

# banka ve EKONOMİK yorumlar

ERK DERGİ • MAYIS 1987 • YIL : 24 • SAYI : 5 • 500 LİRA (KDV DAHİL)

Okurlara Mektup / 3

Ekonomik Göstergeler / 5

EKONOMİK YORUMLAR / 7

Münir Emekli

Muharrem Karslı

Doç. Dr. Mehmet Şükrü Tekbaş

Prof. Dr. İsmail Türk

Semih Yıldız

Pragmatik Kalkınma

Politikası ve Çalışmaları / 31

Doç. Dr. Ergül Han

Sermaye Piyasası / 39

Doç. Dr. Mehmet Şükrü Tekbaş

1987 Yılında Türk

Ekonomisinin Reform

İhtiyaçları / 45

Dr. Hüsnü Kızılyalı

İnsan - Makina Ortak Yaşamı

(Dış Basından) / 51

Doç. Dr. Gülseren İzmir

Yeniden Değerleme / 53

Yrd. Doç. Dr. Uğur Günege

Aynı Ekonomik Olayları / 58

Dr. Yıldırım Kılıç

Yeni Yayınlar / 61

M. Tarık Yaşa

Birinci Çalışma Yılında  
İstanbul Menkul Kıymetler Borsası  
Sermaye Piyasası'ndaki  
Son Gelişmeler

**Mevduatımız,  
1986 yılında**

**%115**

**artış gösterdi!..**

*Bu büyük artış,  
73 yıllık bankamıza duyulan  
güven ve ilginin  
gurur verici sonucudur.*

*Hizmet çabalarımızı  
onurlandıran  
Sayın Halkımıza  
şükranlarımızı sunarız.*

**3** MİLLİ AYDIN BANKASI T.A.Ş.  
**TARİSBANK**



**DÜNYACA  
ÜN LÜ  
BİR YILDIZ  
RENAULT 9**



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



# selin®

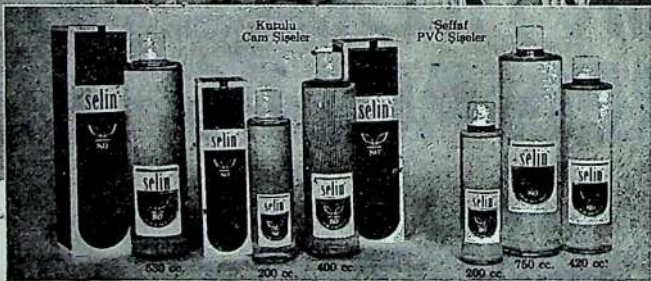
LIMON KOLONYASI



*Doğanın  
Saf Damlası...*

Bir yazantı düşleyin... Serinlik ormanında...  
Kokular pazarında...  
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 Alkın  
• Dr. Orhan Altan • Prof. Dr. Osman Fikret Arkan  
• Prof. Dr. Mustafa A. Aysan • Besim Baykal  
• Dr. Metin Berk • Doç. Dr. Ünal Bozkurt •  
Prof. Dr. Kenan Bulutoğlu • Prof. Dr. Nasuh  
Bursal • Ege Cansen • Prof. Dr. Lâtif Çakıcı  
• Mehmet Gün Çalıka • Şinasi Çelikkol • Özer  
U. Çiller • Bülend Çorapçı • Ahmet Demirel •  
Zeki Döğşüoğlu • Necdet Durakbaşı • A. Aydın  
Dündar • Kaya Erdem • Tarhan Erdem • Oktay  
Ersoy • Prof. Dr. Cumhur Ferman • Prof. Dr.  
Emre Gönensay • Prof. Dr. Zeyyat Hatiboğlu •  
Erhan İspil • Doç. Dr. Halûk A. Kabaşoğlu •  
Prof. Dr. Kemal Kafalı • Adnan Başer Kafaşoğlu  
• Prof. Dr. S. Kalın • A. Nazlı Keyman • Dr.  
Yıldırım Kılıç • Prof. Dr. Tamer Koçel • Prof.  
Dr. Kemal Kurtuluş • Nuh Kuşçulu • Prof. Dr.  
Erol Mantisalı • Doç. Dr. Orhan Morçil • Prof.  
Dr. Erdoğan Moroğlu • Ziya Nefoğlu • Ergin  
Neng • Rahmi Onen • Prof. Dr. İsmail Öztaşlan  
• M. Celâlettin Özgen • Ertan Özgür • Tuncay  
Özılhan • Selâhattin Özmen • Prof. Dr. Ergun  
Özsunay • Doç. Dr. Merih Paşa • Prof. Dr. Reha  
Feroz • Prof. Dr. Dündar Sağlam • Halit Soydan  
• Doç. Dr. Mehmet Şükrü Tekebaş • Osman N.  
Torun • Prof. Dr. Kemal Tosun • Fikret M. Tun-  
cer • Nezih Tunçsiper • Doç. Dr. Gül G. Turan  
• Doç. Dr. Şeref Türen • Dr. T. Güngör Uras •  
İbrahim Ülkem • Dr. Cüneyt Ülsever • A. Doğan  
Yalın • Dr. Göksel Yücel • Doç. Dr. Ahmet Yüksel

Basım-Yayım Danışmanı

**M. Tarık Yaşa**

## OKURLARA MEKTUP

Sevgili Okurlarımız,

Bu sayının «Ekonomik Yorumlar» bölümünde «Ser-  
maye Piyasasındaki Son Gelişmeler» konusunun  
incelenmesine devam edilmektedir. «Açık Otu-  
ruma, bilim adamı ve üst kademe yöneticisi ola-  
rak, sermaye piyasası alanında ülkemizin önde ge-  
len yetkili ve uzmanları katılmışlar; konuyu çok  
yönlü ve ayrıntılı biçimde tartışmışlardır. Böyle  
oluca, toplantı metni oldukça uzun tutmuş ve bu  
nedenle de iki bölüm halinde yayımlanmıştır.

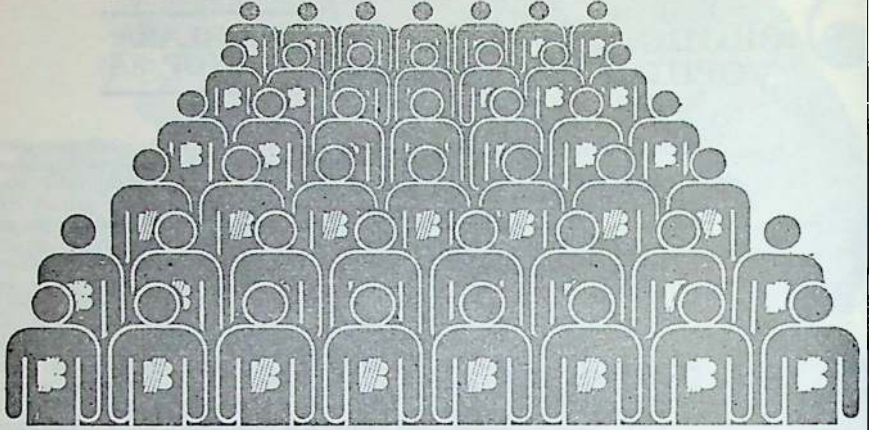
Sermaye piyasasının bugünkü durumunu daha iyi  
değerlendirebilmek için, geride kalan yıllardaki ge-  
lişmeleri kısaca hatırlatmamız yararlı olacaktır.  
Türkiye'de sermaye piyasasını düzenleyen 2499 sa-  
yıılı Kanun, 28.1.1981'de kabul edilmiş, bütün hü-  
kümleriyle yürürlüğe girmesi ise 1.2.1982 tarihinde  
gerçekleşmiştir. Kanunun konusu; tasarrufların  
menkul kıymetlere yatırılarak halkın itikadını kal-  
dırılmaya etkin ve yaygın biçimde katılmasını sağ-  
lamak amacıyla, sermaye piyasasının güven, açık-  
lık ve kararlılık içinde çalışmasını, tasarruflar sa-  
hiplerinin hak ve yararlarının korunmasını, dü-  
zenlemek ve denetlemektir. Kanun, menkul kıy-  
metlerini halka arzeden anonim ortaklıkları ve  
aracı kurumları, yeni oluşturulan Sermaye Piyasa-  
sı Kurulu'nun gözetimi ve denetimi altına almış-  
tır. Kurul'un görevlerinin başında, sermaye pi-  
yasasının geliştirilmesi için gerekli düzenlemelerin  
yapılması gelmektedir. Bu yolda bazı olumlu adımlar  
atılmış, birçok menkul değer sisteme dahil  
edilmiştir. Diğer önemli bir aşama, halen 53 üyesi  
bulunan İstanbul Menkul Kıymetler Borsası'nın  
3.1.1986'da faaliyete geçmiş olmasıdır. Sermaye pi-  
yasasındaki beklentiler, uygulamada görülen ak-  
saktılıklar ve bunları gidermek için alınması gereken  
önlemler nelerdir? Sorunun cevabını, «Ekono-  
mik Yorumlar» bölümünde bulacaksınız.

Öte yandan, Dergi'de yer alan diğer yazıları da  
ilginç bulacağınızı ümit ediyoruz. Bu arada, «Prag-  
matik Kalkınma Politikası ve Çelişkileri» başlıklı  
yazıyı okumanızı özellikle tavsiye ederiz.

Saygılarımızla,

**AYLIK DERGİ MAYIS 1987 YIL : 24 SAYI : 5 500 LİRA (KDV DAHİL)**

İDARE YERİ: Bimbırdırek Mahallesi, Suterazısl Sokak No. 6 Kat 2; Sultanahmet - İstanbul • TELEFON :  
526 31 11 • YAZIŞMA : P.K. 769; Karaköy - İstanbul • AÇIKLAMA : Dergi'de çıkan yazılar kaynak göstermek  
koşuluyla alınabilir. • KDV DAHİL YILLIK ABONE : 6.000.— TL; ÖRGENCLERE : 3.000.— TL. • İLAN  
PİYATLARI : Arka Kapak 200.000.— TL, Ön Kapak İçi 150.000.— TL, Arka Kapak İçi 125.000.— TL, Tam  
Sayfa (Ekonomik Yorumlar bölümü öncesi ve içi) 100.000.— TL, Tam Sayfa 80.000.— TL, Yarım Sayfa  
50.000.— TL, Çeyrek Sayfa 25.000.— TL, Renk Farkı 30.000.— TL. • NOT : İlan fiyatlarına % 12 oranında  
KDV ilave edilecektir. • BANKA HESAP NUMARALARI (İstanbul) : Akbank Türbe Şubesi 4512, İlan 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 : 8 Mayıs 1987 • SAYISI : 7000



# 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 sanayinin 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, otulduğunda ve tüm gelişmesinde bu büyük aileden, bu bütünlükten kuvvet almıştır.



**BORUSAN**

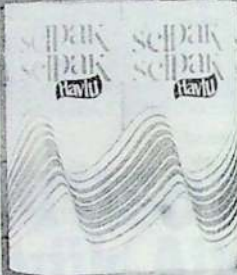
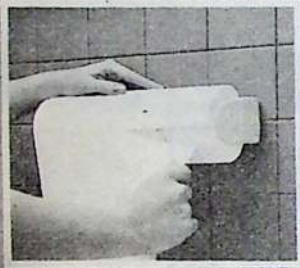


# ekonomik göstergeler

	1984	1985	1986	1987	
				Ocak	Şubat
<b>T.C. MERKEZ BANKASI</b>					
Döviz ve Altın Mevcudu (milyon \$)	1637.3	1691.9	2545.7	2170.1	2514.6
Banknot Miktarı (Milyar TL.)	972.6	1393.5	2021.1	2047.5	2100.3
T.C. Merkez Bankası Kredileri (milyar TL.)	879.9	1299.6	1828.0	1912.4	1974.5
Hazineye Kısa Vadeli Avans (milyar TL.)	528.8	794.5	1051.5	1162.5	1207.5
<b>BANKALAR (milyar TL.)</b>					
<b>Toplam Mevduat</b>	<b>5374.4</b>	<b>8813.8</b>	<b>10317.0</b>		
Ticari Kuruluşlar Mevduatı		1911.1	2134.0		
Tasarruf Mevduatı		4187.1	5310.9		
Vadesiz Tasarruf Mevduatı		548.2	653.8		
Vadeli Tasarruf Mevduatı		3638.9	4657.1		
Mevduat Sertifikası:		668.2	757.2		
Resmi Kuruluş Mevduatı		886.4	1284.3		
Bankalar Mevduatı		780.2	348.2		
Diğer Kuruluşlar Mevduatı		380.3	482.2		
Döviz Tevlatı		1153.8	2501.0		
<b>Toplam Krediler</b>	<b>3918.3</b>	<b>6506.9</b>	<b>9502.4</b>		
Tarım		958.1	1157.3		
Kalkınma ve Yatırım Bankaları		704.1	1133.7		
Mesleki (Küçük Esnaf ve Sanatkâr)		256.9	393.4		
Gayrimenkul (İpotek Karşılığı)		375.4	658.4		
Denizcilik		83.7	48.4		
Ticari, Sınal, Sair		4128.8	6111.5		
<b>PARA ARZI (milyar TL.)</b>	<b>2103.4</b>	<b>2774.9</b>	<b>4361.8</b>	<b>4222.5</b>	<b>4353.9</b>
<b>FİYATLAR (1963=100; Tic. Bak., HDTM)</b>					
Toptan Eşya Fiyatları İndeksi	10066.1	13892.2	17076.2	17887.6	18724.1
Gıda Maddeleri ve Yemler	8858.4	12012.8	14440.0	15381.8	16123.2
Sınai Hammadde ve Yarı Mamul	12079.0	16997.8	21469.5	22064.0	23058.9
İstanbul Geçinme İndeksi	10973.2	16184.7	21894.4	22576.3	23265.5
Ankara Geçinme İndeksi	9177.8	13385.9	17796.6	18406.3	19008.1
<b>DIŞ ÖDEMELER (milyon \$)</b>					
Dışalım (CIF)	10756.9	11613.4	11104.8	860.6	1859.6
Dışsatım (FOB)	7135.5	7958.0	7456.7	658.3	1283.4
İşçi Dövizleri	1807.0	1714.0	1633.0		

**Notlar:** (1) TCMB altın ve döviz mevcuduna, 1984 ve 1985 yıllarında altın birikiminin yeniden değerlendirilmesinden doğan 887.6 milyon dolar dahildir. (2) TCMB kredilerine, borç tahkimleri (konsolide edilen krediler) dahil değildir. (3) Banka kredilerine, Devlet Yatırım Bankası kredileri de dahildir. (4) Bankalar, 30 Kasım 1986 rakamlarını göstermektedir. (5) Para arzı (M<sub>1</sub>) dar tanımlıdır. (6) 1986 yılı dışalımına 269.8 milyon dolarlık altın dışılımı dahildir.

# Selpak Havlu'ya Uzanın!



## Mutfağınızda çağdaş temizliği, çağdaş kolaylığı, benzersiz rahatlığı yaşayın...

Kahve mi taşı, uzanın Selpak Havlu'ya...

Mutfak seti üzerinde küçük bir kaza mı oldu, uzanın Selpak Havlu'ya...

Elleriniz mi ıslandı, yağlandı, ıslak bez, kuru bez, havlu aramayın, uzanın Selpak Havlu'ya...

Tavadan yağ mı sıçradı, meyve suları mı dököldü, uzanın Selpak Havlu'ya...

...ve daha nice mutfak işinde çağdaş temizliğe, çağdaş kolaylığa,  
Selpak Havlu'ya uzanın:

Bir çiçek bahçesinin keytiyle desenlenmiş Selpak Havlu'nun üstünlüklerinden yararlanın. Mutfağınızda da en iyisini, en kaliteliğini kullanın! Selpak kolaylığının, Selpak rahatlığının keyfini sürün.

Seçiminizi doğru yapın: Siz de, en yeni, en ileri teknolojiyle üretilmiş, elde dağılmayan, dayanıklı Selpak Mutfak Havlusu'nun benzersiz emiciliğini, temizliğini yaşayın. yumuşaklığı yaşayın!

**selpak**  
**selpak**

**"SELPAK'LA YASAMAK...  
DAHA YUMUSAK"**



# ekonomik yorumlar

## AÇIK OTURUM

### KATILANLAR :

- Münir EMEKLİ
- Muharrem KARSLI
- Prof. Dr. İsmail TÜRK
- Semih YILDIZ

### YÖNETEN :

- Doç. Dr. M. Şükrü TEKBAŞ

## Birinci çalışma yılında İstanbul Menkul Kıymetler Borsası; sermaye piyasasındaki son gelişmeler-II

**TEKBAŞ** — 1974'den 1984'e kadar sürekli pozitif mi oldu diyorsunuz?

**YILDIZ** — Şimdi efendim şöyle. Bu bir alışkanlık konusudur. Alışkanlık bir günde değil, zaman içinde kazanılır. 1974 yılından bugüne dek hisse senedi alışkanlığını kazanmış olan tasarruf sahipleri, çok büyük prim sahibi oldular.

**TEKBAŞ** — Sayın Yıldız, hisse senedine yatırım yapanları siz genelde tasarruf sahibi olarak mı nitelendiriyorsunuz, yoksa yatırımcı veya profesyonel yatırımcı mı?

**YILDIZ** — Bence borsada en tabii olay spekülasyondur. Ben hiçbir zaman bir spekülatörü tasarruf sahi-

binin dışında mütalaa etmiyorum. Yani borsa genel anlamda bir spekülasyondur. Burada bir spekülatör olarak piyasaya giren tasarruf sahibi, benim gözümde gerçek anlamda bir tasarruf sahibidir. Yani piyasada ihtiyaç duyulan, bilinçli tasarruf sahibidir. Ve hisse senetlerinin gerçek anlamda arz ve talebe konu olmasında etkili olan tasarruf sahibidir. Şimdi bu alışkanlık gün içinde kazanılmaz demiştik. O çok önemli bir faktör. Yıllarca bu alışkanlığı kazanmış olan tasarruf sahipleri; müteakip yıllarda SPKa.'nın çıkmasından, SPK'nun kurulmasından sonra, özellikle -üzerine basa basa söylüyorum- YDK'nun yayınlanmasından sonra, çok büyük prim elde ettiler. Bu konuda iki tane örnek vermek istiyorum.

tasarruf sahipleri, yeniden değerlendirme kanunu'nun çıkmasından sonra çok büyük prim elde ettiler; hisse senedine yatırım yapanlar, başka hiçbir alanda bulamayacakları kazançlar sağladılar

1978 Şubat ayında ben hisse senedi ticaretine başladığım zaman, bin liralık bir Aygaz hisse senedi 10 bin liraydı. Bugün 1987 Mart ayında yine 10 bin lira. Ama 1 hisse senedi 750 hisse senedi olmuştur. Şöyle olmuştur: Sermaye 4 milyondan 1 milyara çıkmıştır, 249 tane bedelsiz hisse vermiştir. 1 milyardan 2 milyara çıkmıştır. Bir hissenin 250 olması neticesinde rakam 500 olmuştur. 2 milyar 3 milyara çıkmıştır. 500 hisse 750 olmuştur. Bu sonuç YDK'nun pasifteki kıymetlerin sermayeye kalbedilmesi neticesinde doğmuştur. Aynı hissenin bugün yine bin liralığı 10 bin liradır. Yalnız 750 hisse 10 bin lira ile çarpılınca 7 milyon 500 bin lira gibi bir tutara varılmaktadır. Demek oluyor ki, % 75 bin nispetinde bir artış söz konusudur. Bir tasarruf sahibinin hiçbir alanda, gayrimenkul, altın spekülasyonu dahil, 9 senede % 75 bin gibi bir kazanç elde etmesi mümkün değildir.

**TEKBAŞ** — Aygaz olayı çok uç bir olay...

**YILDIZ** — Bir dakika, aynı şekilde ikinci bir örnek vermek istiyorum. Tekrar dönüyorum 1978'in Şubat ayına. Bir gün bir müşterime 5 tane İş Bankası kurucu hisse sene-

dini 200 bin Türk Lirası'na sattım. Yani 1 kurucu hisse senedi 40 bin liraydı. Bugün 15 - 16 milyondan bahsediliyor. Demek ki aynı şekilde % 40 bin bir artış var. Bunların vermiş olduğu dividendları, ben yıl içindeki enflasyondan paranın değer kaybına sayıyorum. İş Bankası kurucu hissesinin veya Aygaz'ın zaman içinde dağıtmış olduğu % 5 bin, % 10 bin nispetindeki dividend paylarını, paranın değer kaybına sayarak hiç nazarı itibara almıyorum. Sadece şu anki piyasa fiyatlarıyla 1978 senesindeki, yani 9 yıl evvelki piyasa fiyatlarını karşı karşıya getiriyorum. Sonuçta % 40 bin, % 75 bin, % 50 bin, % 60 bin gibi oranlar ortaya çıkıyor. Böylece şu anki tasarruf sahiplerinin veya yatırımcıların gerçek anlamda elde edemeyeceği rakamların, sermaye piyasasının hisse senetleri bölümünde tahakkuk etmiş olduğunu görüyoruz. Hangi hisse senedini ele alırsak alalım, bölünmeyi nazarı itibara almak kaydı şartıyla, yüksek verimler var. Bölünmeden şunu kastediyorum: Yapılan sermaye artırımları sebebiyle hisse senetleri çoğalıyor. Böylece eski hisseler bir anlamda yavruluyor. Bu yoldan, yani bölünme suretiyle oluşan hisse senetlerinin sayısını halihazırdaki borsa rayici ile çarpacağız. Bunu geçmiş fiyatla (örneğin senec başı fiyatı) mukayese edeceğiz. Aradaki fark, hisse senedinin yaptığı primdir. Ortaya çıkan rakamlara baktığımızda, hisse senedine yatırım yapan bir tasarruf sahibinin, başka hiçbir alanda elde edemeyeceği kazançları sağladığını görüyoruz.

**TEKBAŞ** — Bu durum, özellikle yeniden değerlemenin ortaya çıkmasından sonra 1984'de olmuştur.

**YILDIZ** — Yeniden Değerlendirme Kanunu (YDK)'ndan sonra olan bir olaydır bu. Yani sermaye piyasasının hisse senetleri bölümündeki prim kazançlarının en büyük etkeni



**AÇIK OTURUMA KATILANLAR:** Yukarıdaki fotoğrafta, soldan sağa doğru; Muharrem Karslı (İstanbul Menkul Kıymetler Borsası Başkanı), Münir Emekli (Oyak Menkul Değerler A.Ş. Genel Müdürü ve Borsa Bankerleri Derneği Başkanı), Doç. Dr. Mehmet Şükrü Tekbaş (İstanbul Üniversitesi İşletme Fakültesi Öğretim Üyesi), Prof. Dr. İsmail Türk (Sermaye Piyasası Kurulu Başkanı) ve Semih Yıldız (Semih Menkul Değerler A.Ş. Yönetim Kurulu Başkanı); «Birinci Çalışma Yılında İstanbul Menkul Kıymetler Borsası ve Sermaye Piyasasındaki Son Gelişmeler» konulu «Ekonomik Yorumlar» toplantısında bir arada görüşüyorlar.

YDK'nun çıkmasıdır. İkinci etken, gerçekte çok tenkite uğrayan bir konudur: Mevcut kârın % 50'sinin dağıtılması zorunluluğu... Çok olumlu bir karardır. Evet sanayiciyi sıkımsatır, otofinsanman ihtiyacını bir noktada zorlamaktadır. Ama genel anlamda tasarruf sahibinin, yatırım yapan tasarruf sahibinin asgari enflasyonun nispetinde bir gelir elde etmesini sağlamak amacıyla konulmuş bir uygulamadır. Ve sermaye piyasasına çok yararlı olmuştur. Her ne kadar tenkit görüyorsa da, ben bu tenkitlere bir tabikatçı olarak katılmıyorum.

Şimdi halihazırdaki sistem bütünüyle eleştirildiği zaman aksayan çok yönleri var. «Hisse senetleri gerçek anlamda arz ve talebe konu oluyor mu, olmuyor mu?» sorusuyla karşılaştığımız zaman «Olmuyor.» şeklinde mütalaa belirtmek istiyorum. «Neden olmuyor?» dedğimiz zaman da, Türkiye'nin şu andaki ekonomik hacmi içinde borsamızın hisse senetleri bölümündeki çalışmalarına bakmalıyız. Bu konuyla maalesef çok küçük bir kitlenin bilinçli şekilde ilgilenme-

si sebebiyle, borsada gerçek anlamda bir arz ve talep teşekkül etmiyor. Şimdi burada sistemin aksayan yönleri de var. Yani ben sisteme bir eleştirici olarak katılmak istemiyorum. Güzel bir sistem. Birçok konuda sermaye piyasasına her bakımdan yardımcı oldu. Borsanın ilk kuruluş yılında belki de bundan daha uygun bir sistem bulunamazdı. Yeni doğmuş bir çocuğa muhakkak ki önce anne sütü, daha sonra mama verilecektir. Yeni doğan bir çocuğu doğrudan sofraya oturtmak şeklinde zıkkaklar da olabilir. Halen uygulanan sistemin ilk yıl için borsaya yararlı olduğuna katılıyorum. Fakat şu aşamada sermaye piyasasında hisse senetleri artık gözle görülür bir gelişmeye sahne oluyor.

**TEKBAŞ** — Gelişmeyi ne şekilde ele alıyorsunuz?

**YILDIZ** — Örneğin işlem hacminin artması. Bu konuya yeni tasarruf sahibi denilebilecek bir kitlenin gelmesi. Bu gelişme daha çok 1987 Ocak başından itibaren başladı. Onu da ben şuna bağlıyorum. Borsamızın,



SPK'nun basına yapmış olduğu açıklamalar, bir yıllık borsa faaliyetlerinin sonuçları, Bunların ayan beyan ortaya çıkmasıyla, borsada % 100'ün üstünde bir randımanın sağlanmış olması, hisse senetlerine çok büyük taraftar sağladı. Bu taraftarlar bilinçli tasarruf sahipleri olmaları ve gayrimenkulün doyum noktasına gelmiş bulunması sebebiyle hisse senetlerine yöneliyorlar. Tabii buradaki doyum noktası sözcüğü bir noktada tartışılabilir; ama bir dairenin 300-400 milyona satıldığı Türkiye'de gayrimenkul fiyatlarında artık % 100'lük artışların olabileceğine ben ihtimal vermiyorum. Birtakım gayrimenkul sahipleri, mülklerini nakde dönüştürmüştür ve mevcut birikimleriyle sermaye piyasasının hisse senetleri bölümüne gelmektedir. Bu akım tamamıyla borsanın ve SPK'nun yapmış olduğu müspet açıklamaların gözle görülen bir sonucudur.

**TEKBAŞ** — Bu arada faiz oranlarının düşmesi de, önemli bir rol oynamıştır.

**YILDIZ** — Hükümetin uygulamış olduğu programda, mevduat faizlerinin periyodik olarak geri çekilmesi, bir noktada enflasyonun düşürülme gayesini taşıyan bir uygulamadır. Bunun ne derecede başarılı olacağını zaman içinde göreceğiz. Tabii mevduat faizlerinin düşürülmesi de hisse senedi piyasasına büyük bir canlılık getirmektedir. Nitekim biraz evvel Sayın Başkanımızın açıkladığı gibi, geçen seneye kıyasla bu ayda muamele hacminde 5-6 misli bir artış görüyoruz. Bu büyük bir gelişmedir.

**TEKBAŞ** — Belki havanın etkisiyle olacak, son haftada çok önemli bir oranda düşüş var. Bu arada işlem hacmi yanında hisse fiyatlarında da bir gerileme söz konusu.

**YILDIZ** — Ben kısa vadede, işlem

hacimlerindeki azalışları hiçbir zaman kayda değer bulmuyorum.

**TÜRK** — Trendi etkilemez.

**YILDIZ** — Tabii, mühim olan yıllık trenddir. Ay olarak da mütalaa edilmesi, bir yerde doğaldır. Ama ilk yarısı bu kadar karlı geçen Mart ayını baz olarak alamayız. Hava şartları bozuk olduğundan, borsamız haftada içinde kapalı günler geçirmiştir. Çoğu tasarruf sahibi ordinolarını, yazılı sistem olduğu için, aracı kurumlara, bankalara veya komisyonculara iletememiştir.

**TEKBAŞ** — Sayın Yıldız, mevcut işlemlerin ne kadarı aracı kuruluşların kendi portföyleri için olmaktadır, ne kadarı gerçek tasarruf sahipleri veya yatırımcılar için?

**YILDIZ** — Çok güzel bir soru oldu bu. Şu açıdan güzel oldu: Sayın Hocam ve Sayın Karşılı burada. Soru, konuyla en çok ilgilenen iki kişinin huzurunda sorulduğu için değerlidir. Cevap vermeye çalışayım. Borsada bir müşteri önceliği kuralı var. Bu, maalesef borsamızı ters yönde işleyen bir kural. Hiçbir zaman kendimize, portföyümüze bir hisse senedi alamıyoruz. Çünkü bizim kendi portföyümüze alacağımız hisse senedi, muhakkak ki piyasada en zor bulunan veyahut talebe en çok konu olan hisse senedi olmak durumundadır. Buna biz borsada portföy alışı verdiğimiz zaman, alma şansımız hemen hemen hiç yok. Bu yüzden 1986 yılında kendi namımıza alıp sattığımız hisse senetleri, maalesef gülünç deneyecek kadar düşük rakamlara ulaştı. Bu bizim faaliyetimizi menfi yönde etkileyen bir faktördür. Ben bunu müteaddit başvurularında Sayın Karşılı'ya ilettiğimdir. Bu kalkmadığı sürece, aracı kurumların, bankaların ve bu konuyla bilfiil ilgilenen üyelerin hiçbir zaman kendi nam ve hesaplarına gerçek anlamda portföy

alım-satımı yapmaları mümkün değildir. Yapamazlar, çünkü burada bir oransallık söz konusu. Bu oransallık hiçbir zaman müşteri önceliğini kapsamına almamaktadır. Burada hiçbir zaman müşteri önceliği portföy önceliği kuralı olmaması gerekir. Aksi takdirde bizim portföyümüzde, aracı kurumların ya da bankaların mal alıp satması çok zordur. Ve bir noktada o malı kaçırmak durumuna düşüyoruz. Burada müşteriye öncelik



Semih YILDIZ

tanımak prensibi, bir noktada müşterinin o malı elde etme şansını sağlıyor gözüküyorsa da, tatbikatta bu hatalı bir uygulama. Şöyle ki, ben kendi portföyüme aldığım bir hisse senedini, her zaman için müşteriye satmak amacıyla alıyorum. Müşterim bana müracaat edip; «Benim için Good Year hisse senedi bulur musun?» diye sorduğunda; şayet daha önce bir portföy alışı yapma şansım olmuşsa, ben ona: «Evet, benim portföyümde vardır. Borsadaki fiyatlar şudur. Bunun haftalık sınırlamalara göre % 5 veya % 15'lik artma kabiliyeti olduğuna göre, hisse senedini si-

ze şu fiyata kadar verme imkânımız var.» derim. Böylece o hisse senedini tasarruf sahibine kazandırma imkânımız doğmuş olur.

**TEKBAŞ** — Borsa içinde mi, borsa dışında mı?

**YILDIZ** — Borsa içinde. Şimdi bütün muameleler bilfiil borsada cereyan ediyor. Biraz evvel borsa dışı muamelelerden söz edilmişti. Borsa dışı muameleleri şu an için tam anlamıyla önlemek çok zor. Yeni doğmuş bir sermaye piyasasının başlangıçta böyle polisiye tedbirler içine atılmasının tasarruf sahibini ürkütülebileceği görüşüne ben de katılıyorum. Şu anda borsadaki işlem hacmi artmaktadır. Zaman içinde tasarruf sahibi de görecektir ki, hisse senedinin borsada satılması, onun çıkarı gereğidir. Böyle bir ortamda tercihi ni muhakkak ki müspet şekilde kullanacaktır. Burada bir nokta önemlidir: Genelde tasarruf sahipleri hisse senetlerini çok acil para gereksinimi sebebiyle satmaktadırlar. Bu acil para gereksinimine borsa cevap veremiyor. Çünkü üç günlük bir teslim şartı söz konusudur. Bu üç günlük teslim şartını genelde büyük miktardaki alım ve satımlarda borsa üyeleri bir nevi valör kazancı olarak görmektelerdir. Ve bunu kendi lehlerine, müşterilerinin lehlerine kullanmaktadırlar. Şöyle ki, burada müşteri örneğin bir para ödeyecekse, bunu o gün ödemesiyle 4 gün sonra -borsa işlemi de sayarak 4 gün oluyor ödemesi arasında, kendisinin o parayı 4 gün kullanma imkânı doğmuş oluyor. Eğer toplu bir paraysa bu, 4'üncü gün ödemeyi tercih ediyor. Acil para gereksinimi olan tasarruf sahibi, portföyündeki hisse senedini satmak için ne yapacak? İster istemez piyasa dışına çekilmiş oluyor.

**EMEKLİ** — Binde 1'den de kurtuluyor...

**YILDIZ** — Binde 1'den de kurtuluyor. Bir de şu var. Dün başıma geldi: Akbank'ı misal olarak göstereyim. Akbank'ın bu seneki kârı 83 milyar: sermayesi 50 milyar. % 140 sermaye artırımını yapıyor. % 60 bedelsiz, % 80 bedelli olarak. Buna karşılık İş Bankası'nın bu yılki kârı 35 milyar, sermayesi 30 milyar lira. Şimdi ben Akbank'a ait hisselerden bir müşterinin alım, diğer müşterinin de satım ordinosunu 20.000 lira üzerinden borsaya iletiyorum. Bu kabul edilmiyor ve hisseye 12.000 lira fiyat tespit ediyor. İşte tasarruf sahibi böylece borsa dışına itilmiş oluyor. Oysa, yukarıda değindiğim gibi, İş Bankası'nın durumu belli. Böyle iken A grubu hisseleri 80 bin lira seviyesinde ve borsaya bu fiyatla kote ediliyor.

**TEKBAŞ** — Ama 55 bine düştü...

**YILDIZ** — Evet, 55 bine düştü. Yani orada sermaye artırımında bedelsiz çok az tutulmuştur. Burada halka açık şirketlere uygulanan sistemden bankalar niçin muaf tutuldu? Bu da çok önemli bir olay. Şimdi İş Bankası halka açık bir anonim şirket olsaydı, yeniden değerlendirme fonunda da 80 milyarlık bir birikimi bulunsaydı, bu sene yapmış olduğu değerlendirmeye bu miktar belki 100 milyara ulaşmış olacaktı. Bu durumda İş Bankası sermaye 30 milyardan 250 milyara çıktığı zaman ne yapacaktı? Örneğin 150 milyar nakit karşılığında bir artış yapıyorsa, elindeki fonun tamamını sermayeye eklemek mecburiyetinde kalacaktı. Buna karşılık ne yaptı İş Bankası? «30 milyar sermayeyi 250 milyara çıkartıyorum: 25 milyar bedelsiz, 195 milyar bedelli veriyorum.» dedi. Ne oldu tasarruf sahibi? Bir noktada büyük miktarda para ödemesi gerekeceği için, arz ve talebe gerçekten konu olan bir hisse senedi şu an tepetaklak oldu. Satış ordinolarında büyük miktar yığılma oluyor. Bu da hisse

senedinin zikzak çizmesini sağlıyor. Bu zikzak da bu piyasaya yeni girecek tasarruf sahiplerini ürkütmemektedir. Bence hatalıdır.

**TEKBAŞ** — Sayın Yıldız, bu durum bizi bir kavşağa getiriyor. Bir tarafta ilk yıl başarılı oldu diyoruz, hem işlem hacmi bakımından, hem piyasanın, borsanın oturması bakımından. Tabii fiyat artışlarını da olumlu bir şekilde değerlendiriyoruz. Ama bir taraftan da İş Bankası oluyunda olduğu gibi, güven duygusuna ağırlık vermek istiyoruz. Bu borsaya, sermaye piyasasına yeni girecek yatırımcıların -ben burada tasarruf sahibi yerine yatırımcı terimini tercih ediyorum- mağdur olmamaları, yeni birtakım olayların, krizlerin yaşanmaması için, güven konusundan ne kadar fedakarlık yapabiliriz? Özetleyecek olursak, borsadaki fiyat artışlarının ne kadarı gerçek fiyat artışlarıdır veya ne kadarı gerçek işlem sonucunda doğmuş olan fiyat artışlarıdır? Burada, çeşitli kimseler gerçek olmayan birtakım işlemlerden, suni işlemlerden söz etmektedir. Ayrıca, bu fiyat artışları da bazı çevrelerin önceden haber alarak insider trading dediğimiz içten öğrenme işlemi sonucunda ortaya çıkmaktadır. Evet. Sayın Emekli.

**EMEKLİ** — Bolu çimento örneğini vermek istiyorum ben. Aralık ayının son günlerinde Bolu Çimento'nun fiyatı uzun zamandır olduğu gibi 4 bin liralık civarında işlem gördü. Daha sonra 5.500 lira ya da 6.000 lira civarında donduruldu. Oysa bir ay içerisinde Bolu Çimento'nun fiyatları 14 bin lira civarına fırladı. Dondurmanın hemen arkasından, fiyatın bir ay gibi sermaye piyasasında çok uzun olmayan bir zaman zarfında, 14 bin liraya çıkışına izin verildi. Şimdi burada gerek aracı kurumlar, gerek hisse senedine yatırım yapan kişiler olarak, çeşitli



sorular karşısında kalıyoruz. Borsadaki hisse senetlerinin uygun fiyatı nedir? Fiyatlar nerde şişmiştir? Piyasa tabiriyle fiyatlara nerede müdahale edilmesi gerekir? Yatırımcı açısından artık o hisse senedinin alından kaçınmak mı gerekir? Hisse senedi nerede hakiki fiyatını bulmuştur? Bunun tespitinde esas ne olacaktır? Tabii herkesin kendisine göre bir değerlendirmesi var. Fakat fiyata 6.000 veya 5.500 civarında -tam



Münir EMEKLİ

hatırlayamıyorum- müdahale eden kuruluşun yetkilileri, ellerindeki verilere göre farklı davranış içinde oldular. Zamanında bir hesap yaptılar «6.500 yüksektir.» dediler. Ama arkasından 13.500'e çıkışı neden yüksek görülmedi?

**YILDIZ** — Şirketin kârı açıklandı...

**EMEKLİ** — Efendim, kâr zaten belliydi.

**TEKBAŞ** — 700 milyon lira yenden değerlemesi var. Sermayesi 1,5 milyar lira Bolu Çimento'nun.

**EMEKLİ** — Birçok hisse senedinde büyük tırmanışlar var. Performansla izah edilemeyecek kadar büyük tırmanışlar var. Ben burada birtakım borsa üyelerinin fiyatları belli bir noktaya kadar yükseltmek arzularını çeşitli sebeplerle mazur görüyorum da; borsada tescil için 50 hisse senedinin satışı gibi bir kriter, çok yetersiz diye düşünüyorum. Artık 50 hisse senedi satışıyla fiyatlar üzerinde oynamak gayet kolay. Bu miktarı artırmak acaba çözüm olur mu? Bu fiyatlar ne zaman hakikidir, ne zaman değildir? Aşağı yukarı bu işin içinde olan kimseler olarak «Bu hisse senedinin fiyatı yeterlidir.» diyebileceğimiz noktayı belli bir kriterle bulmamız lazım.

borsa'daki işlemlerin içinde gerçek olmayanların ve içten öğrenme'nin boyutları nedir? borsa'daki fiyat artışları ne derece gerçektir? borsa'da yapay işlemler var mı? ortaklar için rüçhan hakkı gerekli midir?

**TEKBAŞ** — Özetleyecek olursak, borsadaki işlemlerin içinde gerçek olmayanların boyutu nedir? Değişik dönemlerde borsanın müdahalesi söz konusuydu. Insider trading (içten öğrenme)'in ağırlığı ne boyuttadır? Borsadaki fiyat artışları ne derece gerçektir? Ayrıca, fiyatların büyüklüğüne göre bazan 50, bazan 1 hissenin bir tescil fiyatı, açılış ve kapanış fiyatı oluşturacak şekilde kabul edilmesi yeterli midir? Bir de, gene çe-

şitli çevreler tarafından özellikle 1986 yılının sonunda borsaya komisyoncularının dahil edilmesi ile bu fiyat hareketlerinde birtakım yapay işlemlerin ortaya çıktığından söz ediliyor. Bunlarda gerçek payı nedir?

**KARSLI** — Hisse senetleri için borsada gerçek işlemlerin payı, genel işlem hacmi içinde % 80'den aşağı değildir. Burada hep hisse senetlerinden konuşuyorum. Tahviller, Hazine bonoları zaten bütün dünya borsalarında üvey evlattır. Bir borsanın performansı ile ilgili rakamlar verilirken tahviller, Hazine bonoları pek hesaba katılmaz. Buna göre, suni işlemler ne zaman oluyor? Suni işlemler borsaya sık gelmeyen hisse senetleri söz konusu olduğu zaman oluyor. Bizim 40 firmalık birinci pazar listemizdeki şirketlerin hemen tamamı, örneğin Şubat ayı rakamlarına göre 32 tanesi hergün işlem görüyor. Geriye kalan 7-8 tanesi de bugün görmezse yarın, ya da öbür gün görüyor. Bunlarda suni işlem pek mümkün değil. Çünkü işlemler çeşitlenmiştir. İş hacminin artması, bir borsa üyesinin bu iş hacmi içerisinde suni işlem ve suni fiyat oluşturmaya imkân vermemektedir.

**YILDIZ** — Hergün arza - talebe konu olması bakımından...

**KARSLI** — Ancak, seyrek gelen mallarda, ikinci pazar mallarında konu tartışılabilir. Mesela şimdi bir Akbank hisse senedi ikinci pazarımızın malıdır. İkinci pazara 3 ayda, 4 ayda bir gelir. Burada oluşturulan fiyat suni midir, gerçek midir? Bu tartışılabilir. Ama bir Rabak'ta, Koruma Tarım'da bunu söyleyemezsiniz.

**TEKBAŞ** — Şöyle birşey ekleyebilir miyim bu konuda? İki kuruluş arasında karşılıklı olarak aynı hissenin gidip gelmesi ve bu arada da fiyatların % 5'lik ve % 10'luk marjlar dahilinde yükselmesi olamaz mı? Ya-

ni bir kuruluş diğerine satıyor. Ertesi günü satın alan kuruluş, diğerine satıyor.

**KARSLI** — Bakın, «Borsa sistemimizin değiştirilmesi lazımdır.» derken, bir husus gözden uzak tutulmamalıdır. Borsa sistemi üzerinde bazı kontrol mekanizmaları var, bu mekanizmalardan aslında bir şikâyetimiz yok. Sadece borsanın matematik yapısı üzerinde tartışmalar var. % 5 - % 10 measesine gelince... Efendim, borsa yönetiminin fiyatlara, fiyat yükselmelerine ve düşmelerine müdahale etmesi: «Hayır, bu fiyattan ordinoyu kabul etmiyorum. Şu fiyattan yükseğini veremezsiniz.» gibi müdahaleleri; aslında daha birkaç sene gerekli görülüyor. Bu % 5'lik, % 10'luk ve % 15'lik kademeler içerisinde borsa yönetiminin fiyatlara müdahalesi, suni fiyat oluşturma işini biraz frenleyebiliyor. Çünkü aynı gün içinde suni fiyat, kupür eğer dün işlem görmüşse, olsa olsa % 5'lik bir limit içinde olabilir. Ertesi gün bir % 5 daha...

**TEKBAŞ** — Seanslarda % 5'lerden, bir günde % 10 etmiyor mu?

**KARSLI** — Yani % 5 o kadar az bir marj ki, bu % 5'lik marj içinde diğer borsa üyelerine durum anlatılmış oluyor. Onlar da kendi müşterileriyle temas kurup o muameleye girebiliyorlar. Yani hiçbir kimsenin böyle bir şeyden haberi yok. Biliyorsunuz, bizim borsa sistemimiz yazılıdır. Benim verdiğim yazılı bir ordino, zarf içinde getirilip kutuya atılıyor. Bunu kimse bilmiyor. Ben zarfın içine aynı mal için hem alış hem satış ordinosu verebiliyorum. Ve bu ordinolarda da suni bir fiyat gösterebiliyorum. Eğer kimsenin bundan haberi yoksa, suni bir fiyat üzerinden hem alıcı hem satıcı olduğum için işlem geçirebiliyorum ve bir fiyat oluşturabiliyorum.

Eğer açıklık olsa, bu sesle söylene; herkes bunu duyar, bu işe müdahale etmekte menfaat görenler müdahale ederler. Alıcı yüksek bir fiyattan alış ordinosu vermişse, başka satıcılar devreye girer. Başka satıcıların devreye girmesinden korkan o suni fiyat yapacak borsa üyesi, bundan çekinir ve daha ihtiyatlı davranır.

**TEKBAŞ** — Ama bugün için böyle bir şeyin varlığını, bu sistem çerçevesinde kabul ediyoruz.

**KARSLI** — Biraz sistemden ileri geliyor, biraz iş hacminin azlığından ileri geliyor. Biraz da seyrek gelen mallarda oluyor. Fakat bu % 5'lik, % 10'luk limitler yine de bir emniyet supasıdır. Eğer bu limitler olmasaydı, daha büyük oranda suni fiyatlar oluşturulması mümkün olurdu. Bu % 5'lik limitler işi bir miktar azaltıyor. Geriye kalanı ertesi güne atıyor. Ertesi güne attığı zaman, bugün bu olayı görenler ertesi güne daha tedbirli geliyorlar. Dolayısıyla başkalarına da müdahale imkanı veriyor. İş yavaşlatıyor, zaman kazandırıyor. Başkalarına da zaman kazandırıyor bu sistem. Şimdi bütün bunlara rağmen ben gerçek işlemlerin % 80'den aşağı olmadığını kaniyim. Insider trading konusuna gelince: özellikle Amerikan piyasasında, bütün Anglo-sakson piyasalarında, gelişen piyasalarda insider trading bir suç olarak kabul ediliyor. Amerika'da biliyorsunuz en ağır cezalar insider trading işini yapan kimselere veriliyor. Bizim piyasamızın yeniliğinden ve az gelişmişliğinden ileri gelen bazı özellikleri var. Bizim piyasamızı canlandıran bir yerde insider trading. Insider trading'i hiçbir yerde tam olarak önleyemezsiniz; Türkiye'de önleyemezsiniz. Şeffaflığın olmadığı yerde borsa ve piyasayı harekete geçirecek olan insider trading'tir.

**TEKBAŞ** — Acaba müeyyide getirilebilir miyiz? Veya getirmemiz gerekir mi?

**KARSLI** — Bu aşamada ben insider trading'e müeyyide getirmenin faydalı olacağına kani değilim. Çünkü şeffaflık yok. Şeffaflık olduğu zaman herkes her şeyi aynı zamanda öğrenmek imkânına sahiptir. O zaman insider trading yapan gerçekten bir haksız rekabet yapıyor demektir. Ama şeffaflığın olmadığı yerde insider trading'i önlerseniz, iyice tıkanış olursunuz piyasayı. Bilançoları açıklanıncaya kadar hiç kimse bir şey bilmeyecektir. Bilançonun açıklandığı gün de fiyat birden buradan buraya fırlayacaktır. Ya da tersine aşağı inecektir. Bunun yavaş yavaş, kademeli olmasını, grafiğin şöyle bir yumuşak iniş veya yumuşak çıkış yapmasını, Türkiye'de insider trader'lar sağlar.

**TEKBAŞ** — Biraz önce Sayın Yıldız'ın bahsettiği bir banka hisseleri



Doç. Dr. Mehmet Şükrü Tekbaş

olayı var. Bu bankanın menkul değerler merkezi, kendi hisselerinde en yüksek işlem hacmini gerçekleştiren, bir anlamda piyasaya süren bir kuruluş. Bu hissede fiyat dalgalanması da oldukça ilgi çekici. Ayrıca bu



bankanın çok sayıda iştiraki var. Bankalara tanınan ayrıcalıklar konusunda Sayın Emekli de çok hassas.

**KARSLI** — Biliyorsunuz, iştirakleri olan bankaların birinden geldim ben. Böyle bir bankanın menkul kıymetler müdürlüğünü yaptım. İştirakleri olan bir bankanın iştiraklerinin faaliyetleri üzerinde önceden bilgi edinme imkânı zannedildiği kadar fazla değil. Şirketin yönetimine çok hâkimseniz, bu bir dereceye kadar söz konusu olabilir. Meselâ İş Bankası'nın iştiraklerinden Şişe-Cam grubu, Anadolu Cam, Rabak gibi kuruluşlar... Ama bankanın iştirakinin % 10, % 15, % 20 oranlarında olduğu kuruluşlarda, iştirakin yönetim sorumluluğunu ve önderliğini üzerine almış olan bir grup vardır. O grup öyle bankalara filan da sızdırmıyor bilgileri. Ben bankanın bu gibi iştiraklerinde yönetim kurulu üyeliği de yaptım. Yani işler, kapalı kapılar arkasında yapılıyor. Yönetim kurulu na, ortaya rahatça konulabilecek meseleler getiriliyor. Bankanın iştiraklerindeki yönetim kurulu üyelerinden istediğimiz bilgiler de, öyle dışa dökünür bilgiler olmuyor hiçbir zaman. Biz bu olaydan bülten hazırlama konusunda yararlanmak istedik. Fakat yararlanamadık. Formlar hazırladık, iştiraklerdeki temsilcilerimize gönderdik, «Bize şu bilgileri acilen gönderin.» dedik: kimi fazla üzerinde durmadı, kimi meselenin önemini anlamadı, kimi işlerin fazla olduğundan üzerine düşemedi. Kimisi de almak istediği bilgiyi alamadı; daha doğrusu şirket pek vermedi, üstü kapalı geçti. «Sermaye artırımını var mı?» dedik. «Şu anda alınmış bir karar yoktur.» gibi yuvarlak cevaplar verildi. Ama ertesi gün sermaye artırımını kararı alındı.

**TEKBAŞ** — Peki kendi hisseleri konusunda...

**KARSLI** — Kendi hisseleri ko-

nusunda da şunu söyleyebilirim. Bu bankanın 27 bin ortağı vardı ben ayrıldığım zaman. Şu anda belki 30 bin bulmuştur. Yapılacak yeni sermaye artırımıyla da hissedar sayısının 100 binlere ulaşması çok muhtemeldir.

**TEKBAŞ** — Sermaye artırım bekleyişi döneminde, bu bankanın menkul değerler merkezinin, hisselerin fiyatını belli ölçüde yükseltmesi veya yükselişine göz yummasını; ve sermaye artırım bekleyişinin gerçekleşmemesi sonucunda ise fiyatların düşmesini bir şekilde izah etmek lazım. Çünkü, yakın bir dönemde borsa-daki işlem hacminin çok önemli bir kısmını bu bankanın hisse senetleri oluşturdur.

**KARSLI** — Fakat bu bankanın hisse senetleri fiyatları üzerinde bankanın kendi etkisi olduğunu sanmıyorum. Hatta hisse senetlerinin fiyatları yükselirken, ben bankanın menkul kıymetler müdürlüğünden, genel müdürlüğünden ve üst düzeydeki yetkililerinden zaman zaman telefonlar almışımdır. «Ne oluyor? Bizim fiyatlar, bizim hisse senetleri neden bu kadar yükseliyor? Niçin yükseliyor? Bunu bir araştırırsana. Sebep nedir?» diye benden sormuşlardır.

**TEKBAŞ** — Ama menkul değerler merkezinin bir tüzel kişiliği yok. Bankaya bağlı.

**KARSLI** — Hisse senetleri fiyatlarını yükselten, menkul değerler merkezi değil. 27 bin ortaklı bir müessesede menkul değerler merkezi dahi olsa, hisse senetleri fiyatlarına 1 veya 2 kişinin tüzel olsun gerçek olsun hâkim olması mümkün değildir. Hele ortak sayısı yarın 100 binlere çıktıktan sonra, buna kimse hâkim olamaz. Burada fiyatları yükselten, bilgi noksanlığıydı. Herkes zannetti

ki, bu banka iştiraklerden devraldığı 90 milyar küsurluk yeniden değerlendirme fonunu, 1'e 3 bedelsiz hisse senedi vermek suretiyle değerlendirecektir. Belki bir bu kadar daha bedelli sermaye artırımı yapacaktır. Piyasamızda malum, bedava sirke baldan tatlıdır. Bu bilgi noksanlığından dolayı fiyatlar yükselmiştir. 3 bedelsiz hisse vermek büyük şeydir; özellikle böyle bir müessesede. Sonradan bedelsiz hisse verilmeyeceği anlaşılın-



Muharrem KARSLI

ca da fiyatlar düşmüştür. Eğer menkul kıymetler merkezinin fiyatlara müdahale imkânı olsaydı, ciddi ve büyük bir bankada, hiçbir zaman fiyatların bu kadar suni bir şekilde yükselmesine imkân verilmezdi. Dedğim gibi mesele şeffaflık bulunmasındadır.

Şimdi dış ülkelerde olan bazı olaylar var ki, orada kötüdür; ama burada o kadar kötü değildir. Burada kötüdür, orada o kadar kötü değildir. Insider trading'e benzer başka bir konu var. Mesela Amerikan piyasasında hisse senetlerinin tamamı nama yazılıdır. Türkiye'de de hepsi na-

ma yazılı olsun dediğiniz zaman, bu piyasa bir duraklama geçirir. Burada mümkün değildir. Çünkü ismini vermekten çekinen var. Maliye'den korkan var. hisse senetlerinin kolay el değiştirmesini isteyen var. Şu bir gerçektir ki, nama yazılı hisse senedinin tedavül kabiliyeti ve likiditesi, hamiline yazılı hisse senedi kadar değildir. Ne kadar uğraşsanız olmaz. Onun için Türkiye'de hisse senetlerinin bir süre hamiline yazılı olarak çıkarılmasının teşviki gerekir. Sermaye piyasasının gelişmesi, özellikle hisse senetleri portföycülüğünün halka yayılması ve halka inmesi bakımından... Buna benzer bir konu daha var. Biraz evvel Sayın Hocamın söz konusu ettiği rüçhan hakkı meselesi. Amerika'da rüçhan hakkı yoktur. Yoktur ama, Türkiye'de rüçhan hakkı gereklidir. Hisse senedine yatırım yapmayı tatlı hale getiren şey, rüçhan hakkıdır. 1974 senesinden bugüne kadar hisse senetleri ortalama şu kadar randıman vermezdi. Yavru-lamadan yararlanamadıktan, sadece temettüde veya spekülasyona kaldıktan sonra: ya da şirketin faaliyetlerindeki dalgalanmaya, yani kârın az veya çok olduğu gibi faktörlere kaldıktan sonra: maceraperest, kumarbaz olmayan hakiki yatırımcı bakımından hisse senetlerinin hiçbir avantajı kalmaz. Eğer rüçhan hakkının kaldırılması düşünülüyorsa, bu, Türkiye için henüz çok erkendir.

**TEKBAŞ** — Yani nominal değer üzerinden rüçhan hakkı kullanılması gereklidir.

**KARSLI** — Gereklidir ve faydalıdır.

**TEKBAŞ** — Aslında Amerika'da da rüçhan hakkı var. Ama primli olarak. Zaten Amerika'da hiçbir zaman nominal değer yok. Bir hisse senedinin ilk satış değeri, çıkış değeri var.

**TÜRK** — Müsaade eder misiniz? Bu konuda birkaç noktayı belirtmek istiyorum. Rüşhan haklarını yasaklamış veya sermaye artırımını rayiç değer üzerinden yapan memleketlerde, özellikle Amerika Birleşik Devletleri'nde ve Japonya'da, bunun yapılması sebebi şu iktisadi görüşe dayanmaktadır: Eski ortaklara, 10 bin lira değerindeki hisse senedini, bin lira değerinde rüşhan hakkı kullanılmak suretiyle satmak, ekonomide kaynak dağılımını bozar. Bu, ekonomi bakımından yüksek bir maliyettir. Halka açık şirketler, halkın şirketleridir. Değerinde bir artış meydana gelmişse, bu değer artışından şirket yararlanmalıdır. Netice itibarıyla şirketin kârlılığı artacaktır. Bu kâr da ortaklarındır. Gene eninde sonunda dönüp dolaşıp ona gelir. Fakat rüşhan haklarının kullanılması, ekonomik kaynak dağılımında yeterince gelişmeyen sektörlerin ömrünün uzaması sonucunu doğurmaktadır. Ve ekonomide kaynak dağılımını bozmaktadır. Bunu açıklama ihtiyacını gördüm. Ama konu bir ekonomik formasyon konusudur. ABD'de yatırımcıların ve şirket yöneticilerinin bu konularda bilgileri yaygındır. Teknik düzeyde bilgileri vardır, mutabakata varabilirler. Ama daha Amerika'dan İngiltere'ye geldiğiniz vakit, İngiltere'den Almanya'ya, Fransa'ya geçtiğiniz vakit; şirket ortaklığı farklı bir nitelik kazanmaktadır. Mülkiyet duygusu, sahiplik duygusu yaygınlaşmaktadır. «Rüşhan hakkımı ben kullanmayacağım, herkes rayiç değer üzerinden alacak; bu en sonunda bana yansıtacak.» fikri kabul görmemektedir.

Hisse senetlerinden doğan üç türlü nema vardır. Birisi normal temettü, ikincisi sermaye değerlerinde artış ve üçüncüsü de rüşhan hakları kullanılmak suretiyle veya eğer yeniden değerlendirme varsa bedelsiz hisse senedi almak suretiyle yavrulama-

dan, doğurganlıktan faydalanma... Kıta Avrupası ülkeleri rüşhan haklarından vazgeçemiyorlar. Fakat yeterince gelişmiş, kalkınmış, dünyanın en güçlü sermaye piyasasına sahip ekonomilerde; şirket ortaklarını bir manada rüşhan haklarından mahrum etmek, sermaye artırımlarında rayiç değer üzerinden hisse senedini almak, geniş bir tatbikat görmektedir.

**TEKBAŞ** — Belki bir de şunu eklemekte yarar var. Bedelsiz hisseleri bir kenara bırakırsak, orada bir rüşhan hakkı söz konusu değil zaten; bedelli yapılacak sermaye artırımlarında şirket nominal değeri üzerinden hisse çıkartmayıp primli çıkarırsa, yapacağı sermaye artışı nominal değer olarak çok daha düşük tutarlı olacak. Dolayısıyla nominal değer ile primli ihraç arasındaki fark, şirketin ihtiyatlarını oluşturacak. Sermayede büyük artış olmayacağı için, çıkarılacak hisse senetleri dolayısıyla hissenin fiyatı da düşmeyecek.

**KARSLI** — Temettü oranı da düşmeyecektir.

**TEKBAŞ** — Evet, temettü oranı da düşmeyecektir. Örnekleri çok bunun. Bir ara Kordsa 35 bin liraya yükseldi. Kordsa bugün başlangıçtaki sermayesine oranla sermayesini 10 katı artırdı. Ve % 110 dağıtacak. Yani ilk sermayesine oranla % 1100 dağıtacak demektir.

**YILDIZ** — 35 bin liralık Kordsa halihazırda 160 bin lira. Bir hisse 10 hisse oldu.

**TEKBAŞ** — Aynı şeyi söylemek istiyorum. Burada sermaye artışı bedelsiz yapıldı. Bedelli yapılacak bir sermaye artışında da Kordsa bugün o değere düşmeyecekti, gene yüksek seviyesini devam ettirecekti.

**KARSLI** — Şimdi her konuda olduğu gibi burada da optimal bir noktayı bulmak lazım. Kordsa misalini



ele alırsak; «Eğer primli sermaye artırımını mümkün olsaydı, Kordsa'nın 35 bin liralık hisse senedinin bugün 160 bin lira olması gerekirdi.» diyor Sayın Yıldız. Doğrudur; 50-60 bin liraya falan düşerdi. Oysa 50-60 bin lira bizim piyasamız için yüksek bir rakam. Tasarruf sahibi 1 milyon lira yatırmak istediği zaman, 50 bin liralık hisse senedinden 20 tane alabiliyor. Fazla pahalı geliyor, riski büyük oluyor.

**TEKBAŞ** — Onun da çözümü var; Amerika'daki stock split (hisse bölünmesi)... IBM'in fiyatı 450 dolara çıktığı zaman, bir hisseyi ikiye bölüp 2 tane 225'er dolarlık hisse oluşturdular.

**YILDIZ** — Biz bunu burada yeniden değerlemeyle yaptık.

**TEKBAŞ** — Rüçhan hakkı ile ikisi farklı olay.

**KARSLI** — Fiyatı fazla yükselmeyen hisse senetlerinde, dediğiniz gibi eğer primli olarak satışı yapılırsa, sermaye fazla sulanmayacaktır. Temettü nispeti fazla düşmeyecektir. İş Bankası keşke bu şekilde bir sermaye artırımını yapsaydı da, hisse sayısını fazla yükseltmeden beklediği taze parayı şirketin bünyesine sokabilseydi; belki daha iyi olurdu.

**YILDIZ** — Yalnız Sayın Karşı, orada birşey var. Tasarruf sahibi bilançoyu almış, İş Bankası'nın yeniden değerlendirme fonunu görüyor. Örneğin 60 milyar mıydı? Şimdi bu sermaye yapacağı bir değerlendirme de var. Bu 100 milyarı aşan bir durum. Yatırımcı, 8 bin liradan İş Bankası'nın B hissesini satın alıyor. Şimdi hemen 1 hafta sonra bunu 5 bin liraya elinden çıkarmak istiyor, satamıyor. Madem halka açık şirketlere uygulanan prosedür var; bunun bankalara da uygulanması icap eder mi, etmez mi? Bunu Sayın Hocama sormak istiyorum.

Bir noktada İş Bankası hisse senedi artık birinci pazara girmiş, 40 hisse senedi içinde oynayan bir hisse senedi. Yani bunun kanun dışıyla kalması, bir noktada tasarruf sahibini zarara sürükledi. Bilmem anatabiliyor muyum?

**TÜRK** — Bu konudaki fikrimi açıklamak isterim, SPK Başkanı olarak. Türkiye'de Bankalar Kanunu'na göre banka kurabilmek için en az 100 ortağı olmak lazım, SPK'nun gözetim ve denetimi altında bir anonim şirket kurabilmesi için de ortak sayısı-



Prof. Dr. İsmail TÜRK

nın 100'ü aşması, örneğin 101 olması lazım. Biz bankaların SPK'nun gözetim ve denetiminde olmasını istedik. Fakat 2499 sayılı SPKa'nun bir 50. maddesi var. Bankalar, SPKa'nun aracı kurumları düzenleyen faaliyetlerde buldukları vakit ve münhasıran bununla bağlı olmak üzere, SPK'nun gözetim ve denetimi altındadırlar. Dolayısıyla kanun ne ise onu uygulamak durumundayız. Aslında mali piyasa bir bütündür. Bunun para piyasası kanadının da sermaye

piyasası kanadının da bir merci tarafından düzenlenmesi lazım.

Türkiye gibi memleketlerde para piyasasının gelişimi, sermaye piyasasının gelişiminin önünde gider. Nitekim gitmiştir de... Onun mevzuatı yerleşmiştir, kökleşmiştir. Bankalar bugün birçok denetime tabidirler. Bankaların yeminli murakıpları vardır, kendilerinin teftiş kurulları vardır, Merkez Bankası'nın denetimi vardır. Buna bir de SPK'nu eklediğiniz vakit, denetim üzerine denetim oluyor. Denetim organlarının bu kadar çoğalması da, aslında denetimi güçlendireceği yerde zayıflatır. Şimdiki rejimin bir mantığı vardır. Maliye Bakanlığı ile Hazine ve Dış Ticaret Müsteşarlığı mevzuat yönünden gerekli düzenlemeyi ve denetlemeyi yapmaktadır. Merkez Bankası banka işlemleri yönünden gereken gözetim ve denetimi yapmaktadır. Bir de mesleki teşekkül olarak Bankalar Birliği vardır; onlar da Merkez Bankası tarafından alınan kararların açıklığa kavuşturulması bakımından bankalara gerekli duyurularda bulunmakta ve işlemlerin daha mütecanis (türdeş) daha çarpıtılmadan yürütülmesini sağlamaya çalışmaktadır. Dünyada yerleşmiş olan düzen de aşağı yukarı budur.

Sermaye piyasasının kalbi, aracı kurumlardır. Ancak dünyadaki gelişmelerde görüldüğü gibi, mali servis satımları, hizmet satımları sadece aracı kurumlara bırakılmayacak kadar da önemli bir konudur. Bankalar bunun içerisine girmek zorundadırlar. Asli fonksiyonları para ticaretinden para kazanmak olmakla beraber, mali servis satımından sağladıkları kârlar da gelişmiş memleketlerde organik kârlara nazaran gün geçtikçe önem kazanmaktadır. Yani asli faaliyet alanlarına nazaran önem kazanmaktadır. ABD de bunun önünde değildir. Orada da «universal banking» dedikleri ihtisas bankaları,

genel tipte herşey yapan bankalar, gün geçtikçe önem kazanmaktadır. İngiltere'de bankalar borsaya üye olmaktadır. Üstelik sadece İngiliz bankaları değil, yabancı bankalar dahi...

**TEKBAŞ** — Ama Amerika'da ticaret bankaları değil borsaya üye olmak, borsa işlemi bile yapamazlar; hatta iştirakte dahi bulunamazlar.

**KARSLI** — Londra'da durum biraz daha ileri gitti şimdi.

**TÜRK** — Evet, yapmaktadırlar...

**EMEKLİ** — Aracı kurumlara göre haksız rekabet şartlarında mı?

**TÜRK** — O ayrı bir konudur. Aynı bir toplantının konusu olabilir.

borsa, sermaye piyasasının amacı değil aracıdır; amaç, yatırımlara sermaye piyasasından kaynak sağlamaktır; bu nedenle aracı kurumların borsa yönetiminde söz sahibi olmaları gerekir

**EMEKLİ** — Borsayı sermaye piyasasının bir göstergesi olarak görüyorum; herhalde yanlış değil. Borsayı sermaye piyasasının amacı değil, aracı olarak düşünüyorum. Görüşmelerde de ortaya çıktı ki, hisse senedi yatırımcılığı tasarrufluca tarafından cazip hale geliyor. Bunun tabii sonucu, beklenen sonucu; artık sermaye piyasasında hisse senedi yoluyla fon temininin cazip hale geldiği, dolayısıyla herkesin bu piyasaya hisse senedi sürmesi, herkesin de buradan yeni hisse senedi almasıdır. Yoksa

bir kumar masasında eldeki paraların benim önümden sizin önünüze, oradan tekrar bana gelmiş olması, sermaye piyasasına bir katkıda bulunmaz. Amaç, yeni yatırımlara hisse senedi yoluyla kaynak temininin cazip hale gelmesidir. Borsadaki işlemler hisse senedi alışverişini cazip hale getiriyorsa; buradan, haktan hisse senedi yoluyla özkaynak temininin cazip hale gelmesi gerektiği sonucuna varabiliriz. Bu matematik bir olay. Şimdi acaba durum öyle mi? Hisse senedi yoluyla yatırımlara kaynak bulmak, borsamız faaliyete geçtikten sonra esas özlenen konudur. Cazip hale geldi mi, işlerliğe kavuştumu? Gelmediyse, ne yapmamız lazım? Bana konunun can alıcı noktası burası gibi geliyor. Bunu tartışmamız yarar var, diyorum.

**TEKBAŞ** — Yani ikincil piyasa işlemlerinden çok birincil piyasa işlemi üzerinde durulmasını mı öneriyorsunuz? Burada belki halka açılma diyebileceğimiz olay söz konusu olabilir. Yeni yatırımların yanı sıra akla şu gelebilir. Çeşitli çevrelerde adı «şirket kurtarma yasası» olarak da geçen, gerçekte sermayenin tabana yaygınlaştırılmasını öngören bir yasa tasarısı var (\*). Onun içinde vergi oranlarının şirketin halka açılmasına göre % 46'dan % 40'a, % 35'e veya % 30'a indirilmesi söz konusu.

**EMEKLİ** — Ben o enstrümanı öngörmüyorum. Sadece borsadaki işlem hacminin bu kadar revaç görüldüğü bir dönemde, birincil piyasa hisse senedi işlemlerinin de gerek fon arayanlar gerekse fon verenler açısından hareketlenmesi lazım. Mantık bunu gerektiriyor. Öncelikle bu tahakkuk etti mi? Etmediyse, bunun

sebebini araştırıp neden etmediğini bulmamız, nasıl hareketlenebileceğini görmemiz lazım. Sözün kısısı budur. Amaç, yatırımlara sermaye piyasasından kaynak temin etmektir. Borsa işlevini yapmıştır. Hisse senedi alışverişini cazip hale gelmiştir. Bunu satış rakamlarından anlıyoruz. Peki bu, birincil piyasaya neden yansımıyor? Ne yapabiliriz ki yansıtalım?

**KARSLI** — O da başlı başına bir toplantı konusu. İsterseniz gelecek toplantının konusunu şimdiden tespit etmiş olalım.

**EMEKLİ** — Gerçekte çok önemli bir konu. Geniş bir konu. Zaten amaç da o. Amaç, borsada herkes birbirine alsın satсын, fiyatlar insin çıksın değil. Bunu cazip hale getirmek.

**TEKBAŞ** — Ekonomide kaynakları en iyi şekilde dağıtmak.

**EMEKLİ** — Bir tarafa, «Hisse senedi alırsanız, istediğinizde kolayca satabiliyorsunuz. Fiyatları da yükseliyor, öyle ise alın.»; öbür tarafa da, «Bakın hisse senetleriniz satılıyor. Getirin burada kaynak arayın.» dememiz lazım. Borsa bu şeyi yaptı.

**YILDIZ** — Sayın Tekbaş, müsaade ederseniz yeri gelmişken şunu da arz etmek istiyorum. Şimdi bu hisse senedi konusuyla son derece ilgili bir kurumun temsilcisi olarak, borsa yönetimine de girmek istiyoruz. Yani hiç olmazsa bu konuda bir esneklik yaratılsın.

**TÜRK** — Varsınız zaten.

**YILDIZ** — Hayır. Hisse senedi sorunları tartışılıyor, sistemler tartışılıyor.

**TÜRK** — Temsil ediliyorsunuz...

**YILDIZ** — Hem evet, hem hayır. Önceki yönetimdeki uygulama, bençe tam anlamıyla hitap etmiyor ara-

(\* Dergi'nin Notu: Söz konusu tasarısı, «Açık Oturum»un düzenlenmesinden sonra TBMM'nde kabul edilip yasalaşmıştır.



cı kurumlara. 15 tane aracı kurum bir temsilci gönderecek, o temsilci de aracı kurumlara muhatap olmayacak. Yani bu şekilde bir temsil değil de, bu işle bizzat ilgilenen, bu işe gönül vermiş kişilerin borsa yönetiminde yer alması, hiç olmazsa yönetim kuruluna girme şansının olması lazım.

**EMEKLİ** — Biz seçebilelim ve biz hesap sorabilelim.

**YILDIZ** — Evet. Şimdi hisse senedi konusunda 100 tane sorun varsa, bu 100 tane sorunun tamamına vakıf bir insan olarak, hiçbir söz hakkım yok.

**TÜRK** — Sorunlarınızı borsa yönetim kuruluna intikal ettirin.

**EMEKLİ** — Genel kurula getirdik, reddedildi.

**TEKBAŞ** — Bir öneriniz var mı sizin?

**KARSLI** — Bir model oluşturdu-nuz mu? Şimdi bugünkü model için- de bunun bir başka çaresi yok.

**YILDIZ** — Yönetime katılmak istiyoruz. Pasif kalmak istemiyoruz, açıkçası.

**TEKBAŞ** — Bugün yönetime katılma, belki iyi veya kötü, ama bir şekilde mevcut. Bir yönetim kurulu oluşuyor.

**YILDIZ** — Ben özetle şunu rica ediyorum: 15 tane aracı kurum, borsa yönetiminde 1 kişi tarafından değil, asgari 3 kişi tarafından temsil edilmelidir.

**EMEKLİ** — Her kuruluşun kendi temsilcisini kendisinin seçmesi, kendisinin hesap sorması ve kendisinin düşürmesi imkânının sağlanması lazım. Bunu, yönetmeliği değiştirmeden gelenek haline getirmeyi teklif ettik; kabul görmedi. Onu yaparsak bu sorun çözülür zannediyorum.

**YILDIZ** — Şimdi ben şuna katılmıyorum. Sermaye piyasasında, borsada en önemli konu eğer hisse senediye, hisse senediyle ilgisi çok az düzeyde olan bir kişinin aracı kurumları temsilen borsa yönetim kuruluna girmesine karşıyım.

**TÜRK** — Sayın Tekbaş, isterse- niz bu toplantıyı İMKB'nın sorunları, bu sorunların kaba hatlarıyla çözüm yolları şeklinde sonuçlandıralım. Özel konular üzerinde gerekirse ayrıca dururuz.

**KARSLI** — İzin vererseniz, sayın üyelerin sözlerine karşı Borsa Başkanı olarak kısa bir açıklama yapayım. Yönetmeliğimiz bir yönetim modeli öngörmüştür, 4 tane üye vardır. Aracı kurumlardan bir tane, yatırım bankalarından bir tane denilmiştir. Halbuki üç tane yatırım bankası var. Belki başlangıçta bir dengesizlik görüldü ama, yarın öbürgün yatırım bankalarının sayısının 20'ye 30'a çıkmayacağını kim bilebilir?

**TÜRK** — Yatırım bankaları dahil bütün bankalardan bir temsilci diyebiliriz.

**KARSLI** — Komisyoncuların temsilcisi iki kişiydi. Ama bugün 10'a yükseldi. Yani meseleye uzun zaman süreci içinde bakarsak, durumu biraz daha değişik görüyoruz. Burada şöyle bir model olabilir. Sayın Emekli'nin genel kuruldaki önerisiydi: Her grup kendi üyesini kendisi seçsin. Bunun fazla bir değişiklik getireceğini sanmıyorum, ama zaten idare modelimize göre böyle bir şey hukuken olamazdı. Bunun için yönetmelik değişikliğine gerek var.

**EMEKLİ** — Centilmen anlaşması olabilir.

**KARSLI** — Centilmen anlaşmasıyla olacaksa, bunu üyeler kendi aralarında yapmak zorundalar. Borsa yönetiminin bu konuda bir rolü ola-

maz tabii. Burada şu olabilir: Gruplar kendi aralarında gayriresmi olarak genel kurula benzer toplantılar yapabilirler.

**TÜRK** — İki dereceli seçim. Yani borsa bankerlerinin göstereceği iki adaydan birisi seçilebilir.

**EMEKLİ** — Efendim, bir aday söz konusu. Biz adayımızı gösterdikten sonra, centilmenlik anlaşmasıyla diğer gruplar oy verebilir ona. Hiçbir mahsuru yok bence.

**KARSLI** — Ya centilmen anlaşmasıyla olur bu iş, veyahut da model değiştirilir. Sayın Hocamızın belirttiği gibi: gruplar kendi adaylarını kendileri seçerler, örneğin 3 aday seçerler. «Bu 3 aday içinden genel kurul birini seçmek zorundadır.» derler. Bu yapılabilir. Gayriresmi olarak yapılabilir. Dernek olarak siz mensuplarınıza birer yazı yazarsınız, genel kurul öncesinde bir toplantı yaparsınız; centilmen anlaşmasını o toplantıda uygulayabilirsiniz.

**EMEKLİ** — Onu da yapmıştık.

**KARSLI** — Benim aklıma başka bir model geliyor.

**EMEKLİ** — Mesele de bu zaten.

**KARSLI** — Sistemli tümüyle değiştirmek mi istiyorsunuz?

**EMEKLİ** — Hayır, hayır...

**YILDIZ** — Sayın Hocam, yanlış anlaşılma olmasın. Hisse senedi mevzuunda tartışılabilir sorunlar oluyor. Yönetim kurulunda, bu konuda uzman bir kişi olmadıkça, bu tamamıyla borsa başkanının inisiyatifine kalıyor.

**KARSLI** — Doğru, onda yerden göğe kadar haklısınız.

**YILDIZ** — Yani burada % 30 iş hacmi sağlıyorum; hisse senedinde hiçbir şekilde en ufak bir sözüm yok, arka planda kalmışım.

**EMEKLİ** — Bankalar ve yatırım bankaları temsilcileri konuya biraz uzak kalıyorlar.

**YILDIZ** — Eğer bu piyasanın gelişmesi sağlanacaksa, bilinçli bir şekilde sağlansın.

**TEKBAŞ** — Konu yönetim kurulu yerine birtakım danışma kurulunda ele alınamaz mı?

**YILDIZ** — O şekilde de olmuyor.

**KARSLI** — Sanıyorum Sayın Emekli'nin bir arzusu, özlemi var; onda biz kusura düştüğümüzü kabul etmek zorundayız. İstiyorlar ki, zaman zaman borsa başkanı gruplar halinde küçük toplantılar, istişari toplantılar yapsın. Bunların faydasına ben de inanıyorum. Fakat bir genel sekreter hâlâ bulamadık. Genel sekreteri bize Ankara'dan bulup vereceklerdi. Halen bekliyoruz. Çizmeyi aşmak istemiyoruz. Ben de işlerimi fazla dağıtmadım, idari işleri bir genel sekretere devredemedim. Onun için Sayın Emekli'nin arzusunu gerçekleştiremedim. Önümüzdeki dönemde bu konuda daha iyi, olumlu olacağımı ümidindeyim. Bununla beraber yine de ortada yeni bina meselesi var. Şimdiki binanın tümüyle borsaya verildiğini, Ziraat Bankası'nın oradan çıktığını farzetsek bile, bu gene bir sürü işi gerektirecek.

**YILDIZ** — Kanımca en uygun yer 4. Vakıf Han'dır.

**TEKBAŞ** — Sayın Hocam, şimdi söz sizin.

**TÜRK** — Sayın Tekbaş; sermaye piyasasını düzenlemekten ve geliştirmekten sorumlu kuruluşun başkanı olarak, bu alanda faaliyet gösteren meslektaşlarımızı biraraya getirip konuşma ve sorunlarımızı tartışma fırsatı verdiğiniz için; öncelikle size teşekkür ederim. Bizim borsa konusuna yaklaşımımız, birinci el ya da

ikinci el piyasa yaklaşımı değildir. Sermaye piyasasını bir bütün olarak görüyoruz. Aslında 91 sayılı Kanun Hükmünde Kararname ve menkul kıymetler borsasının kurulmasını düzenleyen kanun hükmünde kararname, bu amaçla çıkarılmıştır. Sermaye piyasasında bütünleşmeyi sağlamak çok önemlidir. Biz İstanbul Menkul Kıymetler Borsası kurulduğu zaman, bir numaralı sorun olarak borsada iş ve işlem hacminin yoğunlaşmasını görmüştüzdür. Bunun için de gereken düzenlemeleri yapmışızdır. Borsada işlem görecekt menkul kıymetler alım-satımında binde 1 oranında Menkul Kıymetler Tanzim Fonu'na para ödenmesini, Sayın Yıldız'ın müracaatı üzerine enine boyuna tartıştık. 45 sayılı Kanun Hükmünde Kararname'nin 35 sayılı Kanun Hükmünde Kararname'ye getirdiği ek maddeden yararlanarak ve 1447 sayılı Kanun'un sağlamış olduğu hakkı mahfuz tuttuğunu göz önünde bulundurarak, o güçlüğü aşabildik.

**borsa'nın birtakım problemleri olduğu gerçektir; ancak, yönetmelikle ilgili bir sorun varsa, bunu ayrı bir tüzel kişiliği olan borsa'nın kendisi çözecektir; bir pazar ekonomisinde zorlama değil özendirme metotları vardır**

İkinci olarak; her ne kadar devletin ihraç etmiş olduğu menkul kıymetler özel sektörünkinden farklı ise de, netice itibarıyla unutmamak lazım gelir ki, devletin ihraç etmiş olduğu menkul kıymetler de fonlarını

sermaye piyasası kaynaklarından sağlamaktadır. Onların borsada işlem görmeleri halinde, borsa üyelerine ödenen kurtajlar ve oradan borsaya ayrılan pay % 50 oranında düşürülmüştür. Daha sonra bu uygulama, hisse senetlerine de teşmil edilmiştir. Biz borsa komisyoncularını borsa üyesi olarak kılcal damarlar gibi görmüştüzdür. Bunların yeni borsa statüsüne intibaklarını, 91 sayılı Kanun Hükmündeki Kararname'nin şartları bağlıyordu. Hazine ve Dış Ticaret Müsteşarlığı'nın Teşkilat Kanunu'nun sağladığı imkânlardan yararlanarak, eski borsa acentalarının da borsada borsa komisyoncusu sıfatıyla iş ve işlem yapabilmelerini de sağlamışızdır. Borsayı açtığımız zaman öyle zannediyorum ki üye sayısı 36 idi. Bugün 53'tür. Gerçekte 54 idi, bir tanesi gerl alındı. Muamele hacmi de borsada bu manada yoğunlaşmıştır. Rakamlar da bunu göstermektedir. Başlangıç için fena değildir. Fakat gelecek için vaatçidir.

Borsanın birtakım problemleri olduğu gerçektir. Bina sorunu bunların en başında gelmektedir. Fakat binasızlık sorununun hakiki değerinin üzerinde mübalağalı bir şekilde değerlendirmemek lazımdır. Biz SPK olarak kurulduğumuz vakit, bize çalışabileceğimiz bir yer göstermemişlerdi. Biz, o devrin Bakanlar Kurulu'na çıkarılan kararnameyle görev atadığımızı öğrendiğimiz vakit, Ulus'ta Atatürk heykelinin önünde toplandık. Eski New York Borsası'nda, borsa komisyoncularının ağaçların altında toplandığı gibi... Maliye Bakanı'na gittik. «Kararname çıktı, görevi başlayacağız.» dedik. Bakanın Devlet Yatırım Bankası'ndaki gizli çalışma odası, bizim 6 ayı aşkın bir süre çalışma yerimiz oldu. Ve oradaki birlikte yaşamamızdan, çalışmamızdan tatlı anılarımız vardır. Yönetmeliklerimiz çıkmamıştı, kadrolarımız onaylanmamıştı, personel alamıyorduk. Bi-



ze sadece bir kahveci, bir daktilo, bir de telefonumuzun bağlanması için sekreter verdiler. Kurul üyelerinin bir kısmı evrak memuru, bir kısmı mali analist, bir kısmı hukuk müşaviri, bir kısmı genel koordinatör gibi çalıştı.

1986 yılında borsanın bina temin edebilmesi için Hazine ve Dış Ticaret Müsteşarlığı'na 1 milyarlık bir ödenek tahsis edilmişti. Binaya sahip olmak, illa binanın mülkiyetine malik olmak manasında değildir; gerekirse kiralanabilir. Bu yıl da yine bütçede 1 milyarlık bir ödenek vardır. Gerekirse birden daha fazla binada da çalışılabilir. Biz Sayın Kaya Erdem'i ziyaret ettikten sonra, Sayın Başbakan'ı ve -o dönemdeki unvanıyla- Sayın Devlet Başkanımızı da ziyaret ettik. Sayın Başbakan bize dedi ki: «Siz maalesef çalışma yeri gösteremiyecceğiz.» O zaman mali yıl Mart'ta başlıyordu. Biz 15 Ocak'ta yemin etmiş, göreve başlamış durumdaydık. 45 günlük süre için elimizde 50 milyon para vardı. İş Bankası'nın Meşrutiyet Şubesi'nin üzerindeki binanın inşaatı tamamlanmamıştı. Nisan ayında tamamlanacaktı. 29 Ocak'ta İş Bankası'yla protokol yaptık ve Ağustos'ta binaya geçebildik. O bina da bize bugün dar gelmektedir. Aynı cadde üzerinde inşa edilmekte olan bir binanın 2 katını kiralama taahhüdünü almış durumdayız. Sonunda arsamızı aldık, ihalemizi yaptık ve Temmuz ayında da binamızın temelini atabilecek duruma geldik.

Dolayısıyla bugünün problemlerini çözebilmek için bir yerden başlamak lazım. O zaman genel sekreter de tayin edilebilir, daha çok sayıda borsa eksperti de istihdam edilebilir ve borsanın kadroları içerisinde bulunan denetleme elemanları da istihdam edilebilir. Böylece sermaye piyasası daha çok disiplin altına alınabilir. Bunun için sağlanan imkânlardan yararlanmak bir zorunluluk olarak ortaya çıkıyor. Başlanmayan bir işin

bitmesi de mümkün değildir, sorunlar sürekli olarak ayakta kalır. Borsamızın bugün bir takas odasının olmadığı doğrudur, olması gerekir. O da tabii bina sorunuyla ilgili. Bu takas odasını kurmak zorundayız. Aksi halde teslim -tesellümlerde birtakım aksamalar ve bundan birtakım ciddi sorunlar doğabilir. Bu sorunlar da sadece borsa içerisinde sorun olarak kalmaz, borsada cereyan eden iş ve işlemlerin ciddiyeti ve güvenilirliği konusunda şüpheler de uyandırabilir.

Her ne kadar İstanbul Menkul Kıymetler Borsamızın Sayın Başkanı, işlerimize fazla müdahale ediyorlar şeklinde eleştirilerde bulunuyorlarsa da, biz kurucular genel kurulu teşekkül ettikten sonra borsanın herhangi bir işine karışmış durumda değilizdir. Bugünkü sistemin eleştirilebilecek yönü, belki borsanın başkanının bir kararnameyle atanmasıdır. Ancak, İMKB kanunla kurulmuş resmi bir borsa olduğu için, başkanının genel kurul dışında bir makam tarafından tayin edilmesinin, özerk bir kuruluşu temsil edebilmesi bakımından zararı değil yararı vardır. Çünkü seçimin olduğu yerde politika, politikanın olduğu yerde ise taviz vardır. Çünkü seçilen kişiler o görevin başına yeniden seçilmek amacıyla gelmişlerdir, bir dönem kalmak için değil... Ama borsa gereken ciddiyeti, güvenilirliği sağlasa ve başarısı kabul edilmiş olursa; başkanı aday gösteren kurul objektiflikten ayrılamaz. Çünkü başarı kendi kendini gösterir ve bunun reklamını, propagandasını yapmaya gerek yoktur. Rakamlar, gerçekleştirilen işlem hacmi, çözülmüş olan sorunlar ortadadır. Açık seçik görülür.

Borsa yönetmeliğinden şikâyetler konusuna gelince... Sayın Karşılı bu konuyu daha önce İzmir'de yapmış olduğumuz bir panelde de dile getirdi. Bunu SPK'ndaki arkadaşlarla ayrıntılı bir şekilde konuştum. Aslında ken-

dilerinin önermiş oldukları sistem ile bugün yürürlükte olan sistem, özünde birbirinden farklı değildir. Yönetmelğimizin hiçbir maddesinde, hisse senetleri alfabetik sıraya göre müzayedeye çıkacak diye bir kural yoktur. Orada, trading floor denilen müzayedede salonunun yeterli olmayışından ötürü ortaya çıkan bir sorun vardır. Kaldı ki biz, borsa kuruluncaya kadar, borsanın yönetmeliklerini hazırlamakta görevli bir kuruluş idik. Borsanın ayrı bir tüzel kişiliği vardır, organları vardır, yönetim kurulu vardır, eksperleri vardır. Yönetmelikle ilgili bir sorun varsa, bunu kendileri çözeceklerdir. Makul bir yönetmelik hazırlanacak olursa, biz sadece bir onay merciiyiz. Onaylarız ve borsamızın daha işler bir hale gelmesi için kendilerine yardımcı oluruz.

Ortaya atılan diğer bir fikir seçimdi. Demokratik rejimlerde belirli seçimler vardır. Temsili hükümet rejimi vardır, parlamenter demokrasi vardır, başkanlık hükümeti sistemi vardır. Bunların hepsi demokratik rejimin çeşitli memleketlerde uygulanış biçimleridir. Borsada sadece borsa koduna alınmış olan menkul kıymetler mi alım - satım görsün, yoksa borsa dışında da işlem yapılabilir mi? Bu da bir sistem konusudur. Biz bu sistemi kabul etmişiz. Başlangıçta endişelerimizi söyledim. Bir borsayı ayakta tutacak kadar menkul kıymetimiz var mı? Menkul kıymetler borsasının canlı kalabilmesi için borsada satışa sunulacak olan menkul kıymetleri satın alabilecek kadar tasarruf erbabımız var mı? Bunlar başlangıçta duyduğumuz ciddi endişelerdi.

Ben o kanıdayım ki, 1986 yılı, borsaya hem hisse senedi arzı hem daha geniş manada menkul kıymet arzı bakımından bir tikanıklık sorunuyla karşı karşıya olmadığımız sonucunu ortaya çıkarmıştır. Tasarruf erbabının borsada işlem gören borsa

üyelerine karşı temasları artmıştır. Herhalde Sayın Yıldız da kabul edeceklerdir, hisse senedi alması konusunda alım emri vermeleri için kendilerine yeni yeni tasarruf grupları, yeni yeni tasarruf erbabı gelmeye başlamıştır. Bu bir tecrübe, bir alışkanlık, bir ısınma konusudur. Hisse senetlerinin sağladığı nema tasarruf erbabı bakımından anlaşılmaya başlamıştır; bunun alternatif yatırımlardan daha verimli olduğu da ortaya çıkmıştır. Çünkü hisse senedi alınacak olursa, bizim yaptığımız bir düzenlemeyle ve Maliye Bakanlığı'nın yapmış olduğu başka bir düzenlemeyle, temettü dışında kendilerine yeni imkânlar doğmuştur. Bedelsiz hisse senedi alabilmektedir. Uzun yıllar %5 seviyesinde kalmış olan birinci temettü, SPK'nun yapmış olduğu bir düzenlemeyle ödenmiş sermaye üzerinden oransal olma ilkesi kabul edilerek % 20'dir denmiş. Fakat dağıtılabilir gelir kavramına geçilmiştir. Şirketin gerçekleştirmiş olduğu bilançosundan vergi ve % 5 kanuni ihtiyat gibi ödemeler çıkarıldıktan sonra kalan kısım dağıtılabilir gelirdir. Halıka açık anonim ortaklıklar dağıtılabilir gelirlerinin en az % 50'sini dağıtmak zorundadırlar; fakat % 75'inden daha fazlasını dağıtamazlar. Bu suretle ofofinansmanla şirket ortağı arasında birce kurulması lazım gelen makul denge kurulmuştur.

Unutmamak lazım gelir ki, içinde yaşadığımız dönem, enflasyonist bir dönemdir. Türkiye'de enflasyon hızı % 25'e düştü diye seviniyoruz. Fakat % 25 enflasyon hızı, çok yüksek bir enflasyon hızıdır. Bu, bir sermaye piyasasının gelişmesine imkân vermeyecek kadar yüksek bir enflasyon hızıdır. Enflasyon hızı normal hadlere inip % 0'la % 5 arasında bir duruma gelecek olursa, birinci temettü oranında bir indirim de düşünebiliriz. % 50 dediğimiz konuda, «1/3'ünden daha az olamaz, % 50'sini de

aşamaz» da diyebiliriz. Fakat biz tasarrufçuya menkul sermaye iradının tadını tattırmak zorundayız. Çünkü hiçbir işin tecrübesi yapılmadıktan ve neması elde edilmedikten sonra, gelişmesi mümkün değildir. Esasen pazar ekonomisinde zorlama metodları da yoktur. Ancak teşvik metodları vardır, özendirme metodları vardır. Bankacılık sisteminin, çok ortaklı oldukları için, sermaye artırımları konusunda ve hisse senetlerinin halka satışı konusunda sermaye piyasasının gözetimi ve denetimi altında olmasını istiyoruz. Fakat bankaların tahvil ihraç etmelerine karşıyız. Çünkü bankacılık sistemi özü itibarıyla mevduat toplamaya, tasarruf erbabına karşı borçlanmaya dayanır. Bankalar, tahvil ihraç etmek suretiyle Bankalar Kanunu'nun getirdiği kısıtlamaları aşmanın bir aleti olarak da kullanılabilir. Gerçi bankalar da bir anonim şirkettir. Onlar da Türk Ticaret Kanunu ve SPKa'nın tespit etmiş olduğu limitler içerisinde tahvil ihraç edebilirler. Fakat tahvil çıkarmamalıdır. Tahvil çıkarma sadece kalkınma ve yatırım bankalarına ait olmalıdır. Zaten onlar banka bonusu da çıkarabiliyorlar.

Insider trading'i nasıl önleyebiliriz? Evvela neler insider trading'in konusu olabilir? Bir hukukçu değilim ama, yine de açıklayıcı bilgiler vermek istiyorum. Bir şirket önündeki yıl için işletme programını hazırladığı vakit sermaye artırımına gidecek mi, gitmeyecek mi? Bunun dışardan bilinmesi, insider trading'in bir konusudur. Genel kuruluna giderken hangi kâr dağıtım oranıyla gideceği, şirket politikasıdır; fakat bunun dışardan bilinmesi bir insider trading'tir. Yeniden değerlendirme yapacak mı? Mecburi değildir bizde, ihtiyaridir. Yeniden değerlendirme yapacaksa, pasifte bir fon teşekkül edecek mi, etmeyecek mi? Sermaye artırımına giderken belsiz hisse verecek mi, vermeyecek

mi? Hatta bir şirket diğer bir şirketle birleşecek. Mesela bunun örnekleri var. Good Year ile Uniroyal birleşti. Veya Türkay ile Kav birleşti. Bunların dışardan bilinmesi insider trading'tir.

Bunu ne önleyebilir? Sayın Karşılı dediler ki, şeffaflık önleyebilir. Şeffaflığı ne sağlayabilir? Şeffaflığı bağımsız dış denetim organları sağlayabilir. Bağımsız dış denetim organı da bizim dışardan ithal ettiğimiz bir kurumdur. Bu geliştirilecektir. Esasen bankalar bağımsız bir dış denetime tabi tutulmuşlardır. İlerde halka açık anonim şirketlerin de bağımsız dış denetime tabi tutulması gerekmektedir. Bu, sermaye piyasasının gündeminde olan bir konudur. Yabancı uzmanlar, Dünya Bankası uzmanları da bize bu konuda öneride bulunmaktadırlar. Bir şirketin bilançosunun sadece genel kuruluna onaylanması ve onaylanabilmesi için de iç denetçileri tarafından denetlenmiş olması, denetim değildir. Çünkü iç denetim organı da idarenin bir koludur, bir uzvudur. Yani yeterli değildir. Bu bağımsız dış denetim kuruluşlarını sağlıklı bir şekilde kurmak zorundayız. Sağlıklı bir şekilde kuramazsak, «Bağımsız dış denetim organlarını kim denetleyecektir?» sorusuyla da karşı karşıya gelebiliriz. Bu yeni araçlar, yeni müesseseler ithal edilirken özenle ithal edilmelidirler. Düzenlemeleri yapılırken de sağlıklı bir şekilde yapılmalıdır. Ancak o zaman yararlarından faydalanabiliriz. Hatta yararlanalım derken denetleyen kuruluşları da denetleyecek başka denetim organları ihdas etmek gibi bir durumla karşı karşıya gelebiliriz.

Ben borsamızın geleceği bakımından, her yıl teşekkül eden tasarrufların daha büyük kısmının menkul kıymetlere bağlanabilmesi bakımından iyimserim. İyimserim ve yapılan değişiklikleri daha iyi arzulamanın bir ifadesi olarak görüyorum. Bir ümitsiz-



lık işareti olarak değil de, «Daha iyi olabilmemiz mümkünken niçin daha iyi olamıyoruz?» şeklinde yakınmalar olarak görüyorum. Bundan da bir yerde mutluluk duyuyorum. Çünkü daha iyinin arzulanmadığı bir yerde daha iyiye erişilemez. Beni hangi hususlar iyimser ediyor gelecek bakımdan? Dünyanın çeşitli sermaye piyasaları ve borsalarında menkul kıymetleri işleme konu edilen şirketlerin sayısı sınırlıdır. Şimdiden 330'u aşkın şirketin hisse senedi borsa koduna alınmış durumdadır. 180 kadar şirketin de tahvil borsa koduna alınmış durumdadır. Bunlar kötü bir başlangıç sermayesi değildir, 15 ayını dolduramamış bir borsa bakımından. Şimdiki halde sermaye artırımlarına gidilmede kolaylık sağlayan kayıtlı sermaye sistemine geçmiş olan şirketlerin sayısı 100'ü aşmıştır. Bunların çıkarılmış sermayeleri 400 milyar lira civarındadır. Kabul edilmiş kayıtlı sermaye tavanları da 800 milyara yaklaşmaktadır. Gelecek yıl sonunda bunların sayısınının 110 civarında olacağını zannediyorum. Kapatığımız yılda sa-

yıları 92 idi. Bugünlerde her kurul toplantısında birkaç şirketin kayıtlı sermaye sistemine geçmesi hadisesiyle karşı karşıya geliyoruz.

Borsalarda esas işlem görece menkul kıymetin hisse senedi olduğunu kabul ediyorum. Fakat bu, gelişmiş ülkeler bakımından böyledir. Çünkü hisse senedi satın almak demek, kâr ve zarara muhatap olmak, ortaklık ilişkisi kurmak demektir. Bugüne kadar hiçbir tecrübesi olmayan tasarruf erbabının, binbir müşkülülle dışından tırnağından artırdığı ile gözü kapalı hemen hisse senedi alım-satımlarına geçebileceğini, hisse senedi sahibi olmak isteyeceğini de düşünmemek lazım. Bunun gelişme seyri ne olacaktır? Onun üzerinde durmak istiyorum. Bunun ilk gelişen tarafı kanımca tahvil olacaktır. Tahvil piyasasında bir canlılık vardır. Şimdiye kadar bu konuda kötü sonuçlarla karşılaşılmamış olmak tasarruf erbabına cesaret vermektedir. Alternatif nemalandırma imkânlarına, vadeli tasarruf mevduatına nazaran da 10 puan, 8 puan, 12 puan gibi bir fark ya da ek gelir sağlayabilmektedir. Bu da tasarruf erbabı için yeterli olmaktadır. Şimdiden hisse senediyle değiştirilebilir tahvil çıkarma konusunda bazı kuruluşların temasları vardır. Bu, daha başvuru safhasında değil. Bana öyle geliyor ki sermaye piyasasında tahvilden sonra ikinci gelişecek kanat, hisse senediyle değiştirilebilir tahvil olacaktır. Finansman bonoları, bir kısa vadeli menkul kıymet çeşididir. Türkiye'de genellikle menkul sermaye alanına yatırım yapan tasarruf erbabı, aylık ek gelirine gelir isteyen kimse olduğu için, kısa vadeli alanlara yatırım yapmak da istemektedir. Finansman bonolarının vadeleeri 3 ayla 1 yıl süreyi içerdigi için, bunlar işlem görececek bir menkul kıymet türü olarak ortaya çıkmıştır. Başvuruların bu konuda artacağını zannediyorum.

ES Yayınları sunar

Prof. Dr. Unal TEKINALP

# SERMAYE PİYASASI HUKUKUNUN ESASLARI

Bilim ve İş çevrelerinin beklendiği yapıtı.

Fiyatı (KDV'li): 1000.- TL

İsteme Adresi:

Ekonomik ve Sosyal Yayınlar A.Ş.

Binbirdirak, Suterasiçi Sokak No. 6/2  
Sultanahmet-İstanbul

Telefon: 526 34 11

Not : Üdemeli postalamla yapılırsa. PTT ile yollanmasını isteyenlerin, kitap bedeline 400.- TL tahhütlü pul tutarını ekleyerek önceden havale çıkarmaları gerekmektedir.

Bu yıl muhtemelen bizim vereceğimiz izinlerde tahvil birinci önceliği alacaktır. Gene benim tahmin ettiğime göre, vereceğimiz izinler 300 milyara yaklaşacaktır. İkinci sırada finansman bonusu olacaktır. Burada da vereceğimiz izinlerin 100-150 milyar lira arasında olacağını zannediyorum. Sermaye artırımlarında da aynı miktarı bekliyorum. Geçen sene 102 milyardı. Bu yıl asgari enflasyon hızı kadar olacaktır ki, 125 milyara yaklaşır. Kaldı ki genelde onun üzerinde olmaktadır. Faiz hadlerinde ciddi düşme beklenmeyeceği için, şirketler gene özfinansman kaynakları ortaklarına başvurma yolunu tercih edeceklerdir. Benim Sayın Başbakanımıza, Hazine ve Dış Ticaret Müsteşarlığı'na belirttiğim ve bu çeşit toplantılarda sık sık dile getirdiğim bir konu vardır: Ekonomide mali istikrarı sağlamak ve

özel sektör tarafından yapılan yatırımları artırmak için geçici bir «sermaye piyasasında teşvik kanunu»na ihtiyaç duyulmaktadır. Böyle bir kanunu kabul etmekten kaçınılmamalıdır. Denmelidir ki, halka açık olarak kurulacak anonim şirketler 10 yıl süreyle Kurumlar Vergisi'nden muafittir. Halka açılacak anonim şirketler 5 yıl süreyle Kurumlar Vergisi'nden muafittir. Şirketler sayıları az olmakla beraber halka açılmaya başlamışlardır. Şirket ortaklarından büyüklük portföy boşaltması gibi bir durum da vardır. Mart dediğimiz olay odur. 900 milyonluk hisse senedi halka açılmıştır. İzmir Demir-Çelik de doğrudan doğruya halka açılmaydı. Fakat Mart, 7 kişilik bir şirketin, Koç Holding'in 900 milyonluk hisse senedini doğrudan doğruya halka açmasıdır. Bütün bunlar ileriye doğru bize gelecek vaat eden tomurcuklanmalardır. Bu tomurcuklar birgün gelip çiçek olacak, arkasından da meyveye dönüşecektir. Ve o günler de pek irakta değildir. Mart ayının soğuk günleri bizi ürkütmemelidir. Bizim tomurcuklarımızı, çiçeklerimize bir soğuk vurması söz konusu değildir.

**TEKBAŞ** — Toplantıya katıldığınız için hepimize teşekkür ederim.

**Dergi'nin Notu:** Yukarıda sunulan «Açık oturum», 14 Mart 1987 tarihinde yapılmıştır.

◆ Sizden sonra geleceğelin yetiştirilmesi için elinizden gelen bütün kolaylıkları gösteriniz. Bence her sahadaki geri düşünce, insan yetiştirmek hususundaki kıskançlık bize çok pahalıya mal olmaktadır.

**Vehbi Koç**

E S Yayınları Sunar.

**VECDİ ÜNAY**

3182 Sayılı  
Bankalar Kanunu Gerekçesi

**BANKALARCA  
İÇ TİCARETİN VE SANAYİNİN  
FİNANSE EDİLMESİNİN  
USULLERİ**

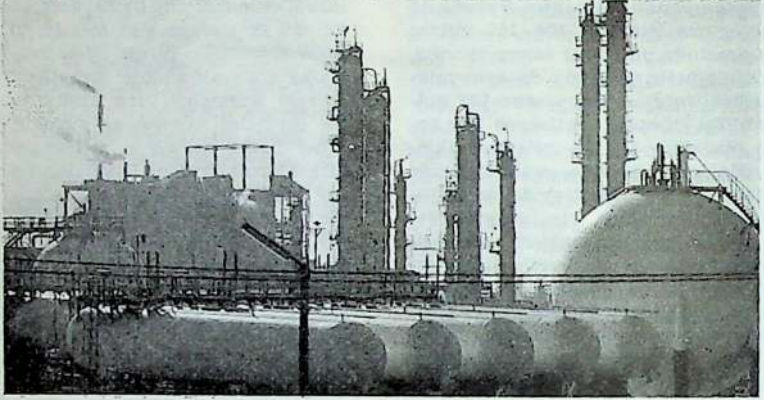
Bankaları, bankacıları ve iş çevrelerini  
yakından ilgilendiren kaynak kitap  
400 sayfa (büyük boy) - 1.650 — TL (KDV dahil)

İsteme Adresi:

Ekonomik ve Sosyal Yayınlar A.Ş.  
Binbirdirek Mah. Sultanzade Sokak No. 6/2  
Sultanahmet, İstanbul  
Telefon: 526 34 11

Not: Kitabın almak isteyenler, bedelini,  
Ziraat Bankası Beyoğlu Şubesi'nde; 768,  
İş Bankası Türlüce Şubesi'nde; 1541,  
Akbank Türlüce Şubesi'nde; 4512 no.lu hesaplarımızdan birisine,  
"Kitap bedeli elduğuna belirlenir" havale sımalı,  
ad ve adreslerini yazarak bildirmelidir.  
Ösemesi postalamaya yapılamamaktadır.

# Garanti Bankası ve



## Kredi Kültürü

SAĞLAMCI bankadır Garanti.  
Bir "kredi kültürü"ne sahiptir.

Garanti, emanet ettiğiniz mevduatı, kredi olarak kullandırırken titiz davranır. Verimli ve akılcı projeleri seçer.

Garanti Bankası'nın reel plasmanları son bir yılda % 107 artmıştır. Toplam plasmanları 214 milyara ulaşmıştır. Ve bugün, ülkemizin en büyük 500 sanayi kuruluşundan 300'ü, projelerini ve yatırımlarını Garanti'nin kredileriyle gerçekleştirmektedir.

Siz de Garanti ile çalışın, paranızı, işinizi, geleceğinizi Garanti'ye alın.



BANKACILIKTA  
**GARANTİ**



# PRAGMATİK KALKINMA POLİTİKASI VE ÇELİŞKİLERİ

DOÇ. DR. ERGÜL HAN

Ekonomik düzen; iktisadi birimlerin kararlarını, davranışlarını ve faaliyet alanlarını belirleyen her türlü *temel* kural, norm, ilke ve kurumlar bütünüdür. Ekonomik düzen politikasının amacı ise, ekonomiyi bir düzen bütünlüğü içinde tutmak ve ekonominin temellerini oluşturan *genel* ve *özel* ilkelere geçerlilik, işlerlik ve süreklilik kazandırmaktır.

Buna karşılık pragmatizm, esas olarak, ekonomik düzen politikasının belirli ilke ve kurallara bağlanmasını aramaz. Bundan dolayıdır ki, sözde salt amaçsallık düşünceleriyle, *duruma göre değişen* yöntem ve önlemlerin uygulamaya sokulması sonucunu doğurur. Buna göre «*pragmatik kalkınma yöntemi*», siyasal olarak saptanan ekonomik ve sosyal amaçları bir an önce gerçekleştirmek maksadıyla; *liberal*, *müdahaleci* ve *merkezi yönetim* ekonomilerine özgü unsurların gelişigüzel biraraya getirilmesidir.

**K**ALKINMA politikası teori ve uygulamasında az gelişmiş ya da gelişmekte olan ülkelerin ekonomik ve sosyal sorunlarını, kendi koşullarına «uygun» düşecek önlemlerle çözmeleri gerektiği, öteden beri öne sürülen bir görüştür. Bu görüşün temelinde, kalkınma sürecinde kullanılacak yöntem ve araçların düzen politikası niteliğinin, karakterinin tali önemde olduğu; dolayısıyla mevcut koşulların baskısı altında anti-doğmatik davranılabileceği, hatta davranılması gerektiği yatar. Pragmatik davranışla ilgili bu görüş çerçevesinde şu ifade ilginçtir (1): «Kalkınma politikasının,

piyasa ekonomisine özgü yol gösterici önlemleri mi; yoksa daha çok devletçi sistemlere özgü emredici önlemleri mi içereceği, bir dünya görüşü sorunu değildir. Tam tersine bu tür davranış, iktisadî bir amaçsallıktır.»

Ekonomi politikası önlemlerinin etkinliğini, ekonomik düzenin temel karakterinden soyutlayan bu yaklaşım, değişik biçimlerde de olsa, birçokları tarafından savunulmuştur. Örneğin kalkınma politikasının ağırlık noktalarının genel olarak belirlenebileceği, ancak bizzat uygulanan stratejinin düzen politikası açısından yanlış olabileceği görüşü, bu mantığın daha yumuşak bir ifadesidir. Bu anlamda olmak üzere, örneğin dengeli ya da dengesiz iktisadi kalkınma, yaygın sanayileşme ya da sanayide uz-

(1) H. Arndt; «Planung und Marktwirtschaft in Entwicklungsloendern», Sozialwissenschaftliche Untersuchungen, Berlin, 1969, s. 296.

manlaşma gibi kalkınma stratejilerinin düzen politikası yönünden büyük ölçüde yansız olabileceğinden söz edilmektedir (2).

İlk bakışta akla yatkın gelen bu yaklaşım, ne var ki her çözümün bir fiyatının olacağını ve bunun ekonomik, sosyal ve siyasal bir takım sonuçlar doğuracağını gözden kaçırmaktadır. Amaçları saptamanın siyasal bir tercih, bir tasarruf; bunları gerçekleştirecek olan strateji, yöntem ve önlemlerin sadece teknik bir iş olduğu görüşü pek güvenilir değildir (3).

Yukarıda belirtilen «karma» ilişki, özel ve kamu iktisadi faaliyetlerini ayıran çizginin nereden geçeceği sorusu da açık değildir. Pragmatik yaklaşımda bu konu, özel ve kamu sektörünün hangi belirleyici fonksiyonları üstleneceğine ilişkin temel bir düzen kararına dayanmayıp; kısa dönemli-pratik ihtiyaçlara göre dikkate alınır.

Konunun ayrıntısına girmeden önce «ekonomik düzen», «ekonomik düzen politikası» ve «düzen politikası ilkeleri» gibi kavramların ne anlama geldiğini açıklamakta yarar vardır. Ekonomik düzen, iktisadi birimlerin kararlarını, davranışlarını ve faaliyet alanlarını belirleyen her türlü temel kural, norm, ilke ve kurumlar bütünü olarak tanımlanabilir (4). Öte yandan

ekonomi politikasının bir bakıma alt-yapısını oluşturan ekonomik düzen politikası, arzulanan ekonomik düzeni gerçekleştirmeye ya da varolan ekonomik düzeni koruyup geliştirmeye yönelik tüm çabalarıdır. Ekonomik düzen politikasının amacı, ekonomiyi bir düzen bütünlüğü içinde tutmak ve ekonominin temellerini oluşturan genel ve özel ilkelere geçerlilik, işlerlik ve süreklilik kazandırmaktır (5). Ekonominin genel düzeni ile ilgili olan genel ilkeler, bir yandan iktisadi birimlerin karar, davranış ve faaliyet alan ve biçimlerinin kimler tarafından ve nasıl belirleneceğini, yani karmaşık iktisadi ilişkiler sisteminin nasıl koordine edileceğini gösterirken; öte yandan da devlet ile öbür birimler arasındaki ilişkilerin (bireysellik ve sosyalite) nasıl kurulacağını ortaya koyar (6). Görüldüğü gibi genel ilkeler, tüm düzene ilişkin ilkelerdir. Aynı zamanda ekonomik düzen politikasının temel araçları olan özel ilkeler ise; mülkiyet ilişkileri ve işletme hukuku, piyasa ve rekabet düzeni, para sistemi ve bölüşüm gibi alanlarla ilgili düzenleyici kurallardır (7). Düzen politikası ilkeleri de diyebileceğimiz genel ve özel ilkelerin temel özelliği, ekonomik düzen politikasıyla ilgili ve kalitatif nitelikte olmalarıdır.

Bugün gelişmekte olan birçok ülkedeki düzen politikası uygulamasına bakıldığında, pragmatik düşüncenin büyük ölçüde egemen olduğunu görürüz. Bu durum sadece, genelde

(2) B. Knall; Grundsätze und Methoden der Entwicklungsprogrammierung, Wiesbaden, 1969, s. 9. Bu konuda değişik görüşler için bkz.: E. Manisalı; Gelişme Ekonomisi, İstanbul, 1975, s. 59, 73 ve devamı.

(3) R. Clapham; Marktwirtschaft in Entwicklungslandern, Freiburg, 1973, s. 156.

(4) H. Erkan; Ekonomi Politikasının Temelleri, İzmir, 1984, s. 58.

(5) Ayrıntılı bilgi için bkz.: H. Erkan; c.g.e., s. 78 ve devamı.

(6) Th. Pütz; Grundlagen der theoretischen Wirtschaftspolitik, 3. Aufl., Stuttgart, 1975, s. 19 ve devamı.

(7) Ayrıntılı bilgi için bkz.: Th. Pütz; a.g.e., s. 33-35.

«karma» nitelikte ekonomilere sahip ülkelere özgü değildir. Resmen «sosyalist» bir modeli savunan ülkeler bile, pragmatik ekonomi politikasını de facto izleyebilmektedirler. Özellikle «sosyalizm» kavramı gibi ideolojik sloganlara sıkı sıkıya sahip çıkılması, bu devletlerde orijinalitesi olmayan ve bu duruma göre değişebilen ekonomi politikası önlemlerinin alındığı gerçeğini gözlerden kaçırılmamaktadır.

Gelişmekte olan ülkelerde özel yatırımların özendirilmesine ilişkin önlemler, pragmatik uygulamanın tipik örnekleridir. Bu tür uygulamada, özellikle dış ticaret, kredi ve maliye politikası araçlarıyla donatılan **dolaylı yönlendirme önlemleri** ile lisanslar, yatırım izinleri, fiyat saptamaları, emisyon kontrolleri, bankaların kredi politikalarının denetimi ve yönlendirilmesi gibi **dolaysız önlemlerin** oluşturduğu, anti-sistemik bir yan yanlık ve iç içelik söz konusudur.

Öte yandan pragmatizm, tanımı gereği, tutarlı ekonomi politikalarını kapsayan ve bunları çelişkisiz bir biçimde uygulamaya sokmayı amaçlayan kalkınma planlaması düşüncesiyde de pek bağdaşmaz.

Pragmatizmin ekonomi politikasına girişinde, modern iktisat bilimi çerçevesinde yapılan **teorik tartışmaların** büyük payı olmuştur. Bilindiği gibi modern iktisat teorisi, özellikle de büyüme teorisi, «**Keynes Devrimi**»nden önemli ölçüde etkilenmiştir. Bunun sonuçları, önceleri pek üzerinde durulmayan ekonomi politikası teorisinin içeriğini oluşturmuştur. Öte yandan piyasa ekonomisi yönünde ortaya çıkan teorik değişimler de, her şeyden önce tekeli rekabet ve refah ekonomisi teorisinde kendisini göstermiştir. Böylece rekabet sistemine

yönelen yoğun eleştiriler, ekonomi politikası teorisinde derin etkiler yaratmıştır.

Pragmatizmin ekonomi politikasına girişinde ikinci bir kaynak olarak, ekonomik düzen unsuruna yabancı neo-klasik perspektifteki **denge teorisine ilişkin çalışmalar** gösterilebilir<sup>(8)</sup>. Nitekim teorik düzeydeki bu çalışmalar sürekli olarak gerçek yaşamla ilişkilendirilmiştir. Oysa bilindiği gibi neo-klasik teori ve ondan türetilen modeller, dinamik boyuttan yoksun, soyut yaklaşımlardır. Bu görüşlerde ekonominin organizasyonu sorunu, «rasyonel bireycilik» sorunu gibi yorumlanmış ve bu yüzden de optimal piyasa çözümlerine genel ekonomik bir planlama aracılığıyla varılabileceği görüşü egemen olmuştur<sup>(9)</sup>. Buna göre, sosyo-ekonomik optimumun gerektirdiği marjinal ve genel koşulları en iyi sağlayacak güç, birbirlerinden bağımsız ve serbestçe kararlar alan bireyler değil, geniş yetkilerle donatılmış devlettir. Çünkü rekabet sistemi, ancak devletin müdahale etmesiyle işlerlik kazanacaktır<sup>(10)</sup>.

Pragmatik düşüncenin iktisat politikasına girişini kolaylaştıran bir başka neden, modern iktisat teorisinin taşıdığı bazı **belirsizlikler ve boşluklardır**<sup>(11)</sup>. Gerçekten de modern teo-

(8) Bu konuda Cambridge Okulu ile Lozan Okulu'nun görüşleri hatırlanmalıdır.

(9) F.A.v. Hayek; Individualismus und wirtschaftliche Ordnung, Erlanbach - Zürich, 1952, s. 17 ve devamı.

(10) E. Zeytinoğlu; Ekonomik Doktrinler, Genişletilmiş 2. Bası, İstanbul 1985, s. 135 - 136.

(11) Pragmatizmin ekonomi politikasına girişi konusunda ayrıntılı bilgi için bkz: R. Clapham; a.g.e., s. 157 - 158.



ride, ekonomik düzenin tamamlayıcı unsurlarından olan temel kurum ve kuralların büyüme sürecinde sahip oldukları önem gözardı edilmiştir. Kalkınma sorununu tüm yönleriyle, tutarlı bir biçimde kavrayan bir kalkınma teorisinin hâlâ geliştirilememiş olması, sonuçta, kalkınma politikasının pragmatik düşünceden etkilenmesine yol açmıştır. Oysa, büyüme analizinde hukuksal ve sosyal düzene ve de iktisadi kurum ve kurallara, kısacası «kalitatif çerçeve»ye büyük önem verilmesi gereği, son zamanlarda yapılan birçok görgül araştırma sonucunda tekrar anlaşılmıştır. Bu araştırmalara göre büyüme teorilerinde, örneğin yatırımlar ile büyüme hızı arasında bulunduğu iddia edilen kesin ilişki, gerçekte, öne sürülen boyutta değildir. Yatırımların kapasite, dolayısıyla büyüme üzerindeki etkisini, kabaca sermayenin verimlilik katsayısı ile ifade etmek, ilişkiyi çok basite almak olur. Büyüme teorileri, büyümenin tüm itici güçleri arasındaki ilişkileri açıklamamaktadır. Bu teoriler sadece, oldukça toplulaştırılmış bir biçimde, belli kısıtlayıcı koşullar altında büyüme sorununun genel boyutunu göstermektedirler. Büyüme modelleri, büyüme hızı ile yatırım oranı ve sermaye katsayısı arasındaki cebirsel ilişkileri göstermekteyse de, bu modellerin kalkınma politikası açısından sınırsız bir geçerliliği yoktur. Nitekim yatırım oranı ile sermaye katsayısı, kalkınma politikası önlemleriyle etkilenerek büyüme hedefi üzerinde etkili olunmaktadır. Burada, sermaye katsayısı ya da onun tersi olan sermaye verimliliğini önemli ölçüde etkileyen öbür koşulların da incelenmesi gerekir. Büyüme teorilerinde büyük öneme sahip olan sermaye katsayıları ile gir-

di - çıktı katsayıları, tümüyle teknik nitelikte olmayıp, büyük ölçüde ekonomik ve sosyal kurumlarca da etkilenirler. Kalkınma sürecinde sosyal yapı değişikliğinin bir sonucu olarak ülkede eğitim ve sağlık düzeyi gelişir ve yaşama koşulları iyileşir. Bu gelişmeler doğal olarak emeğin verimliliğini artırır. Bu da, sonuçta sermayenin verimliliğini olumlu yönde etkiler<sup>(12)</sup>. Bu konuda özellikle işlevsel piyasalar, işletme yönetiminin karar alma inisiyatifi, perfonmans kârı, öz finansman, etkin kredi sistemi, rekabetin uyarma etkisi, eğitim sistemi ve altyapı ile genel iktisadi ve siyasi istikrar gibi unsurlar piyasa ekonomisine dayalı büyümeyi güçlendiren kurumsal koşulların en önemlileridir.

Bu açıklamalardan da anlaşıldığı gibi, yapısı itibariyle kalitatif nitelikteki ekonomik düzen politikasından çok, dolaysız süreç politikası önlemlerine özellikle uygun düşen pragmatik kalkınma politikası, büyüme teorisinin sunduğu araçları da kullanmak suretiyle, ekonomik düzen politikasını iyice ihmal etmiş olmaktadır.

Bunun dışında pragmatizm, kalkınma çabalarını hemen gözle görülebilir başarılarla ulaştırma endişesinden dolayı, siyasal baskılara da her zaman açıktır. Bu durum, kalkınma sorunlarının çözümlenmesinde, büyük ölçüde «sağduyu»ya (common sense) dayalı politikaların izlenmesine yol açar. Dolayısıyla dikkatler, anlaşılabilir nedenlerle gelişmeyi olumlu yönde etkiler görünen önlemler üzerinde yoğunlaşmış olur. Böylece genellikle birincil ve kısmi amaçlar gözönüne alınırken, önemli ikincil ve yan etkiler

(12) Bu konuda bkz.: E. Han; Kalkınma Planlaması, Eskişehir, 1987, s. 66, 72 ve 204.

gözden kaçırılmış olur. Bunun sonucunda da örneğin piyasa mekanizması, iktisadi birimlerin davranışları ile genel ekonomik ve sosyal ilişkiler gibi unsurlar üzerinde yaratılabilecek, istenmeyen etkiler gözden kaçırılmış olur. Bu tür uygulamalar için ihracat, tasarruf, para ve kredi vb. alanlarda çok sayıda örnek bulmak mümkündür.

Pragmatizm, esas olarak, ekonomik düzen politikasının belirli ilke ve kurallara bağlanmasını aramaz. Bundan dolayıdır ki, sözde salt amaçsalılık düşünceleriyle, duruma göre değişen yöntem ve önlemlerin uygulamaya sokulması sonucunu doğurur. Buna göre «pragmatik kalkınma yöntemi», siyasal olarak saptanan ekonomik ve sosyal amaçları bir an önce gerçekleştirmek maksadıyla; liberal, müdahaleci ve merkezi yönetim ekonomilerine özgü unsurların geliştiği güzel biraraya getirilmesidir<sup>(13)</sup>. Bu özellikleriyle pragmatik kalkınma politikasının, bir kalkınma «modeli» niteliği taşıdığı da tartışmaya açıktır. Pragmatik yöntemde devletçe hazırlanan kalkınma planları ile özel girişimciliğin pragmatik biraradılığı, uygun çözüm olarak kabul edilir. Ne var ki, duruma göre her an alınabilecek değişik önlemlerden dolayı, kalkınma planlamasının bir anlam ifade edip etmediği kuşkuludur. Böyle bir planlamanın, en azından orta dönemde özel girişimcilere «yol gösterici» bir nitelik taşıyıp taşımadığı da tartışmaya açıktır. Bu tür bir uygulamanın iktisadi büyümenin hızlandırılmasında genel bir üstünlüğe sahip olduğundan kuşku duyulması için birçok haklı neden vardır. Aşağıda bunlar üzerinde durulacaktır<sup>(14)</sup>.

• Öncelikle şu noktada ciddi endişeler duyulmalıdır: İktisadi sürecin uyumlu bir biçimde yönlendirilmesi

için gerekli olan iktisadi, sosyal ve siyasal kurum ve kurallara yeterince sahip olmayan az gelişmiş düalist bir ekonomi, değişik kökenli organizasyon ilkelerini –yani piyasa mekanizması, müdahalecilik ve merkezi yönetim–, ne derece emebilme, kaldırabilme gücüne sahiptir? Böyle karmaşık organizasyon ilkelerinin bırakın az gelişmiş ekonomilerde; tümüyle piyasaya ya da merkezi yönetime bağlı ekonomilerde bile başarıyla uygulanabilme şansının oldukça düşük olacağı açıktır. Öte yandan ilgili ülkede eğer piyasa mekanizması çok az gelişmiş ise, örneğin kimi piyasalarda başvuru resmî fiyat saptamaları, bizzat genel fiyat oluşum sürecini önemli ölçüde bozabilecektir. Bu ise modern sektör ile geleneksel sektör arasında ki iktisadi bütünleşmeyi geciktirecektir.

• Yerli girişimciler için esasen çok büyük riskler getiren piyasanın belirsizliği, bir de, süreklilik göstermeyen ekonomi politikalarıyla daha da bulanıklaştırılırsa, özel yatırımcıların rizikosunu, dolayısıyla bunun topluma yüklenilecek maliyeti, taşınabilecek olanın üstüne çıkmış olacaktır. İktisadi gelişmede devlet ve özel sektörün rollerini açıkça tanımlamayan ve düzen politikası önlemlerini ihmal eden pragmatizm, özel yatırımcılar nezdinde de iktisadi büyümeyi olumsuz yönde etkileyecek güvensiz bir ortamın doğmasına yol açmış olacaktır.

• Bu arada pragmatik kalkınma politikasının mevcut iktisadi sistemi, genellikle iddia edilenin (piyasa ekonomisine yönelme) aksine de facto

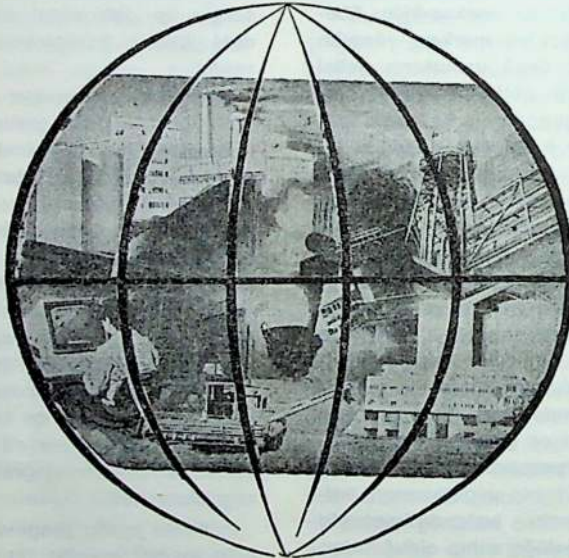
(13) R. Clapham; a.g.e., s. 160.

(14) Bu konuda ayrıntılı bilgi için bkz.: R. Clapham; a.g.e., s. 160 ve devamı.

bir devlet müdahaleciliği sistemine dönüştürüp dönüştürmediğinin araştırılması ilginçtir. Çünkü bu sistem, içeriği gereği özel iktisadi karar ve faaliyetlere önemli ölçüde müdahaleleri de beraberinde getirmektedir. Böylece pragmatizm, onun düzen politikası yönünden yansız olduğunu savunanların tüm gerekçelerine rağmen, sonuçta, mevcut iktisadi düzeni müdahaleci bir düzen haline getirmiş olmuyor mu? İlik bakışta, belirli bir düzen politikası sistemine dayanmıyor

gibi görünen pragmatik politika, oysa gerçekte, devletin ekonomik düzene tipik bir tavır koyuşuyla kendini göstermektedir. Bunun en belirgin ve önemli determinantı, bu yöntemde piyasa ekonomisinden çok, müdahaleci bir ekonomik düzene özgü olan doğrudan ve kantitatif ekonomi politikası önlemlerinin tercih edilmiş olmasıdır. Bilindiği gibi bunların etkileri kurumsal, hukuksal ve beşeri nitelikteki kantitatif önlemlere kıyasla, daha doğru (kesin) tahmin edilebilmekte ve genel

## Ciddi ve istikrarlı yönlendirme, tasarrufun güvencesidir.



Türkbank, tasarrufun güvencesine  
ve yönlendirilmesine  
gösterdiği

özen ve ciddiyetle, ülke ekonomisine  
büyük katkılar sağlamaktadır.  
Mırdıyuz, gururluyuz.

Daima güvenle,  
daha mutlu geleceğe.

**TURKİTİCARETBANKASI**  
**TÜRKBANK**



olarak daha çabuk hissedilebilmektedir. Buna karşı **kalitatif koşullarda yapılacak düzenlemeler ve iyileştirmeler**, çoğunlukla açıkça tamamlanamadıkları ve tepkileri beklenilenden farklı olabildiği için, **pragmatik mantık gereği, elverişli sayılmaktadır.**

- Nihayet mantıksal ve görgül nedenlerle, **pragmatik kalkınma politikasının ister istemez «model mantığı» ile de çeliştiği** söylenebilir. Ekonomi politikası önlemlerinin seçim ve çıkış noktası için herhangi bir ekonomik düzenin açıkça temel alınmamış olması, duruma göre tek tek alınan önlemlerin tutarlılığında ve bağdaşmasında sorun yaratır. Pragmatik uygulamada eğer kimi zaman böyle bir sorunla karşılaşılmağı ise, bu, tutarlılık kuralına uymanın bir sonucu değil, ancak sınırlı olarak savunulabilecek «sağduyu»nun ya da rastlantıların sonucudur. Buna karşı sıklıkla görülen çelişkiler, tutmazlıklar ve terslikler; bu mantık çerçevesinde, asıl nedenin, yani düzen politikası ilkesizliğinin ortadan kaldırılmasına değil, zincirleme çelişkiler yaratabilecek yeni ve başka önlemlerin alınmasına yol açar. İşte böylece **pragmatizm**, giderek ve açıkça müdahaleci bir ekonomik yapıya girme eğilimini güçlendirmiş olur. Ortaya çıkan bu gelişmenin, devletçi ya da karma nitelikteki ekonomik yapıyı giderek özel sektörün egemen olacağı bir yapıya dönüştürmeye çalışan «dönüşüm» tezi ile bu denli çelişmesi gerçekten ilginçtir.

- Pragmatik kalkınma politikasının devletçi bir ekonomik yapıya zemin hazırlıyor olması, belirli ekonomi politikası ilişkilerinin sonucu olarak da ortaya çıkabilir. Hükümet tarafından saptanan iddialı büyüme hedef-

leri ile tasarruf hacmi arasındaki açık, -deneyimlerin de gösterdiği gibi-, devlet müdahalesine yol açan temel nedendir. Kalkınma planının finansmanında ortaya çıkan «tasarruf açığı», hükümetleri «açık finansman»a başvurmaya iter. Bu ise, yüksek bir enflasyon ve -sabit döviz kurlarında- ulusal paranın aşırı değerlenmesi sonucunu doğurur. Bunlar ise hükümetleri, kısa bir süre sonra fiyat kontrolleri, kısmi fiyat dondurmaları ve döviz kontrolleri biçiminde, piyasalara müdahalelere itmektedir. Öte yandan meydana gelen tasarruf açığını kapatmak için açık finansman yerine ya da bununla birlikte dış borçlanmalara gidilmesi, ekonomiyi bir süre sonra taşıyacağı ölçüde bir borç yükü ile karşı karşıya bırakmaktadır. Sonuç, yine hükümet kontrollerinin artmasıdır. Bu konuda da, özellikle Güney Amerika'da görülen güncel uygulamalar örnek verilebilir. Böylece piyasa ekonomisi sistemi giderek daha da zayıflamakta ve istikrarsız bir görünüm kazanmaktadır. Bu uygulamalar sonucunda ekonomide beklenen yapısal dönüşüm süreci de, önemli ölçüde geciktirilmiş olmaktadır.

Özetlemek gerekirse **pragmatik kalkınma politikası**, sonuçta **ekonomik büyüklük ve değişkenler arasındaki doğal ilişkilerin gözden kaçırılmasına**, ekonomi politikalarının etkinliğinde temel öneme sahip **düzen politikası ilke ve kurallarının yeterince değerlendirilmesine ve devlet müdahaleciliğinin giderek yoğunlaşmasına** yol açmaktadır. Ülke ekonomisinin görünürdeki (zahiri) gereklerine «günlük» uyum sağlama endişesi, kısaca ifade edilmek istenirse, aslında «iktisat teorisi ve politikasının devre dışı bırakılması» demektir.

**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 • sonda • aheval nakliyat TELEFERİK-TELESİJ-TELESKI  
• emeden ihrac edozor • akırayper • ekskavatör • deniz DİKME-GERME-MANEVRA  
• elektrik nakilleri topraklama • televizyon antenleri dikme HALATLARI  
• ayatak koltuk yaylarında • bielekiet jant TELLERİNDE  
• yüksek rozlatmalı ÇELİK TELLER

# Sermaye Piyasası

Doç. Dr.  
M. ŞÜKRÜ TEKBAŞ

**N** İSAN ayında İstanbul Menkul Değerler Borsası'nda hisse senedi fiyatları gerileme göstererek Banka ve Ekonomik Yorumlar Dergisi Endeksi'nin 6.12 puan düşerek 613.09 puana inmesine yol açmıştır.

Ay içinde 18 hissenin değeri artarken, 15 hissenin değeri düşmüş, 7 hissenin değeri değişmemiştir. Fiyatı en çok artan hisseler arasında % 33.3 oranında (950 TL) bir artışla 3.800 TL'ye yükselen Lassa, % 24.4 oranında (1.100 TL) bir artışla 5.600 TL'ye yükselen T. Demir Döküm, % 19.5 oranında (400 TL) bir artışla 2.450 TL'ye yükselen Anadolu Cam, % 19.0 oranında (1.000 TL) bir artışla 6.250 TL'ye yükselen Döktaş, % 15.6 oranında (600 TL) bir artışla 4.450 TL'ye yükselen Olmuksa, % 15.5 oranında (900 TL) bir artışla 6.700 TL'ye yükselen Çelik Halat yer almışlardır. Diğer taraftan fiyatı en çok düşen hisseler arasında % 41.4 oranında (1.625 TL) bir düşüşle 2.300 TL'ye inen T. İş Bankası, % 24.1 oranında (350 TL) bir düşüşle 1.100 TL'ye inen Makina Takım, % 15.9 oranında (425 TL) bir düşüşle 2.250 TL'ye inen Hektaş, % 12.5 oranında (400 TL) bir düşüşle 2.800 TL'ye inen Gübre Fabrikaları yer almışlardır. Bu arada Kordsa da % 31.7 oranında (5.100 TL) düşerek 11.000 TL'ye gerilemiştir.

Genellikle her yıl bu dönemde, genel kurullar öncesinde, şirketlerin faaliyet sonuçları, dağıtabilecekleri kâr payları ve sermaye artırımlarıyla ilgili beklentiler sonucu oluşan fiyatlar, genel kurullarda gerçekleşme durumuna bağlı olarak değişirler. Faaliyet sonuçlarının beklenenden daha iyi gerçekleşmesi fiyatları yükseltirken, bunun tersi bir durum da fiyatları düşürür. Ayrıca, kârpayı dağıtımlarının başlaması ve sermaye artırımlarının tamamlanması da fiyatları artırıcı rol oynar.

Şu ana kadar 12 şirket kârpayı dağıtımını gerçekleştirmiştir. Bunlardan sadece altısının fiyatı düşmüş, birinin fiyatı aynı kalmış, beşinin fiyatı, kârpayı dağıtılmış olmasına rağmen artmıştır. Ayrıca, fiyatı düşenlerde de düşüş, dağıtılan kârpayı tutarından daha az olmuştur. Bunların sonucunda, hisse senedi fiyatları, Nisan ayında genel olarak, geçmiş yıllardan çok daha düşük oranda gerileme göstermiştir.

Sermaye artırımları yoğun bir şekilde devam etmektedir. 1987 yılı içinde, şimdiye kadar 10 şirket sermaye artırımını kararı almış olup, bunlardan Kartonsan



ve Kordsa artırımları gerçekleştirmiştir (Tablo 1). T. İş Bankası ise, artırılan sermayesini apeller halinde tahsil edecektir. Bu arada, sermaye piyasası açısından önemli bir gelişmeyi Kordsa gerçekleştirmiştir. Sermaye artırımında kullanılan rüçhan haklarını temsil eden 120 milyon TL'lik hisse senedi Borsa'da özel seanslarda satışa sunulmuştu. 5.300 TL'den satışa çıkarılan bu hisseler büyük ilgi görmüştür. Bu uygulamanın gelecekte diğer şirketler tarafından da benimsenmesi, halka açılmayı yaygınlaştıracaktır. Böylece, hem şirketlere primli satış fiyatı ile nominal değer arasındaki fark kadar bir fon (üste) yaratma imkânı sağlanmış olacak, hem de sermaye artırımları sonrasında, küçük ortak veya küçük tasarruf sahiplerinin, kullanılmayan rüçhan haklarına ait hisseleri şirket içinden bazı kimselerin haksız kazanç sağlayarak almaları sonucunda mağdur olmaları önlenecektir.

T A B L O 1  
1987 Yılında Sermaye Artırımları

Şirket	Ödenmiş Sermaye (Milyon TL)	Bedelli Artırım (Milyon TL)	Bedelsiz Artırım (Milyon TL)	Yeni Sermaye (Milyon TL)
Akcimento	630	1.260	1.260	3.150
Anadolu Cam	5.600	1.050	1.050	7.700
Çimsa	1.440	1.440	1.440	4.320
Kartonsan	7.500	1.050	450	9.000
Kav	400	400	200	1.000
Kordsa	3.750	3.750	3.750	11.250
Koç Yatırım	4.000	1.000	1.000	6.000
Sarkuysan	2.625	787,5	787,5	4.200
T. Demir Döküm	6.720	2.352	1.142	10.214
T. İş Bankası	30.000	195.500	24.500	250.000

#### 1986 Yılında Kârpayı Dağıtımı

İstanbul Menkul Değerler Borsası'nda işlem gören ilk 40 şirketin kârpayı dağıtımlarının son 3 yıl itibariyle incelenmesi halinde, kârpayı oranlarının düşme eğilimi gösterdikleri gözlemlenmektedir. 1984'de Medyan kârpayı oranı % 41.25 iken, 1985'te % 38.50 ve 1986'da % 37.03 olmuştur. Aritmetik ortalama ise sırayla % 75.85, % 69.57 ve % 63.03 olarak hesaplanmıştır. Şirketlerin sermayelerinin tartı alınmasıyla ortaya çıkan tartılı ortalama ise sırayla % 34.42, % 32.94 ve % 35.24 olarak bulunmuştur (Tablo 2). 1986 yılında dağıtılacak kârpayıları «Tablo 3»'de verilmiştir.

Zamanla kârpayı oranlarının düşmesinin nedeni, şirketlerin kârlılıklarındaki artışın hızlı sermaye artışlarının gerisinde kalmasıdır. Son yıllarda bedelsiz ve bedelli hisse verme yoluyla da gerçekleştirilen sermaye artırımları sonrasında, artan sermayeye alışılan oranda kârpayı dağıtılmaması bu durumu ortaya çıkarmıştır. Gerçekte, bedelsiz sermaye artırımları yapılmamış olsaydı, yüksek oranlarda kârpayı dağıtımları devam edebilecekti.

Bu arada 1986 yılı kârından 1987 yılında dağıtılacak kârpaylarının, 1986 yıl sonu fiyatlarına oranı % 10.5'tir. Sermaye ağırlıklı olarak hesaplanan bu oran, kârpayı verimi olarak bilinir ve hisse senedi veriminin bir bölümünü oluşturur. Bilindiği gibi hisse senedi veriminin diğer bölümü, hisse senedinin prim yapmasıyla ortaya çıkar ve önemi Türkiye'de çok fazladır.

T A B L O 2

## Kârpayı Dağıtımı

Kârpayı Oranı (%)	Şirket 1984	Şirket 1985	Şirket 1986
0	2	3	3
1 — 29	8	10	11
30 — 49	12	11	11
50 — 74	8	8	6
75 — 99	3	1	1
100 — 199	3	5	5
200 +	4	1	3
Medyan (%)	35,58	38,50	40,00
Aritmetik Ortalama	60,00	69,57	72,10
Tartılı Ortalama	34,42	32,94	35,24

T A B L O 3

## 1986 Yılı Kârpayı Oranları (%)

Şirket	Eski Hisse	Yeni Hisse	Şirket	Eski Hisse	Yeni Hisse
Akçimento	235	—	Kartosan (*)	17,91	11,86
Anadolu Cam	30	14,38	Kav	300	—
Arçelik	63	35	Koc Holding	45,60	(**)
Aymar	12	3	Koc Yatırım	39	27
Bağfaş	55	—	Kordsa	110	—
Bolu Çimento	119,76	—	Koruma Tarım	30	—
Çelik Halat	60	35	Lassa	32	—
Çimsa	175	—	Makina Takım	—	—
Cukurova Elekt.	100	—	Metaş	—	—
Döktaş	50	—	Nasaş	15	—
Ec.başı Yatırım	30	—	Olmuksa	22	5
Ege Biracılık	20	—	Otosan	—	—
Ege Gübre	60	20	Polylen	25	10,68
Ereğli D. - Çelik	23	—	Rabak	43	—
Good Year	200	200	Sarkuysan	60	—
Gübre Fab.ları	43,35	6,05	Sifaş	8	—
Güney Biracılık	11	—	T. Demir Döküm	80	50
Hektaş	36,16	1,48	Türk Siemens	106	22
İzmir D. - Çelik	15,96	8,50	T. İş Bankası	195,50 (A)	34,60 (B)
İzocam	16,80	4,30	T. Şişe ve Cam	10	1,10

(\*) En yeni 3. (\*\*) Ödeme valörüne göre günde 1.25 TL.

### Hazine Bonosu ve Devlet Tahvilinde Faiz Oranı

Haftalık Hazine bonusu ve devlet tahvili ihalelerinde faiz oranı son haftalarda bir artış eğilimi göstermiştir. 1987 yılının başlarında birkaç hafta faiz oranları düşme eğilimi gösterdikten sonra artmaya başlamıştır. 12 ay vadeli yılın ilk ihalesinde (21 Ocak) ortalama faiz oranı % 43.32 iken son ihalede (15 Nisan) aynı vadeli tahvilin ortalama faiz oranı % 46.75 olmuştur. Altı aylık bonolarda ortalama faiz oranı 7 Ocak tarihli ihalede % 43.62 iken, 4 Şubat tarihli ihalede % 41.88'e düşmüş, 29 Nisan tarihli ihalede ise % 46'ya yükselmiştir. Üç aylık bonoda 11 Şubat'ta % 40.36 iken, 8 Nisan'da % 43.24'e çıkmıştır.

Devletin borçlanması uygulanan faiz oranları, genelde ekonomide bütün faiz oranlarını etkilemektedir. Bunların yükselme eğilimi, diğer faiz oranlarının da yükselmekte olduğunu ve yükselseceğini ortaya koymaktadır. Bu arada, enflasyon hızının son aylarda tekrar tırmanışa geçmesi, faiz oranlarını dolaylı olarak etkilemekte, bunları yükselmeye itmektedir.

Paraya olan acil ihtiyacı, devleti, ihalelerde kabul edilmeyecek derecede yüksek faizli olan teklifleri kabul etmek zorunda bırakmaktadır. Yüksek faizli tekliflerin kabul edilmesi, psikolojik olarak, faizleri yukarı çıkmaya zorlamaktadır. Bu tutum, ihaleye katılanları; «Nasıl olsa devletin paraya ihtiyacı var, her teklifi kabul ederler.» veya «Yüksek faizle hele bir şansımızı deneyelim.» düşüncesiyle, yüksek faiz oranlarıyla teklif vermeye itmektedir.

### Banka ve Ekonomik Yorumlar Dergisi Hisse Senedi Fiyat İndeksi

(Ocak 1974 = 100)

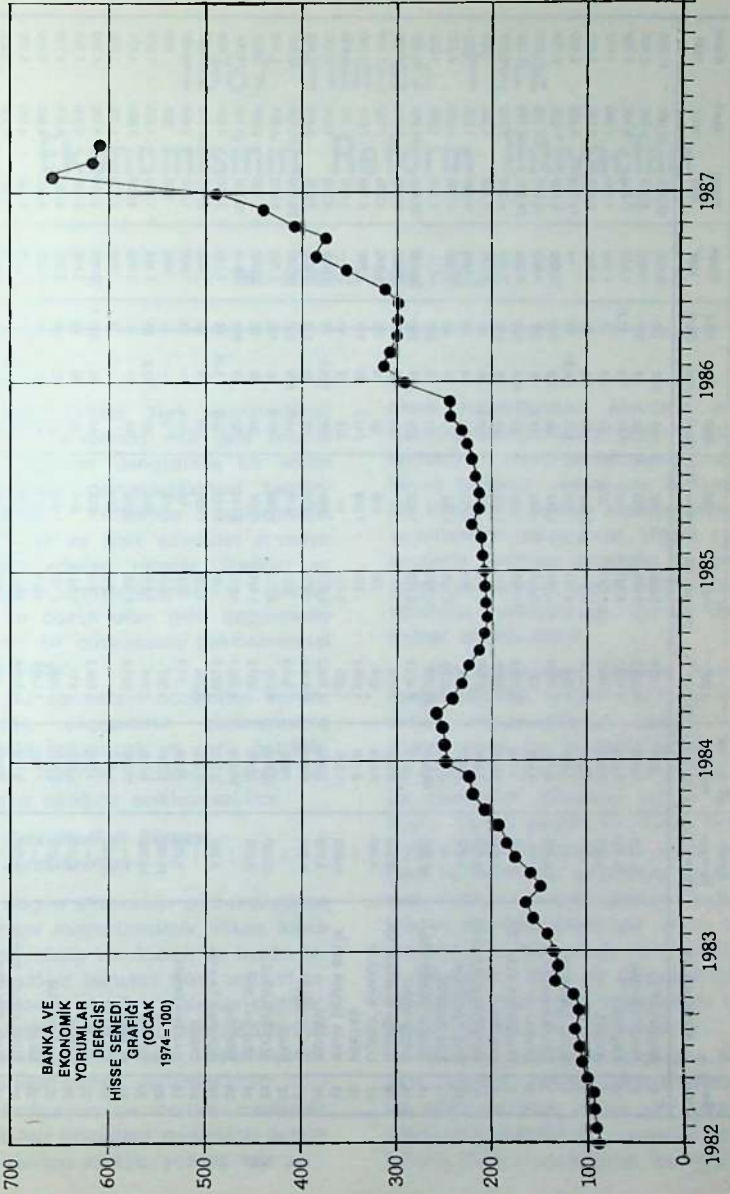
AYLAR	1977	1978	1979	1980	1981	1982	1983	1981	1985	1986	1987
Ocak	118.91	142.21	144.23	101.76	87.04	94.18	135.51	243.11	202.78	297.38	493.05
Şubat	120.82	140.09	144.25	105.08	90.24	94.60	157.44	243.73	207.73	325.71	653.37
Mart	123.65	166.76	144.79	110.80	91.76	97.99	165.21	249.65	214.77	316.36	619.21
Nisan	136.12	166.05	122.40	104.31	90.37	101.49	152.04	235.43	207.07	305.68	613.09
Mayıs	127.26	159.26	120.49	101.63	91.66	102.60	156.08	227.24	209.20	304.85	
Haziran	128.05	134.63	121.36	101.90	91.83	106.38	176.25	220.66	210.89	306.66	
Temmuz	128.22	143.21	121.69	98.18	97.63	106.22	176.40	207.07	213.75	323.22	
Ağustos	125.56	135.39	119.05	95.18	98.53	113.08	186.42	204.24	218.60	360.80	
Eylül	134.48	132.82	119.48	89.12	97.89	112.47	199.71	198.36	226.70	394.62	
Ekim	139.11	135.55	115.69	94.21	97.35	115.27	212.63	200.20	238.27	384.48	
Kasım	139.00	138.71	107.66	94.51	100.27	132.45	217.12	200.44	258.90	406.68	
Aralık	141.93	141.58	107.81	94.64	94.18	133.33	242.03	202.10	261.35	438.99	

Sayın Okurumuz,

1987 yılı abonenizi yenilediğiniz için;

teşekkür ederiz.





Sıra No.	Kuruluşun Adı	Kayıtlı Sermaye (Milyon TL)	Çıkarılmış (Ödenmiş) Sermaye (Milyon TL)	Tahviri Yılı Kârı			Değişiklik Kâr Payı (%)				Piyasa Fiyatı (TL)		
				1984 (Milyon TL)	1985 (Milyon TL)	1983 (Milyon TL)	1984 (Net)	1985 (Net)	1983 (Net)	1986	Şubet 1987	Mert 1987	Nisan 1987
1	AKCİMENTO	—	630	533,8	2.590	180	50	180	20	41.000	43.000	43.000	43.000
2	ANADOLU CAM	5.600	5.600	1.008,5	1.243	733	50	29	100	1.950	2.050	2.050	2.450
3	ARCELİK	16.000	12.000	4.440,3	9.467	792,8	40	53	10,4	2.950	5.350	5.100	5.700
4	AYMAR	5.000	2.000	746,9	1.045	22,9	95	27	5	1.800	1.750	1.800	1.650
5	BAĞFAS	—	4.000	3.505,5	5.587	2.623	60	50	75	2.700	6.300	5.600	5.900
6	BOLU CİMENTO	—	1.500	1.200	2.121	200	541	56,81	84	—	11.000	9.250	9.500
7	CELİK HALAT	5.400	2.700	1.770,4	1.857	1.211	60	100	100	15.000	6.500	5.900	6.700
8	CİMSA	—	1.480	423,3	3.077	710	17,2	76	145	6.900	24.000	24.000	27.000
9	CUKUROVA ELEKTRİK	15.000	7.200	3.326,6	17.392	1.228	130	150	105	5.000	14.800	14.100	14.000
10	DÖKTAŞ	1.800	1.800	1.335,2	511	1.575,6	40	25	120	2.705	5.200	5.200	6.250
11	ECZACIBASI YATIRIM	3.000	1.200	275,4	378	339	32,5	30	30	1.175	1.350	1.300	1.325
12	EGE BİRACILIK	4.200	4.200	1.059	227	1.217	30	4	50	1.050	1.550	1.525	1.525
13	EGE GÜBRE	—	2.400	1.231,5	2.113	1.209	—	71	40	5.255	5.300	4.000	4.100
14	EREĞLİ DEMİR ÇELİK	40.000	38.400	15.320	26.531	—	11	16	250	—	1.350	1.300	1.200
15	GOOD YEAR	—	877	2.421,4	3.619	1.458	250	820	150	36.000	32.450	41.000	38.500
16	GÜBRE FABRİKALARI	4.900	4.900	1.970	1.720	—	70	65	60	3.825	3.500	3.200	2.800
17	GÜNEY BİRACILIK	4.200	4.200	604	185	646	30	4	50	1.340	1.250	1.150	1.150
18	HEKTAŞ	—	2.700	1.355,1	501	1.086	241,3	68	140	2.950	2.750	2.675	2.250
19	İZMİR DEMİR ÇELİK	15.000	11.000	1.083	2.247	—	242	42	—	—	1.800	1.750	1.600
20	İZOCAM	3.000	2.500	765,3	2.425	656	96	126,5	60	5.465	4.725	4.550	4.450
21	KARTONSAN	9.000	9.000	2.879,4	2.621	1.173	56	30	110	2.200	3.600	3.475	3.500
22	KAV	—	400	507,4	787	618	110	170	300	10.500	29.500	32.000	32.000
23	KOC HOLDİNG	25.000	15.000	3.075	6.430	2.398	42,5	38	150	3.750	5.300	4.550	5.100
24	KOC YATIRIM	5.000	4.000	807,2	1.559	558	56	39	50	1.500	2.950	2.600	3.000
25	KORDA	—	11.250	4.340,7	6.973	3.112	50	67	260	4.810	15.500	16.100	11.000
26	KORUMA TARIM	2.250	2.250	922,5	69	1.173	32,5	1,08	80	1.150	2.750	2.600	2.400
27	LASSA	—	10.800	4.496	7.355	1.589	20	25	20	1.555	2.725	2.850	3.800
28	MAKİNA TAKİM	3.000	1.500	11,4	100	96	—	—	15	1.000	1.450	1.450	1.100
29	METAŞ	15.000	6.000	1.087	2.644	376	3,2	—	—	800	800	950	920
30	NASAŞ	10.000	6.000	1.294	1.013	634	25	13,5	25	1.185	1.450	1.325	1.400
31	OLUKUSA	—	5.000	983,9	2.500	zorfor	90	41	—	3.600	4.000	3.850	4.450
32	OTOSAN	20.000	15.000	—	zorfor	625	—	—	4	950	1.275	1.325	1.400
33	POLYLEN	—	4.500	636,2	516	945	40	50	200	10.950	3.000	4.100	4.100
34	RABAK	6.000	6.000	873	1.633	815	30	40	50	1.830	2.100	2.000	1.750
35	SARFUYSAN	5.000	2.625	286	2.134	1.006	20	45	100	2.325	4.450	4.975	5.100
36	SİFAS	—	1.560	1.192,1	1.609	1.227	85	130	250	12.000	8.600	8.800	8.800
37	TÜRK DEMİR DÖKÜM	15.000	6.720	869,8	4.086	819	13,5	31,5	—	2.275	4.100	4.500	5.600
38	TÜRKİYE İŞ BANKASI	—	3.500	—	3.345	1.870	105,5	120,5	160	11.275	13.000	14.000	13.900
39	TÜRKİYE İŞ BANKASI	—	30.000	23.559	32.270	—	—	—	34,5	—	7.700	3.925	2.300
40	TÜRKİYE İŞ VE CAM	30.000	28.700	2.096,6	1.902	850	12,5	9	54	900	1.150	950	950

# 1987 Yılında Türk Ekonomisinin Reform İhtiyaçları

DR. HÜSNÜ KIZILYALLI

**1** 1987 yılında Türk ekonomisinin % 5 civarında milli gelir artışını dış ödemeler dengesinde bir sorun doğmadan gerçekleştirmesi beklenmektedir. Enflasyon beklentisinin % 25 - 40 ve işsiz sayısının artmaya devam edecek olması, üretken ve istihdamı artırıcı yatırımların yetersizliği ve bozuk olan gelir dağılımında önemli bir düzelmenin beklenmemesi sorunlardır.

Bu sorunların çözümüne yardım edecek, ekonominin güçlenmesine katkıda bulunacak ve artık geciktirmeden 1987'de yapılması gerekli reformlar aşağıda açıklanmıştır.

## 1 - Faiz Hadleri Serbest Bırakılmalıdır

Bugün ekonomiyi serbestleştirme ve fiyat mekanizmasını hâkim kılma süreci içinde en önemli iki fiyatın faiz ve döviz kurunun hâlâ serbest bırakılmamış olmaları anlaşılır değildir.

Diğer yandan iç kredi faizlerinin yüksekliği, yatırımları köstekleyecek bir unsur olarak görülmektedir.

Enflasyon ve banka mevduat/kredi faiz nispetleri arasındaki büyük fark devam ettikçe, yüksek faiz poli-

tikası kaçınılmazdır. Mevduat/kredi faiz nispetleri arasında, gelişmiş ülkelerdekinden farklı olarak mevcut olan büyük farkların nedeni ise; bankacılık kesiminin gerekli modernizasyon ve reformları yapmayarak, yüksek maliyetlerle verimsiz çalışması ve geri dönmeyen krediler, haciz ve iflas fırsatından anlaşılacağı üzere kötü riskler almasıdır.

Bir kesim veya endüstri ancak mecbur kalınca reform yapar ve verimsiz uygulamalardan ayrılır. Endüstri ancak dış rekabete açıldıktan ve ihracata yöneldikten sonra kalite ve maliyetleri düzeltme yoluna girmiştir. Banka sistemi de ancak fiyat (faiz) rekabetine açıldıktan sonra verimli ve tasarruflu çalışmaya yönelecek, maliyet ve kötü riskleri azaltacak ve mevduat/kredi faiz farkını indirecektir ve dolayısıyla kredi faizleri düşecektir. Bunu da gerçekleştirecek faktör banka faiz nispetlerinin tamamen serbest bırakılmasıdır.

Serbest faiz rejimine geçişle birlikte, yeminli serbest hesap uzmanlığı müessesesinin ihdası gibi gerekli yasal değişiklikleri de yaparak bankaların Hazine ve Merkez Bankası'n-



ca sıkı bir şekilde kontrol edilmesi ve bu yolla banker faciasının benzerinin önlenmesi şarttır.

## 2 – Döviz Kuru Artık Serbest Brakılmalıdır

Merkez Bankası'nın bu kura müdahalesi ancak düzenleme amacıyla döviz alım-satımında bulunmaktan ibaret olmalıdır. Gerçekçi döviz kuru ihracata verilecek en iyi teşviktir ve ithalata frenleyecektir. Bu takdirde bütçeye yük olan ihracat teşvik nispetlerini önemli ölçüde düşürmek ve bu suretle de hayali ihracatı azaltmak mümkün olacaktır.

Bazı cari kambiyo işlemleri lisan- sa tabi olmaya veya yasak olmaya devam edeceklerinden, döviz kuru- nun piyasada serbestçe teşekkülü konvertibiliteye geçiş değildir; ama o yönde önemli bir adımdır. Bu reforma rağmen karborsa döviz piyasası, yasak sermaye çıkışı, kaçakçılık ve hayali ihracat işlemlerini finanse etmek üzere devam edecektir.

## 3 – 1987 Yılı Enflasyon Hedefi Sıfır Olmalıdır

Yedi yıldır enflasyonu aşağıya çekmekten söz edilmektedir. Enflasyonu yıl içinde durdurmaya, devlet bütçesi bünyesinden ve/veya kredi yapısından ileri gelen nedenler veya ithal enflasyon engel olabilir. Ama on yıldan uzun süredir % 30'ların üstünde seyreden kronik bir enflasyonun nedeni bu faktörler olamaz. Yüzde 10-20 nispetli bir enflasyonun kaynak ve gelir dağılımı üzerine olumsuz etkileri ve enflasyonist beklentileri körüklemesi, daha yüksek nispetli bir enflasyondan çok farklı değildir. Öte yandan 3-5 yıllık taksitlerle enflasyonla mücadele edilemez.

Enflasyonun hedefi % 10-20 gibi ise ve fiyat kontrolü yoksa, gerçekleşme daimi hedefin üzerinde olacaktır. Çünkü herkes beklenen fiyat artışını bir an önce fiyatlarına yansıtmak isteyecek, % 20'lik enflasyon beklentisini eşit iki taksitle fiyatlarına ekleyen fiilen % 21'lik zam yapmış olacak, arada girdi fiyatlarındaki artışlar nedeniyle ve enflasyon tahminlerinin hedeften farklı (her zaman daha yüksek) olması gereğiyle daha sonraki zam taksitleri daha büyük olacaktır. Buna karşılık fiyat istikrarı hedef alınmışsa, kimse şartlar zorlaşmadıkça fiyat zammı yapmayı düşünmeyecektir.

Türkiye'de enflasyonun kaynağı, para-kredi hacminin devlet bütçesindeki açıklar nedeniyle aşırı ölçüde genişlemesidir. Aşağıda bütçe açığını gidermek için bir program verilmiştir. Bu veya alternatif bir programla, bütçe açığını ortadan kaldırıp, para-kredi büyüklüklerini kontrol ederek enflasyonu 1987'de % 5'in altına indirmek mümkündür.

İşçi, memur, esnaf ve çiftçi gelirlerindeki artışlar en alt düzeye inmişken; devlet bütçesinden KİT'lere transferler ve produktif yatırımlar minimuma indirilmişken; tarım ürünleri destekleme politikaları satılmayan stoklara yol açmazken; büyük ölçüde dış kredi alınıp, ithal tahdit ve yasakları kaldırılıp, ithalat istenildiğince artırılırken; enflasyonun hâlâ önlenemeyip para istikrarı sağlanmamış olması anlaşılır gibi değildir.

## 4 – Bütçe Dengliği Sağlanmalıdır

1980'lerde maaş ve ücret artışları önemli ölçüde sınırlandırıldığı, KİT zarar ve sübvansiyonları en alt düzeye indirildiği, tarım ürünleri destekleme politikaları ve fiyatları 1970'lere

kıyasla bütçeye fazla bir yük getirmedigi, kamu yatırımları azaldığı (GSMH'dan pay olarak 1981'deki % 13'den 1983 - 85 döneminde % 11'e inmiştir) ve eğitim sağlık gibi kamu harcamaları azaldığı halde (kamu cari giderlerinin GSMH'ya oranı 1981'deki % 10'dan 1985'de % 7'ye düşmüştür); devlet bütçesinin denklığı bir türlü sağlanamamıştır.

Enflasyonu ortadan kaldırmak amacıyla bütçe denklığını sağlamak üzere vergi gelirleri artırılmalıdır. Bugün vergi gelirlerinin GSMH'ya oranı sadece % 13'dür. Bu oran daha önceleri, örneğin 1976 - 78 döneminde % 19 ve 1981'de % 18 idi; ve bugün en az % 20 olmalıdır. Artacak kamu gelirleri sayesinde, bütçe açığını ortadan kaldırmakla birlikte, kamu tasarruflarını arttırmak ve kamu iç borçlarını azaltmak mümkün olacaktır. Bugün kamu sektörü sermaye piyasasından çok büyük ölçüde borçlanmaktadır.

Vergiler arasında özellikle KDV ve Gelir Vergisi gelirlerini artırmak ve vergi muafiyetlerini azaltmak öncelikli olmalıdır. Katma Değer Vergisi'ni, her ay kesilen makbuzların numaraları üzerinden Şili'de uygulandığı gibi piyango düzenlemek ve belli miktarlarda KDV fişi biriktirenlere (vergi idaresinde kullanılanlar hariç) aynı hediyeler vermek suretiyle iyice yerleştirmek mümkündür. KDV uygulamasını esas alarak da, Gelir Vergisi denetimini etkin kılarak bu vergideki kaçakçılık büyük ölçüde önenebilir.

Yatırım teşvik ve muafiyetleri yaygın ve genel ise olumlu ekonomik etkileri olmaz; her şey aynı derecede teşvik ediliyorsa, hiçbir şey teşvik edilmiyor demektir. Yatırım teşvik ve muafiyetlerini öncelikli sektörlere

vererek etkinliği artırmak ve vergi kaybını azaltmak mümkündür.

Gerçekçi döviz kuruna geçiş halinde de, bütçeye yük olan ihracat teşviklerini azaltmak mümkün olur. Bu tedbirler ile birlikte akaryakıt vergisi sayesinde bütçede denklığı sağlamak, hatta fazla vermek ve kamu tasarruflarını arttırmak mümkündür.

### 5 - Petrol Yüksek Nispette Vergilenmelidir

Petrol şokundan sonra petrol ihracatçısı olmayan her ülke petrol tüketimini azaltma çarelerini ararken, Türkiye ters yönde gitmiştir. 1980'lerde ham petrol ithalatı 10 milyon tondan % 50 artarak 15 milyon tona çıkmıştır. Petrol ithalatçısı ülkeler, gerek cari ithal faturasını düşürmek ve gerekse gelecekteki petrol fiyat artışlarının ekonomileri üzerine olumsuz etkilerini küçültmek amacıyla, petrole bağımlılığı azaltacak herşeyi yapmışlardır.

Türkiye aşağıdaki nedenlerle petrol tüketimini kısımladır :

(i) 1980'lerde yıllık 3 milyar doları aşan petrol ithal faturasında yapılacak her indirim, dış dengeyi olumlu etkileyecektir.

(ii) Yurt içi yük taşımacılığının ekonomik olan demir ve denizyollarına kaydırabilmek için, karayolları yapım ve bakımını akaryakıt vergisi ile finanse edip, karayolu taşımacılığının maliyeti yükseltilmelidir. Karayollarımızı büyük ölçüde yıpratın yerli - yabancı TIR'lara sübvansiyon vermenin anlamı yoktur.

(iii) Yılda -bir harp kadar- 5 bin ölüm veren trafik savaşını kazanmak için değil ama zayıfatı azaltabilmek için ön şart, yük taşımalarını mümkün

olduğu ölçüde deniz ve demiryollarına aktarmaktır. Bunun için gerekli özelleştirmeler dahi öncelikle yapılmalıdır. Ayrıca bu vergi petrol tüketimini azalttığı ölçüde, özellikle büyük şehirlerde ciddi bir sorun haline gelen hava kirliliğinin ve trafik sıkışıklığının azalmasına yol açabilir. Trafik emniyeti ve akışı açısından bunun alternatifini yük nakliyatı için ayrı bir karayolu şebekesi kurmaktır ki, bu çok pahalı bir öneridir.

(iv) Açık vermeye devam eden devlet bütçesinin bu vergiye ihtiyacı vardır. Akaryakıt tam olarak vergilenmesi kolay bir maldır. Her sektörde az çok kullanıldığından, etki alanı en yaygın bir tüketim vergisidir. Bu mahiyetiyle ve özel otomobil kullanımı üzerine etkisi nedeniyle sektörlerarası etkisi tarafsız ve adil sayılabilecek bir vergidir. Bu verginin fiyatlar ve enflasyon üzerine etkisi bir defaya mahsustur. Buna karşılık bu iyi ve verimli vergiden mahrum olan bütçenin bu nedenle her yıl vereceği açıklar, devamlı yeni enflasyonlara sebep olmaktadır.

(v) Petrol vergilenmesi alternatif enerji kaynaklarının en iyi teşviki anlamındadır. Genellikle yerli olan bu kaynakların geliştirilmesi dışa bağımlılığı yapısal olarak azaltacaktır.

#### 6 - Ekonomi Politikasının Amacı Kalkınma ve İstihdam Artışı Olmalıdır

Türkiye'de 1980'lerde ekonomi politikasının amacının ekonomiyi dışa açmak ve istikrarı sağlamak olduğu söylenebilir. Ancak 7 yıldır sürdürülen bu politikaya rağmen iç denge ve fiyat istikrarı sağlanamamıştır. Ayrıca gelişme yolundaki bir ülkede sadece istikrarın bu kadar uzun süre tek

amaç olması kabul edilemez. Normal olan, bozulan ekonomik istikrarın 1-2 yıl içinde düzeltilmesi ve ondan sonra devam eden istikrar içinde ekonomik kalkınma, gelir artışı ve istihdam amaçlarının gerçekleştirilmesidir. Türkiye'de ise enflasyon yıllardır bir türlü durdurulamadığı için, ekonomik kalkınma vb. amaçlara bir türlü sıra gelmemektedir.

Türkiye'de 1980'lerde milli gelirde sağlanan artışlar çok yetersizdir. Dışa açılma ve ihracat politikasını sağlıklı bir sanayileşme, teknoloji düzeyini yükseltme, üretken yatırım, üretim, istihdam ve kalifiye işgücü artışlarıyla paralel götürülen Japonya, Taiwan ve Kore gibi Uzakdoğu ülkelerinde milli gelir artışının % 10 - 15'i rahatlıkla ve devamlı olarak aştığı gözönünde tutulmalıdır.

Türkiye'nin bu yola girebilmesi için öncelikle üretken yatırımları ve iç tasarrufları önemli ölçüde artırması gerekir. Japon kalkınması, geleneksel tüketim kalıplarının muhafazası sayesinde özel tüketimdeki artışın ge-

### DÜZELTME

Dergi'nin Mart 1987 sayısının 7'inci sayfasında yer alan, Sayın Cansun Mançer'in «Türk ve Alman Banka Hukuku Arasında Uygulamada Göze Çarpan Bazı Farklılıklar» başlıklı yazısının giriş paragrafında anlamı bozan bir dizgi hatası olmuştur. Yazının 11'inci satırına başlayan cümlesinin doğrusu şöyledir: «Bu sistemin gereklerine tam olarak uyduğunuz sürece, yönettiğiniz ünitenin sağlıklı bir yapıyı sürdüreceğinden emin olabiliyorsunuz.» Gözden kaçan bu hatayı düzeltir, Sayın Yazar'dan ve Okurlarımızdan özür dileriz.

Banka ve Ekonomik  
Yorumlar Dergisi



lır artışının çok gerisinde kalması suretiyle gerçekleşmiştir. Türkiye'de ise kaynakların üzerinde harcama eğilimi, devam eden enflasyon bunun bir belirtisidir; ve ekonomide büyük ölçüde israf görülmektedir. Nitekim özel tasarrufların GSMH'ya oranı 1978 - 82 döneminde % 13'den daha sonraki yıllarda % 9'a düşmüştür.

Türkiye'nin Kore ve Taiwan gibi ülkelerin yolundan hızla ilerleyebilmesi için, bugün % 20 olan yatırım/GSMH oranını % 30'a ve % 18 olan yurt içi tasarruf/GSMH oranını % 25'in üstüne öncelikle çıkarması gerekir.

#### 7 - Prodüktif ve İstihdam Artırıcı Yatırımlar Artırılmalıdır

Türkiye'de 1980'lerde genel olarak kamu yatırımlarını azaltmak, bunlar içinde prodüktif yatırımların payını düşürmek ve daha ziyade sermaye/hâsıla oranı büyük kapital yoğun ekonomik altyapı, konut ve otel yatırımlarına ağırlık vermek politikası güdülmüştür. Bu politikanın sonuçları ise istihdam ve gelir artışlarının azalması ve ekonominin dış borç ödeme (döviz kazanma) kapasitesinin azalması şeklinde olacaktır. Örneğin ekonomik altyapı ve konut yatırımlarının sermaye/hâsıla oranı büyüktür ve dolayısıyla bunların sağladığı gelir ve istihdam artışları önemsizdir. Ayrıca bunların döviz kazanma veya tasarruf ettirme etkileri de yoktur. Bu itibarla bunlar iç tasarruf yerine dış kredilerle finanse edilmişse, bu kredilerin geri ödenmesi ileride mutlaka sorun yaratacaktır<sup>(1)</sup>. Türkiye sermaye/hâsıla

oranı düşük ve işçi yoğun prodüktif yatırımlara ağırlık vererek, gelir ve istihdam artışını hızlandırabilir.

Yatırımların, prodüktif ve altyapı veya Tinbergen'in önerdiği gibi enternasyonel ve milli sektörler için yatırımlar olarak bölünümü ve ikincileri (üretim ve talebi dış icaret konusu olmayanları) gerekli en alt düzeyde tutmak; ekonomik kalkınmayı hızlandırmak isteniyorsa şarttır. Japon kalkınmasının bu yolla gerçekleştirildiğini not edelim.

#### 8 - Dış Rekabete Açılma ve Dış Koruma Rasyonelize Edilmelidir

Türk ekonomisini dış rekabete açma, kurulmuş ve kurulacak endüstrilerin sağlıklı bir biçimde gelişmesini önlememektir. Uzun yıllar akla gelebilecek her türlü yol ve tedbirle dışa kapatılmış olan Türk ekonomisinin dış rekabete açılması süratli olmuş, önceden belli bir takvim uygulanmamış, ithal vergi ve fonlarla koruma sistem dahilinde yapılmamıştır.

Endüstrilerin dış koruma ihtiyaçları, dış rekabet durumu, endüstrinin yaşı, yerli girdi oranı, cari nominal ve efektif koruma oranları maliyetleri, istihdam, teknoloji ve stratejik açılarından önemi, AET içindeki durumu gibi çeşitli faktörlere bağlı olarak değişir. Fiili koruma oranlarını ve dış rekabete açma derecesini bu faktörleri nazara alarak rasyonelize etmek gerekir. Aksi halde, gelişmiş ülkelerin bile artan işsizlik nedeniyle korumacı oldukları bir dönemde, bazı endüstrilerin gereksiz yere yıkılması, güçlüklerle uğraması veya Türkiye'de hiç kurulmaması gibi sonuçlar normaldir.

Söz konusu dışa açılma ve ithalatı sertleştirme sürecinin hızı içinde, dış ticaretin yönü, ülkeler ve bölge-

(1) Ekonomik ve sosyal altyapı yatırımları için dış kredi teklifleri her zaman ihtiyacımızdan fazla olmuştur. Burada yatırım malı satmak isteyen ülkeler arasında kredi vererek rekabet söz konusudur.

lerle bilateral dengeler gibi konular ihmal edilmiştir. Örneğin, AET ve ABD ile dış ticaretimiz 1986 yılının ilk 10 ayında sırasıyla 1 ve 0,5 milyar dolar açık vermiştir. Dünya ölçüsünde korumacılığın arttığı bu devirde bilateral dengeler gözardı edilemez; ihracatımıza güçlük çıkaran ülkeden ithalat serbest bırakılamaz.

### 9 – Kısa Vadeli Dış Borçların Vadeleri Uzatılmalıdır

Kısa vadeli dış borçlar 1980'lerde hızlı bir artış göstermişlerdir. Toplam dış borç içinde kısa vadeli-lerin payı 1981 sonunda % 13 iken, 1986 sonunda % 31 olmuştur. Bu durum ileride bir krize yol açmadan, 1987 yılında bir borç erteleme operasyonu istemek uygun olur. Türkiye'nin dış borç ertelemeleri genellikle bir dış ödeme krizinden sonra yapılmıştır.

Aslında dış borcun miktar ve vade olarak büyümesi ile dış borç ödeme kapasitesinin genişlemesi arasında ilişkiyi kurup, krizleri önceden tahmin edip (2) gerekli tedbirleri almak doğru yöntemdir. Bir dış ödeme krizini borç erteleme operasyonu ile önceden önlemek, hem borçlunun hem de alacaklının menfaatinedir. Aksayan dış ödemeler, alacaklıların sadece kredinin geri ödenmesi ile ilgili nakit akımı ve risk tablosunu

(2) Örneğin 1967 yılında bu yöntemle yaptığım bir çalışmada dış borç seviyesinin idaresinin 1977 yılında büyük güçlükler doğuracağı gösterilmiştir. Türkiye o yıllarda gerçekten 30 sente muhtaç hale gelmiştir (bkz.: Türkiye'nin Dış Borçluluğu Üzerine İstatistik bir Deneme, Üniversitelerarası İstatistikçiler Konferansı, Eylül 1967, D.İ.E., Ankara 1968, ss. 135-150).

kötüleştirmekle kalmaz, normal ihracat işlemlerinin aksaması, kredi itibarı olan bir ülkenin bugün çoğunluğu teşkil eden kredi itibarı olmayan ülkeler grubuna katılması gibi sakıncaları da birlikte getirir. Bu itibarla alacaklıların da menfaatine olan bu sakıncalı durumun yakında ortaya çıkmaması için dış borç ertelemesinin 1987'de dış ekonomik durum bozulmadan yapılması gerekir.

## 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)

1986 yılı cildi	: 6.000.— TL
1985 yılı cildi	: 5.500.— TL
1983 yılı cildi	: 4.000.— TL
1982 yılı cildi	: 3.500.— TL

**Önemli Not :** (1) Öğrenciliğini belgeleyenlere % 50 indirim uygulanır. (2) Ödemeli postalama yapılmaz. (3) PTT ile gönderilmesini isteyenlerin cilt bedeline taahhütlü posta pulu karşılığı 400.— TL ilave ederek önceden havale çıkarmaları gerekmektedir.

**İSTEME ADRESİ :**

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

# **DIŞ BASINDAN**

Derleyen :  
**DOÇ. DR. GÜLSEREN İZMİR**

## **İnsan - Makina Ortak Yaşamı (\*)**

İŞYERLERİNDE yeni bir görüş hâkim olmaktadır. Artık sermaye ve işgücü birbirleriyle rekabet eden üretim faktörleri değil, birbirlerini tamamlayan üretim faktörleri olarak görülmektedir. Zira yalnızca insanlar makinalara akıl verebilmekte, makinaların verimli çalışmasını sağlayabilmektedir. Mekanizasyona dayanan birinci sanayi devriminin getirdiği iş bölümleri işçilerin ellerini kullanmalarından fazla bir şey gerektirmiyordu. Günümüzde süregelen yeni sanayi devriminde ise sermaye esas itibarıyla enformasyon teknolojilerinden oluşmaktadır. Bunlar ise işçilerin zihinsel gayreti ve bağlılığının yanı sıra, dar kapsamlı işlerden ziyade sistemin tümüne yönelik bir sorumluluk anlayışını gerektirmektedir.

Robotların ve diğer bilgisayar kontrollü makinaların bütünleşik kullanımı bu konularda eğitim görenek iyi yetişmiş pek çok kişinin bir ekip anlayışı altında çalışması ile sağlanabilmektedir. Sermaye ve işgücü ilişkileri artık faydalı yönde gelişmekte, özellikle kararların alınmasında işçilerin giderek daha etkin olmasını, daha fazla inisiyatif kullanmalarını sağlayacak düzenlemeleri gerektirmektedir.

İnsan - makina ortak yaşamını iyi düzenlemenin önemi özellikle sosyoteknik prensiplerle yönetilen Amerikan fabrikalarında ön plana çıkmaktadır. Sosyoteknik prensipler, teknolojinin gerekleri ile işçilerin sosyal ve psikolojik ihtiyaçlarının uyuşturulmasını öngörmektedir. İşçilerin teknolojik gelişmeler paralelinde eğitilmesi, iyi eğitilmiş işçilere kişiliklerini geliştirme ve işleriyle bütünleşme imkânı verilmesi savunulmaktadır. «Yarı-bağımsız iş grupları» ve benzer uygulamalar bu fabrikaların geleneksel fabrikalara göre % 30 ila % 50 daha verimli

çalışmasını sağlamaktadır. Procter & Gamble, Cummins Engine, General Motors, General Electric, Westinghouse, IBM, Xerox ve Polaroid'in aralarında yer aldığı çeşitli şirketlerde bu prensipler uygulanmaktadır.

Sözü edilen üretim artışları, daha ziyade gelişmiş makinalarla donatılmış ve sosyoteknik metotlara göre tasarılanmış yeni fabrikalarda gözlenmektedir. Ancak «yarı-bağımsız iş grupları» titizlikle oluşturulması gereken bir yaklaşımdır. Çarçabuk, derinliğine düşünülmeden yapılacak uygulamalar yararlı olmayacaktır. Ayrıca, pek tabii ki bu yaklaşımın uygulanamayacağı ya da zarar sağlamayacağı pek çok durum da söz konusudur.

İş ortamını yeniliklere uygun bir hale getirebilmek için birtakım engellerin ve direnmelerin ortadan kaldırılması gerekebilir. Eski tür yönetim ve kontrol yöntemleri işçilerin heyecan ve bağlılığını geliştirmeye engel oluşturmaktadır. Katılımcı yönetim anlayışının oluşturulması, bürokrasiyi artıran denetim kademelelerinin ortadan kaldırılması, çalışanların fikirlerine kulak verilmesi, iş güvencesinin sağlanması ile özellikle eğitim ve geliştirme programları düzenlenmesi büyük önem kazanmaktadır. İşçiler genellikle iyi niyetlidirler ve işlerini iyi yapmak isterler. İş güvenceleri olduğu ve kendilerine önem verildiğine inandıkları takdirde de iş verimliliğini artıracak en iyi önerileri onlar yapacaklardır. Ayrıca, «kazanç paylaşımı», «bilgi primi» gibi teşvik yöntemleri işçileri yeni beceriler edinmeye ve verimliliği artırmaya yönelmektedir.

Otomobil, lastik, elektrikli aletler, alüminyum ve çelik sanayii gibi çeşitli temel sanayi kollarında katılımcı yönetim ve esnek üretim uygulayan fabrika örnekleri giderek artmaktadır. Üretimde esnekliği mümkün kılan faktör, işçilerin karar verme işlevlerinin ve inisiyatif kullanma oranlarının büyük ölçüde artmasıdır. Örneğin Westinghouse Mobilya Sistemleri fabrikasında çalışan 830 kişinin % 65 kadarı mamul geliştirmeden strateji saptamaya kadar pek çok konuyu tartışarak, öneriler geliştirmek üzere kurulmuş çeşitli komiteler ve çalışma gruplarında yer almaktadır. El becerisi yanında, zihinsel çaba da gerektiren bilgisayar destekli tasarım ve bilgisayar kontrollü üretim teknikleri yardımıyla, standart parçaların sınırsız denebilecek bileşimlerde kullanılabilmesi, fabrikada bir özel sipariştten diğerine kolaylıkla geçilebilmesini mümkün kılmaktadır. Bu fabrikada, 1983 ile 1986 arasında, çalışan kişi başına satışlarda (sabit fiyatlarla) ifade edilen verimlilikte % 74'lük bir artış gözlenmiştir. Westinghouse fabrikasını farklı kılan özelliği, fabrikanın makinaları ve işçileriyle klasik bir fabrika görünümünde olmasına karşın, klasik bir fabrikadan ziyade bir hizmet şirketi gibi çalışmasıdır. Herşey müşteriye memnun etmek üzere planlanmakta, mamul kalitesinin yüksekliğine ve teslim sürelerinin kısıtlığına büyük önem verilmektedir.

Artık, standart malları peşpeşe üreten «endüstriyel bürokrasi»lerin yerini «teknoservis» denilebilecek bir yaklaşımla üretim yapan tesisler almaktadır. Bu değişen ortamda rekabet gücünü koruyabilmek için şirketlerin üretim miktarına önem veren anlayıştan sıyrılarak, üretim kalitesini ve müşteriye verilen hizmeti ön plana çıkaran bir anlayışa varmaları gerekecektir.



# YENİDEN DEĞERLEME

YRD. DOÇ. DR. UĞUR GÜNEGE

## GİRİŞ

**Y**ENİDEN Değerleme, işletmelerin bilançolarının aktifinde kayıtlı sabit kıymetlerin ve bunlara ait amortismanların, belli emsallerle çarpılarak gerçek değerlerine yükseltilmesidir. Para değerinde meydana gelen düşmeler, işletme bilançolarında kayıtlı iktisadi kıymetlerin revizyona tabii tutulmasını ve bunların değerlerini bilanço günündeki değerlerine uygun hale getirilmesini zorunlu kılmaktadır.

Ekonomik amaçlı bir önlem olan yeniden değerlendirme ile işletmelerin enflasyon sonucu bozulmuş olan üretim güçlerini yeniden sağlığa kavuşturmak mümkün olmaktadır. Üretim gücünün muhafazasının muhasebe dilindeki anlamı, işletme öz varlığının reel olarak muhafazasıdır<sup>(1)</sup>. Yeniden Değerleme, klasik muhasebe ilkeleri dahilinde hazırlanmış olan Bilanço ile Kâr - Zarar Tablosu ve diğer mali tabloların kullanımına elverişli, homojen duruma getirilmeleri için girilen düzeltme ve arındırma işlemlerinin tümünü ifade eder. Nitekim, paranın satın alma gücündeki değişikliği dikkate almayan geleneksel muhasebe sisteminin sunduğu mali tablolar, reel veriler yanında enflasyonun yol açtığı fiktif verileri de içerdiğinden heterojen karakterdedirler<sup>(2)</sup>.

Yeniden Değerleme, sabit kıymetlerin gerçek değerleri üzerinden amortisman ayırmaya ve buna göre

maliyetlerin saptanmasına imkân sağlar. Enflasyon, iktisadi kıymetlerin ikame maliyetlerini yükselttiği için, maliyet bedelleri üzerinden ayrılan amortismanların oluşturduğu fonlarla bu kıymetlerin yenilenmesinin imkânsız hale geldiği açıktır.

## Yeniden Değerlemenin Tarihçesi ve Uygulama Şekli

Ülkemizde, yeniden değerlendirme ile ilgili ilk teşebbüs 1963 yılında olmuştur. 19.2.1963 tarih ve 205 sayılı Kanun'la Vergi Usul Kanunu'na eklenen «Yeniden Değerleme»ye ilişkin «Geçici 11. madde» 21.1.1983 tarih ve 2791 sayılı Kanun'la yeniden düzenlenmiş ve getirilen hükümlerle bu müesseseye işlerlik kazandırılmıştır. 2791 sayılı Kanun'la, 1.1.1982 tarihinden önce edinilen sabit varlıklar ve bunlar için geçmiş yıllarda ayrılan amortismanların, sabit varlıkların işletme bilançosunun aktifine dahil edildikleri yıla ait katsayı ile çarpılarak yeniden değerlendirileceği hükmü getirilmiştir. Yeniden değerlendirme katsayıları kanunla düzenlenmiştir. Bu kanunla yeniden değerlendirme, 31.12.1982 hesap dönemi sonu itibarıyla ve bir defaya mahsus uygulanmak üzere düzenlenmiştir. 2791 sayılı Kanun hükümleri gereğince işletmelerin daha sonraki yıllarda yeniden değerlendirme yapma imkânları olmadığı ve enflasyonun düşmediği göz önüne alındığı için, 4.12.1984 tarih ve 3094 sayılı Kanun

yürürlüğe girmiştir. Böylece uygulamadaki zaman sınırı kaldırılmış ve yeniden değerlendirme müessesesine devamlılık kazandırılmıştır.

3094 sayılı Kanun hükmüne göre, iktisadi kıymetler ve bunların amortismanları için yapılacak yeniden değerlemeye esas alınacak oran, Toptan Eşya Fiyatları Genel İndeksi'nden faydalanılarak her yıl tespit edilecektir. Devlet İstatistik Enstitüsü, Ekim ayında bir önceki yılın aynı dönemine göre toptan eşya fiyatlarındaki ortalama fiyat artışını hesaplayacaktır. 1984 - 1985 ve 1986 yıllarında, söz konusu kanun gereği, ortalama fiyat artışı oranından % 10 indirilerek bulunan oran, hesap dönemi sonu itibarıyla yeniden değerlendirme sırasında kullanılmış iken; 3332 sayılı Kanun ile bu düzenleme değiştirilmiş, «% 10 indirilerek bulunan oran» kaydı kaldırılmıştır. 1.1.1987 tarihinden itibaren yeniden değerlendirme oranı olarak, Toptan Eşya Fiyatları Genel İndeksi'nde meydana gelen ortalama fiyat artış oranı kullanılacaktır. Bu oran Maliye ve Gümrük Bakanlığı'nca her yıl Aralık ayının 15. gününe kadar Resmi Gazete ile ilan edilecektir.

Söz konusu oran 1984 yılı için % 37.5, 1985 yılı için % 35.9 olarak ilan edilmiştir. 1986 yılı sonu itibarıyla yapılacak yeniden değerlemede kullanılacak oran ise % 21.7'dir. Bu durumda yeniden değerlendirme yapacak olan işletmelerin 31.12.1986 tarihli bilançolarının aktifinde yer alan iktisadi kıymetlerini ve bu kıymetler için geçmiş yıllarda ayrılan birikmiş amortismanlarını % 21.7 oranı ile çarpmaları gerekir. Yeniden değerlemeye konu olan değer 1986 yılı sonu bilançosunda yer alan iktisadi kıymetin 31.12.1985 tarihindeki maliyet bedelidir. Bilindiği gibi her yıl belirlenecek

olan yeniden değerlendirme oranının uygulanmasıyla ortaya çıkacak değer artışını hesaplamada, kanun, «net değer» usulünü kabul etmiştir. Buna göre yeniden değerlemeden önceki ve sonraki net bilanço aktif değerlerinin saptanması gerekir. Net aktif değer iktisadi kıymetin, bilançonun aktifine kaydedildiği değerden, bu iktisadi kıymet için ayrılmış olan amortismanların düşülmesiyle bulunur. Net değer artışı yeniden değerlemeden önce ve sonraki net bilanço aktif değerlerinin arasındaki farktır.

Örneğin; 31.12.1985 tarihli bilançoya kayıtlı değeri 4.000.000 TL, birikmiş amortismanı 1.000.000 TL olan iktisadi kıymetin, net bilanço aktif değeri 3.000.000 TL'dir. Bu iktisadi kıymet 1986 yılı sonunda da mevcuttur. Yeniden değerlendirme oranı olan % 21.7 ile bilançoya kayıtlı iktisadi kıymetin ve birikmiş amortismanının çarpılması sonucu aktif kıymet 4.868.000 TL, birikmiş amortismanı ise 1.217.000 TL'ye ulaşacak ve buna göre yeniden değerlemeden sonraki net bilanço aktif değer,  $4.868.000 - 1.217.000 = 3.651.000$  TL olarak hesaplanacaktır. Yeniden değerlendirme sonucunda doğan değer artışı (651.000 TL) ile iktisadi kıymetin ve birikmiş amortismanının muhasebe kaydı şöyle yapılacaktır :

_____ / _____	
İktisadi Kıymet	868.000
Birikmiş Amortisman	217.000
Değer Artış Fonu	651.000
_____ / _____	

#### Yeniden Değerlemenin Yararları

Yeniden Değerleme hükmünden yararlanacak olanlar bilanço esasına göre defter tutan ferdi işletmeler ile şahıs şirketleri, sermaye şirketleri, ko-

operatifler, iktisadi kamu müesseseleri, dernek ve vakıflara ait iktisadi işletmelerdir. Sermayesinin tamamı devlet in olan iktisadi devlet teşekküllerinde yeniden değerlendirilme zorunludur.

Yeniden Değerleme enflasyona bağlı olarak işletmelerde meydana gelen öz sermaye kaybına ve finansman sorunlarına bir ölçüde çözüm getirmek amacıyla düzenlenmiştir. Para değerinde meydana gelen düşmeler sonucu işletmeler, sermayelerini koruyabilecek tutarda amortisman ayıramamış, gerçek maliyetlerini saptayamamış ve dolayısıyla oluşan fiktif kârlar üzerinden bir çeşit enflasyon vergisine katlanmak zorunda kalmışlardır. Yeniden Değerleme, uygulandığı firmalara önemli yararlar sağlamıştır. Bunlardan en önemlileri, öz kaynak teminine olanak sağlamak, eski ve yeni kurulan işletmelerarası rekabette maliyet ayarlaması nedeniyle düzenleyici rol oynamak, mali tabloların daha gerçekçi biçimde düzenlenmesine olanak sağlamak, işletmelerde bozulan öz kaynak - yabancı kaynak dengesinin yeniden kurulmasına yardımcı olmak, işletmelerin tahvil çıkarma ve borçlanma kapasitelerini arttırmak ve sermaye piyasasının gelişmesine katkıda bulunmaktadır.

Bilançolarına kayıtlı iktisadi kıymetleri (kanunda yazılı bazı istisnalar dışında) yeniden değerlendirme yapma hakkı bilanço esasına göre defter tutan Gelir ve Kurumlar Vergisi mükelleflerine (imtiyazlı şirketler ve dar mükellefler hariç; kolektif, adi komandit ve adi şirketler dahil) tanınmışsa da esas olarak Kurumlar Vergisi mükelleflerini kapsamaktadır denebilir. Gelir Vergisi mükelleflerine bilanço tashihinden başka bir fayda sağlamamaktadır. Kurumlar Vergisi mükellefleri yeniden değerlendirme sonu-

cu meydana gelen değer artışını, bilançonun pasifinde değer artış fonu hesabında tutabileceği gibi, vergiye tabi tutulmadan sermayeye ilave edebilir ve yeni hisse senedi çıkarabilir. Gelir Vergisi mükellefleri ise bu değer artışını bilançonun pasifinde bir fon hesabında tutabilir ve sermayeye ilave edemez. Kurumlarda sermayeye eklenen değer artışları işletmeye ilave edilmiş kıymetler gibi kabul edileceğinden, vergilendirilmemesi sağlanmış olmaktadır. Şöyle ki, kurum kazancının saptanmasında dönem sonu ve dönem başı öz sermayeleri arasındaki farktan işletmeye ilave edilen kıymetler indirilmektedir. Yeniden Değerleme sonucu dönem sonu öz sermayesindeki, değer artış fonu kadar, meydana gelen artış işletmeye ilave edilen kıymet sayılacağından, Kurumlar Vergisi'ne tabi olmayacaktır.

Kurumların amortismanına tabi iktisadi kıymetlerini yeniden değerlemeleri sonucunda sermayeye ilave etmeyip bilançonun pasifinde değer artış fonu hesabında tuttukları değer artışları da Türk Ticaret Kanunu'nun 422. maddesine göre ödenmiş sermaye kabul edilecektir. TTK'nın 422. maddesi anonim şirketlerin tahvil ihracında esas alınacak sermaye miktarını göstermekte olup, buna göre anonim şirketlerin çıkaracakları tahviller esas sermayenin ödenen ve tasdik olunmuş son bilançosuna göre mevcudiyeti anlaşılacak miktarını aşamaz. Anonim şirketler ihraç edecekleri tahvil miktarını saptarken esas aldıkları ödenmiş sermaye miktarına değer artış fonunu da ilave edebileceklerdir. Böylece anonim şirketlere orta ve uzun vadeli fonlar edinmede kolaylık sağlanmıştır. Ayrıca, bu tahvil çıkarma sınırı, Bakanlar Kurulu'nun 30 Ekim 1986 tarihinde yürürlü-

ğe giren kararname ile, ilgili anonim şirketin son üç yıla ait bilançolarının zararsız kapanmış olması şartı ve Sermaye Piyasası Kurulu'nun onayı ile, altı katına çıkarılmıştır.

İşletmelerin öz sermayesinin yükselmesi kredi kurumlarından yeni krediler elde etme şansını çoğaltmıştır. Kurumların, yeniden değerlemeye tabi tuttıkları iktisadi kıymetlerin amor-

tismanlarını, değerlemenin esas alındığı hesap dönemini izleyen hesap döneminden itibaren gayrimenkuller hariç yeni değerler üzerinden ve uygulamakta oldukları eski oranlara göre ayıracakları hükme bağlanmıştır. Bu uygulama sonucu kurumlarda gerçek bir fon birikimi oluşmuştur. Gelir Vergisi mükellefleri, yeniden değerledikleri iktisadi kıymetlerinin önceki de-

# EMLAK KREDİ diyor ki:

- Bugüne kadar bir milyondan fazla ailevi konut sahibi yaptık...
- Türkiye'nin dörtbir yanında, okulu, çarşısı, çocuk bahçesi, spor tesisi ve yeşil alanlarıyla modern mahalleleri uydu kentleri biz kurduk...

Biz, TEKBANK'ız!  
Hem BANKAYIZ, hem de  
SOSYAL BİR KURUMUZ.  
Yaptıklarımızla gurur duyuyoruz.



**TÜRKİYE  
EMLAK KREDİ  
BANKASI**

**TEKBANK**

"Evinize açılan kapı,,



ğerleri üzerinden amortisman ayırma-ya devam edeceklerinden, söz konusu hükümden sadece kurumlar yararlanabilmektedir. Yeniden değerlendirilen iktisadi kıymetin satılması durumunda kârın saptanması yönünden değer artışları amortismanlar gibi işleme tabi tutulmaktadır. Halbuki kurumlarda sermayeye ilave edilen değer artışları iktisadi kıymetin satışı durumunda kârın saptanmasında dikkate alınmaktadır. Ancak değer artış fonunun gerek Kurumlar gerekse Gelir Vergisi mükellefleri yönünden, çekilmesi veya bir başka hesaba nakledilmesi durumunda işlemin yapıldığı dönemin kazancı sayılması ve vergilendirilmesi söz konusudur.

### SONUÇ

Yeniden Değerleme ferdi işletmeler ve şahıs şirketlerinde amortisman yönünden etkisiz olmaktadır. Kurumlarda da gayrimenkullerin eski değerleri üzerinden amortisman tabi tutulmaları, Yeniden Değerlemenin olumlu sonucu olan maliyeti düzeltme işlevini kısıtlamaktadır (3).

3094 sayılı Kanun'a göre 1984-1986 yılları için saptanan Yeniden Değerleme oranı gerçek enflasyon ölçülerinin altında olmuştur. Bu oran, DİE Toptan Eşya Fiyatları Genel İndeksi'nin ortalama fiyat artış oranından % 10 geride oluşu, enflasyonun mali bünye üzerindeki olumsuz etkilerini gidermede, kurumlar yönünden yetersiz kalmasına yol açmıştır. Şüphesiz, Yeniden Değerleme müessesesinin devamlılığı ve yeniden değerlemeye esas alınacak oranın, Toptan Eşya Fiyatları Genel İndeksi'nden yararlanılarak saptanması kurumlara önemli yararlar sağlamıştır. Ancak bu yararların etkinliğinin artması, yıllık enflasyon oranına eşit bir yeniden de-

ğerleme oranının saptanması ile mümkündür. Nitekim 3332 sayılı Kanun ile, önceki yasal düzenlemenin bu eksikliği giderilmiş, 1.1.1987 tarihinden itibaren yeniden değerlendirme oranı, DİE Toptan Eşya Fiyatları Genel İndeksi'nde oluşan ortalama fiyat artışına bağlanmıştır.

Yeniden Değerleme kurumlara belli ölçüde mali destek sağlarken, Gelir Vergisi mükelleflerine hiçbir mali destek getirmemiştir. Nitekim, kurumlarda, üretim maliyetlerinin daha gerçekçi olarak saptanması ve dolayısıyla fiktif kârların oluşmasına bir ölçüde engel olunması, otofinansmanı kolaylaştırmakta ve kaynak yaratma imkânını arttırmaktadır. Kurumlara, mali bünyenin sağlanmasında, maliyetleri ve işletmelerarası rekabet koşullarını düzeltmede, kredi kullanabilme imkânlarını ve tahvil ihraç potansiyelini arttırmada ve öz kaynak temininde önemli kolaylıklar getiren Yeniden Değerleme müessesesi, her yıl saptanacak oranların yıllık enflasyon oranına eşitlenmesi ve tüm işletmeler yönünden kapsamlı bir uygulamaya gidilmesi halinde ekonomiye büyük güç katacaktır.

### YARARLANILAN KAYNAKLAR

- 1 - Pekiner, Kâmuran; «Yeniden Değerleme Tedbiri (Tekniği ve Muhasebeleştirilmesi)», Muhasebe Enstitüsü Dergisi, Mayıs 1983.
- 2 - Ferman, Cumhur; «Yeniden Değerlemenin Teorik Esasları», Yeni İş Dünyası, Mart 1983.
- 3 - Tuncer, Selâhattin; «Yeniden Değerlemenin İlkeleri», Yeni İş Dünyası, Mart 1983.
- 4 - Doğan, Aykon; «Yeniden Değerleme Müessesesinin Genel Açıklaması», Muhasebe Dergisi, Mayıs 1983.
- 5 - 2791 sayılı Kanun, 3094 sayılı Kanun, 3332 sayılı Kanun.

# AYIN EKONOMİK OLAYLARI

DR. YILDIRIM KILKIŞ

## AET'ye Başvuru

**T** ÜRKİYE'nin ekonomi tarihinde çok önemli bir gelişmenin başlangıcı, geçtiğimiz ayın 14'ünde meydana geldi. Avrupa Ekonomik Topluluğu (AET)'na tam üye olabilmek için başvuru mektubu, Devlet Bakanımız Ali Bozer tarafından 14 Nisan 1987 günü AET Dönem Başkanı'na Brüksel'de verildi.

Ülkemiz ile AET arasında 12 Eylül 1963'te imzalanan ve 1 Aralık 1964'te yürürlüğe giren ortaklık anlaşmasından 24 yıl sonra gerçekleşen tam üyelik başvurumuzun sonuca ulaşmasının 5 - 10 yıllık bir zaman alacağı anlaşılmaktadır.

Bu başvuru dolayısıyla, ekonomimizin çeşitli kesimlerinde, tam üyeliğin getireceği nimetler ve külfetler hakkında birçok görüş beyan edilmektedir. Tarım ve tekstil üreticileri, genel olarak memnun; sanayicilerin çoğunluğu ise, zamanlama bakımından başvurunun erken olduğu görüşündedirler. Bu konudaki tüm görüşleri bu iki gruba sokmak mümkün değildir. Ayrıca batılılaşma, doğululaşma şeklinde değerlendirmeler de yapılmaktadır.

Görüşler ne olursa olsun, artık adım atılmış, başvuru yapılmıştır. Bundan sonraki süre, AET Konseyi'nin tutumuna bağlı olarak işleyecektir. Bu sürenin sonunda olumsuz bir karar çıkmadığı takdirde, gerek bu süre içinde gerek bu süreden sonraki dönemde, Türk sanayii ve ekonomisinin diğer sektörleri, AET'ye alışmakla ilgili sorunları öğrenmek ve bunları giderecek tedbirleri almak zorundadırlar.

TÜSİAD'ın AET'ye tam üyelik ile ilgili araştırmasında; kamu sektörü temsilcilerinin AET'ye ilişkin bütün iç ve dış toplantılarına ve görüşmelerine özel kesim temsilcilerinin de katılmasının gerekliliği savunulmuştur.

Türk ekonomisi AET'ye katılmakla, gerçekten içerik ve kabuk değiştirmek zorunda kalacaktır. Böyle bir zorunluluğa kendimizi bilerek soktuğumuza göre; başarı ancak, alışılmış, nemelazımcı davranışlardan kurtulmak suretiyle mümkün olabilecektir.

## Ekonomiye Yeni Yön Planı

Dergimizin 1987 Mart ve Nisan sayılarında değindiğimiz iç ve dış borçlarımızın olumsuz manzarası, hükümetin ekonomiye verdiği yönün tekrar gözden geçirilmesini gerekli kılmış olacak ki, geçtiğimiz ay içinde, Başbakanlıkça bu

konu ele alınmış ve ithalatın kısıtlanarak ihracata hız verilmesi esasları üzerinde durulmuştur. Bu arada mevduat ve kredi faizlerinin düşürülmesi de öngörülmektedir.

### **Fiyat Artışlarını Kontrol**

İç piyasada fiyat artışlarına yol açan başlıca nedenleri ortadan kaldırmak ve özellikle gereksiz yere sürekli zam gören malların ithalatını kolaylaştırmak suretiyle enflasyonu aşağıya çekebilmek için, bazı uygulamalar yapılması hükümetçe kararlaştırılmıştır. Öncelikle KİT'lerin zamlarına ve nedeni açık olmayan zamlara karşı, birçok malın ithali için fon ve gümrük resimlerinin indirilmesi öngörülmektedir.

### **Likidite Sıkıntısı Beklenmelidir**

Vergi dönemleri dolayısıyla Nisan ve Mayıs aylarında piyasanın likidite ihtiyacını enflasyona meydan vermeden karşılayabilmek için, Merkez Bankası piyasaya tahvil - bono karşılığı 200 milyon lira sürmeyi kararlaştırmıştır. Mayıs ayında söz konusu değerleri iade ederek, likiditenin daraltılması öngörülmektedir.

Ülkemizin ekonomik konjonktürü dolayısıyla, Ağustos ayına kadar süren ekonomik durgunluğun, özellikle Mayıs, Haziran ve Temmuz aylarında, bu operasyondan olumsuz yönde etkilenecek daha da şiddetlenmesi beklenmelidir.

### **Kıbrıs Rum Bayraklı Gemilerin Limanlarımıza Girmeleri Yasaklandı**

Kıbrıs Rum yönetiminin, Kuzey Kıbrıs Türk limanlarına uğrayan yabancı gemilere ve kaptanlarına uyguladığı kovuşturma dolayısıyla, Türkiye'nin ekonomisine de zarar verilmesi karşısında, hükümetimiz, Kıbrıs Rum bayraklı gemilerin, 14 Mayıs 1987 tarihinden itibaren Türk limanlarına girmelerini yasaklamıştır. Türkiye'ye gelen ithal mallarını daha düşük navlunla taşıyan Kıbrıs Rum gemilerinin bu davranışı, zaten ekonomimizi zedelemekteydi. Bu kararlar iki bakımdan önleyici tedbir alınmış bulunmaktadır.

### **Döviz Endeksli Gelir Ortaklığı Senedi Çıkıyor**

Bazı barajların inşaatını finanse etmek amacıyla, dolara veya Alman Markı'na göre endekslenerek gelir ortaklığı senedi çıkarılacağı öğrenilmiştir. 1987 yılında bağlı bulunacağı döviz değerine göre değerlendirilecek gelir ortaklığı senedi toplamının 100 milyar lira olacağı anlaşılmaktadır.

### **Şirket Kurtarma Kanunu Yayınlandı**

Halk arasında «Şirket Kurtarma Kanunu» diye anılan ve asıl adı «Sermaye Piyasası Teşviki, Sermayenin Tabana Yaygınlaştırılması ve Ekonomiyi Düzenlemede Alınacak Tedbirler ile Kurumlar Vergisi, Vergi Usul ve Bankalar Kanunlarında Değişiklik Yapılması Hakkında Kanun» olan 3332 sayılı Kanun, 31 Mart 1987 tarihli Resmi Gazete'nin mükerrer sayısında yayımlanarak, bazı maddeleri derhal, bazı maddeleri de 1.1.1987 tarihinden itibaren geçerli olmak üzere yürürlüğe girmiştir.

Adı geçen kanun, 3 bölümden oluşmaktadır. 1'inci Bölüm, «İhracatın Teşviki» başlığını taşımakta ve bu konuda Devlet Yatırım Bankası'nı görevlendirmektedir. Özellikle ihracat sigortası konusunda Devlet Yatırım Bankası'nın teşkilatlanması istenmektedir. Kanunun 2'nci Bölümü, «Sermaye Şirketlerinin Sermaye Yapılarının Güçlendirilmesi» başlığını taşımaktadır. Bu bölümde finansman gücü içinde bulunan anonim şirketlerden alacaklı olan bankaların, bu şirketlerin sermayelerine nasıl iştirak edecekleri açıklanmaktadır. 3'üncü Bölümde ise, «Sermaye Piyasasının Geliştirilmesiyle İlgili Diğer Kanunlarda Yapılan Değişiklikler» yer almaktadır.

### **Dış Ticaretle İlgili Konular**

İhracatımızın geçen yıla nazaran azalması üzerine, 20 kalem malın ihracatında prim uygulamasına geçilerek, geçen yıl yapılmış olan prim uygulaması genişletilmiş bulunmaktadır. Fiyat Destekleme Fonu'ndan karşılanacak olan primler, bazı tarım ürünleri ile sanayi ürünlerini ve makina aksamını kapsamaktadır.

### **T.P.K.K. Hakkında 30 Sayılı Karar'a İlişkin Merkez Bankası Genelgesi**

27 Mart 1987 tarihli Resmi Gazete'de yayınlanan 1/2 sayılı Genelge ile : (1) «Görünmeyen İşlemlere İlişkin Hükümler» kısmının fikri ve sınai mülkiyet ve telif hakları fıkrasının «Lisans», «Patent», «Know-How» ücretleri başlıklı bendi yeniden düzenlenmiştir. (2) Kara nakil vasıtaları yol giderleriyle ilgili paragraf değiştirilmiştir. (3) «Görünmeyen İşlemlere İlişkin Hükümler» kısmının «Turistik Seyahatler» bendinde değişiklik yapılarak her çıkışta 1500 dolara kadar turistik döviz verilmesi hükmü getirilmiştir. (4) Ticari ve gayri ticari işlerden doğan zarar, ziyan ve tazminatlar fıkrası da yeniden düzenlenmiştir.

### **Vergi Usul Kanunu (V.U.K.) Genel Tebliği Yayınlandı**

24 Mart 1987 tarihli Resmi Gazete'de yayınlanan V.U.K. Genel Tebliği Sıra No. 176 ile; teşvik belgeli sabit yatırımlara, ihtisas kredilerine ve gerçekleşen ihracata, Kaynak Kullanımı Destekleme Fonu'ndan ödenen primlerin, yatırımların maliyet bedelinden indirileceği ve hangi hallerde hâsılat kaydedileceği açıklığa kavuşturulmuştur.

### **Zamlar Devam Ediyor**

Demir-Çelik ürünlerine 13 Nisan 1987 gününden itibaren % 12 - % 14 arasında değişen oranlarda zam yapılmıştır. Buna göre; kütük demirin tonu 203.000 TL'ye, inşaat demiri 245.000 TL'ye, profil 270.000 TL'ye, köşebent 250.000 TL'ye, pik demir ise 236.000 TL'ye yükseltilmiş bulunmaktadır.

Öte yandan SEKA'nın ürettiği birinci hamur, kuşe ve kraft kâğıtlarının fiyatlarına % 8 oranında zam yapılmıştır. Bu fiyat artırımını sonunda birinci hamur kâğıdın tonu (KDV dahil) Dalaman 1.030.400 TL, İzmit 963.200 TL; iki taraflı kuşe kâğıdının tonu 1.321.600 TL olmuştur.



# YENİ YAYINLAR

M. TARIK YAŞA

## DIŞ TİCARET BANKA TEKNİĞİ

TUMAY, Turhan; Şema Basım ve  
Cilt Tesisleri, İstanbul 1987, 247  
sayfa, 3150.- TL (\*).

Ülkemizde dış ticaret konusunu bankacılık yönünden ayrıntılı biçimde inceleyen yayınların sayısı oldukça azdır. Bankaların kambiyo bölümlerinde çalışanlar, genellikle işletme içi eğitim ile ya da özel kurslara gönderilerek yetiştirilmekte; bu elemanların bilgileri, yılların akışı içinde bankacılık uygulamalarından edindikleriyle sınırlı kalmaktadır. Yabancı dil bilenlerin dış kaynaklara başvurarak kendilerini geliştirmeleri mümkündür. Ama aksi söz konusu olduğunda, bir bankacının dünyadaki gelişmeleri izlemesi olanaksızdır. Sayın Turhan Tumay'ın kitabı, bu alandaki boşluğu,

(\*) Kitabı almak isteyenler yazarına başvurmalıdır. Adres : Turhan Tumay, Müşavir, Türk Ekonomi Bankası A.Ş., İstiklal Caddesi, No. 284, Odakule; Beyoğlu - İstanbul. Telefon : 151 21 21.

bir ölçüde de olsa doldurmak amacıyla kaleme alınmıştır. Yazar, kitabını hazırlarken, bankacılığın bu uzmanlık dalında uzun yıllar süren çalışmaları sırasında edindiği bilgi ve deneyimle yetinmemiş, çeşitli yabancı ve yerli eserlerden de yararlanmıştır.

Bilindiği gibi son yıllarda büyük ölçüde değişikliğe uğrayan kambiyo mevzuatımızda, liberal bölümlere yer verilmiş; genelde, ithalat ve ihracat işlemlerinin uluslararası bankacılık teamüllerine göre yürütülmesi prensibi benimsenmiştir. Kambiyo mevzuatımızda meydana gelen bu yapısal değişiklik, uluslararası bankacılık konularında bilgi sahibi olma ihtiyacını da beraberinde getirmiştir.

Kitabın «Önsöz»ünde de belirtildiği gibi; «Özellikle İkinci Dünya Harbi'ni izleyen yıllarda, dünya ticaretinde önemli gelişmelere tanık olunmuştur. Bu gelişmeler, alışılmış ödeme metotları yerine söz konusu gelişmelere daha kolay uyum sağlayabilecek modern ödeme sistemlerinin uygulamaya konulmasını gerektirmiştir. Bu işlemlerin yürütülmesini kolaylaştırmak amacıyla bazı uluslararası çalışmalar yapılmış ve bunların sonucunda Milletlerarası Ticaret Odası tarafından ülkemizde de kabul olunan ortak kurallar saptanmış bulunmaktadır. Dış ticaret işlerinin düzgün ve çatışmasız bir biçimde yürütülebilmesinin, bu konudaki bankacılık uygulamaları ile birlikte, bunları düzenleyen uluslararası kuralların da bilinmesine ihtiyaç gösterdiği kuşkusuzdur».

Öte yandan uluslararası ticarete, alıcı ile satıcı arasındaki ilişki «satış sözleşmesi» ile başlamakta; bunun sonucunda satıcı teslim borcunu, alıcı da ödeme borcunu karşılıklı üstlenmiş olmaktadır. Ancak, ge-

nellikle alıcı ve satıcı birbirinden çoğ-  
rafi ve siyasi sınırlarla ayrılmış deği-  
şik ülkelerde bulduklarından, kar-  
şılıklı borçların aynı anda yerine ge-  
tirilmesi zorlaşmaktadır. Bir başka  
deyişle; ya satıcı malı önceden tes-  
lim edip parasını sonra alacak, ya da  
alıcı bedelini peşin ödediği malı da-  
ha sonra almak durumunda kalacak-  
tır. Bu ilişki sonunda bir kredi konu-  
su ortaya çıkmaktadır. Kredili satış-  
larda ise her zaman için risk söz ko-  
nusudur. Kredili satışlar, tarafların  
niyet ve yetenekleri kadar, devletlerin  
ekonomik ve siyasal durumlarından  
da etkilenir. Bu bakımdan dış ticaret  
ilişkilerinin geliştirilmesinde öncelikle  
teslim ve ödemeler konusunda karşı-  
laşılan güçlüklerin ortadan kaldırıl-  
ması gerekir. Uluslararası ticaretle  
malların teslim ve tesellümü ise bel-  
gelerin aracılığı ile sağlanmaktadır.

Burada yazara kulak verelim :  
«Satıcının yüklemeyen sonra alıcıya  
ibraz etmekle yükümlü olduğu bel-  
geler, muntazam ciro lu konişmento  
ile birlikte, malların sigortalı olarak  
sevkedilmesi halinde, sigorta poliçesi  
veya sertifikası, ticari fatura, gereki-  
yorsa malların kalite ve tartısını gös-  
teren belge ve satıcının sözleşmeye  
göre vermesi gerekli diğer belgeler-  
dir. Alıcı da satış sözleşmesinden do-  
ğan ödeme borcunu, bu belgelerin  
kendisine ibrazı karşılığında yerine  
getirir. Ayrıca, malları temsil eden  
yükleme belgelerinin, bankacılıkta da  
özel bir önemi vardır. Bu tür belge-  
lerin rehn edilmesi, malların rehni ye-  
rine geçtiğinden, bunların ciro yoluyla  
devredilmesi karşılığında dış tica-  
ret konusu malların yer değiştirmek-  
sizin bankalarca finansmanı sağlan-  
abilmektedir. Görüldüğü gibi, sevk bel-  
gelerinin gerek malların teslim ve be-

dellerinin ödenmesinde, gerek dış ti-  
caretin bankalarca finansmanında  
çok önemli fonksiyonları vardır.»

Daha sonra sıra; ödemenin ne-  
rede, nasıl ve ne zaman yapılacağı-  
na; bir başka deyişle ödeme meto-  
dunun saptanmasına gelir. Bu işlemler  
ise genellikle taraflar arasındaki  
çıkart çatışmasından etkilenmektedir.  
Ticari ilişki, karşılıklı güvene dayanı-  
larak, «açık hesap» ve «peşin ödeme»  
ile yürütülüyorsa, bankaların bu tür  
işlemlerdeki rolü, mal bedellerinin  
transferine aracılık etmekten ibaret-  
tir. Aksi söz konusu ise, kitapta da  
belirtiliği gibi; «... belgelerin öden-  
mesine ilişkin işlemlere bankaların  
aracılık ettirilmesine gerek görülür.  
Bankacılık sistemi aracılığı ile yapı-  
lan işlemlerin büyük bir bölümü 've-  
saik mukabili ödemeler' ve 'vesikalı  
akreditifler' şeklindeki işlemlerden  
oluşmaktadır. Bu tür ödeme metot-  
ları ile, bankacılık sisteminin sağla-  
dığı güven altında, belgelere dayalı  
olarak, satıcının malları teslim ettiği  
zaman satış parasını tahsil etmesi ve  
alıcının da malları teslim aldığı anda  
ödemeyi yapması, başka deyişle satı-  
cının teslim ve alıcının ise ödeme  
borçlarını aynı anda yerine getirme-  
leri sağlanabilmektedir. Bu gibi ban-  
kacılık işlemleri, bankaların, kredi de-  
ğil, hizmet muameleleri arasında yer  
almakla birlikte; avans, iştiara, kabul,  
aval, iskonto vb. şeklindeki banka  
kredilerinin sağlanmasında da yar-  
dımçı araç olarak önemli rol oynar-  
lar».

Kitap onbir bölümden oluşmak-  
tadır. İlk on bölümde, öncelikle öde-  
me metotlarının incelenmesine çalışıl-  
mıştır. Ayrıca dış ticaret belgeleri  
hakkında açıklamalarda bulunulmuş-  
tur. Uluslararası ticarete ilişkin öde-

me metotlarının bankalara yüklediği sorumluluklar ve bu yöntemlerin alıcı ve satıcı açısından fayda ve sakıncaları açıklanmış; bunun yanı sıra da, önemli nedeni ile ibraz edilecek belgelerin tür, şekil ve teminat değerlilikleri üzerinde durulmuştur. Açıklamalar, genelde konu ile ilgili uluslararası bankacılık ve ticaret teamüllerine dayandırılmış, sırası geldikçe de ülkemizdeki bankacılık uygulamaları ile karşılaştırmalar yapılmıştır. Dış ticaret kredileri ile ilgili açıklamalar sırasında, ülkemizdeki bankacılık uygulamaları açısından, dış ticaret işlemlerinin kredi nitelikleri üzerinde de durulmuştur.

Onbirinci ve sonuncu bölümde ise; evrensel önemleri nedeniyle Milletlerarası Ticaret Odası'nca kabul olunan «Belgeli Akreditifler» ile «Tahsil Belgeleri» hakkındaki ortak kuralların, İngilizce aslından çevrilen son metinleri yer almaktadır. Kitap, oldukça geniş bir «Bibliyografya» ile son bulmaktadır.

Kitabın bölüm başlıkları sırasıyla şöyledir: (1) Vesaik Karşılığı Ödemeler (Tahsil Vesikaları), (2) Akreditifler, (3) Özellikli Akreditifler, (4) Taşıma Belgeleri, (5) Sigorta Belgeleri, (6) Faturalar, (7) Diğer Belgeler, (8) Poliçe, (9) Dış Ticaret Kredileri, (10) Belgesiz Ödeme Metotları, (11) Uluslararası Ortak Kurallar.

Kitap, bankacıların yanı sıra, ithalatçılar, ihracatçılar ve ilgili dallarda (iktisat, işletme vb.) yükseköğrenim görmekte olan lisans ve lisansüstü öğrencileri için de yararlı bir kaynak niteliğindedir. Yazarı bu titiz çalışması için kutlar, kitabı okumalarını, konu ile ilgilenen okurlarımıza salık veririz.

Prof. Dr.

**ZEYYAT HATİBOĞLU**

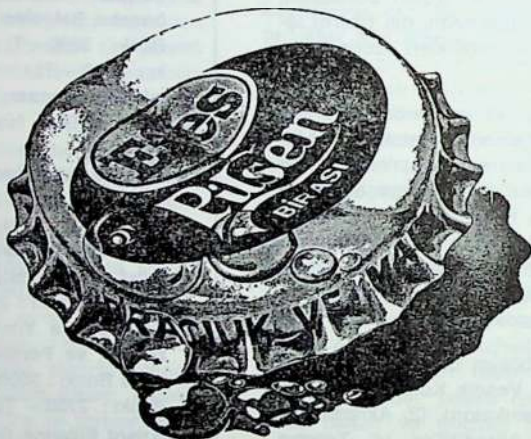
**Temel Araştırma A.Ş. Yayınları**  
**İşletme Yönetimi**  
**İhtisas Dizisi**

Basılmış Olan Eserler :

- 1 - **İşletmelerde Stratejik Yönetim** (Lüks Baskı : 2000.- TL; Normal Baskı : 1500.- TL).
- 2 - **Yönetim Muhasebesi ve Muhasebe Belgeleri Analizi** (Lüks Baskı : 3250.- TL; Normal Baskı : 2500.- TL).
- 3 - **İşletme Finansı** (Lüks Baskı : 3500.- TL; Normal Baskı : 2750.- TL).
- 4 - **Türkiye İktisadına Güncel Bir Yaklaşım** (Lüks Baskı : 1800.- TL; Normal Baskı : 1300.- TL).
- 5 - **Pazarlama Yönetimi ve Stratejisi** (Lüks Baskı : 3250.- TL; Normal Baskı : 2500.- TL).
- 6 - **İşletmelerde Yönetim, Organizasyon ve Personel Davranışı** (Lüks Baskı : 3500.- TL; Normal Baskı : 2750.- TL).
- 7 - **İktisat Bilimine Giriş ve Mikroiktisat** (Lüks Baskı : 4000.- TL; Normal Baskı : 3000.- TL).
- 8 - **Makroiktisat, Dış Ticaret ve Gelişme** (Lüks Baskı : 4250.- TL; Normal Baskı : 3250.- TL).
- 9 - **Maliyet ve Yönetim Muhasebesi** (Lüks Baskı : 4000.- TL; Normal Baskı : 3000.- TL).

İsteme Adresi :

STFA Grup Merkezi  
 Altunizade, Tophanelioğlu Cad. No. 19  
 Camlıca - Üsküdar - İstanbul  
 Telefon : 339 43 00'dan 375



**"BİRA"  
BU KAPAĞIN  
ALTINDADIR.**



1957' den beri

**ENKA**

Enka İnşaat, 30 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**

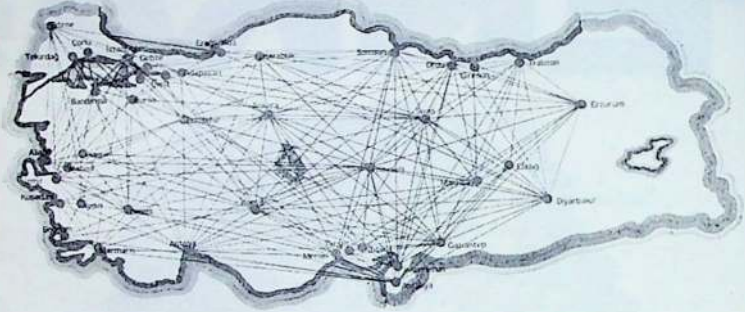
İnşaat ve Sanayi A.Ş.

Balmumcu - Beşiktaş, İstanbul - TURKEY

Tel.: 172 25 40 (20 hat); Telex: 26 490 enas tr 26 139 pima tr.



# Tele-İşlem'in bugünü ve Türkiye...



**İşte gelişme hızı: 44 merkez, 161 şube!  
aralarındaki uzaklık yalnızca 3 saniye...**

Bugün Türk bankacılığında Yapı Kredi'nin getirdiği ve hergün biraz daha yaygınlaştığı çağın bankacılığı, elektronik bankacılık, Tele-İşlem var. Sanayiciden esnafa, büyük kuruluşlardan bireylere kadar "Tele-İşlem" kolaylığından yararlanılıyor.

Bugün "Tele-İşlem" sistemine bağlanan Yapı Kredi merkezlerinin sayısı 44 e şubeleri ise 161'e ulaşmıştır. Uzaklıktan ne olursa olsun, bu merkez ve şubelerde senet, çek, havale, para yatırma, para çekme gibi bütün bankacılık işlemleri 3 saniyede yapılabilmektedir.

Yapı Kredi'ye gelin. "Tele-İşlem" ile zamanı paraya çevirin.



## **YAPI KREDİ**

"hizmette sınır yoktur"