesi, Suterazisi Sokak No. 6 Kat 2; Sultanahmet - İstanbul • TELEFON: 526 34 11 • YAZIŞMA: P.K. 769; Karaköy - İstanbul • AÇIKLAMA: Dergi'de çıkan yazılar kaynak göstermek koşuluyla alınabilir • KDV DAHİL YILLIK ABONE: 4.800.— TL; ÖĞRENCİLERE: 2.400.— TL • İLAN FİYATLARI: Arka Kapak 125.000.— TL, Ön Kapak İçi 100.000.— TL, Arka Kapak İçi 90.000.— TL, Tam Sayfa (Ekonomik Yorumlar Bölümü Öncesi ve İçi) 80.000.— TL, Tam Sayfa 50.000.— TL, Yarım Sayfa 30.000.— TL, Çeyrek Sayfa 15.000.— TL, Renk Farkı 25.000.— TL • NOT: İlan fiyatlarına % 10 oranında KDV ilave edilecektir • BANKA HESAP NUMARALARI (İstanbul): Akbank Türbe Şubesi 4512, İş Bankası Türbe Şubesi 1541, Ziraat Bankası Beyoğlu Şubesi 768 • DİZGİ - TERTİP - BASKI: Met/Er Matbaası, Telefon: 528 28 90 • CİLT : Şe Ma, Telefon: 528 16 11 • BASKI TARİHİ: 15 Mart 1986 • BASKI SAYISI: 7200



**DÜNYACA
ÜN LÜ
BİR YILDIZ
RENAULT 9**



RENAULT-MAİS
MOTORLU ARAÇLAR İMAL VE SATIŞ A.Ş.

ekonomik göstergeler

	1983	1984	1985		
			Ekim	Kasım	Aralık
T.C. MERKEZ BANKASI					
Altın ve döviz mevcudu (milyon \$)	1248.4	1637.3	1389.6	1361.1	1119.7
Tedavüldeki banknotlar (milyar TL.)	730.5	972.6	1327.1	1352.8	1285.8
Merkez Bankası kredileri (milyar TL.)	1234.1	879.9	1094.5	1158.2	1183.3
Hazineye kısa vadeli avans (milyar TL.)	338.6	528.3	781.2	711.0	781.5
BANKALAR (milyar TL.)					
Toplam Mevduat	3386.8	5371.4	7226.2	7253.9	
Ticari	819.7	1169.3	1269.8	1296.2	
Tasarruf	1932.4	3255.8	4838.8	4947.7	
Vadesiz Tasarruf	598.8	436.6	466.5	464.5	
Vadeli Tasarruf	1233.6	2819.2	4372.2	4483.3	
Resmi	365.3	571.0	816.2	749.6	
Bankalar	257.9	363.3	280.5	240.1	
Diğer Mevduat	11.5	15.0	20.9	20.3	
Toplam Krediler	2739.3	3589.0	4817.7	5009.5	
Tarım	611.6	528.5	739.6	791.1	
Kalkınma Bankaları	128.2	217.9	225.1	233.2	
Küçük Esnaf ve Sanatkâr (Meslek)	125.0	164.0	219.4	231.2	
İpotek Karşılığı (Gayrimenkul)	69.6	150.9	308.9	327.8	
Denizcilik	49.2	75.9	73.9	75.2	
Ticari, Sınai, Sahr	1827.9	2404.5	3197.3	3298.2	
İller Bankası	33.9	47.3	53.4	52.8	
PARA ARZI (milyar TL.)	1879.4	2103.4	2638.5	2600.1	2774.9
FİYATLAR (1963 = 100; Tic. Bak.)					
Toplan Eşya Fiyatları İndeksi	6784.5	10066.1	13082.4	13575.0	13882.2
Gıda Maddeleri ve Yemler	5862.6	8858.4	11138.9	11634.3	12012.8
Sanayi Hammadde ve Yarı Mamul	8320.9	12079.0	16321.6	16809.6	16997.8
İstanbul Geçinme İndeksi	7656.3	10973.2	15246.2	16025.1	16184.7
Ankara Geçinme İndeksi	6135.7	9177.8	12371.6	13098.1	13385.9
DIŞ ÖDEMELER (milyon \$)					
Dışalım	9235.0	10756.9	8936.3	10257.3	
Dışsatım	5727.8	7135.5	6458.8	7148.4	
İşçi Dövizleri	1533.6	1807.0	1453.0	1585.0	

Notlar : (1) TCMB 1984 yıl sonu altın ve döviz mevcuduna, altın birikiminin yeniden değerlendirilmesinden doğan 657.6 milyon dolar dahildir. (2) TCMB kredilerine, 1984 yılı sonlarında yapılan borç tahkimleri (konsolide edilen krediler) dahil değildir. (3) Banka kredilerine, Devlet Yatırım Bankası kredileri dahil değildir. (4) Para arzı (M_1) dar tanımlıdır.



SIFAS

sentetik iplik fabrikaları a.ş.

Naylon - 6 İplik

Naylon - 66 İplik

Polyester İplik

Polyester Tekstüre İplik

Polyester Tekstüre Boyalı İplik

Naylon - 6 Elyaf

Polyester Elyaf

ÜRETİYORUZ.

**AVRUPA VE ORTADOĞU ÜLKELERİ İLE
ÇİN'E İHRACAT YAPIYORUZ.**



Pilot Sanayi Bölgesi
BURSA
Telefon: 31 400 (5 hat)

ekonomik yorumlar

AÇIK OTURUM

KATILANLAR :

- Zeki DÖŞLÜOĞLU
- Münir EMEKLİ
- İsmail EMEN
- Muharrem KARSLI
- Prof. Dr. İsmail TÜRK

YÖNETEN :

- Doç. Dr. M. Şükrü TEKBAŞ

SERMAYE PİYASASINDA SON GELİŞMELER - I

TEKBAŞ — Toplantımıza hoş geldiniz. Bu ayın konusunu «sermaye piyasasında son gelişmeler ve İstanbul Menkul Değerler Borsası» oluşturuyor. Yaşanan bankerlik olayından sonra bir Sermaye Piyasası Kanunu çıkarılmış, Sermaye Piyasası Kurulu oluşturularak bu kurula sermaye piyasasının gözetimi ve denetimi görevi verilmiş ve sermaye piyasasını geliştirmek amacıyla çeşitli önlemler alınmıştır. Ayrıca bir de İstanbul Menkul Değerler Borsası kurulmuş ve Borsa 1986 yılı başında faaliyetine başlamıştır. Sayın Türk, sermaye piyasasına yönelik çalışmalar, getirilen yenilikler, sizce tatmin edici midir?

TÜRK — Bugün Yürürlükte olan 2499 sayılı Sermaye Piyasası Kanunu (SPKa.), 1981 yılında kabul edildi ve 30 Temmuz tarihli Resmi Gazete'de yayımlandı. Kanunun bütün hü-

kümleri bakımından yürürlüğe girmesi, 1 Şubat 1982 tarihindedir. Kanun; menkul kıymetlerini halka arz etmiş anonim ortaklıkları, aracı kurumları, Sermaye Piyasası Kurulu (SPK)'nun gözetimi ve denetimi altına almıştır. 2499 sayılı Kanun, SPK'na çeşitli alanlarda görev vermiştir. Bu görevlerin en başında, menkul kıymetlerin halka arzına SPK'nun izin vermesi gelmektedir. Menkul kıymetlerin halka satışı, SPK'nca belirlenecek süreler içerisinde yürütülür. SPKa. menkul kıymetlerini, hisse senetlerini halka arz edecek kuruluşların SPK'na başvurma mecburiyetini getirmiştir. Ve bugün anonim şirketler gerek hisse senedi gerekse tahvil ihraç etsinler, SPK'ndan izin almaksızın menkul kıymetlerini halka satamamaktadırlar. 2499 sayılı Kanun, hisse senetlerini halka arz etmiş anonim ortaklıklara, esas sözleşmelerinde değişiklik yapmak suretiyle yönetim kurulu-

na borçlanma yetkisinin devrini mümkün hale getirmiştir. SPKa. işletmeler ve anonim ortaklıklar bakımından yepyeni bir muhasebe sistemi olan kayıtlı sermaye sisteminin, hisse senetlerini halka arzetmiş anonim ortaklıklar tarafından kabul edilebileceği ilkesini getirmiştir. Temettü dağıtma, 2499 sayılı Kanun'un getirdiği mükellefiyetler arasındadır. Aracı kurumların ve menkul kıymetlerini halka arzetmiş olan anonim ortaklıkların bilanço ve kâr-zarar hesaplarının düzenlenmesi ve denetleme raporlarının yazılması, SPK'nca yapılan düzenlemelerle, tekdüze (üniform) hale getirilmiştir.

sermaye piyasasında işlem görecekle araçların çeşitlendirilmesi, sermaye piyasası kurulu'nca yapılan düzenlemelerin başında gelmektedir

SPKa.'nın SPK'na verdiği görevlerin başında şu üç görevi daima göz önünde bulundurmamak lazımdır. Bunlardan birincisi ve kanaatimce en önemlisi, sermaye piyasasının geliştirilmesidir. Sermaye piyasasının geliştirilebilmesi için gerekli düzenlemelerin yapılması görevi de SPK'na verilmiştir. SPKa., sermaye piyasasının özü güvene dayandığı ve işlemlerin güven, açıklık ve kararlılık içerisinde cereyan etmesi için, denetleme görevini de SPK'na vermiştir. SPKa.'nın denetiminde olan kuruluşlar, sadece menkul kıymetlerini halka arzetmiş olanlar ve aracı kurumlar değildir. SPKa.'nda «yardımcı kuruluşlar» arasında yer almış olan «Menkul Kıymetler Yatırım Ortaklıkları» ve «Menkul Kıymetler Yatırım Fon-

ları» da SPK'nun gözetimi ve denetimi altında çalışırlar. Bankalar, sermaye piyasası faaliyetlerine aracılık yaptıkları vakit, sadece bu faaliyetleri dolayısıyla cereyan eden işlemleri bakımından SPK'nun gözetimi ve denetimi altındadırlar.

2499 sayılı Kanun'un kendisine verdiği görevleri gözönünde bulundurarak, SPK faaliyete geçtiği 1 Şubat 1982 tarihinden bu yana, neler yapabilmıştır? Bunları kısaca özetlemek istiyorum. Ve bunu yaparken de, fikirlerde açıklık sağlamak bakımından, «sermaye piyasasının geliştirilmesi»nin ne demek olduğunu öncelikle tanımlamak istiyorum. «Sermaye piyasasının geliştirilmesi» derken, «gelişme»: değişmeyi, büyümeyi, hayatiyetli ve üremeyi ifade eden bir kavramdır. İçinde canlılık vardır, çeşitlilik vardır. Bu nedenle SPK faaliyetleri arasında, sermaye piyasasında işlem görecekle araçların çeşitlendirilmesi, yaptığımız düzenlemelerin başında gelmektedir. «Menkul kıymetlerin halka arzı ve bu yolla satışı SPK'nca düzenlenir.» dendiği vakit; biz, sermaye piyasasında işlem görecekle menkul kıymetlerin en önemlileri hakkında gereken düzenlemeleri bugüne kadar yapmış durumdayız. Anonim ortaklıklar ne şekilde tahvil çıkaracaklardır? Ne miktarda tahvil çıkaracaklardır? SPK'na nasıl başvuracaklardır? İzahnamelerinde, başvurularında hangi hususlar yer alacaklar?

Bu konular SPKa.'nın ve de Türk Ticaret Kanunu'nun tahvile ilişkin, hisse senedine ilişkin hükümleri göz önünde bulundurularak her menkul kıymet türü için ayrı ayrı düzenlenmiştir. Bu arada tahvil ve hisse senedi başvuruları için düzenlenmiş tebliğlerimiz vardır. Hisse senedi ile değiştirilebilir tahviller ve kâra iştirakli tahvil için düzenlemelerimiz vardır. İntifa senetleri için, katılma intifa senetleri için düzenlemelerimiz



AÇIK OTURUMA KATILANLAR : Yukarıdaki fotoğrafta, soldan sağa doğru; İsmail Emen (İktisat Bankası T.A.Ş. Genel Müdür Yardımcısı), Prof. Dr. İsmail Türk (Sermaye Piyasası Kurulu Başkanı), Doç. Dr. Mehmet Şükrü Tekbaş (İstanbul Üniversitesi İşletme Fakültesi Öğretim Üyesi), Münir Emekli (OYAK Menkul Değerler A.Ş. Genel Müdürü), Muharrem Karlı (İstanbul Menkul Değerler Borsası Başkanı) ve Zeki Döşlüoğlu (Yatırım Finansman A.Ş. Genel Müdürü); «Sermaye Piyasasında Son Gelişmeler ve İstanbul Menkul Değerler Borsası» konusunun tartışıldığı «Ekonomik Yorumlar» toplantısında bir arada görülmüyorlar.

vardır. Kâr ve zarar ortaklığı belgeleri için düzenlemelerimiz vardır. Bu yaptığımız düzenlemeler içerisinde işlem görenler, başvuru konusu olmuş olan menkul kıymet türleri, hisse senedi ve tahvillerdir. Sadece bir tane kâr ve zarar ortaklığı belgesi için başvuruda bulunulmuştur. O da halka arz etmemek üzere tahsisli olarak bir başvuruda bulunmuştur. Bunları ihraç edecek kuruluş, makine satacağını isimlerini vermek suretiyle bize bildirmiş ve biz onların bu başvurusunu müspet karşılayıp, olumlu yönde cevaplamışızdır. Dolayısıyla şirketin kâr ve zarar ortaklığı belgesini ihraç etmesine müsaade etmişizdir. SPK olarak sermaye piyasası konusunda, ürün çeşitlendirmesi bakımından düzenlemediğimiz araç hemen hemen kalmamış gibidir. Menkul kıymetlerini halka arz etmiş büyük anonim şirketlerin zaman zaman nakde ihtiyaçları olması bakımından önem taşıyan iki konu, düzenlemelerimizin dışında kalmıştır. Bunlardan biri ipotekli borç senedi, diğeri ticari senettir.

Burada şu soru akla geliyor: Sermaye piyasasında bu kadar ürün çeşitlendirmesine neden ihtiyaç vardır? Bu soru şöyle cevaplandırılabilir: Sermaye piyasası, sinai kuruluşlara diğer mali kurumlara nazaran daha ucuza kaynak sağlayan bir kesimdir. Sermaye birikimine katkıda bulunan bir piyasadır. Ve tasarrufçu manasında yatırımcıya da azami nema sağlayan bir piyasadır. Bu nedenle tasarruf erbabı bakımından elde edilen geliri en çoğa çıkaran piyasa, sermaye piyasasıdır. İşletme sermayesi, fiziki ve sabit sermaye yatırımları bakımından fona ihtiyaç duyan kuruluşlara da en ucuza fon sağlayan piyasa, yine sermaye piyasasıdır. Bu nedenle, sinai kuruluşların ve tasarrufçuların fon talepleri ve tasarruf erbabının sahip oldukları tasarrufları nemalandırabilmek bakımından; yatırım yapacakları, plasman yapacakları alanlar, çeşitli tercihlere bağlı olabilir. Mesela, bazı tasarruf erbabı uzun vadeli yatırım yapmak ister. Beklemeye tahammüllü vardır. Bir sabit nema elde etmek istemez. Bir

şirketle ortaklık bağı kurmak ister; kâr ve zarara muhatap olmak ister. Bu tasarruf erbabının tercihi, hisse senedi yönünde olacaktır. Başka bir tasarruf erbabı vardır; uzun dönemde amacı ortak olmaktır. Ancak kısa dönemde de az da olsa asgari bir nema elde etmek ister. Bu tasarrufçunun tercihi, hisse senedi ile değiştirilebilir tahvil olmak durumundadır. Bazı tasarruf erbabı vardır; aylık gelirine veya yıllık gelirine ek bir gelir elde etmek ister. Bu tasarruf erbabının tercihi, tahvil olmak durumundadır. Kendisinin bir sınai kuruluşla kurmak istediği bağlantı da, bir alacaklı - borçlu ilişkisi olacaktır.

Sınai kuruluşlar bakımından da durum bundan farklı değildir. Bazı sınai kuruluşlar sermayelerini artırmak istemezler. Sermayelerini artırıncaya, işletmede rantabilitenin düşeceği konusunda inançları vardır. Rantabilite düşecek olursa, ortakları tatmin etmek mümkün olmaz. Bazı sınai kuruluşlar vardır. Faaliyette buldukları sektörde kâr oranları yüksektir; aşırı finansman giderlerini üstlenebilir. Yeni ortak almaktansa, finansman giderlerini masrafa yazmak ve borçlanmak kendileri bakımından daha cazip bir yol olabilir. Bazı sınai kuruluşlar ise, yatırımlarını tamamlama safhasına gelmişlerdir; makineyi, tesisatı kurmuşlardır; fakat kuruluşun çatısını kapatamamışlardır. Bunlar ortak sayısını artırmak suretiyle, uzun dönemde ortak olmak isteyecek tasarruf erbabına kısa dönemde nema sağlayan bir araç üretirler. İşte hisse senedi ile değiştirilebilir tahvil bu yüzden doğmuştur. Bazı tasarruf erbabı vardır; şirketin yönetimine, genel kuruluna katılmak istemez; kâr ve zarara muhatap olmak istemez. Fakat ortak gibi kârdan yararlanmak ister. Bunların tercih edeceği menkul kıymet türü, intifa senetleridir. Yani sermaye piyasasında ürün çeşitlendirilmesi,

tasarrufçuların ve yatırımcıların çeşitli taleplerini uzlaştıran, bir araya getiren bir ameliyedir. Aslında sermaye piyasası, bir üretim faktörü piyasasıdır. Ülkenin işgücü piyasası, emek piyasası gibi bir de sermaye piyasası vardır. Nasıl çeşitli işgücüne işletmelerin ihtiyacı varsa; yöneticiye, kalifiye işçiye, ustaya, kalfaya, çırağa, düz işçiye; sermaye piyasasında da çeşitli finansman kaynaklarına ve araçlarına ihtiyaç vardır. Ve bu piyasanın gelişmişliğini belirleyen faktörlerden, unsurlardan birisi, piyasadaki ürün çeşitliliğidir.

borsalar menkul kıymetlerin fiyatını belirledikleri gibi, onlara seyyaliyet ve likidite sağlıyorlar; borsaların geliştiği yerde sermaye piyasası da gelişir

Sermaye piyasasının geliştirilmesi, aynı zamanda sermaye piyasasında faaliyet gösteren kuruluşların çoğalması anlamına gelir. Biz bu konuda düzenlemelerimizi aracı kurumlar bakımından yapmışızdır, bankerlik kuruluşları bakımından yapmışızdır. Bankerlik kuruluşlarının yapabilecekleri, yapamayacakları işleri yönetmelikle düzenlemişizdir. Borsa bankerliği belgesi alabilmek için SPK'na ne şekilde başvurulacağını, tebliğimizde düzenlemişizdir. Göreve başladığımız 1982 yılı, bu yönden talihsiz bir dönem olmuştur. Borsa bankerliği belgesi alabilmek için başvuruda bulunmuş olan aracı kurumların borsa bankerliğini ancak 1984 yılının Nisan ayı başlarında verebilmişizdir. Bu arada 1983 yılının Ekim ayında 91

sayılı Kanun Hükümündeki Kararname (KHK) çıkmış ve menkul kıymetler borsalarının kuruluşunu düzenlemiştir. KHK, Türkiye'de kurulacak olan menkul kıymetler borsalarını, SPK'nun gözetimi ve denetimi altına almıştır.

Acaba niçin bu yola gidilmiştir? Sebep nedir? Bilindiği gibi eskiden menkul kıymetler ve kambiyo borsaları Maliye Bakanlığı'na bağlı kuruluşlardı. Borsalar aslında -sermaye piyasası deyimiyle- ikinci el piyasa-



Prof. Dr. İsmail TÜRK

lardır. Dolayısıyla sermaye piyasasının bir koludurlar. Türkiye'de sermaye piyasası faaliyetlerini düzenleyebilmek için Sermaye Piyasası Kurulu kurulmuştur. Bu, bir manada bir uzmanlık kuruluşudur. Birinci el ve ikinci el sermaye piyasası faaliyetlerini bir merkezden düzenleyebilmek ve birlikte düşünebilmek bakımından; Türkiye'de kurulacak menkul kıymetler borsalarını, SPK'na bağlamak ihtiyacı duyulmuştur. Borsalar konusunda şunu söylemek istiyorum: Dünyadaki gelişmeler o yödedir ki, birinci el sermaye piyasası faaliyet-

lerini ikinci el sermaye piyasası faaliyetlerinden tecrit ederek düşünmek mümkün değildir. Aynı şekilde ikinci el sermaye piyasası faaliyetlerini de birinci el sermaye piyasası faaliyetlerinden tecrit ederek düşünmek mümkün değildir. Çünkü menkul kıymetler borsaları, -her ne kadar bunların ekonomik, sosyal ve mali fonksiyonları varsa da- aslında iki temel fonksiyon ifa ederler. Birincisi, menkul kıymetlerin fiyatını belirlerler. İkincisi, menkul kıymetlere seyyaliyet ve likidite sağlarlar. İsmi üzerinde, «menkul kıymet», tedavül eden bir kıymettir. Bunun pazarıdır borsa... Orada alınıp, orada satılacaktır. Ve oradaki iş ve işlem hacmidir ki, borsadaki faaliyet yoğunluğudur ki; birinci el sermaye piyasası faaliyetlerinin hacmini belirler. Dünyada hiçbir memleket tasavvur edilemez ki, o memlekette sermaye piyasası gelişmiş, fakat borsalar gelişmemiş olsun. Nerede borsalar gelişmişse, orada sermaye piyasası gelişmiştir.

91 sayılı KHK'nin menkul kıymetler borsalarına yaklaşım tarzı da böyle olmuştur. KHK, sermaye piyasasında borsaları âdeti yardımcı bir kuruluş olarak ele almıştır. Borsaları bir çeşit aracı kurum, bir çeşit menkul kıymetler yatırım ortaklığı, bir çeşit menkul kıymetler yatırım fonu gibi düşünmüştür. Bu yardımcı kuruluşlar hakkında aracı kuruluşlarla ilgili düzenlemelerimiz yapılmıştır. Bunlar borsa bankerliği belgesini almışlardır. Kanunen menkul kıymetler borsalarına üye olmak zorundadırlar. Menkul kıymetler borsalarına üye olmuşlar ve orada faaliyete başlamış durumdadırlar. Menkul kıymetler yatırım ortaklığı için düzenlemelerimiz vardır. Tebliğimiz çıkmıştır, bu konuda ne şekilde başvurulacağına ilişkin. Fakat bugüne kadar menkul kıymetler yatırım ortaklığının kuruluşu için herhangi bir başvuruda bu-

lanulmamıştır. 2499 sayılı Kanun, menkul kıymetler yatırım fonlarının kuruluşu monopolünü bankalara tanımıştır. Ancak hiçbir banka, menkul kıymetler yatırım fonu kurmak için başvuruda bulunmuş değildir. Bana öyle geliyor ki, sermaye piyasasında faaliyet gösterecek yardımcı kuruluşlar olmaları bakımından, bankerlik kuruluşlarının sayısı, önümüzdeki yıllarda artmaya devam edecektir. Ticari bankalardan aracılık faaliyetinde bulunacak bankaların sayısı da artmaya devam edecektir. Portföy işletmeciliği türü olan menkul kıymetler yatırım fonunun ve menkul kıymetler yatırım ortaklıklarının gelişmesi, Türkiye'de menkul kıymetler arzının artış oranının bir fonksiyonu olarak zaman içerisinde gelişecektir.

Türkiye sanayileşen bir ülkedir. Fakat milli ekonomi içerisinde sanayi sektörünün payı % 22 oranındadır. Menkul kıymetler arzında tikanıklık vardır. Bu bakımdan ülkemizde portföy işletmeciliği yapacak yardımcı kuruluşların sermaye piyasasına girmeleri gecikebilir. Çünkü menkul kıymetler yatırım fonları, ancak bankaların ve bu konuda uzman kişilerin kurabilecekleri kuruluşlardır. Türkiye bunları kurabilir hale geldiği vakit de, sermaye piyasasının gelişmesi bakımından yeni bir aşamaya ulaşmış olacaktır. Gerçekte önemli olan, portföy işletmeciliği türündeki kuruluşların, menkul kıymetler yatırım ortaklıkları ve menkul kıymetler yatırım fonlarının, toplam sermaye piyasası içindeki payıdır. Rakamlar göstermektedir ki, Türkiye, sermaye piyasasının gelişmesi bakımından henüz bu aşamaya gelememiştir. Sanayileşmenin bir fonksiyonu olarak zaman içerisinde bu aşamaya gelecektir. Esasen sermaye piyasasının geliştirilmesi konusu, zaman boyutu olan bir kavramdır. Bir ortam konusudur. Ekonomik şartlar, sosyal şartlar, mali şartlar, hukuki

şartlar mevcut olmalı ve hepsi sermaye piyasasının gelişmesi yönünde olumlu yönde etkiye bulunmalıdır ki; sermaye piyasası gelişsinsin.

TEKBAŞ — Teşekkür ederiz. Bu aşamada Sayın Türk'ün açıklayıcı bilgilerine bir şey eklemek isteyen var mı? Olmadığına göre, benim kendilerine bazı sorularım olacak. Öncü soru sormak istiyorum: Sermaye Piyasası Kurulu, gerçekte izin veren bir kurum mu, yoksa bilgilerin doğru olduğunu belirleyen bir kurum mu olmalı? İkinci sorum şu: Şu ana kadar, aracı kuruluş olarak sermaye piyasası faaliyetleri ve SPK'nun almış olduğu önlemler veya düzenlemeler tatmin edici mi?

TÜRK — Sayın Tekbaş, bu sorunuz için teşekkür etmek isterim. Dünyada sermaye piyasası faaliyetlerinin yürütülmesine ilişkin iki sistem vardır. Bunlardan birisi, «merit sistemi» dediğimiz liyakat sistemidir. Bu, Anglosakson ülkelerinde, gelişmiş batı ekonomilerinde uygulanan

ES Yayınları sunar :

Prof. Dr. Ünal TEKİNALP

SERMAYE PİYASASI HUKUKUNUN ESASLARI

Bilim ve İş çevrelerinin beklendiği yapıtı.

Fiyatı : 500.— TL

İsteme Adresi :

Ekonomik ve Sosyal Yayınlar A.Ş.
Binbirdirek, Suterazisi Sok. 6/2
Sultanahmet - İstanbul. Tel. : 526 34 11

Not : Ödemeli postalama yapılmas.
PTT ile gönderilmesini isteyenlerin, kitap bedelini 50.— TL KDV ve 180.— TL PTT ücretini ilave ederek, önceden havale çıkarmaları gerekmektedir.

sistemdir; Amerikan sistemidir. «Securities and Exchange Commission»ın kabul edildiği sistemdir. Diğeri, onaylama veya onay sistemi diyebileceğimiz «approval sistemi»dir. Türkiye'de halen uygulanmakta olan bu sistemdir. Sermaye piyasasının, gelişmiş batı ekonomilerinde ta sanayi inkılâbına kadar giden bir mazisi vardır. Orada menkul kıymetin, hisse senedinin ne olduğu bilinmektedir. Şirket esas sözleşmesinin ne olduğu ve ne amaçla hazırlandığı bilinmektedir. Temettüün, izahnamenin ne olduğu bilinmektedir. Ayrıca bu ekonomilerde tasarrufçu manasında yatırımcının menkul kıymetlere yatırım yapma alışkanlığı vardır. Ve onların içinde yatırımcı akıllı adamdır. Aldatılmaz bir adamdır. Menkul kıymetin türüne baktığı, senedin sırtındaki menkul kıymetin özelliklerini anlatan izahnameyi okuduğu vakit; bunu değerlendirebilen bir adamdır. Gelişmiş ekonomilerde işte bu liyakat sistemi, merit sistemi uygulanmaktadır. Ve Securities and Exchange Commission, menkul kıymetlerin doğrudan halka arzına izin vermemektedir. Onlardan açıklayıcı bilgiler (disclosure) istemektedir. Bu açıklayıcı bilgiler bazen bir küçük kitap halinde olabilmektedir. Âdeta şirketlerin röntgenini çekmekte ve bunu şirkete yayınlamaktadırlar. Yatırım yapmak isteyen yatırımcı da bu kitaplardaki bilgileri okuduğu vakit, onları açıkça anlayıp değerlendirebilecek durumdadır. Üstelik o ülkelerde sermaye piyasası faaliyetlerinin büyük bir kısmı portföy işletmeciliği şeklinde cereyan etmektedir. Bunlar uzman kuruluşlardır. Yeterli bilgiyle donatılmışlardır. Mesleki tecrübeleri vardır. Mali analizin ne olduğunu bilmektedirler. Sektördeki gelişmeleri yakından izleyebilmektedirler. Şirket yöneticileri ve ekonominin genel gidişatı hakkında bilgilere sahiptirler. Genelde hangi sektörlerin gerilemekte, hangi sektörlerin ilerlemekte olduğunu bilmek-

tedirler. Dolayısıyla şirketlerin temettü dağıtabilme oranları hakkında gerçeğe yakın tahminlerde bulunabilmektedirler. Türkiye gibi sermaye piyasası gelişmemiş, ilgili kanunu çıkalı henüz 5 yıl bile dolmamış, borsası ancak iki ay önce faaliyete geçmiş bir ekonomide, biz liyakat sistemini kabul edemeyiz. Bir uzman kuruluşun, SPK gibi bir kuruluşun, hangi menkul kıymet türünü ihraç etmek istiyorsa istesin, şirketin başvurularını bağımsız bir kuruluş olarak, objektif bir şekilde değerlendirmesi ve buna «evet» veya «hayır» diyebilmesi lazımdır. Zannederim ki Türkiye'de bu onaylama sistemi bir süre devam edecektir. Ekonomimiz geliştikten sonra, biz de Anglosakson sistemini kabul edebilir hale geleceğiz.

TEKBAŞ — Bu onaylama sistemi bir yerde SPK'nun güvence vermesi anlamını taşıyor. İlerde o menkul de-



Doç. Dr. Mehmet Şükrü TEKBAŞ

ğeri çıkaran kuruluşun, geçtiğimiz yıllarda bankerlik olaylarında yaşadığı gibi, kötü bir duruma düşmesi; tasarruf sahibinin gözünde SPK'na bir sorumluluk getirmez mi?

sermaye piyasasının gelişmesini önleyen engeller: ekonomik gelişmişlik düzeyi ve ferdi - gönüllü tasarruf hacminin düşük olması, sermaye şirketlerinin mali yapıları, enflasyon

TÜRK — Efendim, biz gerek hisse senetlerinin, gerekse tahvillerin halka arzına izin verdiğimiz vakit, izin belgesinde açıkça söylüyoruz: «Verilen bir izin belgesi Kurul'un veya kamunun tekeffülü manasına gelmez. Sadece yapılan başvurunun yürürlükteki mevzuata uygunluğunu ifade eder.» Yatırımcıya şunu söylemek istiyoruz: «Ey yatırımcı! Batı memleketlerinde sen "akıllı adam" diye tarif edilirsin. Hisse senedi satın almak istiyorsan, hisse senedi; tahvil satın almak istiyorsan, tahvil al. Ancak bu hisse senedi ve tahvilin arkasında yer alan ve gerekli bilgileri ihtiva eden yazıları oku. Anlamaya çalış. Yatırım kararı vermeden önce bir kere düşün!» Dolayısıyla verdiğimiz izin, Kurul'un ya da kamunun tekeffülü manasına gelmez. Verdiğimiz izin belgelerinin üzerinde bunlar açıkça yazılıdır. Çünkü tasarrufçu; ister plasman yapsın, bir anonim ortaklığın tahvilini satın alsın; ister kendisi bakımından yatırım yapsın, bir anonim ortaklığa ortak olsun; neticede riske katlanan bir adamdır. Sermaye piyasası faaliyetlerinden kâr doğar. Kârın olduğu her yerde bir risk vardır. Ve yatırımcı riski üstlenen adamdır.

TEKBAŞ — Evet, Sayın Türk. Ancak rakamlara baktığımız zaman şöyle bir durum görüyoruz: Türkiye'-

de toplam mevduat 7,5 trilyon, krediler yaklaşık 5 trilyon. Kamu geçen yıl ihale ve bono yoluyla yanılmıyorsa 1,5 trilyon borçlandı. Bu yıl rakam 2,5 trilyon; belki daha da artacak. Böyle bir ekonomide özel sektörün ihraç ettiği tahvil 30 milyar TL civarında. Bunların bir kısmı da gerçekten halka ulaşmış tahvil izlenimini vermiyor. Belki de şirketlerin sahipleri tarafından...

TÜRK — Bunları bazı tasarruf kurumları satın alıyor. Özellikle emekli sandıkları... Birkaç da vakıf var.

TEKBAŞ — Olabilir; yani bunlar bir aracı kuruluş tarafından satılmamış. Bir aracı kuruluşun bulunmadığı...

EMEN — Bir kapalı devre söz konusu...

TEKBAŞ — Evet, kapalı devre. Nereye gittiği şüpheli olabiliyor. Ve tabii bir de hisse senedi piyasası var. Birazdan oraya da geleceğiz. Böyle bir sermaye piyasası büyüklüğü, tatmin edici boyutta mıdır?

DÖŞLÜOĞLU — Ya da küçük kalmasının sebepleri nelerdir?

TÜRK — Sebeplerin en başında, ekonominin gelişmişlik düzeyi gelmektedir. Türkiye adam başına GSMH'sı 1.000 dolar düzeyinde olan bir ülkedir. Yurt içi tasarrufların GSMH'ya oranı düşüktür. Ve sermaye piyasasının gelişmesi bakımından, sadece toplam yurt içi tasarruf miktarı değil, yurt içi tasarruf miktarının içerisindeki ferdi - gönüllü tasarruflarla kurumsal tasarrufların miktarı önemlidir. Bizde kurumsal tasarruflar, dönem sonunda bir fazla meydana getirememektedir. Bu durum belki de sosyal güvenlik kurumlarımızın yapısal özelliğinden kaynaklanmaktadır. Bunları fon yaratan, fazla yara-

tan birer kuruluş haline getirmek, sosyal güvenlik kurumlarında yeni düzenlemeler yapılmasını gerektirmektedir. Siyasal iktidar ve sosyal güvenlik kuruluşları arasındaki ilişkilerin yeniden düzenlenmesi gerekmektedir. Ve en önemlisi, siyasal iktidarların bu kuruluşlarda doğan fonlara el atmaması gerekir ki, bunlar fonlarını sermaye piyasasında kullanabilsinler. Türkiye'de bu fonlar, devletin vergi gelirlerine ek olarak el atılabilecek ve kamu sektörünün finansmanında kullanılabilecek fonlar olarak telakki edilmiştir. Böyle telakki edilmelerinde, sermaye piyasasının başlangıçta güçlü olmayışı da önemli rol oynamış olabilir. Ferdi-gönüllü tasarrufların hacmi düşüktür. Nerede gelişmiş bir sermaye piyasası varsa, o ekonomilerde ferdi-gönüllü tasarruflar GSMH'yı aşan düzeylere ulaşmış durumdadır. Halbuki Türkiye'de ferdi-gönüllü tasarrufların GSMH içerisindeki oranlarını göz önünde bulundurduğumuz vakit, bunlar çift rakamlı bir orana erişmemektedir. 1985 yılı verilerine göre, bankalarda 100 bin liranın üzerinde mevduatı olan kişilerin sayısı, 1 milyon 900 bin civarındadır. Bunların sahip oldukları tasarruf tutarları da 1 trilyon 250 milyar raddesindedir. Ortalama 600 bin lira tutmaktadır.

İstatistiklerimiz ise 100 bin liranın üzerindeki rakamlara gitmemektedir. Gerçek dağılıma baksak, belki de yoğunlaşma 100 bin lirayla 200 bin lira civarındaki bir rakamda olacaktır. Türkiye'de 200 bin lira, 300 bin lira tasarrufu olan bir kişiye siz, «Menkul sermaye alanına yatırım yap.» dediğiniz vakit, sonuç alamazsınız. Çünkü o kişi tasarruf miktarının büyüklüğünden gelen bir dürtü ile karşı karşıya değildir. Özetle şunu söylemek istiyorum: Ülkemizde sermaye piyasasının gelişmemiş olmasının başta gelen nedeni, tasarruf yetersizliğidir. Tasarruf miktarı

son derece azdır. Esasen az gelişmiş ekonomilerin ortak özellikleri, (1) kaynak yetersizliği, (2) tasarruf açığı ile karşı karşıya olmalarıdır. Ve bu, Türkiye'nin çözüm bekleyen en önemli sorunlarından birisidir.

Diğer yandan Sanayi ve Ticaret Bakanlığı'ndan elde edilen verilere göre; 1984 yılında Türkiye'de «anonim», «limited» ve «hisseleri paylaştırılmış komandit» olarak sermaye şirketlerinin toplam sayısı 50 bini, bunlar arasında anonim şirketlerin sayısı ise 25 bini aşmaktadır. Bilindiği gibi ülkemizde, Türk Ticaret Kanunu'na göre, bir anonim şirket kurabilmek için, 500 bin lira sermaye vazedilmesi, şirketin tüzel kişiliğinin teşekkül edebilmesi için de bu miktarın dörtte birinin ödenmesi gerekmektedir. Anonim şirketlerimizi ödenmiş sermayeleri bakımından bir tasnife tabi tuttuğumuz vakit, 5 milyon lira ödenmiş sermayesi olanların sayısı toplamın % 60'ı ile % 70'i, 25 milyon liraya kadar ödenmiş sermayesi olanların sayısı ise toplamın % 73'ü ile % 75'i arasındadır. Ödenmiş sermayesi 250 milyon liranın üzerinde olan anonim şirketlerin sayısı 750 civarındadır. Sermaye piyasasının gelişmesinde, başlangıçta lokomotif fonksiyonunu, gerek sermaye artırımını gerek tahvil ihraç etme yoluyla, işte bu 750 şirket ifa edecektir. Böylece Türkiye'de sermaye piyasasının yeterince gelişmemesinin ikinci engeli olarak, sermaye şirketlerinin mali yapıları ortaya çıkmaktadır.

Ülkemizde sermaye piyasasının gelişmesini önleyen üçüncü bir engel olarak enflasyonu gösterebiliriz. 1940'dan 1986'nın bugünlerine kadar bir göz atığımız vakit; enflasyonist baskının hüküm sürdüğü devreler, istikrar dönemlerinden daha fazla bir süreyi kapsamaktadır. 1940-1945 dönemi, yüksek bir enflasyon dönemidir. 1945-1953 dönemi, istikrar dönemi olarak kabul edilebilir. 1953-

1960 dönemi, enflasyon dönemidir. 1960 - 1970 dönemi, istikrar dönemi olarak kabul edilebilir. Fakat Türkiye 1971'den 1985'e kadar çift rakamlı enflasyon altında yaşamaktadır. Enflasyon, sermaye piyasasının gelişiminin başta gelen engellerinden biridir. Türkiye'de son yıllarda müşahade edilen başka bir şey vardır: Sermaye piyasasının gelişmesi, ekonominin büyüme hızının da bir fonksiyonudur. Türkiye 1979 yılından bu yana, 1960 - 1970 döneminde gerçekleştirmiş olduğu büyüme hızlarının altında büyüme hızı gerçekleştirebilen bir ekonomidir. Böyle olmasının çeşitli sebepleri vardır. Enflasyon, bu sebeplerden biridir. Dünyadaki petrol şoku, bu sebeplerden başka biridir. Siyasal istikrarsız, başka bir sebeptir. Uygulanan iktisat ve maliye politikalarının yatırımları özkaynaklara dayandıran hesaplara bağlanmış olması; gizli sübvansiyonların, açık sübvansiyonların ortadan kaldırılması; başka sebeplerdir.

yurt içi tasarruflar artar, ekonomi yeniden yatırım yapabilir hale getirilirse; son derece dinamik olan mali sektör, bu gelişmeye gecikmeksizin ayak uydurabilir

İleride sermaye piyasasının gelişebilmesi; (1) enflasyon hızının düşmesine, (2) ekonominin yeniden yurt içinde teşekkül eden büyük tasarrufları yatırıma dönüştürebilmesine bağlıdır. Bu da para ve maliye piyasalarının geliştirilmesi ve rasyonel çalışır hale getirilmesiyle mümkündür. Bizim para piyasalarımız, para piyasası araçları; sermaye piyasalarımız,

sermaye piyasası araçları üretmezler. Oysa para piyasası kurumlarımız, para piyasası kurumları gibi; sermaye piyasası kurumlarımız da, sermaye piyasası kurumları gibi çalışmalıdır. Bütün bu kurumların ve araçların amacı; ekonomide fon akımını hızlandırmak, kaynak kullanımını daha rasyonel hale getirmek, verimliliği artırmaktır. Burada şunu söylemek istiyorum, gelecek bakımından. Gelişen bir ekonomi olarak mali piyasamız içerisinde sermaye piyasasının durumuna baktığımız vakit, bugünkü erişmiş olduğumuz düzeyi yeterli görmek mümkün değildir. Fakat sektörün bir özelliği vardır. Bu sektör, son derece dinamik bir sektördür. İyi düzenlendiği, ekonomide bu piyasaların gelişmesine elverişli iktisat ve maliye politikaları uygulandığı, enflasyon önlendiği, yurt içi tasarrufları artırıldığı, ekonomi yeniden yatırım yapabilir bir hale getirildiği vakit; mali sektör, ekonomideki genel gelişmenin gerisinde kalmayacaktır. En azından eşzamanlı olacaktır. Ve hatta genel gelişmenin önünde gidebilecektir. Gelişmiş ekonomilerde sektörleri gelişme oranları itibariyle tetkik ettiğimiz vakit, en başta gelişen sektör olarak imalat sektörünü görüyoruz. Ardından ticaret sektörünü görüyoruz. Arkadan mali sektörü görüyoruz. Mali sektör içerisinde de, sermaye piyasası faaliyetlerini görüyoruz. Gelişmiş ekonomilerde mali piyasa içerisinde para piyasası ile sermaye piyasası arasında oransal dağılım, aşağı yukarı % 50 - % 50'dir. Türkiye'de bu oran son derece düşüktür. Sadece ikinci elde cereyan eden mamuller bakımından elimizde istatistikler vardır. İkinci el piyasada cereyan eden işlemler bakımından mali sektörün payı % 20 civarındadır.

Devletin bu sermaye piyasası kaynaklarına fazla el atması doğru mudur, değil midir? Bunun hem faydası, hem mahzuru vardır. Sorunuzun

bu yönüne de değinmek istiyorum. Faydası şudur: Devletin ihraç ettiği menkul kıymetlere karşı, devlete olan güven duygusu nedeniyle, tasarruf erbabı indinde daima bir güven vardır. Menkul kıymetlere yatırım yapmak konusu, bir yerde alışkanlıktır. Tasarruf erbabı bu alanlara yatırım yapacak olursa, bu alışkanlığı kazanır. Diğer taraftan, kamu maliyesinin değişmez bir prensibi vardır. Devlet yönetiminin ve kamu sektörü finansmanının asli kaynağı, vergidir. Bir gün gayretler artırılıp mükelleflerden yeterince vergi tahsil edilebilirse ve devlet yönetiminin ancak vergi gelirleriyle mümkün olabileceği iyice kavranırsa, durum değişebilir. (Nitekim bugün bu noktaya gelinmiş ve işin önemli kavranmış durumdadır. Belki de güçlükler, vergi gayretlerini bir anda büyük ölçüde artıramamaktan ileri gelmektedir.) O zaman, sermaye piyasası kaynaklarından, yani orta ve uzun vadeli fonlardan, özel sektörün finansmanı için geniş ölçüde yararlanılabilecektir. Ayrıca bu alana yatırım yapmaya alışmış bir insan kitlesi hazır olacaktır. Dünyanın her tarafında, devlet bütçelerinin açık olduğu memleketlerde, devlet borçlanıyor. ABD'de, 170 - 180 milyar dolar kadar bütçe açığı var. Devlet bunları verimsiz alanlarda kullanıyor. Halbuki özel sektör tahvil ihraç etse, hisse senedi ihraç etse; bunları verimli alanda kullanacak. «Bu israftan kurtulmanın yollarını aramalıyız.» diye gayretler vardır. ABD'de Başkan Reagan'ın yeni politikası, Federal Devlet'in bütçesini 1989 yılında denk bağlamaya yönelik bir program etrafında gelişmektedir. Bizde de bütçe açıkları azaldığı vakit, hem enflasyon hızı düşecek, hem de paraya güven duyulacaktır. Enflasyon hızı düştüğü için de yurt içi tasarruflar artacaktır. Devlet denk ya da fazla bütçe uygulayan bir bütçe politikasına geçebildiği vakit, artan yurt içi tasarrufları nede-

niyle, Türk ekonomisi, özel sektörün finansmanı için sermaye piyasası kaynaklarından daha fazla fon tahsis edebilir hale gelecektir.

sermaye piyasasının gelişmesini, mevcut yasal ve idari düzenlemelerdeki aksaklıklar da engelliyor; iki yıl vadeli tahvil ihracı zorunluluğu gibi...

EMEN — Burada bir tartışma konusuna girebilir miyiz? Şimdi Sayın Hocam tasarrufların yetersizliği ve sermaye piyasası fonları konusunda üç neden ileri sürdüm. Acaba ülkemizde sermaye piyasasının gelişmesini önleyen bir dördüncü neden ileri sürülebilir mi? «Mevcut yasal ve idari düzen» dördüncü bir neden olarak ortaya konabilir mi? Bununla şunu ifade etmek istiyorum: Acaba 2499 sayılı SPKa'nun hükümlerinden ve buna ilişkin düzenlemelerden kaynaklanan birtakım nedenler var mıdır? Menkul kıymetin tanımından başlayarak, halka açık şirketlere tanınan avantajlar yeterli midir? Buna benzer birtakım nedenler de acaba sermaye piyasasının yeteri kadar gelişmemesini engellemiyor mu? Sayın Türk bu konuda ne derler?

DÖŞLÜOĞLU — Sırası gelmişken tamamlayalım, isterseniz. Sayın Tekbaş'ın sermaye piyasasının neden fazla gelişemediğine ilişkin sorusunu Sayın Türk biraz genişleterek cevapladı. Yani özel sektörün ihraç ettiği 30 milyar TL'lik tahvilin yanı sıra, devlet, çeşitli planlar uygulayıp 1,5 trilyonluk gelir ortaklığı senedi ve Hazine bonosu satabiliyor. Bu durum bir yerde

tasarrufların yetersiz oluşu görüşü ile çelişiyor. Tasarruflar yeterli olmalı ki, devletin ihraç ettiği 1,5 trilyonluk menkul değer satın alınabiliyor. Buna karşılık özel sektör sadece 30 milyarlık tahvil çıkarabiliyor ya da satabiliyor. Şu anda ben, biz uygulayıcıları, yani cephede olanları, fırıncılara benzetiyorum. Biz hergün çıkardığımız malı satmak durumundayız. Nabız elimizde olduğu için piyasayı daha iyi anlayabiliyoruz. Tahvil konusunda gözlemimiz şudur: Bize gelen tasarruf sahipleri evvela «Özel sektör tahvili var mı?» diye soruyorlar. Olmadığı takdirde kendilerine 6 ay vadeli Hazine bonusunu satabiliyoruz.

TEKBAŞ — Arz yetersizliği olduğu anlaşılıyor.

DÖŞLÜOĞLU — Güven duygusunu da belirtmek istiyorum. Devletin daha fazla satmasının, güvenilir olmasından kaynaklandığı söylendi. Bir aracı kuruluşun temsilcisi olarak şunu memnuniyetle ifade etmek istiyorum: Bugün, güvenilirlik açısından, tasarruf sahipleri, özel sektör tahvilleri ile Hazine bonoları arasında en ufak bir fark gözetmemektedir. Bu, hepimiz için kıvanç sayılabilecek bir gelişmedir. Şunu da belirtmeliyim ki, sermaye piyasasına fon arzeden tasarruf sahiplerini, SPK'nun moral desteği ile bir yere getirmiş bulunuyoruz. Gerçekte tasarruf sahipleri, gelir bakımından biraz daha avantajlı olduğu için özel sektör tahvillerine ağırlık veriyorlar. Ancak şu anda maaşef yeterli kadar özel sektör tahvil ihracı yoktur. Bilindiği gibi 1982 yılına kadar kuruluşlar, Merkez Bankası'nın düzenlemesine göre, 3 yıl vadeli olmakla beraber 1 yıldan sonra paraya çevrilebilir tahvil ihraç edebiliyorlardı. SPK tahvil düzenlemesini üstlenince, bu uygulama son buldu ve 2 yıldan önce paraya çevrilemeyen tahvil çıkarma esası getirildi. Örneğin bir özel kuruluş, 1 yıldan son-

ra paraya çevrilme esası geçerli olsaydı, 5 milyar liralık tahvil çıkaracaktı. Ben bir aracı kuruluş olarak tasarruf sahiplerine «Elimizde özel sektör tahvili kalmadı.» demeyecektim ve 5 milyarlık tahvili de kısa sürede satabilecektim.

Verdiğim somut bir örnektir ve söz konusu kuruluş 1 yıllık süre geçerli olmadığından tahvil çıkarmaktan vazgeçmiştir. Bu konuyu ve böyle bir uygulamaya duyulan ihtiyacı, başından beri SPK ve Sayın Başkanımızla konuşmuşuzdur. Ben bir aracı kuruluş olarak, bir yandan mal bulmak ve bunun için de fon ihtiyacı olan şirketleri tahvil çıkarmaya ikna etmek zorundayım. Öte yandan, bu malı alacak tasarruf sahiplerini bulmak ve onları yapacakları yatırımın risk, gelir ve süre bakımından kendileri için yararlı olacağına inandırmak mecburiyetindeyim. Ancak görüyoruz ki; bu sırada tahvil çıkarmak isteyen kuruluşlar, 2 yıl gibi bir vadeye yüksek faiz oranlarıyla bağlanmak istemiyorlar. Buna karşılık tasarruf sahipleri de 2 yılı uzun bir süre olarak görüyorlar. Bizdeki enflasyonun sermaye piyasası üzerindeki olumsuz etkilerine ve iki rakamlı oranlarına değinirken, Sayın Türk de ifade etti. Biliyorsunuz, gelişmiş batı ülkelerinde 10 yıl vadeli tahvil çıkarılır. Çünkü o ülkelerde yıllık enflasyon oranı % 4, % 5 civarındadır. 10 yıllık bir süre içinde bizim bir yılda yaşadığımız enflasyona ya erişirler, ya da erişemezler. Bunu göz önünde tutarsak; bizim 1 yıl vadeli tahvil çıkarabilmemiz ve bunu satabilmemiz, gelişmiş batı ülkelerinde 10 yıl vadeli tahvil satan bir aracı kuruluşun başarısıyla bir bakıma eşdeğerdedir.

Tahvil düzenlemelerinde SPK'nun bir tarafı oldu. Sayın Türk bunu şöyle yorumladılar: «Eğer tahvil bir sermaye piyasası aleti ise, süresinin 2 yıldan fazla olması gerekir. Eğer siz

sermaye piyasasında faaliyette bulunuyorsanız, bu aletlerle çalışmak zorundasınız. Literatürde, 1 yıl süre ile çıkan bir tahvili, sermaye piyasası aleti olarak hiçbir yerde bulamazsınız. Bunu başkalarına anlatmak da mümkün olamaz.» Bunun sonucu olarak da «Sermaye piyasası aleti olarak 2 yıllıkta aşağı tahvil çıkarılamaz.» diye bir kural konmuştur. Ancak böyle bir kural konulurken, bizim memleketimizin özelliklerinin de göz önünde tutulması lazımdır. Literatür



Zeki DÖŞLUOĞLU

öyle olabilir. Ama o literatürün geçerli olduğu ülkelerde % 50 enflasyon yaşanmıyor. Enflasyon oranı % 4-%5 seviyesinde olan ülkeler için 1 yıllık süre gerçekten çok azdır. Sonuç olarak, benim kanımca, süre konusunun mutlak şekilde halledilmesi lazımdır. Gerçekten de bu konu, tahvil çıkararak şirketler açısından bir darboğaz oluşturmuştur. Eğer bugünkü kuraları uygulamakta ısrar eder, 2 yıl vadeli tahvil satmayı sürdürürsek, geçen yılın tahvil ihraç tutarlarını bu yıl bulamayabiliriz.

Değineceğim ikinci husus, özel

sektör tahvillerine Borsa Yönetmeliği ile getirilen bir zorunluluğa ilişkindir. Biliyorsunuz, Borsa Yönetmeliğinin 55 inci maddesinde şöyle deniliyor: «Kota alınmış menkul kıymetlerin borsada alım ve satımının yapılması esastır. Ancak ilgili borsanın teklifi üzerine, SPK tarafından gerekli düzenlemeler yapılarak borsa dışında işlem yapılmasına izin verilebilir. Borsada işlem yapılmasına istisna getirilmediği takdirde, borsa üyeleri, müşteri emirlerinin ihtiva ettiği menkul kıymetleri, borsaya intikal ettirmeksizin satın alamaz ve satamazlar.» Biz borsaları, daha çok hisse senetleri için işleyen ve o ihtiyaca cevap vermek için düzenlenmiş ikinci el piyasalar olarak görüyoruz. Uygulama bütün dünya memleketlerinde de böyledir. Nitekim ABD'de «New York Stock Exchange»de 4000 adet hisse senedi kota alınmış olarak kayıtlı iken, 50 bin hisse senedi ve tahvil de «over the counter» piyasada işlem görmektedir. Biz bu konudaki görüşümüzü, tahvilin özelliğini de göz önünde tutarak, Borsa Yönetim Kurulu üyelerine açıkladık. Tahvilin borsada işlem yapılması mecburiyetinin ihtiyari bir hale getirilmesini istedik. Tahvilin, eğer borsada satılması müşterinin lehine ise ve kendisine ekonomik açıdan çıkar sağlıyorsa, borsaya getirilmesinin yerinde olacağını ifade ettik. Yukarıda söz konusu ettiğim yönetmelik hükmünün bu şekilde ihtiyari hale getirilmesi görüşündeyiz. Sanıyorum, Borsa Yönetim Kurulu da bu görüşümüze bir ölçüde katılarak bir karar aldı. Fakat bu karar SPK tarafından kabul edilmeyecek değiştirildi.

Biliyorsunuz, aracı kuruluşlar olarak biz çok zor dönemlerden geçtik. Bu piyasayı, zor koşullar altında çalışarak bugünkü duruma getirdik. Daha önce de değindiğim gibi, güvenilirlik açısından tasarruf sahipleri özel sektör tahvili ile Hazine bo-

nosu arasında bir fark gözetmemektedir. Hatta, randımanı biraz fazla olduğundan, öncelikle özel sektör tahvili istemektedirler. Biz aracı kuruluşlar olarak, özel sektör tahvili yok ise ancak ondan sonra Hazine bonosu satmaktayız.

Bizim «negotiated market» dediğimiz bir piyasa vardır. Yani alıcı ve satıcı; malın fiyatı, kalitesi, riski üzerinde anlaşım koşulları kabul ediyorsa; işlem tamamlanır. Tahvilde bir malın fiyatının bilinmemesi, tespit edilememesi gibi bir konu yoktur. Üzerinde kuponu vardır ve ne zaman, nereye ulaşacağı bellidir. Hisse senetlerinde ise fiyatı belli değildir. Bu yüzden hisse senedini «auction market»a yani borsaya götürürsünüz. Malın fiyatı arz ve talebe göre teşekkül eder. Tahvil söz konusu olduğunda buna gerek yoktur. Şu durumda biz, eğer tasarruf sahibi isterse, kendisine Hazine bonosu, devlet tahvili ya da Boğaz Köprüsü senedi satabiliyoruz, teslim edebiliyoruz ve iş bitiyor. Oysa portföyümüzde olan bir özel sektör tahvilini hemen satmıyoruz. Çünkü önce gidip sanki hiç müşterisi yokmuş, fiyatı belli değilmiş gibi, bunu borsaya arzetmeniz gerekiyor. Müşteri malı kabul ettiği ve işlem tamamlandığı halde, söz konusu karar gereğince borsaya gitmek zorundayız. Diyelim ki gittik ve bir kişi çıkıp o mala 50 kuruş fazla verdi. Bu takdirde malı o kişiye vermek durumundayız. Aslında mal portföyümüzden çıktığı için aradaki farkı biz kazanmış oluyoruz. Fakat anlaşığımız ilk müşteriye verdiğimiz sözü tutamamış duruma düşüyoruz. Gelişmiş batı ülkelerinde işlem bu şekilde tamamlanmışsa, o mala «cross trade» veya «cross privelege» denilen işlemle yeni bir müşteri aranmaz. Sadece fiyatı tescil edilir. Onlar sorunu bu şekilde çözmüşler. Biz de uygulamada karşılaşılan bazı aksaklıkları, Sayın Başkanımız burada iken kendi-

lerine arz etmek istiyoruz. Bu gibi açık oturumların bir faydası da bu olsa gerek. Sayın Türk'ün çok meşgul olduklarını biliyoruz. Buna rağmen bize, sıkıntılarımızı dile getirme olanağını sağladıkları için kendilerine ayrıca müteşekkirimiz.

TEKBAŞ — Buyurun Sayın Emekli. Üzerinde durduğumuz konularda sizin de görüşlerinizi alalım.

ülkemizde sermaye piyasasının gelişmesi gerçekten isteniyor mu? öyle ise, sermaye piyasasının bankacılık sistemiyle eşit koşullarda çalışması, hatta daha çekici kılınması gerekir

EMEKLİ — Efendim, benim evvela şu heyetin teşekkül tarzı konusunda söyleyeceklerim var. Diyelim ki biz «Tarım nasıl kalkınır?» diye bir toplantı yapıyoruz. Hal müdürü, belediye başkanı, haldeki komisyoncular var; fakat ziraatçılardan kimse yok. Burada sanki sadece aracı kurumların derdini tartışıyor gibiyiz. Aslında sermaye piyasasının derdi, bir bakıma sermaye piyasasına fon veren vatandaşlar ve o piyasadan fon alan kişi ve kuruluşlarla ilgilidir. Belki biz burada fon verenleri temsil ediyoruz; ama sermaye piyasasından fon alanların buraya gelip derdlerini anlatmaları lazım. Çünkü asıl sıkıntı oradadır. Ben 1 sene evvel yapılan İzmir Sempozyumu'nda, özel sektör kuruluşlarından birisinin temsilcisine; «Önce siz derdinizi anlatın. Gerçekte bu derdler sizin. Konuyu ondan sonra tartışalım.» dedim. «Biz zaten ümi-

dimizi kestik bu piyasadan.» diye cevap verdiler. Katılanlar hatırlayacaklardır.

Şimdi gelelim Türkiye'de sermaye piyasasının gelişmesine... Önce şunu araştırmak lazım: Sermaye piyasası geliştirilmek isteniyor mu, istenmiyor mu? Ben istenmiyor gibi görüyorum. Çünkü Türkiye'de bir fon yaratıcılar, bir de fon arayanlar var. Hemen belirtiyim ki burada SPK'nu değil, genel olarak ekonomiyi yöne-



Münir EMEKLİ

tenleri kastediyorum. Türkiye'de fon arayan ve fon veren olduğu sürece, bu devrenin içerisine, önce bu fonları toplayan ve dağıtan bankacılık sisteminin ve onun yanı sıra da sermaye piyasasının konması gerekir. Eğer gelişmesi isteniyorsa, sermaye piyasasının bankacılık sistemiyle eşit koşullarda çalışması, hatta daha cazip kılınması lâzımdır. Alışılmayan bir şeyi alıştırmaya çalıştığı için, sermaye piyasası çekici hale getirilmelidir. Ama Türkiye'deki düzenlemeler, ekonomiyi yönlendirenlerin düzenlemeleri, bu yönde değildir. Şim-

di evvela sermaye piyasasının en iyi yatırımcıları ve fon verenleri olan sosyal güvenlik kurumlarına bakalım. Az da olsa, resmi sosyal güvenlik kurumlarının fonlarının, sermaye piyasasına getirilmesi, yasa ile yasaklanmıştır.

TÜRK — Kısıtlanmıştır, en azından. Belki Bakanlar Kurulu'ndan izin alınabilir.

EMEKLİ — Yasaktır efendim, alamaz. Nereye yatıracağını kanun belli etmiştir. Bu durumda Bakanlar Kurulu yolu da fiilen çalışmaz. Özel sosyal güvenlik kuruluşları vardır; bankaların kurdukları. Bunların da fonları bankaların kontrolü altındadır. Kesinlikle diyebilirim, çok az bir kısmı hariç, sermaye piyasasına fon getiremezler. Sigorta şirketleri ise Türkiye'de bankacılığın kesin kontrolü altındadır. Onların bu sektörün esas fon verenleri olması söz konusu iken, fonlarını buraya getiremezler. Bunların arkasından bir de yasal düzenlemeler ya da çeşitli mevzuat düzenlemeleri geliyor. Sermaye piyasasındaki araçlara, en az alternatif yatırım alanları kadar cazibe sağlamadığınız müddetçe, fon verenlerin buraya gelmesi beklenemez. Bu, ekonomik bir olaydır. Geleneksel tasarruf alanı olarak bankaya para yatırarak bir kimse, devletin güvencesine tabidir. Bankaya para yatırdığınız zaman da, çeşitli vadelerde yatırabilirsiniz. Şimdi bir de sermaye piyasasının aracı kurumlarına bakalım. Daha kapıdan içeri girdiğimiz zaman, SPK'nun 70 x 100'lük iki tane levhası ile karşılıyoruz: «Dur yolcu! İyi düşün! Buraya adımını atın. Aman dikkat et: mayına basarsan patlarsın!» Bu, uzun yıllar banker faciası diye düşünülen olayın sonucu. Oysa onlar, bankerlikle, sermaye piyasasıyla hiç alakası olmayan tefeci, hatta emlak komisyoncusu yapılmışlardır. Onların yarattığı kapkaççılık olayının ar-

kasından gelen bu uyarı, kapıdan girerken sizi karşılar.

Bugün aracı kurumlar yahut sermaye piyasası, fon talep edenlere iki türlü fon verebilmek durumundadır. Birisi ortaklık temsil eden belgeler... Burada acaba sermaye piyasası başarısız mı olmuştur? Birkaç gün önce bir gazetemizde, bir holding sahibinin beyanâtı yayımlandı. Özetle diyor ki: «Son zamanlarda faizlerin ve enflasyonun yüksekliği sebebiyle şirketlerimizde genellikle ortaklarımızı tatmin edecek bir kârlılık seviyesine ulaşamadık. O sebeple de şu sıra sermaye piyasasına açılmak istemiyoruz. Sermaye piyasasından ortak aramak istemiyoruz. Onları da sükûtu hayale uğratmak istemiyoruz.» Demek ki şu anda sermaye piyasasında ortaklık veren senetler yönünden bir talep eksikliği var. Ama cazip temettüleri verebilen şirketlerin hisse senetlerinin 120 bin TL gibi astronomik rakamlara çıktığını, buna rağmen satılabildiğini de görüyoruz. İkincisi borçlanmayı temsil eden belgeler... Sayın Döşlööğlü'nün de söylediği gibi, buradaki düzenlemeler maalesef çok katı. Sermaye piyasası uzun vadeli araçlarla çalışmalıdır; tamam. Bu vade de asgari 2 sene olmalıdır; yine tamam. Ancak biz uzun zamandır bu 2 senelik vadenin sıkıntısını çekiyoruz. Bir defa aracı kurumlar olarak 2 senelik tahvilleri mevzuatı zorlamadan satmak hemen hemen mümkün değil. Eğer geçen sene 30 milyarlık tahvilin 5 milyarı kapalı devre çalışmışsa, 5 milyarı da 2 senelik çalışmışsa, geri kalan 20 milyarlık kısmı mevzuatı biraz zorlayarak satılmış tahvillerdir. Onu da devre dışına çıkarırsanız, mevzuata uygun olarak dönen tahvil sayısı 5 milyarı geçmez. Bu da sözü edilecek bir rakam değildir. Şimdi bu neden böyle oluyor? Evet, biz özel sektör tahvilini bu mevzuata uyarak satamadığımız zaman, alternatif olarak Hazine bonosu satıyoruz. Yani 2

seneden daha kısa vadeye inmeyelim gerekçesiyle özel sektör tahvili satamıyoruz; ama 6 aylık vadeli Hazine bonosu satıyoruz. Aracı kurumların alternatifi bu. Aksi halde götürüp sermayenizi mevduata yatıracağız. Olaya bir de sermaye piyasasından fon talep eden şirketler açısından bakalım. Geldiği zaman diyoruz ki, «Mevzuat zorlanmadığı takdirde biz sana 1 senelik fon bulamıyoruz. İki senelik borçlanmak istiyorsan, borçlan.»

DÖŞLÖÖĞLÜ — Bu arada devlet 2 yıl vadeli tahvillerini satamadı...

EMEKLİ — O da başka bir olay tabii. Şirket bir yandan satamaya çağı için 2 yıl vadeli tahvil çıkarmıyor, öte yandan gelecek senelerde enflasyonun düşeceği, faizlerin düşeceği beklentisi ile 2 sene için borçlanmıyor. Biz de, alternatifimiz olmadığı için kendilerini bankacılık sistemine gönderiyoruz. «Git oradan borçlan.» diyoruz. Bankacılık sistemi, 3 ya da en fazla 6 ayda bir şartları realize eden, çok kısa vadeli fon veren bir kesim. Aslında kayden öyle görünür. Gerektiğinde 10 senelik, 15 senelik -kemikleşmiş, hatta batmış- kredileri veren bir sektördür. Yani yürürlükteki düzenlemeler; âdeti gerek fon veren tasarrufçuyu gerek fon kullananı zorla sermaye piyasasından alıp bankacılık sektörüne götüren bir şekilde işliyor. Sektör bazında fonların tahsisi bu şekilde.

Sattığımız kâğıtlar üzerinde de birtakım düzenlemeler yapmak lazım, güvence bakımından. Tahvil, sürenin dışında bir kambiyo senedi değil, adı bir borç senedi. Madem ki tasarrufları koruyacağız, mevzuattaki bir maddelik ya da bir satırlık düzenlemeyle buna katkıda bulunabiliriz. Böylece tahvilin binlerce kişinin ilerde perişan olmaması için kambiyo senedi haline getirilmesi mümkün. Tahvil piyasasının düzenlenmesi ba-

kımından satılan menkul kıymetler üzerinden % 0.1 «Tanzim Fonu» alıyoruz. Bunlar birikiyor. Tahmin ediyorum pek de gayeye yönelik olmayan şekilde kullanılıyor. İleride bir sıkıntı ile karşılaşabiliriz. Sermaye piyasasına halkı yeni alıştırıyoruz. Halkı bir bakıma uzun vadeye ve riske alıştırmak istiyoruz. Başlangıçta hiç değilse bir «Tasarruf Fonu» oluşturabiliriz, diye düşündüm. Bunun primini de tasarrufcu, aracı kurum ve ihraççı kurum paylaşınsınlar. Tamamen özel hukuk hükümlerine tabi ya da yarı resmi bir sigorta sistemi oluşturabiliriz, diye düşündüm. Bunun devlete hiçbir maddi külfeti yoktur. Sadece düzenleme külfetinin dışında. Ve bunu da sağlayamadık. Yani bu şartlar altında nasıl gerçekleştirebiliriz sermaye piyasasının gelişmesini?

sermaye piyasasına fon akışını engelleyen mevzuat, ekonomiyi yönlendirenlerce yeniden düzenlenmeli; değirmene gelen suyu önleyen baraj, kesin olarak açılmalıdır

Şimdi bir de sermaye piyasası içinde, hisse senedinin dışında kalan alternatif yatırım araçlarını düşünelim. Yatırım ortaklıkları ve katılma intifa senetleri çalışmadı. Elimizde bir tek tahvil var. Tahvilde de kuralı koyduk: «2 senelik olacak, başka türlü olamaz.» dedik. Benim aklıma başka bir şey geldi. Meselâ, ihraççının belli süre sonra geri çağırma hakkı olan tahvil çıkartabiliriz. Biraz evvel söylediğim sistemde veya bir başka sistemde sigortalı tahvil çıkartabiliriz. Bunlar hep literatürde olan şeyler. İndeksli tahvil çıkartabiliriz, bir enflasyon ortamını aşın-

caya kadar. Değişken vadeli tahvil çıkartabiliriz. Örneğin, bir şirket borçlanırken; «100 milyonluk tahvil çıkarıyorum. Bunun 20 milyonu halka, geri kalan 20 milyonu 1 sene, geri kalan 20 milyonu 1,5 sene vadeli...» gibi düşünülebilir. Kuponsuz Hazine bonoları gibi bir tahvil türü öngörülebilir. Psikolojik olarak 800 lira verecektir. 1000 liralık tahvili alıp götürecektir. Bu varyasyonlar yapılabilir. Faiz vadelerinde faiz değiştirilebilir. Veya geri çağrılabilir tahvil çıkarabilir. Hem vadesi değiştirilebilir, faizi değiştirilebilir hem de geri çağrılabilir tahvil çıkartabiliriz. «Enflasyon var; 2 senelik tahvil çıkartamıyoruz.» diyoruz. Karşı taraf da «Ben 2 senelikten aşağı tahvile izin vermem.» diyor. Sanki olay burada kemikleşmiş gibi görünüyor. Bir yerde bunların çözümünü mümkün. Eğer iyi niyetle oturulur da çözüm aranır... Bu yollardan sadece biz geçmedik; bütün dünya geçti. Enflasyonu nasıl indeksleyebiliriz? Bunun çözümünü nasıl bulabiliriz? Yani 5 milyar, 15 milyar tahvile sermaye piyasası var diyemeyiz.

Hisse senedi kendi içinde yürüyor zaten. Eğer sorunu ciddi çözeceksek, bir defa sermaye piyasasına fon akışını engelleyen mevzuatın yeniden düzenlenmesi lazım. Bunu SPK açısından söylemiyorum. Zaten bu Kurul'un elinde olan bir olay değil. Ekonomiyi yönlendirenler açısından, sermaye piyasası değirmenine –aracı kurumlara değil– gelen suyu önleyen barajın kesin olarak açılması lazım. Başka türlü olmaz. Bir değirmen düşünün. Eğer oraya su gitmiyorsa, değirmenci ne yaparsa yapsın o değirmen kuru kalacaktır. İkincisi de, o değirmenin çalışması esasında içeriye gireni yasaklayan, mevzuat değişikliklerini de yapmak lazım.

Benim uygulamaya dönük birkaç notum var. Örneğin, bu son çıkarılan 4 numaralı Sirküler'de bir husus yer alıyor: Aracı kurumlar sattıkları men-

kul kıymetlerin fiyatlarını sabahtan tespit edecek, işgünü akşamına kadar değiştirmeyecektir. Nasıl tespit edildiğine dair bir kural yok. Çeşitli aracı kurumlar değişik şekilde tespit edebilir. Ertesi sabah değişik tespit edebilirsiniz. Ancak o gün değiştiremiyorsunuz. Basit bir örnekle anlatayım. Bugün elimde 1 milyon lira para var. Bugüne yetecek diye düşünüyorum. Tahvilin fiyatını da sabahtan tespit etmişim. Hazine bonosunu % 44'le alırım, % 45'le satarım diye. O anda paraya ihtiyacım oldu; bir ödeme yapmam gerekti. Ya gidip başkasından borç alacağım, ya da elimdeki menkul kıymetin fiyatını 1 puan aşağı indirerek onu bir başka arkadaşına satacağım. En normal de budur. Paradan farksız bir menkul kıymet var elimde. Ama bugün saat 18:00'e kadar bunu yapamam. Yarın sabahleyin 9:00'da istediğim fiyatla satabilirim. Bir başka örnek vereyim: Diyelim ki bu sabah belli bir fiyatla 100 bin liralık Hazine bonosu satmışım. Arkasında 1 milyarlık yeni bir talep geldi, 100 bin liralık satışla 1 milyarlık satışın şartları değişiktir. 1 milyarlık satışın fiyatını tespit etmişim, satıcısı hazır, müşterisi hazır; ama sabahleyin o maldan 100 bin liralık sattım diye artık o fiyat kemikleşmiştir. Fiyatı yarın sabaha kadar değiştiremem. Ya da yalan işlem yapacağım; yarınki tarihle fiktif bir olay yaratacağım. Yani bir yerde düzenlemeyle realite birbirine uymuyor. Bunların çözülmesi halinde rahatlamaya da olacaktır.

TEKBAŞ -- Burada geldiğimiz nokta şudur: Sermaye piyasasının gelişmesi için Türkiye'nin ekonomik yapısına uygun bazı esnekliklerin getirilmesi gerekiyor. Bu, vade konusunda ya da yasal yapıyla ilgili, mevzuatla ilgili bazı problemlerin ortadan kaldırılması şeklinde olacaktır. Bu arada konuyu hisse senedi, tahvil veya borçla ilgili belgeler olarak ayı-

rabiliriz; sermaye piyasasındaki gelişmeleri bu şekilde de inceleyebiliriz. Böylece konuyu belki daha sistematik bir şekilde ele alabiliriz. Yalnız benim merak ettiğim bir konu var. O da tasarrufla ilgili. Biraz önce verdiğim 1.5 trilyonluk bir devlet tahvili ve Hazine bonosu rakamı var. Bu ülke içinde satın alınan menkul değerlerin önemli bir kısmını gösteriyor. Gerçek tasarruf, bunun ne kadarı? Yani bunun ne kadarını bankacılık sistemi kendi bünyesi için almış, ne kadarını tasarruf sahibi kişi veya kurumlar almışlar? Bu, Türkiye'deki tasarruf hacmi için bir fikir verebilecektir. Bu konuda bir rakam verebilir misiniz, Sayın Emen?

mevduat faizlerinin indirilmesiyle birlikte tahvil piyasasında canlanma başladı; ancak, elde özel sektör tahvili yok

EMEN — Bu konuda elimde bir rakam yok. Fakat genel hatları itibarıyla bugün para piyasasıyla sermaye piyasası birbirine çok çapraşık bir şekilde girmiş durumdadır. Özellikle 1984'den bu yana, banka mevduat faizleri, geçtiğimiz yılın Ağustos ayına kadar, çok yüksek seviyede idi. Üç ay vadeli mevduata % 53 faiz verdiğiniz bir ortamda, para piyasası ön planda idi. Dolayısıyla gönüllü tasarrufların büyük bir kısmını para piyasası çekmişti. Geçtiğimiz Ağustos'tan bu yana faizlerin indirilmesiyle birlikte, tahvil piyasasında bir canlanma başlamıştır. Tahvil piyasasında biz, zorlama ile de olsa, tasarrufların bir kısmını para piyasasından sermaye piyasasına aktarmaya çalışıyoruz. Burada da dengeyi sağlayan olay faiz haddi oluyor. Tabii burada bir rakam vermekten ziyade, ikisi

arasındaki dengeyi sağlayan faiz hadlerini incelemekte yarar var. Şimdi Türkiye, batı ile mukayese ettiğiniz zaman Sayın Tekbaş, enteresan bir devre yaşıyor. Batıda para piyasasıyla sermaye piyasasını çok iyi tanımlamak mümkün. Dikkat ederseniz, arkadaşlarımızın ortaya koyduğu konular hep iki piyasanın birbirine girmesinden kaynaklanıyor. Bunu sağlayan birtakım araçlar da var. Sebebi, en basitinden Hazine bonusu, devlet tahvili dediğimiz olay. Bu bir menkul kıy-



İsmail EMEN

met; kamusal bir menkul kıymet. Fakat örneğin 3 ay vadeli olduğu için, sermaye piyasası aracı olmakla beraber, bir yerde çok kısa vadede tedavül ediyor. Şimdi menkul kıymetin vadesi üzerinde durduk. Menkul kıymetin vadesi düzenlemeyle saptanmış. «Tahvilde asgari 2 yıldır.» diyoruz. Ama piyasa başka bir uygulamayı hazmetmiş durumda. Hazine bonusu aracı dolayısıyla böyle 3 ay, 6 ay, 9 ay gibi bir uygulamanın içine girilmiş bulunuluyor.

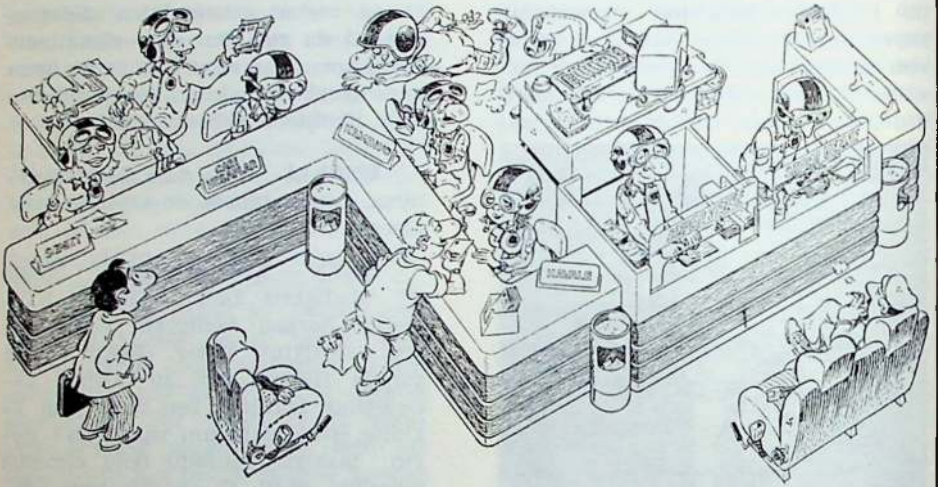
EMEKLİ — Mevduatta da öyle...

EMEN — Tabii mevduatta da aynı şekilde. Bizim tasarrufçunun kendine özgü bir mantığı var. Üç ayda bir veya altı ayda bir parayı eline almak istiyor. Halbuki şirket tahvilini satma olayına geldiğimizde, tasarruf sahibine; «Bu 2 yıl vadeli bir menkul kıymettir. 2 yıl müddetle size şu verimi getirecektir.» diyoruz. O da size bir soru yöneltiyor: «Peki ama, 3 ay veya 6 ay sonra bana para gerektiği zaman, ben bunu hemen likidite edebilecek miyim?»

EMEKLİ — Ya da; «Faizler artarsa, benim faizim de artacak mı?» diyor.

EMEN — Evet, artacak mı? Şimdi siz istediğiniz kadar, «Menkul Kıymetler Borsası faaliyete geçti.» deyin; istediğiniz kadar, «Bakın benim şurada fiyatım var, şu tarihte getirdiğiniz takdirden ben bunu size likidite etme olanağını yaratırım.» deyin; tasarruf sahibini ikna etmeniz mümkün değil. O nedenle vade alanında eğer biz 1 yıla indiğimiz takdirde, bu iki yönlü fayda sağlayacak. Birincisi, tahvili ihraç edenler açısından. Tahvili ihraç eden şirket, kredi faizlerinin düşeceğini dikkate alarak, 2 yıllık bir borçlanmaya girmek istemiyor. Böylece piyasaya daha fazla özel sektör tahvili ihraç etme olanağı sağlanacak. Bu olayda asgari 1 yıl diyoruz ama, bunun azamisi 7 yıldır. İsteyen 2 yıl, isteyen 3 yıl vadeli de çıkarabilir. Burada bir sınırlama söz konusu değil. Ben arkadaşlarıma katılıyorum. İkincisi, tasarrufçu açısından. Tasarruf sahibine 1 yıl vadeli menkul kıymeti satmanız çok daha kolay. Bunun nedeni, 1 yıl sonra anaparasını artı faizini mutlak surette alabileceği inancına dayanıyor. Bu nedenle Sayın Hocamıza sormak istiyorum: Sermaye piyasasına böyle bir tanım değişikliği getirmek suretiyle, tasarruf oranını daha fazla artırabilir miyiz?

Bütün Garanti Bankası Subelerinde size hizmet verenlerin jet pilotu ruhu taşıdığını biliyor musunuz?



Her gün kuyruklarda bekletilenler! Rötarlı taşıtları bekleyenler! Gecikmiş havaleleri bekleyenler! Randevularında bekletilenler! Vakit kaybedenler! Acınızı çıkarmak için Garanti Bankası'na gelin! İşlemleri çabuklaştıran, çağın gerektirdiği dinamizme ulaştıran Süper Sistem'iyle Garanti Bankası, beklemekten bunalanların, beklemeye vakti olmayanların hizmetindedir.

Garanti Bankası sadece işlemlerinin süratıyla değil, şubelerinin yaygınlığıyla da vakit keybetmenizi önler. Garanti Bankası'nı her aradığınız yerde, veya hemen ötede mutlaka bulursunuz. Bankamızın gülyüzlü, nazik kadroları işinize gereken ilgiyi gösterir; havalelerinizi gecikmeden yerine ulaştırır, çekinizi anında öder. Garanti Bankası, süratıyla, etkin organizasyonu, yakınlığıyla ve deneyimli, ilgili kadrolarıyla, aksamayan hizmet demektir. Süratli işlem ve gülyüzlü hizmet için Garanti Bankası'na gelin. Çok aramanız gerekmiyor, hemen yakınınzdayız!



GARANTİ BANKASI



TEKBAŞ — Ya da Türkiye için vadeyi daha esnek alabilir miyiz?

EMEN — Belki bir geçiş dönemi için bu söz konusu olabilir. İleride tekrar batıdaki modelleri gibi 2 veya 3 yıl vadeye gidebiliriz. Gerçekten ben konuyu bir yönü itibarıyla sermaye piyasası, bir yönü itibarıyla borsa olarak düşünmüştüm. İsterse ben aklamamı bitireyim. Nasılsa Sayın Türk hepsini toparlayacak. İstanbul Menkul Kıymetler Borsası, geçtiğimiz yılın sonunda faaliyete geçti. Çok tartışmalar yapıldı. Bunun gerekli ya da gereksiz olduğu ileri sürüldü. Fakat kanunkoyucu tavrını ortaya koydu. Bu piyasaya emek vermiş bir insan olarak borsanın kurulmasına bütün kalbimle katılıyorum. Menkul kıymetler borsası, gelişmekte olan sermaye piyasaları için mutlaka gereklidir. Varlığı konusunda değil de, uygulaması konusunda bir olayı tekrar gündeme getirmek istiyorum. Tarif ederken diyoruz ki, «Menkul kıymetler borsası, menkul kıymetin fiyatının artırma ve eksiltme ile teşekkül ettiği yerdir, mekândır.» veya «... rayiç fiyatın belirlendiği yerdir.» Sayın Hocamızın da ifadesiyle. «... fiyatın belirlendiği yerdir.» Şimdi bu tanım bir hisse senedi için gerkten doğru. Çünkü hisse senedinin riski vardır, beklentisi vardır; belirsizliği vardır, farklı değer yargıları vardır; dolayısıyla farklı fiyatı vardır. Bir hisse senedini menkul kıymetler borsasına götürebilirsiniz. Orada farklı fiyatlar teşekkül edebilir.

Fakat şu anda bizim mücadelesini verdiğimiz özel şirket tahvilinde bu yok. Özel şirket tahvili sabit nominal faizli, sabit verimli ve belli bir vadesi var. Bugünkü fiyatı da, 365 gün sonraki fiyatı da belli. Sayın Döşlüoğlu'nun da ifade ettiği gibi, yaşadığımız olaylar sebebiyle özel sektör tahvili değerinden çok şey yitirdi. İtibarını, değerini, güvenini yitirdi.

Şimdi biz güveni sağlamaya çalışıyoruz; bir yerde sağladık da... Ama büyük uğraşlarla sağladık. Yatırımcı geliyor; ikna ediyoruz, anlatıyoruz. Fakat alım-satım olayını siz benim masamdan alıp borsa salonuna götürdüğünüz zaman, olay orada duruyor. Çünkü bir defa tahvilin borsa salonuna gitmesine gerek yok. «Avans ver.» diyorsunuz, vermiyor. «Teslim et.» diyor; teslim edemiyorsunuz. Adresini, adını-soyadını ver.» diyorsunuz, vermiyor. «Hani hamilineydi!» diyor. Olayı orada bitirmek varken, ertesi güne taşımak; zaten zor ikna ettiğiniz yatırımcıda birtakım tedirginlikler yaratıyor. Borsanın güven müessesesi olduğunu, açıklık müessesesi olduğunu bilebilse; inanacak. Zaman içerisinde yatırımcı borsanın önemini mutlaka kavrayacaktır. Fakat şu safhada, tam tahvil piyasasını geliştirmekte iken birtakım güçlüklerle karşılaşılıyor. Başka bir olay: Benim temsil ettiğim kuruluşun Anadolu'da şubeleri var. Biz bu uygulamayı Anadolu'ya yaymaya çalışıyoruz. Şimdi Adana'daki şubem bir tahvil satmak istediği takdirde, iki telefon gerekli. Önce o beni, sonra ben onu arayacağım. İki telefonun maliyeti 4 bin 5 bin lira. Belki o işlem den ben bin lira bile kazanamayacağım. Bu durumda o işe ne diye aracılık edeyim? Bu tip bir problem de var. İkinci el tahvil pazarındaki sorunlara birtakım çözümler getirilemez mi? İlk aklımıza gelen ihtiyarılık. Örneğin, belli bir geçiş dönemi için ihtiyarılık tanıyabiliriz. «İsteyen aracı kuruluş borsaya gitsin, isteyen aracı kuruluş gitmesin.» gibi... Bu, birinci alternatifim.

EMEKLİ — Sayın Emen, şimdiki uygulamanın gerekli olduğuna inanıyorsanız, mesele yok; eğer gereksiz olduğuna inanıyorsanız, o zaman devam etmemelidir. Zaten Sayın Türk, bizim yatırımcınının Zürlü yatırımcısı gibi olmadığını başta kabul etti. Onun

için artık Türk yatırımcısına uygun çözüm getirebilirsiniz.

EMEN — Ben diyorum ki, bu geçiş döneminde borsayı yeteri kadar tanıtacağız. Dolayısıyla belki de borsa talebi tabandan gelecek, tandandan değil. Yani bu geçiş dönemi bize belki onu sağlayacak.

TEKBAŞ — Alışkanlık kazandırmayacak mı?

EMEN — Hayır, kazandırmayacak. Bilakis borsayı tanıtacak. Bugün basın yeteri kadar işliyor borsanın ne olduğunu...

DÖŞLÜOĞLU — İsterse «negotiated market»da satabilir, isterse borsada satabilir. Bu seçimlik olmalıdır. Biz Hazine bonosunda ne yapıyoruz? Herkes araştırıyor; hangi kuruluş en uygun fiyatı veriyorsa, elindeki ona satıyor. Alırken de bütün aracı kurumlara soruyor. Ama benim alış fiyatımı beğenmediği takdirde, «Benim menkul kıymetimi borsada sat.» diyecek. Çünkü acelesi yok. Belki borsada daha iyi bir fiyat bulabilir.

TEKBAŞ — Bir alternatif, hiç borsaya getirmemek. İkinci alternatif...

EMEN — Borsadan geçirmek...

DÖŞLÜOĞLU — Bana göre ihtiyarılık...

TEKBAŞ — Veya bir geçiş süresi tanımak, bir başka alternatif.

EMEN — Bunu bir geçiş süresi içinde veya ikinci el tahvil piyasası için tümü ile getirelim. Bu bir. Şimdi Sayın Türk bunu kabul etmeyebilir. O zaman benim sorunumu içeren bir başka alternatif getirmek istiyorum. Anadolu'daki ikinci el tahvil piyasasını acaba bu uygulamanın dışında tutamaz mıyız? Bugün potansiyel yalnız İstanbul'da değil. Anadolu'da

da potansiyel var. Yine belli bir geçiş dönemi için. Bugün elektronik bankacılığı uygulama dönemindeyiz. Çok yakın bir gelecekte haberleşme imkânlarımız belki daha da çok gelişecek. O zaman ileri sürdüğüm mekân ya da maliyet faktörü ortadan kalkacak. Ama Anadolu'daki gelişmeyi de baltalamayalım. Hiç değilse Anadolu'daki işlemi 1 veya 3 gün sonra borsadan geçirebilelim.

TEKBAŞ — Bunun kontrolünü yapabilecek miyiz; İstanbul ile Anadolu'yu ayırabilecek miyiz?

EMEN — Ayırabiliriz tabii. Orada hiçbir sorun yok. Sanırım, Sayın Türk durumu gayet güzel kavradılar. Üçüncü alternatif olarak, Sayın Döşlüoğlu'nun ifade ettiği «cross trade» veya «cross privelege» denilen olay söz konusu... Hiç değilse bunu isti-

E S Yayınları Sunar:

VECDİ ÜNAY

3182 Sayılı
Bankalar Kanunu Gereğince

**BANKALARCA
İÇTİCARETİN VE SANAYİN
FİNANSE EDİLMESİ
USULLERİ**

Bankaları, bankacıları ve iş çevrelerini
yakından ilgilendiren kaynak kitap
400 sayfa (büyük boy) - 1.650.- TL (KDV dahil)

İsteme Adresi:

Ekonomik ve Sosyal Yayınlar A.Ş.
Binbirdokuz Mah. Sütlüce Şubesi, No. 6/2
Sultanahmet - İstanbul
Telefon: 528 34 11

Not: Kitabı almak isteyenler, bedelini,
Ziraat Bankası Beyoğlu Şubesi'ndeki 768,
İs Bankası Türbo Şubesi'ndeki 1541,
Akbank Türbo Şubesi'ndeki 4512 no.lu hesaplarımızdan birisine,
"kitap bedeli olduğunu belirterek" havale etmeli,
ad ve adreslerini tarafımıza bildirmelidir.
Ödeme postalamaya yapılamamaktadır.

yoruz. Bugün «over the counter»da bitirelim, kendi masamızda bitirelim işi; işlemi ertesi gün borsadan geçirelim. Biz kurtaj ücretini, kurtaj payını ödemekten kaçmıyoruz. Güçbela ikna ettiğiniz kişi, «Yarın gel.» deyince kaçıyor.

TÜRK — Buna engel bir hüküm var mı, bugünkü yönetmelikte?

EMEN — Yani yoruma bağlı bir olay.

DÖŞLÜOĞLU — Borsa koduna alınmış menkul kıymetlerin işlemlerinin borsadayapılması esastır, diyor. Çerçeve getiriyor...

TEKBAŞ — Sayın Emen, sermaye piyasasının gelişmesini engelleyen yasal yapıyla ilgili görüşlerinizi alabilir miyim?

EMEN — Bu menkul kıymetin tanımı ile ilgili bir olaydır. Önce SPKa.'nu doğrudan ilgilendiren yönü; ikinci olarak, 91 sayılı KHK'nin öngördüğü borsanın çalışmasına ilişkin ikinci el tahvil piyasası bakımından...

TEKBAŞ — Üçüncü olarak da, Sayın Emekli'nin işaret ettiği, mevzuat açısından sermaye piyasasına gelecek fonların önündeki engellerin kaldırılması...

EMEKLİ — Evet, ben olaya gerek fon akışını önlemek gerek mevzuat açısından baktım. Türkiye'de alışılmış finans aracı olan bankacılığın hâlâ tercih edildiğini söylemek istedim. Bir örnek daha vermek istiyorum: «Aracı kurumlar sermaye piyasasını ve borsayı hareketlendiremez.» görüşünden hareketle, mevzuatta borsada da bankaların işlem yapması yer aldı. Oysa sermaye piyasasının hizmet ağırlıklı, becerli ağırlıklı bir sektör olması lazım.

EMEN — Bugün piyasada birçok menkul kıymet işlem görüyor. Fakat

bizim asıl aracımız hisse senedi ve tahvildir. Kamusal menkul değerleri hiçbir zaman kabul etmiyoruz. Onlar bugün vardır, yarın yoktur. O açıdan biz tahvil olayını sağlam temellere oturtmak istiyoruz.

TEKBAŞ — İsterseniz, aynı konularda daha fazla ayrıntıya girmeyelim. Çünkü birtakım yeni engeller çıkacak ve giderek sermaye piyasasında bankaların rolüne geleceğiz. Oysa daha ele alacağımız hisse senetleri ve borsa konusu var. Ama öncelikle Sayın Karşlı'nın görüşlerini öğreneyim.

borsanın en önemli aracı hisse senedir; varlığını sürdürebilmesi, başarılı olabilmesi için, serbest ve güdümsüz bir rejimin bulunması gerekir

KARSLI — Evet, toplantıya katıldığıma göre birkaç kelime de benim söylemem düşünülebilir. Gördüğüm kadarıyla bu toplantı tahvilcilerin dertlerine tahsis edilmiş bir hale geldi. Ben katılırken bunun böyle olduğunu bilmiyordum. Ama iyi ve faydalı bir toplantı oldu. Buraya kadarki görüşmelere ilişkin düşüncelerimi, yaklaşımı söyleyeyim. Borsa, biliyorsunuz liberal kapitalizmin bir müessesesidir. Mümkün olduğu kadar serbest, güdümsüz bir rejimin bulunmasını gerektirir. Borsalarda da dünyanın her tarafında en önemli araç hisse senetleridir. Amerikan borsasında da böyle, Japon borsasında da böyle. Çünkü hisse senetlerinde çok değişik faktörler fiyatı tayin eder. Fiyatlar istediği gibi dalgalanır. Tahviller ise, bildiğimiz gibi sabit gelirli

kiymetlerdir. Bunlardaki fiyat dalgalanmaları çok düşüktür, çok azdır. Bu nedenle tahvillerin bir borsa metal olma vasfı pek azdır. Hazine bonoları da öyle, gelir ortaklığı senetleri de öyle. Önce şunu söyleyeyim: Borsayı kurma çalışmaları esnasında hep hisse senetlerini düşündük. Hisse senetleri borsaların ana emtiasıdır. Borsa açıldıktan sonra ortaya çıkan sonuç da fevkalade sevindiricidir. Hisse senetleri borsada profesyonel bir çalışma ortamı ve iş hacmi yaratmıştır. Bu beni tatmin ediyor. Tahvillerin borsaya gelip gelmemesi de o kadar fazla rahatsız etmiyor. Amerikan borsasına bakıyorsunuz; tahvil hacmi, hisse senedi hacminin yanında pek küçük. Japon borsasında da öyle. Zaten liberal kapitalizm açısından herhangi bir menkul kıymetin zoraki olarak borsaya gelmesi tutarlı bir olay değildir. Borsadan geçirme diye bir olayı, ben kabul etmiyorum zaten, Menkul kıymeti elinde bulunduranlar, bunun borsada alım-satımından fayda görüyorlarsa, borsaya gelirler; gör-

müyorlarsa «over the counter» piyasaya giderler. Dünyanın her tarafında da böyledir. Mademki biz ileri ülkeleri örnek alıyoruz, «over the counter» piyasanın mevcudiyetini kabul etmeli ve bunun işlemesine izin vermeliyiz.

Ayrıca, Türkiye'de tahvillerin geç bir borsa metal olarak borsaya geleceğine inanıyorum. Çünkü ne kadar ikinci derecede olsa da, tahviller bir yerde borsa metaldir. Güney Kore'de 1956'larda 1962'lerde borsada reform yapıldığı zaman, borsanın işlem hacminin % 75 - 80'ini devlet tahvilleri meydana getiriyordu. Türkiye'de de aşağı yukarı sermaye piyasası itibarıyla bu böyle. Sermaye piyasasına devlet büyük çapta girmiş vaziyette. Bu az önce Sayın Türk'ün izah ettiği gibi, Türkiye'de devletin enflasyonla mücadele etmesinden, para basmamak için piyasaya borçlanmasından ileri gelen bir durumdur. Enflasyon ilelebet devam edecek değildir Türkiye'de. Kore'de de ilelebet devam etmemiştir. Nitekim 1974'lerden itibaren Kore'de bu trend tersine dönmüş; borsada işlem gören devlet tahvilleri, kamu menkul kıymetleri % 25'lere % 30'lara düşmüştür. Özel sektör hisse senetleri ise % 65 - 70 gibi bir mertebeye ulaşmıştır. Biz de aşağı yukarı Kore'nin yolunu izliyoruz. Bizde de yakın zamanda, örneğin 5 - 10 sene içinde, böyle bir durum ortaya çıkacaktır. Dolarıysıyla tahvilleri zorla borsaya sokmaya ben gerek görmem. Bir de eski borsamızın durumunu düşünelim, Türkiye'de bir borsa vardı. Bu borsadan bazı muameleler geçirilirdi. Oysa borsadan geçirilmek diye bir şey kabul etmediğimi biraz evvel söyledim. Tescil etmeye de pek o kadar rağbet göstermiyorum. Önemli olan ekonomik hacimde işlemlerdir; ekonomik faydadır. Eğer «over the counter» piyasayı kabul ediyorsak; tescil olsa da olur, olmasa da olur. Tes-

◆ Sorumluluğunu taşıyacağın fikrin adamı ol.

Ahmet Hamdi Tanpınar

◆ Eski bürokratlar asla ölmezler, telef olurlar.

Anon

◆ Hoşgörü, uygarlığın biricik sınavıdır.

Arthur Help

◆ Değirmenci, değirmenini döndüren suyun hepsini görmez.

Burton

cilin faydasına da inanmıyorum. Sa-
dece varidat açısından borsa için çok
yararlı olabilir. Belki biraz da alış-
kanlık sağlama bakımından...

Ancak, bir yerde tahviller de Ha-
zine bonoları da borsa metaıdır. Çün-
kü sizler Hazine bonosu alıp satarken
«% 54'le aldım, % 55'le sattım.» gibi
terimler kullanıyorsunuz. Hazine bo-
nosunun üzerinde böyle bir rakam
yok. Bu nereden çıkıyor? Hazine bo-



Muharrem KARSLI

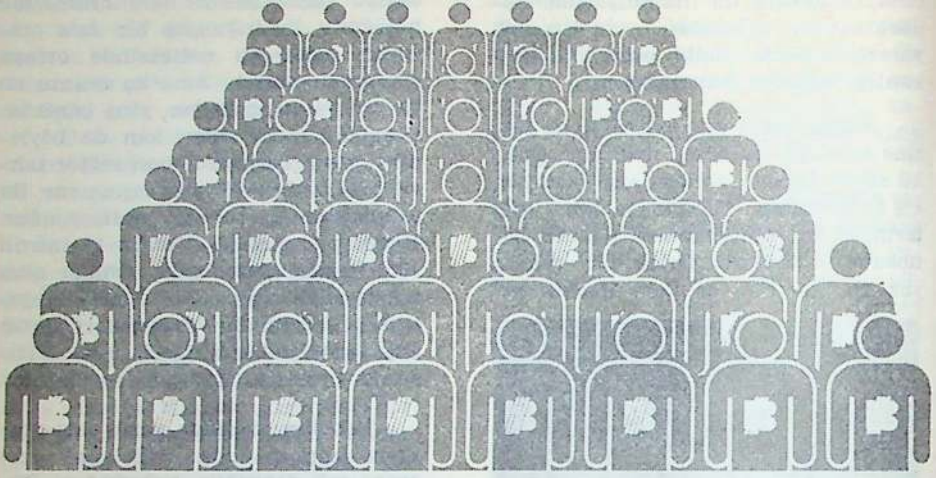
nosunun arzı ile talep karşılaşıyor
piyasada, ortaya 54, 55 gibi bir rakam
çıkıyor. İşte gerçekte bu rakamın or-
taya çıkması gereken yer, borsadır.
Onun için esas itibarıyla Hazine bo-
nosunun da, gelir ortaklığı senedinin
de borsaya ergeç gelmesi gerekir. Yani
bu cari piyasa faiz oranı borsada be-
lirlenecektir. Tahviller de aynı du-
rumda. Siz piyasada tahvilleri alıp
satıyorsunuz. Biz eskiden tahviller için
bazı formüller uygulardık. Tahvilin
vadesine, kalitesine, kategorisine gö-
re birtakım puanlar verirdik. Ortaya
bir fiyat çıkardı. O fiyatı tayin eden
de piyasadaki cari faiz oranıydı. Bu,

devlet tahvillerinin faiz oranından
hareketle bulduğumuz bir faiz ora-
nıydı. Arz-talep neticesinde ortaya
çıkışmış bir orandı. Ama bu oranın en
iyi ortaya çıkacağı yer, yine borsadır.
Özel sektör tahvilleri için de böyle-
dir. Yalnız Türkiye'de özel sektör tah-
vil piyasasında bir gruplaşma var. Bu
gruplaşmanın sebebi, enflasyondur.
Gruplaşma nedir? Diyelim ki tahvili
«A» firması pazarlamış. Ondan alan
müşteri bunu yine «A» firmasına ge-
tirmek zorundadır. Tasarruflu tahvili
«B» firmasından almışsa, aynı şekil-
de «B» firmasına getirmek zorundadır.

Tahvilin üzerinde yazılı faiz ora-
nıyla alım-satımda uygulanan faiz
oranı çok değişiktir birbirinden. Bu-
nun bir sebebi de enflasyondur. Bu
farklılık dolayısıyla tahvili «B»den
almış bir kişinin «A»ya satması müm-
kün değildir. İşte bu gruplaşmayı ön-
leyecek olan da, enflasyonun yavaş-
lamasıdır. Enflasyonun yavaşlaması-
nın beklentisi içinde, tahvil piyasası-
nın bir süre borsa dışında «over the
counter» piyasa olarak cereyanını biz
Borsa Yönetim Kurulu olarak uygun
görmüştük. Nitekim bunu karara bağ-
layıp SPK'na bildirdik. SPK, bildiği-
niz gibi, burada biraz daraltma yapı-
tı. Yalnız PÇT (Paraya Çevrilebilir
Tahvil) haline gelmiş tahvillere bu
hakkı tanıdı. Artık burdan sonrası,
aracı kuruluşlarla SPK arasında bir
konu olarak, nasıl bir çözüme bağla-
lanacak bilemiyorum. Tahviller bor-
saya gelirse, biz memnuniyetle bor-
sadaki işlemleri yaparız. Gelmezse, bu
şekilde bir kovalamacaya ben şah-
sen taraftar değilim. Enflasyona bağ-
lı olarak bir süre tanınmasının uygun
olacağını düşünüyorum.

BİRİNCİ BÖLÜMÜN SONU

Dergi'nin Notu: Yukarıda sunulan
«Açık Oturum» 20 Şubat 1986 tari-
hinde yapılmıştır.



Borusan Büyük Aile

Nedir Borusan'ın üstünlüğü?
Ülkemizde endüstriyel gelişmenin öncülerinden ve günümüzün en büyük, en sağlam kuruluşlarından biri olması mı? Geniş ürün yelpazesi ve günden güne devleşen üretim kapasitesiyle Türk çelik endüstrisindeki tartışılmaz yeri mi? Onu sadece Türkiye'de değil, uluslararası pazarlarda da aranan, tercih edilen isim haline getiren yüksek ürün kalitesi mi? Şüphesiz, bunların hepsi. Ama Borusan'ın en az bunlar kadar önemli

bir üstünlüğü daha var: Borusan, bir büyük ailedir. Türkiye'de gıda sanayiinden petrol sevkiyatına, mobilya yapımından inşaat sanayiinin her kademesine kadar yüzlerce alanın ihtiyaçlarını karşılayan ürünleriyle bir büyük ailedir. Kadrolarıyla, deneyimli, eğitilmiş, çalışkan ve sorumlu teknik ve idare personeliyle, pazarlama örgütüyle, her kademedeki çalışanlarıyla bir büyük ailedir. Borusan, atılımlarında ve tüm gelişmesinde bu büyük aileden, bu bütünlükten kuvvet almıştır.



BORUSAN

Uluslararası Ticarete Çok Taraflı Korunma Mekanizması «GATT'ın XIX. Maddesi» ile İlgili Gelişmeler

ÖMER BOLAT

«Korunma Mekanizması»; «bir tarafın, meydana gelen özel ve istisnai bir durum karşısında sorumluluklarından bazılarını yerine getirmeyerek geçici olarak daha esnek bir rejim uygulamasını mümkün kılan özel bir prosedür» olarak tanımlanabilir (1).

GATT (Gümrük Vergileri ve Ticaret Genel Anlaşması)'ın 1947 yılında imzalanıp yürürlüğe girmesi sırasında korunma tedbirleri ile ilgili hükümler XII. madde ve XVIII. madde (ödemeler dengesi krizi ile ilgili olarak tedbirler alınması) ile XIX. maddede (belirli malların ithalatına karşı olağanüstü aksiyon durumu) belirtilmişti. GATT'ın «kaçış maddesi» olarak da adlandırılan XIX. madde ile gelişmekte olan ülkelerle ilgili madde XVIII - A, ithalata karşı sektörel korunma tedbirlerinin alınması için gereken şartları ve uyulması gereken prosedürü belirlemektedir. Bu yazıda, çok taraflı korunma mekanizmasının GATT'a dahil edilmesinin nasıl gerçekleştiğini gözden geçirdikten sonra XIX. maddenin, uygulanması ve

hukuki temellerini, değiştirilmesi için yapılan önerileri ve iradi ihracatı kısıtlama anlaşmaları ile olan ilgisini ortaya koymaya çalışacağız.

XIX. Maddenin GATT'a Dahil Edilmesi

XIX. madde, A.B.D.'de geçerli olan ve hükümetin imzaladığı ve imzalayacağı her ticaret anlaşmasında bir korunma maddesi olmasını öngören bir yönetmelik nedeniyle, A.B.D. yönetiminin isteği üzerine GATT'da yer almıştır (2). A.B.D.'nin GATT'a katılmasındaki amaç, «serbest ticaret» yerine «daha serbest bir ticaretin» tesis edilmesiydi (3). Esasında GATT'ın kendisi de tamamen serbest bir ticaret oluşturmak yerine ticareti serbestleştirmeyi amaçlıyordu. 1942 yılında A.B.D. ile Meksika arasında imzalanan, keza A.B.D.'nin diğer ülkelerle imzaladığı serbest ticaret anlaşmalarında yer alan korunma hükmüne benzer bir hüküm, II. Dünya Savaşı'nın bitmesinden hemen sonra uluslararası ticaretin belirli bir düzen içerisinde yapılmasını temin etmek amacıyla kurulması önerilen Uluslararası

Ticaret Teşkilatı'nın (ITO) kuruluş anlaşması olan Havana Sözleşmesi'nin 40. maddesine ve bu sözleşmenin kabul edilmemesi üzerine imzalanan GATT'ın XIX. maddesine dahil edilmişti. Ekim 1947'den bu yana, bu madde yalnızca bir defa ve çok küçük boyutlu bir değişikliğe uğramıştır.

XIX. Maddenin Uygulanması ve Hukukî Temelleri

XIX. madde, GATT'ı imzalayan ülkelerin, yerli endüstriye zarar vermesi durumunda ithalatı aniden yükselen belirli bir ürüne karşı tedbir almalarına izin vermektedir. Bu yazı, XIX. maddenin tüm hükümlerinin ayrıntılı bir şekilde incelenmesini amaçlamamakla beraber, hangi şartlar altında GATT'ı imzalayan bir ülkenin bu maddeyi işletebileceğini belirtme hedefini gütmektedir. Bu şartlar kısaca şunlardır (*) :

a) İthalatın artması : Burada ithalatın kesin miktarlarda artması yanında nispi olarak artması da yeterli kabul edilmektedir. Aşağıdaki şartların yerine getirilmesi şartıyla belirli bir ürün ithalatının nispi olarak artması karşısında bile XIX. maddenin işletilmesi mümkündür.

b) İthalatın artması;

— Önceden tahmin edilemeyen gelişmelerden ve

— GATT sorumluluklarının etkisinden

kaynaklanmalıdır.

c) Artan ithalatın yerli endüstriye ciddi bir şekilde zarar vermesi veya yerli endüstri için ciddi bir zarar tehlikesi oluşturması gerekir.

Tüm bu şartlar bir arada olduğu takdirde, GATT'a üye ithalatçı ülke, XIX. madde «1 (a)» çerçevesinde,

ilgili ürünün ithalatının yol açtığı zararları önlemek ya da telafi etmek için, GATT uyarınca üstlendiği sorumluluğunu yerine getirmeyi kısmen veya tamamen durdurma ya da verdiği tavizi geri alma veya değiştirme hakkına sahiptir.

Bununla beraber, ilgili ithalatçı ülke XIX. madde uyarınca tedbir almadan önce, belirli bir ürünün ihracatı, ithalatçı ülkedeki belirli bir sanayi ciddi olarak zarar veren ya da zarar tehdidi oluşturan ihracatçı ülkeye yazılı bir duyuru yapmak ve o ülke ile danışmalarda bulunmak zorundadır (XIX. madde, 2. paragraf). Ancak «gecikmenin tamir edilmesi güç bir zarara yol açabileceği kritik durumlarda» bu hükme uymak zorunluluğu istisna edilmiştir. Burada ilgili GATT'ı imzalayan ülkeler arasında yapılması gereken danışmalar, tavizlerin yeniden müzakere edilmesine, başka bir deyişle, bu maddeyi işleten ülke tarafından alınacak korumacı önlemlerden zarar görecektir taraflara tazminat verilmesine yol açabilir.

Danışmaların başarısızlıkla sonuçlanması durumunda, XIX. maddeyi işleten ülkenin aldığı tedbirlerden olumsuz bir şekilde etkilenen ülkelerin gümrük vergilerini yükseltme veya miktar kısıtlamaları uygulama gibi misilleme tedbirlerine başvurmalarına izin verilmektedir. Bundan dolayı, «kaçış maddesi» uyarınca ithalatı kısıtlayıcı önlemler alan bir ülke, bu önlemlerin karşılığında onlardan etkilenen ülkelere tazminat verme ya da bu ülkelerin misilleme tedbirleri ile karşılaşma durumunda kalacaktır.

XIX. madde ile ilgili en önemli husus ise, madde metninde belirtilmemesine rağmen, hazırlık çalışmaları ve onu izleyen GATT çerçevesindeki uygulamaların açıkça gösterdi-

ği gibi, maddenin «ayırıcı olmayan» «En Ayrıcalıklı Ülke» (MFN) temeline göre uygulanmasının gerektiğidir.

GATT'ı imzalayan ülkeler 1948 yılında, GATT'ın maddeleri ile Havana Sözleşmesi'nin maddelerinin önemli ölçüde aynı olmaları durumunda, sözleşmenin ilgili maddesine ait olan «açıklayıcı notlar»ın GATT'ın ilgili maddesinin de uygulanmasında geçerli olacağı üzerinde görüş birliği sağlamışlardır. Buna göre, Havana Sözleşmesi'nin 40. maddesine ekli «açıklayıcı not», GATT'ın XIX. maddesinin (1. paragraf) ayırıcı olmayan bir şekilde uygulanmasının gerektiğini imâ etmişti (5). O zamandan beri, GATT'ı imzalayan ülkeler hiçbir zaman XIX. maddenin (1. paragraf) ayırıcı olmayan bir şekilde uygulanması konusundaki bu orijinal yorumlamayı değiştirmemişlerdir.

Bununla beraber, 1973-1978 yılları arasında yapılan «Çok Taraflı Ticaret» görüşmelerinde, İngiltere ve Fransa'nın öncülüğünde AET ve İskandinav ülkeleri XIX. maddenin 1. paragrafının ayırıcı bir şekilde uygulanması gerektiğini öne sürmüşlerdi. Ancak GATT'ı imzalayan ülkelerin çoğunluğu, sözkonusu ülkelerin tek taraflı yorumlamalarını reddetmişlerdi (6). Bu yüzden ayırıcı korunma önlemlerinin alınmasını mümkün kılacak yeni bir «Korunma Kodu» imzalanması konusundaki görüşmeler başarısızlığa uğramıştı. Bu konuyu izlemek üzere Tokyo Round görüşmelerinden sonra kurulan Özel Komite de GATT'ı imzalayan ülkeler arasında bir anlaşma sağlayamamıştı. Sonuç olarak, 1980 yılında GATT'ı imzalayan ülkeler tarafından bir panel raporunda da kabul edildiği gibi (7), XIX. maddenin 1. paragrafının ayırıcı olmayan bir şekilde uygulan-

ması zorunluluğu yürürlükte olmaya devam etmektedir.

Şimdi biraz da GATT'ı imzalayan ülkeler arasında halen devam eden bir anlaşmazlık konusu olan XIX. maddenin ayırıcı olmayan bir şekilde uygulanması zorunluluğu ile ilgili farklı argümanları kısaca inceleyelim.

İngiltere ve Fransa'nın öncülüğünde AET ülkeleri, XIX. maddenin ayırıcı bir şekilde uygulanması gerektiğini öne sürmektedirler. Bu ülkeler, gelişmekte olan ülkelerin düşük maliyetler (işgücü kastediliyor) nedeniyle gelişmiş ülkeler karşısında mukayeseli bir üstünlüğe sahip olduklarını, bu nedenle bu ülkelerden yapılan ithalatın ayırıcı olmayan miktar kısıtlamaları, gümrük vergileri artırımı gibi yollarla önlenemeyeceğini öne sürerek, sözkonusu ithalatın yerli endüstrilerin kapanmasına ve işsizliğin artmasına yol açmasını önlemek amacıyla ayırıcı tedbirler alınmasının mümkün olmasını istemektedirler. Görüldüğü gibi gelişmiş ülkelerin argümanı siyasi ve sosyal faktörlere dayanmaktadır (8). AET'nin görüşünü destekleyen İskandinav ülkeleri bu konuya değişik bir açıdan yaklaşarak, XIX. madde metninde belirtilmediği için bu maddenin ayırıcı bir şekilde uygulanmasını sağlayacak değişikliklerin yapılmasını dahi gerek olmadığını öne sürmektedirler.

Buna karşın, Brezilya ve bazı Uzakdoğu ülkeleri gibi yeni endüstrileşmiş ülkeler, gelişmekte olan ülkeler ve Japonya, XIX. maddenin 1. maddesinin, Havana Sözleşmesi'nin 40. maddesine ekli açıklayıcı not uyarınca, GATT'ın I. maddesi (En Ayrıcalıklı Ülke = MFN statüsünde ayırıcı olmama) ve XII. maddesi (miktar kısıtlamalarının ayırıcı olmayan bir

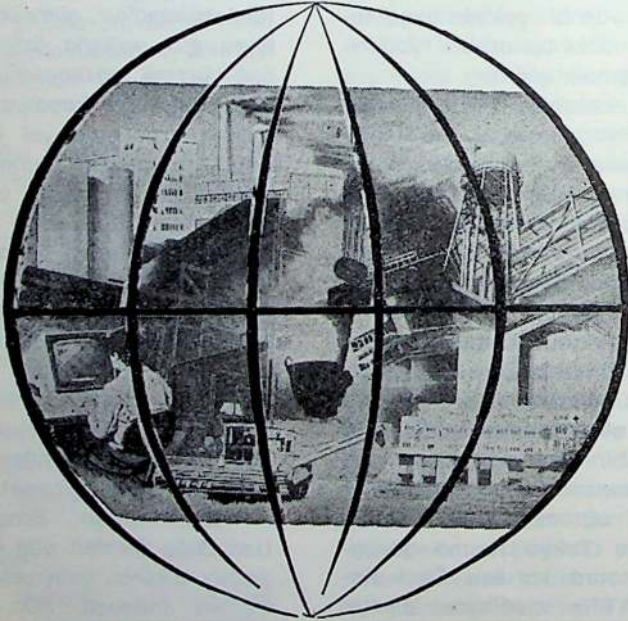
şekilde uygulanması) temelinde ayırıcı olmayan bir şekilde uygulanmasının gerekli olduğu görüşünü savunmaktadırlar.

Bizce de gelişmekte olan ülkelerin argümanı doğrudur. Çünkü GATT'ı imzalayan ülkeler, 1947 yılı sonunda Havana'da, GATT'ın XIX. maddesinin metninde bu maddenin ayırıcı olmayan bir şekilde uygulanması gerektiği yolunda açık bir ifade olmadığını dikkate alarak, Havana Sözleşmesi'nin 40. maddesine, bu

maddenin ayırıcı olmayan bir şekilde uygulanması gerektiğini belirten bir açıklayıcı not eklemiştir.

Bu arada, Havana Sözleşmesi'nin 40. maddesinde yer alan açıklayıcı notun GATT hükmünün uygulanması ile ilgili konusunda ise, GATT'ın XXIX. maddesine bakmak gerekir. Bu madde hükmüne göre, bir «GATT hükmünün doğru yorumlanması ile ilgili bir anlaşmazlık durumunda, GATT'ı imzalayan ülkelerin Havana Sözleşmesi'nde yer alan aynı hükme başvur-

Ciddi ve istikrarlı yönlendirme, tasarrufun güvencesidir.



Türkbank, tasarrufun güvencesine
ve yönlendirilmesine
gösterdiği
özen ve ciddiyetle, ülke ekonomisine
büyük katkılar sağlamaktadır.
Mutluuz, gururluuz.

Daima güvenle,
daha mutlu geleceğe.



bilecekleri» öngörülmüştür. Bu yasal ve bağlayıcı zorunluluktan başka, GATT'ı imzalayan ülkelerin Havana Sözleşmesi'ni de imzalamış olmaları, kendilerini GATT maddelerine uyan sözleşme maddelerine ekli açıklayıcı notlara uyma konusunda bağımlı kılmıştır.

Burada XIX. maddenin uygulamalarına bakılacak olursa, 1978 yılına kadar GATT Sekreterliği'ne bildirilen 95 kadar kaçış maddesi uygulamalarının büyük bir çoğunluğunun ayırımı olmayan bir şekilde uygulandığı da görülecektir. Kalan pek az uygulamanın, bu maddenin ayırımı bir şekilde uygulanması gerektiği şeklindeki görüşlere kuvvet kazandırdığı iddialarına (9) karşı söylenecek olan söz; GATT kurullarının ihlali demek olan böylesine istisnai uygulamaların, GATT'da kabul edilen bir uygulama olması için bir neden olmadığı, çünkü, aksi takdirde, GATT'ı imzalayan tüm ülkelere, güçlük içinde oldukları zaman GATT'ın maddelerini uluslararası ticaretin temellerinin yıkılması pahasına ihlal etmelerine müsaade edilmesi yolunun açılmış olacağı gerçeğini ifade etmek olacaktır. Gerçek olan odur ki, GATT Genel Müdürü bile Tokyo Round görüşmeleri ile ilgili iki raporunda XIX. maddenin ayırımı olmayan bir şekilde uygulanması gerçeğinden bahsetmiştir (10).

Bütün bu nedenlerle, gelişmekte olan ülkelerin, GATT'ın XIX. maddesinin ayırımı olmayan bir şekilde uygulanması yolundaki görüşleri bizce de doğru olmaktadır (11).

Şimdi «İradi İhracatı Kısıtlama Anlaşmaları» (VERs) olarak bilinen anlaşmalar ile kaçış maddesine ilişkin tedbirler arasındaki bağlantıyı kısaca inceleyelim.

İradi İhracatı Kısıtlama Anlaşmaları (VERs) ve GATT'ın XIX. Maddesi

GATT'ın XIX. maddesinin yorumlanması ile ilgili olarak GATT'ı imzalayan ülkeler arasında belirli bir «konsensus»un sağlanamaması sonucunda, gelişmiş ülkeler, yerli sanayilerine zarar verdiği gerekçesiyle bazı ürünlerde ihracatçı ülkeleri, ithalatı durdurmakla tehdit ederek, iradi ihracatı kısıtlama anlaşmaları imzalamaya zorlamaktadırlar.

1970'li yıllardan itibaren başlayan ve 1980'lerde korumacılığın gittikçe artması üzerine yaygınlaşan bu anlaşmalarda, A.B.D. ve AET, özellikle gelişmekte olan ülkelerle Japonya'dan yapılan tekstil - giyim ürünleri, ayakkabı ürünleri, deri mamulleri gibi geleneksel mallar ile elektronik aletler ve taşıt araçları parçaları gibi dinamik ürünlerin ithalatını kısıtlamaktadırlar. Batılı ülkelerde «iradi ihracatı kısıtlama anlaşmaları» ya da «piyasayı düzenleyici anlaşmalar» gibi süslü kelimelerle adlandırılan ve günümüzde dünya ticaretinin -miktarı bilinmemekle beraber- büyük bir kısmının yürütüldüğü (12) varsayılan (AET ve A.B.D.'nin tekstil ve giyim ürünleri ithalatlarının büyük bir bölümü bu ülkeler ile 26 kadar gelişmekte olan ülke arasında yapılan Çok Elyaflılar Anlaşması «MFA» -bir iradi ihracatı kısıtlama anlaşması olarak- çerçevesinde yürütülmektedir.) bu anlaşmalar ayırımı bir şekilde uygulandıkları için GATT'ın XIX. maddesinin 1. paragrafını ve I. maddeyi (en ayrıcalıklı ülke statüsü) ihlal etmektedirler.

Yasal dayanaktan yoksun olan bu anlaşmalar «masa-altı anlaşmaları» olarak da adlandırılmaktadırlar (13). Bu nedenle, her zaman serbest ticaret ilkesinin avukatlığını yapmakla

beraber, ithalatı kısıtlamada bu tür yollara başvuran gelişmiş ülkelerin neden GATT'ın XIX. maddesinin ayırıcı bir şekilde uygulanmaya imkân verecek şekilde değiştirilmesini istedikleri daha iyi anlaşılabilir.

Gelişmekte olan ihracatçı ülkelere, gelişmiş ülkelerin ithalatı tek taraflı durdurma tehditleri karşısında imzaladıkları bu tür anlaşmalar, GATT'ın XIX. maddesinin bir ikamesi kabul edilmektedir. Bu tür anlaşmalar yoluyla ithalatı kısıtlayan gelişmiş ülkelerde, ekonomik etkinliğe yansımayan bir şekilde, tüketiciden üreticiye gelir transferi olmaktadır. Çünkü tüketicinin daha ucuz olan ithal malını alması kısıtlamaya tabi tutularak, daha pahalı olan yerli malı alması istenmektedir. İhracatçı ülke yönünden ise daha fazla ihracat yapmaktan mahrum bırakılması, olumsuz bir etki olmakla beraber, ithalatçının ithalatı tek taraflı bir kararla durdurmasından daha iyidir. Bu nedenle de, ihracatçı ülkeler kabul etmeye zorlandıkları iradi ihracatı kısıtlama anlaşmalarının hukuki olmadıkları gerçeğini, GATT forumuna getirememektedirler. Ayrıca da iradi ihracatı kısıtlama anlaşması ile ihracatçı ülkede ihracat için bir lisans piyasası oluşmakta ve bu piyasadaki rekabetin fiyatları -ithalatçı ülkede geçerli fiyatlardan az olacak şekilde- yükseltilmesi suretiyle ihracatçı ülke orijinal fiyat ile yeni ihracat fiyatı arasındaki prim farkından kazanç elde etmektedir⁽¹⁴⁾.

Gelişmiş ülkeler, GATT'ın XIX. maddesinin ayırıcı bir şekilde uygulanmasının mümkün olacak şekilde değiştirilmesi halinde, iradi ihracatı kısıtlama anlaşmalarının kendilerine yüklediği -özellikle tüketiciler yönünden- ağır maliyetler ile XIX. madde-

nin bugünkü şekliyle işletilmesi halinde ihracatçı ülkenin misilleme tedbirleriyle karşılaşmaktan ya da o ülkeye telafi edici tavizler verme sorumluluğundan kurtulmayı ümit etmektedirler.

banka ve ekonomik yorumlar

Aylık Dergi

Ciltlenmiş
eski sayıları :

- Bankacılar
- İktisatçılar
- Yöneticiler

ve ilgili alanlarda
yüksek öğrenim gören

- Öğrenciler

için en yararlı kaynak.

(KDV Dahil)

1985 yılı cildi	: 5.500.— TL
1984 yılı cildi	: 4.400.— TL
1983 yılı cildi	: 3.850.— TL
1982 yılı cildi	: 3.300.— TL
1981 yılı cildi	: 2.750.— TL
1980 ve öncesi	: 2.200.— TL

Önemli Not : (1) Öğrenciğini belgeleyenlere % 50 indirim uygulanır. (2) Ödemeli postalama yapılmaz. (3) PTT ile gönderilmesini isteyenlerin cilt bedeline posta pulu karşılığı 190.— TL ilave ederek önceden havale çıkarmaları gerekmektedir.

İSTEME ADRESİ :

Binbirdirek Mahallesi
Suterazlı Sokak No. 6/2
Sultanahmet - İstanbul
Telefon : 526 34 11

Değerlendirme ve Sonuç

Bu yazının konusunu teşkil eden tüm hukukî ve pratik nedenlerden dolayı, GATT'ın XIX. maddesinin (1. paragraf) ayırıcı olmayan bir şekilde uygulanması gerekmektedir. Gelişmiş ülkelerin gelişmekte olan ülkelere yaptıkları ithalatı GATT'ın XIX. maddesi ile I. maddesine aykırı olarak «iradi ihracatı kısıtlama anlaşmaları» yoluyla kısıtlama girişimleri, uluslararası ticaretin temellerini sarsabilecek boyutlara ulaşmıştır.

Geçtiğimiz Kasım ayında yapılan GATT toplantısı sonunda kurulan Harzılık Komitesi'nin gündemini hazırlayacağı ve muhtemelen bu yılın sonlarına doğru başlayabilecek olan yeni Çok Taraflı Ticaret görüşmelerinde A.B.D. ısrarla hizmetler sektörünün de GATT kapsamına alınmasını isteyecektir. Brezilya ve Hindistan'ın öncülük ettiği gelişmekte olan ülkeler ise A.B.D.'nin ve AET'nin uyguladıkları miktar kısıtlamaları tedbirlerinin durdurulmasını ve bu konuda GATT çerçevesindeki sorumluluklarını yerine getirmeleri gerektiği görüşünü savunmaktadırlar.

Boyutları son iki yıldır hızla büyüyen korumacılık eğiliminin (GATT'ın XIX. maddesi ile ilgili olarak) azaltılması ve uluslararası ticaret sisteminin yeni bir düzene oturtulması yönünden 1986'da ve önümüzdeki yıllarda önemli gelişmelerin meydana gelmesi beklenmektedir.

DİPNOTLAR

(1) Patrizio Merciai «Safeguard Measures in GATT», Journal of World Trade Law, Volume/15, 1981.

(2) John H. Jackson «World Trade and the Law of GATT», The Bobbs-Merill Company Inc., Michigan, 1969, S. 553.

(3) Patrizio Merciai, a.g.e., s. 42.

(4) Gerald M. Meier «Externality Law and Market Safeguards: Applications in the GATT Multilateral Trade Negotiations», Harvard International Law Journal, Volume 18, Number 3, Summer 1977, S. 494.

(5) Mark Koulen «The Non-Discriminatory Interpretation of GATT Article XIX (1)», Legal Issues of European Integration, Law Review of the Europa Institute, University of Amsterdam, 1983/2, S. 88.

(6) 90 ülkenin imzaladığı GATT çerçevesinde bir karar alınabilmesi oybirliği ile mümkündür.

(7) Mark Koulen, a.g.e., S. 88.

(8) Patrizio Merciai, a.g.e., S. 51.

(9) Marco C.E.J. Bronckers «The Non-Discriminatory Application of Article XIX of GATT: Tradition or Fiction?», Legal Issues of European Integration, Law Review of the Europa Institute, University of Amsterdam, 1981/2, ss. 43-44.

(10) Marco C.E.J. Bronckers, a.g.e., S. 43.

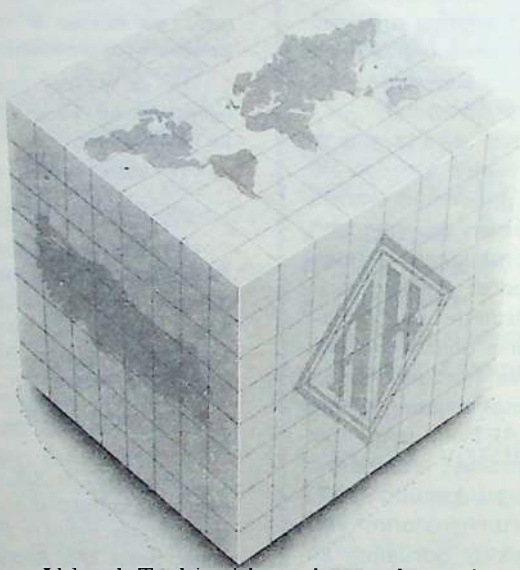
(11) GATT'ın XIX. maddesinin reform edilmesi konusundaki görüşlerin hukuki temellerinin ayrıntılı bir analizi için bkz.: Ömer Bolat «An Analysis of the Application of Article XIX of GATT», An Essay on International Trade Negotiations, Europa Institute, University of Amsterdam, May 1985.

(12) Martin Wolf «Putting the GATT back again», Financial Times, March 28, 1985, ve Financial Times, Editorial «Insidious Form of Protection», January 9, 1986.

(13) Ömer Bolat «Çok Elyaflılar Anlaşması Çerçevesinde AET'nin Tekstil ve Giyim Sanayii Politikaları», İktisadi Kalkınma Vakfı Dergisi, Sayı 44, Ağustos 1985, sayfa 11. Bu inceleme yazısı ayrıca MFA uygulamasının özellikleri konusunda ilgililenler için de tavsiye edilir.

(14) Ömer Bolat «An Analysis of the Application of Article XIX of GATT», S. 10.

Türkiye'de ve bütün dünyada



Akbank Türkiye'de ve bütün dünyada hizmetinizdedir. İhracat-İthalat işlemlerinizi, döviz-mevduat- kredi hesaplarınız ve tüm bankacılık sorunlarınız için Akbank'ın deneyiminden ve dış dünyadaki itibarından yararlanın.

Yurt içinde Akbank şubeleri, yurt dışında Akbank Temsilcilikleri ve Akbank'ın bütün dünyadaki birinci sınıf muhabirleri ile sürdürdüğü işbirliği, tüm bankacılık sorunlarınızı kısa sürede çözüme ulaştırır.

AKBANK
"Güveninizin eseri"

Dış Temsilcilikler NEWYORK FRANKFURT LONDRA ROTTERDAM Essen Batı Berlin Münih, Hamburg, Stuttgart Hannover

Sermaye Piyasası

Doç. Dr.
M. ŞÜKRÜ TEKBAŞ

İSTANBUL Menkul Değerler Borsası'nın ikinci ayında da hisse senedi fiyatlarındaki artışın devam etmesi ile Banka ve Ekonomik Yorumlar Dergisi İndeksi 28.33 puan artarak 325.71 puana yükseldi. Hisselerin büyük bir kısmı ay içinde çok daha yüksek düzeylere ulaşmış iken, fiyatların gevşemesi İndeks'in daha yüksek düzeylere ulaşmasını engellemiştir. Ocak sonunda 1.500 TL olan Rabak, Şubat içinde bir ara 2.600 TL'ye kadar yükselmiş olmasına rağmen gerileyerek 1.875 TL'ye inmiştir.

Ay içinde 23 hisse senedinin fiyatı artarken 8 hissede düşme ortaya çıkmıştır. Anadolu Cam 345 TL artarak 1.995 TL'ye, Arçelik 550 TL artarak 2.700 TL'ye, Bağfaş 1.300 TL artarak 3.500 TL'ye, Cimsa 1.850 artarak 7.030 TL'ye, Çukurova Elektrik 1.625 TL artarak 5.750 TL'ye, Ege Gübre 1.100 TL artarak 6.000 TL'ye, Gübre Fabrikaları 420 TL artarak 5.025 TL'ye, Hektaş 450 TL artarak 8.750 TL'ye, İzocam 350 TL artarak 5.950 TL'ye, Koç Holding 1.400 TL artarak 4.500 TL'ye, Olmuksa 1.760 TL artarak 4.700 TL'ye, Uniroyal 535 TL artarak 1.585 TL'ye yükselmişlerdir. Diğer taraftan Akçimento 2.875 TL düşerek 10.625 TL'ye, Kay 750 TL düşerek 12.250 TL'ye gerilerken diğer hisseler daha düşük tutarda değer kaybetmişlerdir.

En çok işlem gören hisse senetleri arasında Çukurova Elektrik, Gübre Fabrikaları, Koruma Tarım, Rabak, Olmuksa, Bağfas, Uniroyal ilk sıralarda yer almışlardır.

Bu arada ikinci hisse senedi pazarında, Çimentaş 40.000 TL, Aslan Çimento 800 TL, İzmir Demir Çelik 1.600 TL, Fırsan 2.250 TL'den işlem görmüşlerdir.

Borsa açıldığından beri hiç işlem görmeyen Aksa ve Plastifay'ın, Temmuz'da dolacak olan 6 aylık süre sonunda Borsa'nın birinci pazarından çıkarılabileceği sık sık konuşulmaktadır. Bunların yanında Bolu Çimento, Bursa Çimento, İzmir Demir Çelik ve Pınar Süt gibi ikinci pazarda işlem gören bazı hisselerin işlem hacimleri artarken, bunlardan ikisinin Aksa ve Plastifay'ın yerine birinci pazara alınması sözkonusu olmaktadır.

Ay içindeki önemli gelişmelerden biri, iki lastik şirketi Uniroyal ile Good Year'in birleşme kararları olmuştur. Buna göre Uniroyal hisseleri Good Year tarafından devir alınacak ve 11.1 adet Uniroyal hissesine bir adet Good Year hissesi verilecektir. Bu birleşmenin en ilginç tarafı 1985'de 102.5 milyon TL zarar eden

ve 1841.8 milyon TL geçmiş dönem zararları ile birlikte toplam zararı 1944.2 milyon TL'ye ulaşan Uniroyal'in, kârı bir kuruluş olan Good Year'e birleşme halinde zararın kârdan düşülmesi imkânını vermesi ile büyük bir finans imkânı yaratmasıdır. Good Year 1985 yılında 8.250 milyon TL tutarında kâr etmiş olup, ortaklarına % 800 oranında kârpayı dağıtacaktır. Uniroyal'in sermayesi, sermaye artırımından sonra 5.4 milyar TL iken, Good Year'in sermayesi 486 milyon TL'dir.

Hazine Bonusu ve Devlet Tahvili

Hazine ve Dış Ticaret Müsteşarlığı, yılbaşından Şubat sonuna kadar 8 hafta içinde 435 milyar TL'lik menkul değer satışa çıkarmış ve bunların 243.5 milyar TL'lik kısmına alıcı bulabilmiştir. Bu süre içinde satışa çıkarılan 55 milyar TL'lik 2 yıl vadeli tahvilden 11.25 milyar TL'lik kısmı, 195 milyar TL'lik 1 yıl vadeli tahvilden 81.9 milyar TL'lik kısmı, 170 milyar TL'lik Hazine bonusundan da 150.2 milyar TL'lik kısmı satılabilmektedir.

Hazine'nin Menkul Değer Satışı (Milyar TL)

	Satışa Sunulan	Satılan
1. hafta	60	30.6
2. »	60	46.9
3. »	65	50.5
4. »	60	29.9
5. »	60	18.2
6. »	50	15.5
7. »	40	28.9
8. »	40	23.0
TOPLAM	435	243.5

Bu menkul değerlerin ortalama faiz oranları ise, dalgalanma göstermekle beraber bir yıllık tahvilde düşme, 6 ay vadeli Hazine bonusunda yükselme göstermiştir. İki yıllık tahvil ise faiz düzeyini korumuştur. Bu arada 6 ay vadeli bono ile bir yıl vadeli tahvil arasındaki fark küçülmüştür.

Sayın Okurumuz,

1986 yılı abonenizi yenilediniz mi?

Bekliyoruz...

Hazine'nin Menkul Değerlerinde
Ortalama Faiz Oranları (%)

	6 ay	1 yıl	2 yıl
1. hafta	51.08	54.09	52.23
2. »	50.70	54.17	52.23
3. »	50.78	54.20	s
4. »	51.37	s	s
5. »	51.68	s	s
6. »	51.12	54.08	s
7. »	51.50	53.50	52.0
8. »	51.60	53.32	52.0

Mevduat faiz oranları 1 Mart'tan geçerli olmak üzere yeniden ayarlanmış ve 3 ay vadeli mevduat için 1 puan düşürülerek % 44'e ve 6 ay vadeli için de 2 puan düşürülerek % 48'e indirilmiştir. Bir aylık vadeli mevduatın faiz oranı % 35 ve bir yıllığına de % 55 düzeylerinde değişmeden aynı bırakılmıştır. Böylece 3 aylık mevduatın yıllık bileşik faizi % 53.18'den % 51.81'e ve 6 aylığına de % 56.25'den % 53.76'ya indirilmiştir. Bu değişikliğe, en çok rağbet edilen mevduat vade-lerine ilgiyi azaltma ve hükümetin faiz oranlarını düşürme arzusunu gerçekleştire- me için bir başlangıç olması yol açmıştır.

Türkiye Etibank'a Güveniyor Dünya Etibank'a Güveniyor



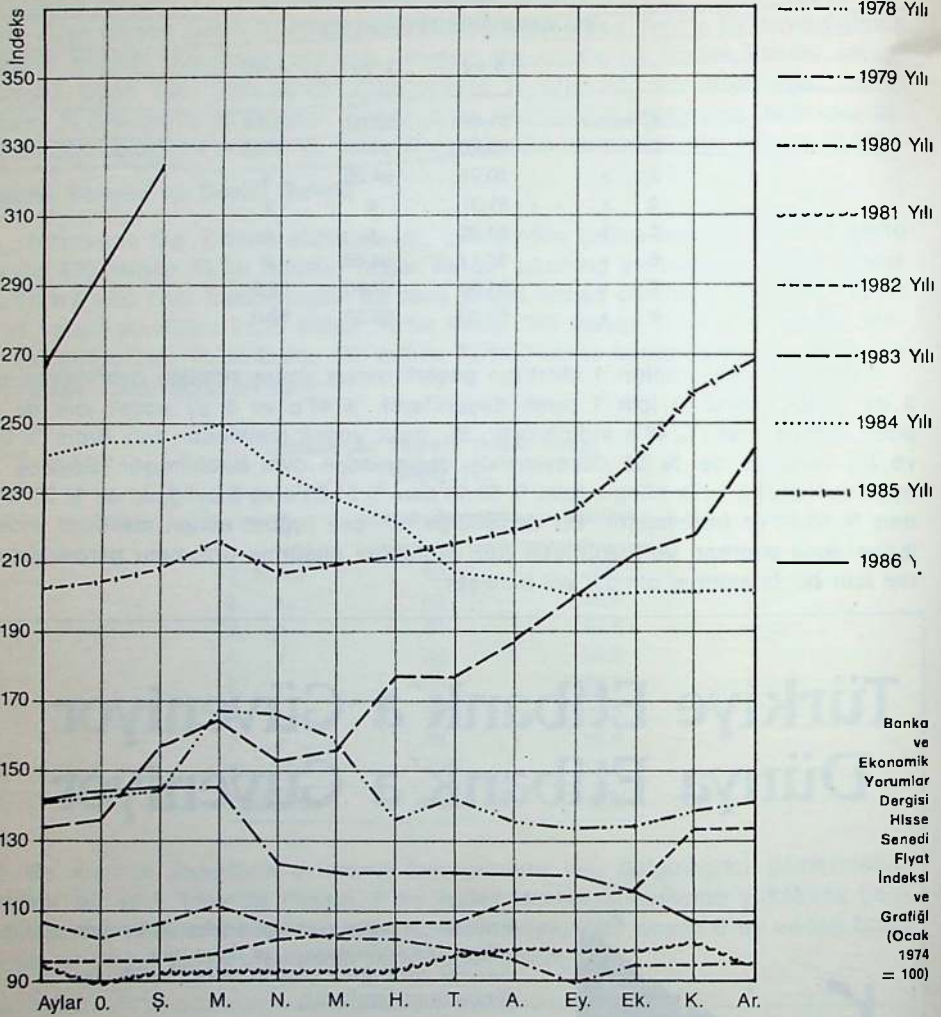
Etibank Anadolu toprağına gömülü kromu, bakır, boksiti, çinkoyu ve daha nice madeni gümüşüne çıkarıp, işleyerek döviz dönüşüren bankadır.

Dünyanın ve Türkiye'nin güvenilen bankası Etibank. 163 milyar sermayesi, deneyimli uzman personeliyle, tüm bankacılık ve dış ticaret işlemlerinizde sizin de "güveneceğiniz" güçlü bankadır.



ETİBANK

güçlü kuruluş güçlü bankacılık
Sermayesi: 163 milyar

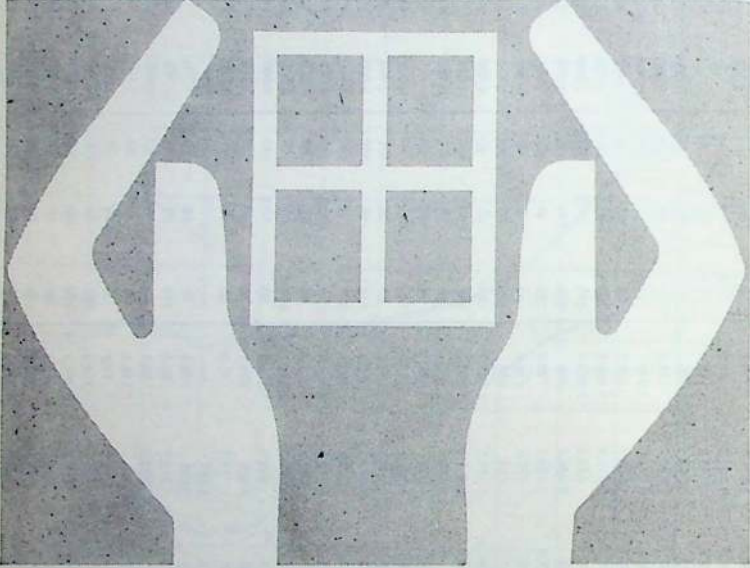


AYLAR	1976	1977	1978	1979	1980	1981	1982	1983	1984	1985	1986
Ocak	118.85	118.91	142.21	144.23	101.76	87.04	94.18	135.51	243.11	202.78	297.38
Şubat	118.57	120.82	140.09	144.25	105.08	90.24	94.60	157.44	243.77	207.73	325.71
Mart	121.11	123.65	166.76	144.79	110.80	91.76	97.99	165.21	249.65	214.77	
Nisan	125.34	136.12	166.05	122.40	104.31	90.37	101.49	152.04	235.43	207.07	
Mayıs	118.00	127.26	159.26	120.49	101.63	91.66	102.60	156.00	227.24	209.20	
Haziran	119.13	128.05	134.63	121.36	101.90	91.83	106.38	176.25	220.66	210.89	
Temmuz	119.81	128.22	143.21	121.69	98.18	97.63	106.22	176.40	207.07	213.75	
Ağustos	124.15	125.56	135.39	119.05	95.18	98.53	113.08	186.42	204.24	218.60	
Eylül	126.02	134.48	132.82	119.48	89.12	97.89	112.47	199.71	198.36	226.70	
Ekim	137.81	139.11	135.55	115.69	94.21	97.35	115.27	212.63	200.20	238.27	
Kasım	119.19	139.00	138.71	107.66	94.51	100.27	132.45	217.12	200.44	258.90	
Aralık	117.44	141.93	141.58	107.81	94.64	94.18	133.33	242.03	202.10	261.35	

Sıra No.	Kuruluşun Adı	Kayıtlı Sermaye (Milyon TL)	Çıkarılmış (Ödenmiş) Sermaye (Milyon TL)	Taksim Yılı Kârı			Doğrulan Kâr Payı (%)				Piyasa Fiyatı (TL)			
				1983 (Milyon TL)	1984 (Milyon TL)	1982 (Milyon TL)	1983 (Net)	1984 (Net)	1982 (Net)	1985	1986	1985	1986	1985
1	AKÇİMENTO	630	630	180	533,8	318,2	20	50	50	3.700	9.400	13.500	10.625	
2	ANADOLU CAM	3.500	3.500	733	1.008,5	772,5	100	50	100	2.100	1.450	1.650	1.995	
3	ARÇELİK	8.000	8.000	792,8	4.440,3	40,4	10,4	40	4	—	1.750	2.150	2.700	
4	AYMAR	1.400	1.400	22,9	746,9	115,4	5	95	20	—	1.600	1.835	1.905	
5	BAGFAŞ	4.000	4.000	2,623	3.505,5	1.880	75	60	65	2.800	1.700	2.200	3.500	
6	BASTAŞ	270	270	228	830,7	171,9	40	65	50	4.000	3.800	3.800	3.800	
7	BATI ANADOLU ÇİM.	75	75	1.746	3.345,6	1.044	740	1.400	400	30.000	110.000	110.000	110.000	
8	BURSA ÇİMENTO	567	567	561	1.176,7	472,7	35	75	85	4.500	6.000	6.000	12.000	
9	CELİK HALAT	5.400	5.400	1.211	1.770,4	1.109,4	100	60	133	2.750	6.000	6.600	6.300	
10	CİMSA	1.440	1.440	710	423,3	2.062,7	145	17,2	387,7	2.500	3.000	5.185	7.030	
11	CUKUROVA ELEKTRİK	15.000	1.200	1.228	3.326,6	685	105	130	100	3.000	3.200	4.025	5.750	
12	DOKTAŞ	1.350	1.350	1.575,6	1.335,2	779,9	120	40	100	—	3.500	3.000	3.025	
13	ECZACIBAŞI YATIRIM	800	800	339	2.579	215,6	30	32,5	30	1.100	1.150	1.100	1.150	
14	EGE BİRACILIK	4.200	4.200	1.217	1.059	889	50	30	100	—	1.000	1.100	1.155	
15	EGE GÜBRE	800	800	1.209	1.231,5	1.045,7	40	—	80	3.000	3.500	4.900	6.000	
16	GOOD YEAR	486	486	1.458	2.421,4	1.293,7	150	250	800	12.000	12.000	12.000	14.000	
17	GÜBRE FAZİKALARI	1.400	1.400	—	1.970	1.323	60	70	60	3.000	4.000	4.605	5.025	
18	GÜNEY BİRACILIK	4.200	4.200	646	604	935	50	30	100	—	1.000	965	1.100	
19	HEKTAŞ	1.200	1.200	1.086	1.365,1	687,8	140	241,3	84	6.000	4.600	8.300	8.750	
20	İZOCAM	1.500	1.500	656	2.765,3	550,7	60	96	170	3.400	3.600	5.600	5.950	
21	KARTONSAN	6.000	500	1.173	2.879,4	925,5	110	56	120	2.000	1.700	2.000	2.175	
22	KAV	240	240	618	507,4	483,7	300	110	500	7.400	8.000	13.000	12.250	
23	KOC HOLDİNG	10.000	10.000	2.398	3.645	1.404,4	150	42,5	150	3.000	2.500	3.100	4.500	
24	KOC YATIRIM	5.000	3.000	358	4.072	438,7	50	55	50	1.800	1.200	1.650	1.705	
25	KORDSA	3.750	3.750	3.112	4.340,7	2.015	260	50	179	3.400	5.200	5.200	5.200	
26	KORUMA TARIM	2.250	2.250	1.173	922,5	1.351,2	80	32,5	110	1.900	1.250	1.150	1.325	
27	LASSA	10.800	10.800	1.589	4.496	983,1	20	20	10,1	1.350	1.600	2.205	2.650	
28	MAKİNA TAKİM	3.000	3.000	96	11,4	15,3	15	—	d.	1.100	1.800	1.100	1.100	
29	METAŞ	6.000	6.000	376	1.087	—	—	3,2	—	—	800	820	850	
30	NASAŞ	6.000	6.000	634	1.294	1.069,9	25	25	6,8	1.000	1.150	1.425	1.295	
31	NUH ÇİMENTO	786,5	786,5	170	912,7	82,5	170	50	444	30.000	6.000	6.000	6.000	
32	OLMUKSA	2.700	2.700	z.	983,9	56,1	—	90	10	2.900	2.260	2.840	4.700	
33	OTOSAN	2.500	2.500	625	—	1.118,4	4	—	84	1.400	950	960	920	
34	PİMAŞ	540	540	202	28,5	71,8	8	138	22	1.900	1.500	1.000	1.045	
35	PİLASTİFAY	450	450	945	636,2	1.367,3	200	40	300	6.800	2.500	2.500	2.500	
36	POLYLEN	6.000	2.800	815	873	519,7	100	30	60	1.400	1.300	1.500	1.875	
37	RABAK	5.000	2.625	1.006	286	832,7	50	20	195	1.500	1.700	1.700	1.915	
38	SARKUYSAN	520	520	1.227	1.192,1	1.377,7	250	85	400	9.500	9.200	11.000	13.000	
39	SİFAŞ	6.000	4.000	819	869,8	2.155,4	—	13,5	z.	1.000	950	1.950	1.825	
40	TÜRK DEMİR DOKUM	6.000	1.400	1.870	—	1.432,9	160	105,5	200	6.000	11.500	10.500	10.865	
41	TÜRK ŞİŞE VE CAM	30.000	17.000	850	2.096,6	800,6	54	12,5	104	1.350	1.050	1.145	1.145	
42	UNİROYAL	3.600	3.600	453	z.	510,3	40	—	50	1.500	950	1.050	1.585	

Açıklama : z. = Zarar, b.d. = Belli Değili, d. = Doğrılmıyor.

Enerji tasarrufu pencereden başlar, yurda yayılır.



Isıcam'la başlasın yakıt tasarrufu.
Isıcam'la yayılsın yurda.
Isıcam bir tasarruf sembolüdür.
Az yakıtle iyi ısınmanın pencereledeki formülüdür.
Isıcam'lı pencerelerden ısı dışarı kaçamaz,
soğuk içeri geçemez.
Hem paradan, hem de ısıdan yana
kazançlı çıkarınız.

Isıcam®

"özel birleştirilmiş çift cam ünitesi"

Cam Pazarlama A.Ş.

Büyükdere Caddesi, Beytem Han Kat 4-8 Şişli İstanbul
Tel: 146 11 30 (Santral) - Direkt: 146 09 05
Telgraf: Campaş İstanbul, Telex: 22614 cam tr

Cam Pazarlama A.Ş., Türkiye Şişe ve Cam Fabrikaları A.Ş.'nin bir kuruluştur.



Kur Tahmininde Bir Deneme (*)

CENK YÖNAK

HER yılbaşında olduğu gibi 1986 yılı içinde de kurların ne yönde ve hangi boyutlarda performans göstereceği birçok çevrenin ilgisini çeken konuların başında gelmekte ve birçok kuruluş ve kişilerce bu konuda tahminler yürütülmektedir. Döviz kurlarının gerek iktisadi (enflasyon, para arzı artış hızı, büyüme, bütçe açıkları, cari işlemler açığı, petrol fiyatları) gerek politik ve hatta toplumların psikolojik tavırlarına karşı çok hassas bir değişken olması nedeniyle kur tahminlerinin yapıldığı en uzun süre bir yıl olmakta; hatta bu bile konjonktürel dalgalanmaların meydana çıkması için yeterli bir süre oluşturması nedeniyle tahminlerde büyük sapmalara yol açabilmektedir. Nitekim geçen sene Mart ayı başlarına kadar DM karşısında 3.40 civarına kadar değerlendirilen Amerikan Doları, bu tarihten sonra hızla değer kaybetmiş; 22 Eylül 1985'de 5'ler grubunun (ABD, İngiltere, Federal Almanya, Fransa ve Japonya) Merkez Bankası başkanlarının anlaşarak piyasaya müdahale etmesi sonucu bu değer yitirisi hızlanarak sürmüştü ve Amerikan Doları

yıl sonunda DM karşısında 2.50'nin altına düşmüştür. Bu keskin düşüş dünyadaki bir çok tahminciyi yanıltmakla kalmamış, Türkiye'de de 1984 yılında yüksek doların nimetlerinden faydalanan bazı grupların (özellikle ihracatçılar ve dış ticarete ağırlık veren bankalar) beklentilerine sekte vurmuş ve bu gruplar hükümetin dolar devalüasyonu konusunda dünyadaki gelişmelere ters nitelikte bir tutum benimseyeceğini ummuşlardır. Buna karşın doların TL karşısında geçen senenin yarısı kadar (% 30 - MB Döviz Alış) değer kazanması, dolar ithalatçıları ve borçlarının çoğunluğu ABD Doları'ndan oluşan hükümetin borç yönetiminde olumlu etkiler yaratmıştır. Tüm bu açıklamalar gerçekçi bir kur tahmininin ekonomideki tüm çıkar grupları (özellikle dışa açık çıkar grupları) açısından ne ölçüde önemli olduğunu göstermektedir.

Bu yazıda pariteler ve döviz kurlarının tahmini konusunda nispeten değişik bir yaklaşım denenmeye çalışılmıştır. Bu yaklaşımda ülkemizde en yaygın biçimde kullanılan dövizler olan DM ve ABD \$'nın Merkez Bankası döviz alış kurları ile aralarındaki parite örnek olarak alınmıştır. Ancak yöntem, ABD Doları'nın İngiliz Sterlini veya Japon Yeni ile ilişkisini kapsayacak şekilde de uygulanabilir. Yöntem iki bilinmeyen ve iki denklemli basit bir matematiksel çözüm sistemine dayanmaktadır.

(*) Hesapların yapılmasını çok kolaylaştıran arkadaşım Aydın Keskin ile değerli fikirsel katkılarda bulunarak yazıyı okuyan Bilge Okay'a teşekkür ederim. Bununla birlikte yazıdaki hata ve sevaplar tümüyle bana aittir.

Yazacak olursak (1) :

$$1) \frac{\left(\frac{\$_{t+1} - \$_t}{\$_t} \right) \cdot \left(\frac{DM_{t+1} - DM_t}{DM_t} \right) - 1}{\frac{P_{t+1} - P_t}{P_t}} = k$$

$$2) P_{t+1} = \frac{\$_{t+1}}{DM_{t+1}}$$

Burada :

$\$_{t+1}$ = t+1 döneminde Amerikan Doları'nın TL değeri

$\$_t$ = t döneminde Amerikan Doları'nın TL değeri

DM_{t+1} = t+1 döneminde Alman Markı'nın TL değeri

DM_t = t döneminde Alman Markı'nın TL değeri

P_{t+1} = t+1 döneminde \$/DM paritesi

P_t = t döneminde \$/DM paritesi

$$k = \frac{E_{\$, DM} - 1}{\frac{d(P)}{P}} = \text{Paritedeki de-} \\ \text{ğişmeye } \$, DM \\ \text{çapraz elasti-} \\ \text{kiyeti (ayların}$$

özelliklerine ve paritenin hızlı veya yavaş iniyor veya çıkıyor olmasına göre son üç yılın aylık verileri ışığında genellikle 2,5 ile 4,5 arasında değişen sabit bir sayı)

Yukarıdaki denklemlerde $\$_{t+1}$ ve DM_{t+1} bilinmeyen değişkenler olmakta; $\$_t$, DM_t ve P_t geçmiş senenin değişkenleri olarak bilinmekte; k ise geçmiş trendler, ayın özellikleri (2), paritenin iniyor veya çıkıyor olması ve bu iniş çıkışın yüzdesel boyutları (3) gözönünde tutularak tarafımızca belirlenmektedir. Son belirlenmesi gerekli değişken ise P_{t+1} olmaktadır. Hedef değişken olarak nitelediğimiz bu değişkenle ilgili olarak döviz kurlarıyla ilgili beklentiler, gözönüne alınan ülkelerdeki ticaret, politika ve piyasa müdahalelerinin geçmişte izlediği hareketle bakılarak ve ayrıca gelecekte bu konularda neler olabileceği konusunda çeşitli kuruluş ve kişilerin görüşleri irdelenerek 1986 yıl sonu itibariyle

(2) Özellikle Ağustos işçi dövizleri yönünden bir DM ayıdır. Ocak ise geçmiş trendlere göre bir \$ ayı olarak göze çarpmaktadır.

(3) Paritenin bir yıl öncesinin aynı ayına göre çok düştüğü ve bu düşüşün % 20'lerin üstüne çıktığı 1985 yılının son altı ayında k, bir DM ayı olan Ağustos ayı hariç (k = 3.6) devamlı 2.5 ile 3 arasında seyretmiştir. Diğer bir deyişle paritede bir birimlik olumsuz değişme doların DM'a olan elastikiyetini azaltmış ve gerçekçi paritenin korunması, parite düşerken DM'nin \$ karşısındaki değer kazanışını TL'ye aynen yansıtmayıp TL'nin her iki para birimine karşı değişik oranlarda devalüe edilmesiyle sağlanmıştır.

(1) Bu çözüme ulaşmada zımni olarak Londra ve New York borsalarında uygulanan paritelerdeki değişikliklerin T.C. Merkez Bankası'nca bir süre gecikmeyle de olsa takip edildiği varsayılmaktadır. Bu varsayımı kanıtlamak için sözü geçen borsalardaki \$/DM günlük parite değişikliklerinin 1984 ve 1985 yılı için ortalamaları T.C. Merkez Bankası'nın aynı serisinin ortalamaları ile karşılaştırılmış ve ulaşılan sonuç önemli bir farklılık göstermemiştir.

bir hedef saptanmakta, paritenin 1986 yılı içindeki seyirinin ay sonları itibarıyla alacağı değerler ise geçmiş trendlere uygun biçimde tespit edilmektedir.

Hedef değişkenin yıl sonu değerinin saptanmasıyla ilgili görüşler aşağıda etraflıca izah edilecektir. Ancak tahminlerin daha sağlıklı olabilmesini temin etmek amacıyla bizim kanaatimizce tahminlerin iki uç noktasını teşkil eden $P_{86} = 2.20$ ve $P_{86} = 2.60$ değerleri ayrı ayrı alınarak $\$_{86}$ ve DM_{86} değerleri iki ayrı senaryoya göre çözülmüştür. Üçüncü bir senaryo olarak da bu iki senaryonun ortalaması alınmıştır.

\$/DM Paritesindeki Değişmeleri Etkileyen Faktörler

Bu faktörleri üç grupta toplamak mümkündür :

- 1) ABD ekonomisi ve ekonomi politikasında muhtemel gelişmeler (para arzı artışı, faiz oranlarındaki değişme, işsizlik oranlarındaki değişme, GSMH artışı, bütçe açığındaki değişme, dış ticaret açığı, ihracat, ithalat, yabancı sermayenin giriş eğilimi, rekabet gücü konusundaki gelişmeler ile ABD Merkez Bankası'nın iktisat politikasındaki muhtemel değişmeler),
- 2) Batı Alman ekonomisi ve ekonomi politikasındaki paralel gelişmeler,
- 3) Dışsal faktörler (petrol fiyatlarındaki gelişmeler, hammadde fiyatlarındaki gelişmeler, döviz piyasasına dışsal müdahaleler).

Önce ABD ekonomisini ele alacak olursak, beklentiler genellikle 1985'de başlamış olan trendlerin devam edeceği yolundadır. Birçok kuruluşların tahminlerinin ortalaması,

yıllık ortalama % 3 civarında mütevazı bir GSMH artışı ile % 3.5 civarında ortalama fiyat artışlarına işaret etmektedir. Düşük enflasyonun izin verdiği nispeten gevşek para politikasına devam edileceği ve buna paralel olarak önemsiz bir ölçüde de olsa faiz oranlarında 1985'de görülen aşağıya doğru trendin devam edeceği sanılmaktadır. Para politikasındaki gevşemeye rağmen düşük kalan enflasyonun 1986 yılında da ucuzlayan petrol faturası, diğer hammadde fiyatlarındaki gerilemeler ve aşırı ücret artışı taleplerinin yokluğu gibi faktörlerle desteklenerek faiz oranlarında da 1986 yılında aşağıya doğru bir trendi gerçekleştireceği söylenebilir. Buna işaret eden diğer önemli bir politik gelişme de ABD Merkez Bankası Yönetim Kurulu'na Başkan Reagan tarafından atanan 2 yeni üye ile birlikte Yönetim Kurulu'nda arızanlı ekonomi politikalarını savunan üyelerin çoğunluğu ellerine geçirmiş olmaları ve Merkez Bankası Başkanı P. Volcker'in herhangi bir faiz oranı artış kararında eskisine nispetle daha fazla zorlanacağıdır. Bütün bu olumlu faktörlere ilaveten işsizlik oranının % 7.5 - 8'ler seviyesinde tutulabilmesi, ABD'ye, en büyük sorun olan dış ticaret açığının azaltılabilmesine olanak sağlamak için gerekli dolar devalüasyonu için uygun bir ortam sağlamaktadır. Gerçi yabancı sermayenin ABD'ye akış eğiliminin 1985'deki büyümedeki yavaşlamaya rağmen önemli ölçüde değişmediği sanılmaktadır ve enflasyon yükselmedikçe nominal faiz hadleri düşse bile reel faiz hadleri nispi olarak hâlâ yüksek kalacağından, bu eğilimin yakın gelecekte değişmesi beklenmemektedir. Ancak dış piyasalarda rekabet gücünün yüksek dolar nedeniyle özel-

likle bazı sektörlerde (otomotiv gibi) bir hayli zayıflamış olması, Amerikan endüstrisinde genelde bir hayli rahatsızlık yaratmış bulunmaktadır. ABD pahalı doları kendi istediği seviyelere ancak 22 Eylül 1985'de 5 büyüklerle anlaştıktan sonra piyasa dışı müdahalelerle çekebilmiştir. ABD'nin ihracatta en büyük rakipleri olan Japonya ve B. Almanya'nın ekonomileri büyük ölçüde ihracata dayanmaktadır. Dolayısıyla anılan ülkelerin bu tür müdahalelere çok büyük ABD baskısı olmadan son derece isteksiz kalacakları bir gerçektir.

Nitekim 22 Eylül anlaşmasından sonra Japonya para arzını kısmış, Batı Almanya 1987 için öngördüğü vergi indirimleri paketini yürürlüğe erken koymayı reddetmiş, Fransa 1986 için parasal hedeflerinde sıkı davranmış, İngiltere ise düşen petrol fiyatlarının da etkisiyle muhtemel faiz haddi ve vergi oranı indirimlerinden vazgeçmiş gözükmektedir.

Batı Alman ekonomisine kısa bir bakış ülkenin ne ölçüde ihracata bağımlı olduğunu göstermeye yeter. Ülkenin 1985'de ancak yeterli (% 2.5) GSMH artış oranı ve oldukça yüksek işsizlik oranları (% 10)'na karşın dış ödemeler dengesinin DM 35-40 milyar civarında fazla gerçekleşmesi beklenmektedir. Son OECD alım gücü paritesi hesaplarına göre ise DM'nin denge kuru olan Amerikan Doları karşısında 2.20'ye düşmesi halinde, 1986 yılı dış ticaret dengesinin fazla vermeden kapanması ihtimali, yine OECD projeksiyonlarına göre GSMH artış oranının % 1.5'e veya daha altına düşmesini getirebilir. Bütün bu faktörler çok düşük bir enflasyon hızını (% 2 - 2.5) gerçekleştirmeyi başaran Batı Alman ekonomisini buna rağmen

faiz hadlerini aşağıya doğru indirmede isteksiz davranmaya itmektedir.

Dışsal faktörlere gelince, bunlar içinde en önemlisi petrol fiyatlarındaki muhtemel gelişmelerdir. Gelişmenin yönünün düşme doğrultusunda olduğu son OPEC toplantısından sonra kesinleşmiş gibidir. Bu bağlamda düşüşün boyutu önem kazanmaktadır. Bu düşüşün \$ 20/varil'e varması ve hatta daha da düşmesi halinde ABD'nin GSMH, enflasyon ve faiz hadleri üzerinde çok olumlu etki yapması ve bu olumlu etkinin dünya mali çevrelerinde ABD'ye olacak güveni yeniden pekiştirme açısından doları yükseltmesi beklenebilir. Ancak ihracat konusunda büyük petrol dışalımçıları olan Federal Almanya ve Japonya'nın ABD'ye olan rölatif rekabetçi konumu üzerinde fazla bir etki yapması beklenmemektedir. Bilakis dolara olacak talep yüzünden ABD dış ticaret açığının daha da şişmesi olasıdır. Diğer önemli etken olan piyasa dışı müdahaleler konusunda ise, yukarıda belirtildiği gibi sorun ABD'nin büyük ticaret ortaklarına sözünü ne ölçüde geçirebileceği noktasında yatmaktadır.

Tüm bu yukarıdaki faktörler göz önüne alındığında, \$/DM paritesi üzerinde her iki yönde baskıların yoğunlaştığı gözükmektedir. Biz birçok diğer tahminci kuruluş ve kişinin de fikirlerini paylaşarak ve iki yönde baskıların yoğunlaştığı bu dönemde doların ne aşırı ölçüde değerleneceği ne de aşırı ölçüde değer kaybedeceği kanaatini taşıyarak, birinci senaryomuzun doların dünya piyasalarında rekabetçi olabileceği (OECD hesaplarına göre) 2.20 DM paritesine göre; ikinci senaryomuzu ise doların az bir miktar değerlenerek 1986 sonunda 2.60 DM'a ulaşacağı varsayımıyla

HİZMET VERMEKTEN MUTLUYUZ

İnsanlar
çalışır, üretir, tasarruf yapar,
kredi alır, ticaret yapar, iş kurar...

Gencinden yaşlısına,
çalışanından emeklisine
insanların "Banka"ya ihtiyacı vardır.

Anadolu Bankası
bu ihtiyacın bilinci ile,
en iyi hizmeti vermenin
çabası içindedir.

Anadolu Bankası
"Banka"yı gerektiren her konuda,
her türlü bankacılık hizmetini
vermekten mutludur.

 **ANADOLU
BANKASI**

Hazine Bankası

AYIN EKONOMİK OLAYLARI

DR. YILDIRIM KILKIŞ

A LINAN tedbirlerin uygulanmaya konulmasıyla devletin mali kaynaklarının artırılacağı ve böylece hükümetin geniş parasal imkânlarla kavuşacağı açıkça anlaşılmaktadır. Gerek 1986 Yılı Bütçesi gerek bütçe dışı «fon»ların sağladığı gelirlerle, şimdiye kadar yetersiz kalan kamu hizmetlerinin artık daha iyi ve yaygın şekilde yapılması beklenmelidir. Kamu hizmetlerinin yürütülmesinde gelişmiş ülkelerin seviyesine gelinebilmesi ve bunun için de bazı ilkel uygulamalara son verilmesi istenmektedir. Bunun gerçekleşmesi, hiç şüphesiz uygarlaşmanın en olumlu göstergesi olacaktır.

Öte yandan, kamu hizmetlerinin iyileştirilme çalışmalarının hayat pahalılığını arttırıcı etkilerinin de önlenmesi istenmektedir. Çünkü halkın satın alma gücünün giderek zayıfladığı ve zorlandığı bir gerçektir. Gerçi Hazine'nin, DİE'nin ve İTO'nun geçinme indekslerinde farklı rakamlar yer almaktadır. Bununla beraber bu indekslerin ortak özelliği, hayat pahalılığının sürdüğünü ortaya koymalarıdır.

Bu arada, iletişim imkânlarının gelişmesi ve hızlı şehirleşme sonucu, halkın satın alma arzusunda meydana gelen artışlar; enflasyonu hızlandırarak ortaya önemli bir ikilem çıkarmaktadır. Kamu kesimi, satın alma gücünün enflasyondan olumsuz olarak etkilendiği diğer bir alandır. Kamu gelirleri arttıkça, kamunun mal ve hizmet alımları da artmaktadır. Ancak, enflasyon oranının yüksek olması nedeniyle, bu alımlar istenilen düzeyde olamamaktadır.

Döviz yönetimi ile ilgili bir uygulama, geçtiğimiz ayın ekonomik olaylar dizisi içinde yer almaktadır. Merkez Bankası, kambiyo kârlarını azaltmak amacıyla, bankalardaki döviz stoklarını daha sıkı kontrol etmektedir. Yeni uygulamaya göre, ticari bankaların döviz tevdiat hesaplarının % 20'si olarak belirlenen münzam karşılık miktarlarını, Merkez Bankası'na 6 ay içinde yatırmaları gerekmektedir. Böylece ihracat karşılığı dövizlerin yurda getirilmesinde görülen gecikmelerin önlenmesi amaçlanmaktadır.

Geçtiğimiz ayın önem kazanan diğer bir olayı reklamlarla ilgilidir. Tüketicinin aldatılmasının ya da sağlığa zararlı alışkanlıklarının önlenmesi amacıyla yapılan bazı uygulamaların; serbest ticareti engellediği, hatta hukuka aykırı olduğu tartışma konusu edilmektedir. Oysa gerek tüketicinin aldatılmasını önlemek gerek aydınlatılmasını sağlamak amacı, ülkemizde gerçekleşmesi gereken ve gelişmesi arzu edilen medeni bir zorunluluktur. Nitekim T.C. Anayasası'nın 172 nci maddesinde de bu konuda açık hükümler yer almaktadır. Bununla beraber, rek-

lam aracını kullanarak tüketiciyi korur ve aydınlatırken, ticari hak ve faaliyetlerin zedelenmesine de yol açmamak gerekir. İki olay arasında bir denge kurulması zorunludur.

Vergi İadesi Uygulaması

Bilindiği gibi, yalnız ücretliler için olan vergi iadesi uygulaması genişletilerek, iadeden yararlanacakların kapsamına tacirler, çiftçiler ve serbest meslek erbabı da alınmıştır. 9 Şubat 1986 tarihli Resmi Gazete'de yayınlanan Maliye ve Gümrük Bakanlığı tebliği ile daha önce vergi iadesi konusunda çıkmış olan bütün tebliğler yürürlükten kaldırılmıştır. Esasen 3239 sayılı Kanun'la da, «Ücretlilere Vergi İadesi Hakkında Kanun»un adı «Vergi İadesi Hakkında Kanun» olarak değiştirilmiştir. Söz konusu tebliğ, vergi iadesine esas olacak mal ve hizmet alımlarını, vergi iadesi ödemelerinin usul ve esaslarını açıklamaktadır. Buna göre vergi iadesine konu olan harcamaları belirleyen belgelerde bir değişiklik yapılmamıştır. Bu arada tacir ve mesleki kazanç sahiplerinin her ay; emekli, malul, dul ve yetim aylığı alanların 3 ayda bir; çiftçilerin ise 4 aylık dönemlerde vergi iadesi almaları esası getirilmiş bulunmaktadır.

Peşin Vergi Uygulaması

Yılbaşında yürürlüğe giren peşin vergi uygulaması başlangıçta bazı tereddütlere yol açmıştır. Bilindiği gibi peşin verginin ödenmesi Katma Değer Vergisi ile birlikte yürütülmekte ve vergi dairelerine ödemeler izleyen ayın 25'ine kadar yapılmaktadır. İlgililer peşin verginin yayınlanan ilgili tebliğdeki açıklamalar göz önünde tutularak ödenmesini tavsiye etmektedirler. Yapılacak yeni bir açıklamaya göre arada bir fark olursa, bu fark ek ödeme veya mahsup yolu ile telafi edilecektir. Öte yandan bazı sektörlerde peşin vergi oranları farklı olacaktır. Bu fark şimdilik sadece ihracatçılar için belli olmuştur. İhracatçıların ödeyecekleri peşin vergi oranı; % 5 olarak saptanmıştır.

Bankacılık Kesimi ve Bankalarla İlgili Haberler

- Bankacılık kesimindeki gelişmeler ve değişmeler hakkında, Prof. Dr. Demir Demirgil'in, İstanbul Ticaret Odası Gazetesi'nin 21 Şubat 1986 tarihli sayısında çıkan ve ilginç bilgileri içeren yazısını okurlarımızın dikkatlerine sunmak isteriz. Genel olarak bankaların sayısındaki artışa, özellikle yabancı bankaların sayısında 4'ten 14'e varan çoğalmaya, banka şubelerindeki sayısal yükselişe, mevduat artışına, kredi/mevduat oranının azalmasına, finans arzının çoğalmasına rakamlarla açıklık getiren bu yazıyı; bankacılıkla ilgilenenlerin okuması gerektiği kanısındayız. Yazı, bankacılık kesiminde, «Son iki yıldır çanlar Hazine için çalmaktadır.» cümlesiyle son bulmaktadır.

- 3182 sayılı Bankalar Kanunu'na ilişkin 2 No.lu Tebliğ, 13 Şubat 1986 tarihli Resmi Gazete'de yayınlanmıştır. Tebliğ; basın ve yayın yolu ile satış kampanyasına iştirakçi kabul ederek satış yapan gerçek ve tüzel kişilerin, bu satışlarda uyacakları esasların, 1211 sayılı Kanun'un 4 ve 40'ıncı maddelerine göre düzenlendiğini açıklamakta; bu esaslara uyulmamasının, Bankalar Kanunu'nun 13/2 maddesine aykırılık olarak kabul edileceğini bildirmektedir.

• 31 Ocak 1986 tarihli Resmi Gazete'de yayınlanan Bakanlar Kurulu Kararı ile, merkezi İstanbul'da olmak üzere 4 milyar TL sermayeli «Tekstil Bankası A.Ş.» nin kurulmasına izin verildiği açıklanmaktadır.

• 1 Şubat 1986 tarihli Resmi Gazete'de, Merkez Bankası nezdinde tesis edilecek döviz tevdiat munzam karşılıklarına uygulanacak olan faiz oranları yayınlanmış bulunmaktadır.

• Yine 1 Şubat 1986 tarihli Resmi Gazete'de yayınlanan Merkez Bankası tebliğinde, 1984 ve daha önceki yıllarda verilen teşvik belgeleri çerçevesinde ithal edilecek makina ve teçhizat için İhracatı Teşvik Fonu tahsil edilmeyeceği açıklanmaktadır. Bunun dışında, 1986 yılı Program Kararnamesi döneminde verilen teşvik belgeleri kapsamında ithali uygun görülen makina ve teçhizat için CIF bedelinin % 5'i, 1985 döneminde verilmiş teşvik belgeleri kapsamında ithali uygun görülen makina ve teçhizat için de CIF bedelinin % 2'si oranında İhracatı Teşvik Fonu tahsil edileceği ifade edilmektedir. Buna karşılık, 27.9.1980 tarih ve 17118 sayılı Resmi Gazete'de yayınlanıp banka plasmanlarının % 15'inin sınai mamul ihracat kredilerine tahsisini öngören tebliğ, yürürlükten kaldırılmıştır.

• 23 Şubat 1986 tarihli Resmi Gazete'de yayınlanan 3259 sayılı Kanun ile, İslâm Kalkınma Bankası'nın tüm varlıkları ve işlemleri her türlü vergi, resim ve harçtan muaf tutulmuştur. Bu arada bankanın gelirleri, yaptığı işlemlerle ilgili nakden ve hesaben aldığı paralar, bunlara ilişkin olarak düzenlenen kâğıtlar, her çeşit menkul ve gayrimenkul iktisapları muafiyet kapsamına girmektedir. Ayrıca bankaya sermaye iştirakleri nispetinde ödenecek kâr payları Kurumlar Vergisi'nden müstesnadır. Bu kâr payları Gelir ve Kurumlar Vergisi Kanunları'na göre verilebilirilemeyecek ve tevkifata tabi tutulamayacaktır.

Esnaf ve Küçük Sanatkâr ile Tacir ve Sanayici Ayırımı

19 Şubat 1986 tarihli Resmi Gazete'de yayınlanan Bakanlar Kurulu Kararı; esnaf ve küçük sanatkâr ile tacir ve sanayici ayırımını yeniden düzenlemiştir. Buna göre, yıllık cirosu 60 milyon TL'nin altında bulunup tüzel kişiliği olmayan firmalar, odalardan ayrılarak esnaf derneklerine kayıt olacaklardır. Yeni kurulacak tüzel kişilikli firmaların ise doğrudan odalara kayıt olmaları gerekmektedir.

◆ Herkes benim düşünceme katılırsa, yanılmış olmaktan korkarım.

Oscar Wilde

◆ Yöneticiler duygularıyla davranmamalı, her zaman mantık yolunu seçmelidirler.

Napoléon

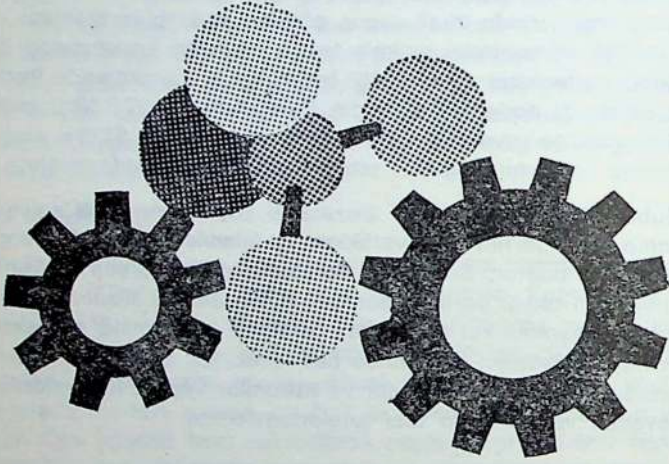
◆ İtaat etmeyi öğrenmiş kimse, kumanda etmeyi de öğrenmiş demektir.

Nietzsche

◆ Öğrenmenin sonsuzluğu, insanın ne kadar az bildiğini gösterir.

Edward Young

**Kimya sanayi
yardımcı maddeleri
tüm endüstrinin
vazgeçilmez unsurlarıdır.**



Türk-Henkel tüm üretimi ile
ihracat yapan tekstil, deri,
metal ve gıda gibi sanayi
kollarının kalite garantisidir.

Her tüten bacada bir Türk-Henkel mamulü...

YENİ YAYINLAR

Doç. Dr.
HALÛK A. KABAALIOĞLU

AKREDİTİF

ROWE, Michael; «LETTERS OF CREDIT», Euromoney Publications, Londra 1985, xiv+174 sayfa, 95 Dolar.

Geçtiğimiz günlerde yayınlanan Michael Rowe'ın «Akreditif» konulu kitabı uluslararası ticaret ve bankacılık konularıyla ilgilenen kişilerin dikkatini çekmiş bulunuyor. Son derece önemli bir işlem olan akreditif konusunda ayrıntılı bir eser yayınlan-

mamış olması, özellikle son yıllarda yer alan gelişmeler çerçevesinde daha önceki tarihlerde hazırlanan incelemelerin de güncelliğini kaybetmesi karşısında Rowe tarafından kaleme alınan ve Euromoney yayınları arasında çıkan bu kitap büyük önem kazanmış bulunuyor⁽¹⁾.

Esere bir önsöz yazan Schmitthoff, İngiliz hâkimlerinin akreditif işlemini «ticaretin can damarı» olarak nitelendirdiklerini belirtmektedir. Uluslararası ticaretin finansmanında akreditif konusunu araştırmasının mer-

(1) Akreditif konusunda daha önce yayınlanan bazı önemli eserler arasında Fas Rafineri Sanayi Anonim Şirketi Müşaviri F.M. Ventris'in **Bankers Documentary Documentary Credits** (Issued in accordance with the Uniform Customs and Practice - 1974 Revision - of the International Chamber of Commerce) Second Edition, London, 1983 zikredilebilir. Bu arada akreditif ve dış ticaret hileleri konusunda ün yapan Güneydoğu Asya ülkeleri ve Singapur, konunun hukukî yönlerini inceleyen önemli bir derleme hazırlamışlardır. Singapur Millî Üniversitesi Hukuk Fakültesi'nin yayınladığı **CURRENT PROBLEMS OF INTERNATIONAL TRADE FINANCING** (Edited by Chinkin/Davidson/ Ricquier) **Singapore Conferences on International Business Law** dizisinde ya-

yınlanmıştır: Singapur, 1983. Tabii bu arada akreditife ilişkin bölümler olan eserler arasında Clive Schmitthoff'un ünlü **Export Trade Law**, D.M. Day'ın **The Law of International Trade**, Mark Hoyle'in yine aynı başlıklı incelemesi, Geoffrey Whitehead'in **Elements of Export Law** ile aynı yazarın **Elements of Transportation and Documentation** kayda değer eserler arasındadır. Öte yandan A.B.D.'de **Wayne State Hukuk Fakültesi** öğretim üyesi John Dolan'ın **THE LAW OF LETTERS OF CREDIT, Commercial and Standby Credits**, Boston/New York, 1984 çok geniş kapsamlı ve önemli bir eserdir. Bu arada Türkiye'de E. Göğer'in Akreditif kitabının ikinci baskısının geçtiğimiz yıl içinde yapıldığını eklemek gerekir.

kezi olarak belirleyen Rowe, akreditifi diğer konulardan ayrı olarak mü-talâa da etmemektedir. Uluslararası ticaretin çeşitli yönlerine gerekli ağırlık verilerek işlemler adım adım incelenmekte, uluslararası alım-satım sözleşmelerinden başlanmak suretiyle, icap ve kabul, **Incoterms**, ödeme ve malların mülkiyetinin intikali gözden geçirilmektedir. Bu arada bu bölümün sonunda ek olarak A.B.D.'de bütün eyaletlerde (Louisiana hariç) kabul edilen **Uniform Commercial Code'** da satım akdine ilişkin öngörülen maddeler okuyucuya sunulmaktadır. Biz, fevkalâde karmaşık bir yapıya sahip olan U.C.C. hükümlerinin ek olarak verilmesinin okuyucuya yararlı olmadığı kanaatindeyiz. Ancak referans amacıyla bakılabilecek bu metin, kitaptan yararlanacak kişilerin kitaplıklarında zaten vardır. Bu bölümde ikinci ek Birleşmiş Milletler bünyesinde hazırlanan «Uluslararası Satım Akitlerine İlişkin Sözleşme» metnidir. Bu sözleşme de son derece önemli olmakla beraber ülkemizde henüz gerekli ilgiyi görmüş değildir. Ayrıca yayınlanan bazı eserlerde 1980 tarihli bu metinden haberdar olunmadığı anlaşılmakta ve halen de **Uniform Law on the International Sale of Goods, Diplomatic Conference on the Unification of Law Governing International Sale of Goods'a** atıf yapılmaktadır. Çeşitli vesilelerle belirttiğimiz üzere Türkiye, **UNCITRAL** bünyesinde yürütülen çalışmalarını izlemek durumundadır. Uluslararası ticaretin hukuki yönlerine eğilen bu Komisyon, uluslararası satım akdinden inşaat akitlerine, kıymetli evraka kadar çok değişik konularda ciddi çalışmalar yapmaktadır⁽²⁾.

Rowe, ekler bölümünde **Inco-**

terms'i çok özet olarak verirken, **American Foreign Trade Definitions'** in, 1941'de FOB akitlere ilişkin bölümü tam metin olarak sunulmaktadır.

İkinci bölümde akreditifin hukuki özellikleri pek genel çizgileriyle ve özet olarak verilmektedir. Bu alanda **Uniform Customs and Practice for Documentary Credits** ve Devletler Hususi Hukuku açısından uygulanacak hukuk incelenmekte, tablolarla **Uniform Customs and Practice** hükümleri U.C.C. ile karşılaştırmalı olarak sunulmaktadır. Daha sonraki bölüm, akreditifin açılmasına tahsis edilmiştir. Daha sonra ise kredinin gerçekleşmesi, sunulan belgelerle ödemelerin yapılması, belgelerin incelenmesi, çeşitli müracaat hakları gözden geçirilmekte, ayrı bir bölümde belgelerin nitelikleri ve **strict conformity** ilkesi üzerinde durulmaktadır. Akreditife ilişkin gelişen jürisprüdans ilginç örnek olaylarla doludur. Bunlara sadece özet olarak değinilmektedir. İlginç bir nokta kompüterle hazırlanan belgelerin durumunu inceleyen bölümdür.

Daha sonra taşıma (navlun) mukavelesi, konişmento, kaybolması, diğer taşıma senetleri, karşılaştırmalı tablolarla deniz, kara ve hava taşımacılığına uygulanan esaslar gözden geçirilmekte ve ek olarak 1978 Hamburg Kuralları verilmektedir. Doku-zuncu bölüm poliçe konusuna ayrılmıştır. U.C.C., 1930 Cenevre Poliçe ve

(2) United Nations Commission on International Trade Law, Yearbook, Volume XIII, New York, 1984'de genel olarak çalışmaların özeti verilmektedir. Ticarî tahkim ve uluslararası inşaat akitleri, taşımacılık vb. konularında halen sürdürülen çalışmalar ayrı bir inceleme-mizde ele alınacaktır.

Bonolara ilişkin Tekşekil Kanun metnini düzenleyen Cenevre Sözleşmesi metni ve 1882 İngiliz Police Kanunu verilmektedir. Onuncu bölüm ise sigorta poliçeleri ve faturalar konusuna ayrılmıştır. Ek olarak **Cargo, war and strike clause**'larına ilişkin **Institute of London Underwriters**'ın hazırladığı metin yer almaktadır. Onbirinci ve müteakip bölümlerde **standby letters of credit** ve akreditifin uygulandığı diğer usuller gözden geçirilmekte, Comecon ticarî ödemelerine ilişkin bilgi verildikten sonra takas konusunda açıklamalar yapılmaktadır. Ayrıca denizcilik hilelerine ilişkin özet bilgiler verilmektedir. Burada yer alan açıklamalar pek kısa ve genel düzeyde kalmıştır⁽³⁾.

Ödemelerin durdurulması, bankanın gerekli ihtimamı göstermemesi, hile teorisi, üçüncü kişilerin hakları, mahkeme kararıyla ödeme durdurulması, İsviçre ve Lüksemburg Mahkemelerinin uygulaması, Mareva tedbirleri, Devletin yargısal muafiyeti, döviz kısıtlamaları ve elektronik ödeme sistemlerinin uluslararası ticaret üzerinde etkileri gözden geçirilmektedir. Uygulamada ilginç davalar ortaya çıkmış bulunmaktadır. Ancak Rowe ve davalara derinliğine girmek yolunu seçmemiş, kendisi hukukçu olmakla beraber hukukçulara değil, bankacılara hitap eden bir eser yazmak düşünce-

(3) Değişik bir yaklaşım için bkz. Kabaalıoğlu. Halûk: INTERNATIONAL BUSINESS LAW, Cases and Materials (Privately printed for the exclusive use of participants in Certificate Program in International Management) December, 1985. Denizcilik hilelerine ilişkin Lord Byron, Salem gibi olaylar, ayrıntıları ile İstanbul Sanayi Odası Dergisi'nde yayınlanacak makalelerde incelenecektir.

sinden hareket etmiştir. Bu yönüyle eser başarılıdır⁽⁴⁾.

Bu arada eserde değinilmeyen çok yeni bir İngiliz Mahkeme kararında, ki bu karar 21 Ocak 1986 tarihinde **Court of Appeal** tarafından verilmiştir, gayri kabili rücu akreditifte bankanın sorumluluğuna ilişkin önemli esaslara değinilmektedir. Olayda teyid eden bankanın sorumluluğuna yönelik dikkat çekici yaklaşımlar söz konusu olmaktadır: **Forestal Mimos Ltd. Oriental Credit Ltd.**⁽⁵⁾.

DEVLETLER HUSUSİ HUKUKU

KEGEL, Dr. Gerhard: «INTERNATIONALES PRIVATRECHT», (Juristische Kurz - Lehrbücher) Ein Studienbuch, 5. Neubearbeitete Auflage, München 1985, xxxi+735 sayfa, 84 D.M.

1986 yılının ilk haftasında piyasaya çıkan Köln Üniversitesi Emeritüs

(4) B.M. bünyesinde uluslararası satım akıterine ilişkin hazırlanan sözleşme hakkında ayrıntılı bilgi için bkz. LES VENTES INTERNATIONALES DE MARCHANDISES (Problèmes juridiques d'actualité) Paris, 1981; Eisemann/Bontoux: LE CRÉDIT DOCUMENTAIRE DANS LE COMMERCE EXTÉRIEUR, Commentaire Réglementation uniforme internationale Formules normalisées, Paris, 1981 ve Eisemann F: USAGES DE LA VENTE COMMERCIALE INTERNATIONALE, Incoterms aujourd'hui et demain, Paris, 1980.

(5) B.M. Sözleşmesi ile ilgili bkz. «The United Nations Convention on Contracts for International Sale of Goods: Contract Formation and the Battle of Forms», 21 **Columbia Journal of Transnational Law** 529 (1983) ve Perrott'nun **The International Contract-Law and Finance Review** 1980 s. 577'de çıkan tetüdü.

Profesörlerinden Dr. Gerhard Kegel'in **Internationales Privatrecht** kitabı her ne kadar kısa ders kitabı olarak nitelendirilmekte ise de toplam 767 sahifeden meydana gelen geniş bir eser niteliğindedir. Eserin beşinci baskısını gerçekleştiren Profesör Kegel, sadece Federal Almanya'da değil, bütün dünyada ün yapmış önemli bir Devletler Hususî Hukukçusudur.

Eserin ilk bölümünde Devletler Hususî Hukukunun kapsamı, önemi, uygulaması hakkında bilgi verilmekte «kanunlar ihtilâfı» sorunları aydınlatılmaktadır. Bu hukuk branşının tarihi gelişiminden sonra geniş kapsamlı olarak bir çok ülkede DHH konulu bibliyoğrafya sunulmaktadır. Ayrıca her ülkeye ilişkin bölümlerde uluslararası sözleşmeler, kanunlar ve zengin bir kaynak derlemesi mevcuttur.

İkinci bölüm Genel olarak DHH konularına ayrılmış olup bağlama kuralları, vasıflandırma, ön mesele, atif teorisi (Rück - ve Weiterverweisung), kamu düzeni, yabancı Devlet kanununun uygulanması gibi «Klâsik Devletler Hususî Hukuku» konuları anlatılmaktadır.

Üçüncü bölümde ise gerçek ve tüzel kişilerle ilgili Devletler Hususî Hukuku sorunları incelenmekte, daha sonra borçlar hukuku, eşya hukuku, aile hukuku, miras hukuku konularında DHH kuralları ayrıntıları ile sunulmaktadır. Şirketler hukuku, yabancı yatırımlar, çokuluslu işletmeler, uluslararası yargı yetkisi gibi çok değişik konularda bilgi edinmek isteyenler için vazgeçilemez bir başvuru kitabı niteliğindeki eser, yabancı ülkelerle ilişkisi olan herkesin, özellikle hukukçuların, uluslararası düzeyde hukukî meselelerle karşılaşanların ihmal edemeyecekleri bir kaynaktır.

TÜRK BANKACILIĞINDA YAPISAL GELİŞMELER

ANAS, Dr. Viron; «STRUKTURWANDLUNGEN IM TURKISCHEN BANKWESEN», Wirtschafts - und Sozialwissenschaften, Band 9, Typokript - Edition Hieronymus, München 1984, xv+281 sayfa, Çoğaltılmış Tez.

Hamburg Üniversitesi İktisat ve Sosyal Bilimler Fakültesi'nde doktora tezi olarak savunulan eser, Banka ve Ekonomik Yorumlar Dergisi'ni «1976 senesinden beri ilgi ile izlediğini» ve «çıkacak her sayısını merakla beklediğini» belirten Sayın Dr. Viron Anas tarafından kaleme alınmıştır. 1984 yılında Almanya'da yayınlanan ve Türkiye bankacılığının sorunlarını inceleyen bu doktora tezinin hazırlanmasında **Banka ve Ekonomik Yorumlar**'ın «bir çok makalesinden yararlandığını» ekleyen Dr. Anas, tezin sonuna uzun bir bibliyoğrafya eklemiştir. Gerçekten de Derginin «Ekonomik Yorumlar» bölümünde yer alan açıklamalara sık sık atıf yapılmaktadır. Yabancı dillerde Türk bankacılığını tanıtan eserlerin pek fazla olmaması nedeniyle Dr. Anas'ı bu incelemesinden ötürü tebrik eder, son gelişmeleri de dikkate alarak tezini bu kez Türkçe yayınlamasını tavsiye ederiz.

TEMEL MALLAR

JOHNSON, Philip McBride; «COMMODITIES REGULATION», Boston 1982, İki Cilt toplam 1150 sayfa, 150 Dolar.

Buğday, pamuk, pirinç, mısır, yulaf, arpa, çavdar, keten tohumu, tereyağ, yumurta, yün, solanum tube-

rosum (İrlanda patatesi), pamuk tohumu, fıstık, dondurulmuş portakal suyu konsantre, soya ve benzeri gibi bir çok madde borsalarda işlem görmektedir. ABD'de uygulanmakta olan **Commodity Exchange Act'in** 2 (a) 1 maddesinde sayılan bu maddeler genellikle tarımsal ürünlerdir. Bu ürünler borsada işlem görmeye başlayınca kanunun kapsam maddesine ilâve edilmiş ve uzun bir liste ortaya çıkmıştır. Bunlar dışında altın, gümüş, yabancı paralar ve propan gibi maddeler de bu işlemlere konu olmaktadır. **Chicago Board of Trade** Millî İpotek Birliği sertifikalarının alınıp satılacağı bir özel akit tipi üzerinde çalışmalarını tamamlamıştır. Ayrıca **futures contract olarak** ifade edilen geleceğe dönük akitler de özel düzenlemelere konu olmaktadır. Bu konu, ABD'de ayrıntılı düzenlemelere tâbi tutulmuş, tarafların karşılıklı menfaatlerinin dengelendiği federal kanun ilginç çözümler getirmiştir (1).

Illinois Barosu avukatlarından P.M. Johnson'un hazırladığı iki ciltlik bu eserde borsalarda yer alan çeşitli işlem türleri incelenmekte, opsiyonlar, leverage akitler, nakit veya spot işlemler, offset usulleri, hedging taktikleri, fiyatlandırma, spekülasyon, teslim mecburiyetleri, akit piyasaları, kliring teşkilâtı, simsarlar, futures komisyon taciri, borsa simsarı, «pool» operatörleri, piyasalarda gerçekleştirilen gözetim ve denetim, piyasalarda ortaya çıkacak sarsıntılar, borsa uygulamaları, malî standartlar, kayıt

tutma ve belgeleme, borsada kendi kendini denetim, pazarlama çabaları, tescil sistemi, müşteri hesaplarının ayrı tutulması, piyasada faaliyet gösterenlerin uymaları gerekli ahlâk kuralları, açıklama yapma - aydınlatma yükümlülükleri ve ilişkili konularda ayrıntılı bilgi verilmektedir.

İkinci ciltte ise **Commodity Futures Trading Commission**'ın getirdiği düzenlemeler, yetkileri, diğer kuruluşlarla işbirliği usulleri, komisyonun tahkikat yapma yetkisi, idarî işlemleri, hile, dolandırıcılık, manipülasyon durumlarında getirilen esaslar incelenmektedir.

Uluslararası temel madde piyasalarında (2) son aylarda görülen gelişmeler ve özellikle **International Tin Council**'in karşılaştığı malî sorunların hararetle tartışıldığı şu günlerde temel maddeler üzerinde yapılan işlemlere ilişkin getirilen düzenlemeler ilgi çekmektedir (3). Özellikle büyük işlemlerin yer aldığı ticaret borsalarında uygulanan esasların belirlenmesi ve mukayeseli tetkiklerde bulunacakların kaynak ihtiyacı dikkate alınırca Johnson'un iki ciltlik bu eseri faydalı olacaktır.

(1) Bartlett, J.: «An Introduction to Commodity Futures: A Regulatory Overview», 9 **International Business Lawyer** 199 (1981).

(2) Bu konuda bkz. Charles R. Johnston, Jr.: **Law and Policy of Intergovernmental Primary Commodity Agreements**, New York, 1984.

(3) Uluslararası düzeyde bkz. A **NEW INTERNATIONAL COMMODITY REGIME** (Edited by Geoffrey Goodwin/James Mayall) London, 1979; Brown, Christopher: **THE POLITICAL AND SOCIAL ECONOMY OF COMMODITY CONTROL**, London, 1980.

◆ Hayat bize verilmiştir; biz onu başkalarına vererek kazanırız.

Rabindranath Tagore

BEYNELMİLEL NORMLARA UYGUN
YÜKSEK KALİTELİ
MUHTELİF TİP VE ÇAPLARDA



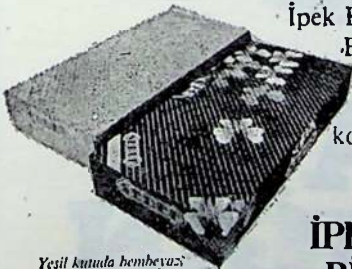
devlet,
milli bankalar ve halk
iştirakinin kurduğu bir
sanayi müessesesi

**ÇELİK HALAT VE
TEL SANAYİİ A.Ş.**

• muhtelif tip vinci • asansör • sondaj • hava nakliyat • TELEFONİK-TELEGRAF-TELESKI
• maden ihraç • dozer • ekskreyer • ekskavatör • deniz DİKME-GERME-MANEVRA
• elektrik nakilleri topraklama • televizyon antenleri dikme HALATLARI
• yatak koltuk yaylarında • bisiklet jant TELLERİNDE
• yüksek rezistanslı ÇELİK TELLER



**TEMİZLİĞİN...SAĞLIĞIN...
KOLAYLIĞIN ÇAĞRISI.**

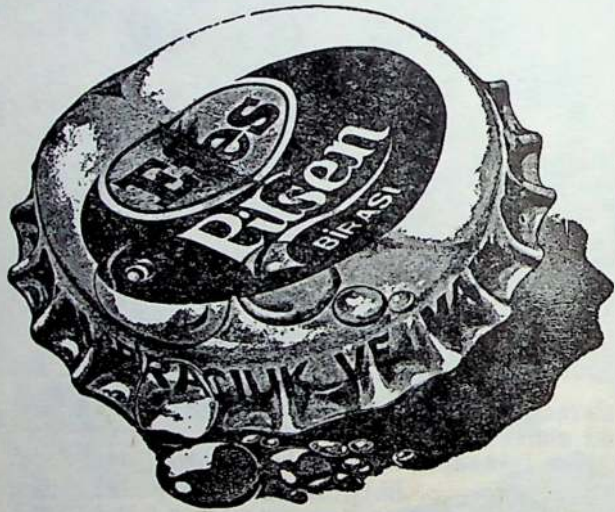


*Yeşil kutuda bembeyaz,
pembebe renkli,
ipeksi Selpak Sedefler...*

İpek Kağıt'tan bir yeniliktir Selpak Sedef.
Birbiri ardısıra gelen ipeksi kağıtları,
beyazı, renklisi ile Selpak Sedef,
temizlik için... sağlık için..
kolaylık için..

**İPEK KAĞIT'TAN
BİR YENİ ÜRÜN
DAHA!**

**SELPAK
SEDEF**
Çift katlı,
yumuşak, pratik.



**"BİRA"
BU KAPAĞIN
ALTINDADIR.**

1957' den beri

“ENKA”

Enka İnşaat, 29 yıllık yaşamında
gerçekleştirdiği dev eserler
ve ulaştığı yüksek teknoloji ile
bugün dünyanın en büyük inşaat şirketleri arasındadır.

Enka İnşaat, uluslararası alanda
Türk girişimciliğinin yüz akıdır.



ENKA

İnşaat ve Sanayi A.Ş.

Balmumcu - Beşiktaş, İstanbul - TURKEY
Tel.: 172 25 40 (20 hat); Telex: 26 490 enas tr 26 139 pima tr.

