

# banka ve EKONOMİK yorumlar

AYLIK DERGİ • HAZİRAN 1987 • YIL : 24 • SAYI : 6 • 500 LİRA (KDV DAHİL)

Okurlara Mektup / 3

Ekonomik Göstergeler / 5

EKONOMİK YORUMLAR / 7

Dr. Öztin Akgüç

A. Aydın DüNDAR

İsmail Emen

Prof. Dr. DüNDAR Sağlam

Sermaye Piyasası / 31

Doç. Dr. Mehmet Şükrü Tekbaş

Dış Borç Yönetimi / 35

Hassanalı Mehran

Doç. Dr. Fevzi Devrim

Firma Başarılarının

Değerlendirilmesinde Çok

Değişkenli Bir Model Önerisi

Sektörel Bir Uygulama / 41

Dr. Mehmet Balak

Küçülen Devler

(Dış Basından) / 49

Doç. Dr. Gülseren İzmir

1987 Yılında Ne Olacak?

Okurlarımızın Tahminleri / 51

Doç. Dr. Mehmet Şükrü Tekbaş

Ayın Ekonomik Olayları / 55

Dr. Yıldırım Kılıç

Yeni Yayınlar / 59

M. Tarık Yaşa

3332 SAYILI KANUN  
(Şirket Kurtarma Yasası)  
Şirketler getiriyor? Hukuki ve ekonomik  
açılardan uygulama  
olanağı var mı?



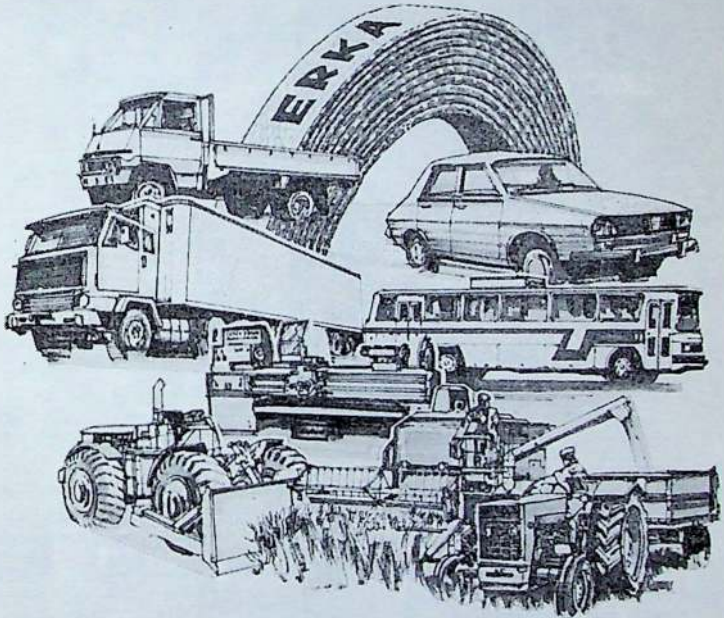
**Mevduatımız,  
1986 yılında  
%115  
artış gösterdi!..**

*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**

**İhtiyaç yerlerinin  
çokluğu ve çeşitliliği  
ERKA için problem değildir  
Her ihtiyaca uygun  
bir ERKA vardır.**



**ERKA®**

**ERKA BALATA VE OTOMOTİV SAN. A.Ş.**

Cicöz Yolu, No: 32-34 34150 Bayrampaşa - İSTANBUL Telefon: 5675720/4 hat

Teleks: 22221 Erom tr.



# selin®

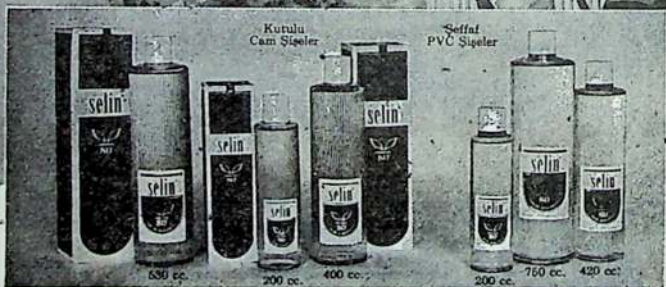
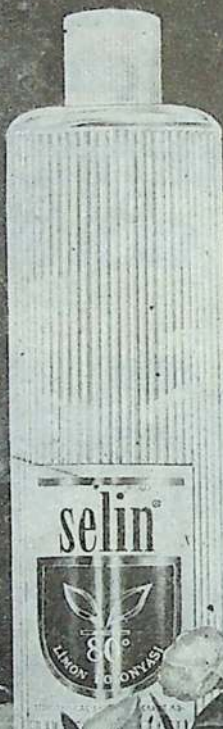
LIMON KOLONYASI



*Doğanın  
Saf Damlası...*

Bir yazantı düşünün... Serinlik ormanında...  
Kokular pınarında...  
Doğanın kaynağında.

Selin'in her damlasında  
bir doğa parçası gizlidir.



# banka ve ekonomik yorumlar

Aylık Dergi

**Ekonomik ve Sosyal Yayınlar A.Ş.**

**Adına İmtiyaz Sahibi**

**KEMAL KURDAŞ**

**Yazı İşleri Müdürü**

**DR. ÖZTİN AKGÜÇ**

**Danışma Kurulu**

Prof. Dr. Asaf Savaş Akat • Prof. Dr. Erdoğan Alkin  
• Dr. Orhan Altan • Prof. Dr. Osman Fikret 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 Çalık • Şinasi Çelikkol • Özer  
U. Çiller • Bülend Çorapçı • Ahmet Demirel  
• Zeki Doğuoğlu • Necdet Durakbaşı • A. Aydın  
Dündar • Kaya Erdem • Farhan Erdem • Oktay  
Ersoy • Prof. Dr. Cumhur Ferman • Prof. Dr.  
Emre Gönenç • Prof. Dr. Zeyyat Hatiboğlu •  
Erhan İşil • Doç. Dr. Haluk A. Kabaalloğlu •  
Prof. Dr. Kemal Kafalı • Adnan Başer Kafaşoğlu  
• Dr. Ahmet S. Kalın • A. Nazif Keyman • Dr.  
Yıldırım Kılıç • Prof. Dr. Tamer Koçel • Prof.  
Dr. Kemal Kurtuluş • Nuh Kuşçulu • Prof. Dr.  
Erol Manisalı • Doç. Dr. Orhan Morgil • Prof.  
Dr. Erdoğan Moroğlu • Ziya Nebioğlu • Ergin  
Neng • Rahmi Önen • Prof. Dr. İsmail Özansan  
• M. Celâlettin Özgen • Ertan Özgür • Tuncay  
Özlihan • Selâhattin Özmen • Prof. Dr. Ergun  
Ösunay • Doç. Dr. Merih Paya • Prof. Dr. Reha  
Poroy • Prof. Dr. Dündar Sağlam • Halit Soydan  
• Doç. Dr. Mehmet Şükrü Tekbaş • Osman N.  
Torun • Prof. Dr. Kemal Tosun • Fikret M. Tun-  
cer • Nezih Tunçşiper • Doç. Dr. Gül G. Turan  
• Doç. Dr. Şeref Türen • Dr. T. Güngör Uras  
• İbrahim Ülkem • Dr. Cüneyt Ülseven • A. Doğan  
Yalın • Dr. Göksel Yücel • Doç. Dr. Ahmet Yüksel

**Basım-Yayım Danışmanı**

**M. Tarık Yaşa**

## OKURLARA MEKTUP

Sevgili Okurlarımız,

Dergi'nin Ocak sayısında «1987 Yılında Ne Olacak?» başlıklı bir «Ekonomik Tahmin Soru Formu» yayınlanmıştı. Bu anket düzenlememizin amacı, okurlarımızın Türkiye ekonomisine ilişkin görüşlerini gün ışığına çıkarmak, ülkemizde tahmin yapma alışkanlığının yerleşmesine az da olsa katkıda bulunmaktır. Bu yıl ankete katılanların sayısı, geçmiş yıllara oranla düşük olmuştur. Toplu sonuçlarla ilgili «Genel Değerleme» bu sayımızda verilmektedir. Dergi'ye gönderilen formlar saklanmaktadır. 1987'nin kesin sonuçları alındığında, bu formlar yeniden değerlendirilecek ve en isabetli tahminleri yapmış olan okurlarımızın adları önümüzdeki yıl açıklanacaktır. Öte yandan 1986 yılının sonuçları belli olmuştur. Geçen yıl yayınladığımız formu cevaplandıranlar arasında kesin sonuçlara en yakın tahminleri yapmış olan okurlarımızın adları bu sayıda yer almaktadır. Başarıları tahminleri için kendilerini kutlar, anketimize katılan okurlarımıza bir kez daha teşekkür ederiz.

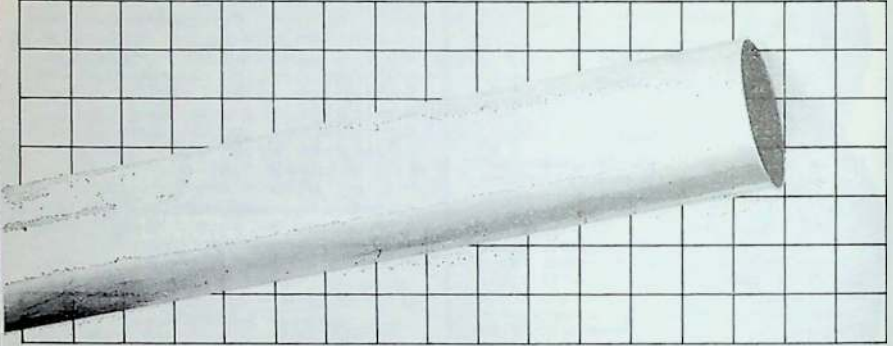
Bu sayının «Ekonomik Yorumları» bölümünde, kamuoyunda «Şirket Kurtarma Yasası» olarak bilinen 3332 sayılı Kanun ele alınmaktadır. «Açık Oturuma katılan konuşmacılarımız, 31 Mart 1987 tarihli Resmî Gazete'de yayınlanan yasanın, özellikle sermaye şirketlerinin sermaye yapılarının güçlendirilmesine ilişkin hükümlerini tartışıyorlar. Bunun nedeni, 3332 sayılı Kanun'un çok kapsamlı olması ve çeşitli konuları içermesidir. Tartışmalar sırasında şu soruların cevaplandırılmasına çalışılıyor: Bu yasa niçin çıkarılmıştır? Böyle bir yasa gerek var mıydı? Yasa genel olarak neler getiriyor? Yasa ile getirilen sistemler, hukuki ve ekonomik açılarından uygulama olanakları nedir? Finans güclüğü içinde bulunan şirketlerin kurtarılması için ne gibi önlemlerin alınması gerekirdi? Dergi'de sunulan diğer yazıların da her zaman olduğu gibi ilginizi çekeceğini limit ediyoruz.

Saygılarımızla,

**AYLIK DERGİ HAZİRAN 1987 YIL : 24 SAYI : 6 500 LİRA (KDV DAHİL)**

**İDARE YERİ:** Binbirdirek Mahallesi, Suterazı 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; **ÖĞRENCİLERE:** 3.000.— TL. • **İLAN FİYATLARI:** Arka Kapak 200.000.— TL, Ön Kapak İçli 150.000.— TL, Arka Kapak İçli 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, İş Bankası Türbe Şubesi 1511, Ziraat Bankası Beyoğlu Şubesi 768 • **DIZGİ-TERTİP-BASKI:** Met/Er Matbaası, Telefon: 528 28 90 • **CİLT:** Şe Ma, Telefon: 528 16 11 • **BASKI TARİHİ:** 5 Haziran 1987 • **SAYISI:** 7000

# Borusan'ın uluslararası standardıyla üretimizde uluslararası standart...



Üretimde Borusan mamul ve yan-mamullerinin kullanılması, uluslararası standartlara uygunluğunun birinci şartıdır. Çünkü Borusan üretimin her aşamasında uyguladığı en titiz kalite kontrolleriyle ürünlerinin uluslararası standartlara uygunluğunu ispatlamıştır. Yalnız iç pazarda değil, ABD, Avrupa ve Ortadoğu pazarlarında kazandığı

tartışılmaz başarı da buna bağlıdır. Borusan, çok geniş ürün yelpazesıyla, mobilya yapımından petrol sevkiyatına, gıda teknolojisinden inşaat sektörüne kadar yüzlerce alanın ihtiyaçlarını karşılamaktadır. Ve bu alanların tümünde, ürün ve hizmetlerin uluslararası kalite standartlarına uygunluğunun güvencesi olmaktadır.

  
**BORUSAN**



# ekonomik göstergeler

	1985	1986	1987		
			Ocak	Şubat	Mart
<b>T.C. MERKEZ BANKASI</b>					
Döviz ve Altın Mevcudu (milyon \$)	1691.9	2545.7	2170.1	2514.0	2493.6
Banknot Miktarı (Milyar TL.)	1393.5	2021.1	2047.5	2100.3	2041.7
T.C. Merkez Bankası Kredileri (milyar TL.)	1299.6	1828.0	1921.4	1974.5	1877.5
Hazineye Kısa Vadeli Avans (milyar TL.)	794.5	1051.5	1162.5	1207.5	1204.2
<b>BANKALAR (milyar TL.)</b>					
<b>Toplam Mevduat</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			
Resmî Kuruluş Mevduatı	886.4	1284.3			
Bankalar Mevduatı	780.2	348.2			
Diğer Kuruluşlar Mevduatı	380.3	482.2			
<b>Döviz Tevdiatı</b>	<b>1153.8</b>	<b>2501.0</b>			
<b>Toplam Krediler</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>2774.9</b>	<b>4361.8</b>	<b>4222.5</b>	<b>4353.9</b>	<b>4513.9</b>
<b>FİYATLAR (1963=100; Tic. Bak., HDTM)</b>					
Toptan Eşya Fiyatları İndeksi	13882.2	17076.2	17887.6	18724.1	19452.0
Gıda Maddeleri ve Yemler	12012.8	14440.0	15381.8	16123.2	16466.6
Sınal Hammadde ve Yarı Mamul	16997.8	21469.5	22064.0	23058.9	24427.6
İstanbul Geçinme İndeksi	16184.7	21894.4	22576.3	23265.5	24089.0
Ankara Geçinme İndeksi	13385.9	17796.6	18406.3	19008.1	19609.1
<b>DIŞ ÖDEMELER (milyon \$)</b>					
Dışalım (CIF)	11613.4	11104.8	860.6	1859.6	2840.9
Dışsatım (FOB)	7958.0	7456.7	658.3	1283.4	1989.5
İçsi Dövizleri	1714.0	1633.0		206.0	

**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.

# Yüksek kazanç yine İktisat'ta

**İktisat Bankası Menkul Değerler Merkezi** ve şubelerinde satışa sunulan özel sektör tahvilleri yüksek kazanç sağlamaya devam ediyor.

Ayrıca, Hazine Bonosu, Devlet Tahvili, Hisse Senedi veya Gelir Ortaklığı Senedi almak için **Menkul Değerler Merkezi**'ni ve **İktisat** şubelerini arayabilirsiniz.

**İKTİSAT**  
MENKUL  
DEĞERLER  
MERKEZİ



**İktisat Menkul Değerler Merkezi**

**Esentepe:** Büyükdere Caddesi 165, Esentepe İstanbul Telefon: 172 7000, 166 2731

**Osmanbey:** Halaskargazi Caddesi 180, Osmanbey, Telefon: 146 0410



# ekonomik yorumlar

## AÇIK OTURUM

### KATILANLAR :

- A. Aydın DÜNDAR
- İsmail EMEN
- Prof. Dr. Dündar SAĞLAM

### YÖNETEN :

- Dr. Öztin AKGÜÇ

## ŞİRKET KURTARMA YASASI

**AKGÜÇ** — Efendim, toplantıma hoş geldiniz. Bugün ağırlıkla tartışmak istediğimiz konu, 3332 sayılı Yasa'nın getirdiği olanaklar ve sermaye şirketlerinin sermaye yapılarının güçlendirilmesine ilişkin hükümleridir. Kamuoyunda «kurtarma yasası» olarak bilinen bu yasa neler getiriyor? Uygulama olanağı nedir? Finans güclüğü içerisinde bulunan şirketleri kurtarmak için ne gibi önlemler alınması gerekirdi? Dilerseniz bu konuları tartışalım. Tabii ki tartışma gündemimiz katı değil. Ekleyeceğimiz hususlar varsa bu gündeme, onları da bu toplantının çerçevesi içerisinde tartışabiliriz. 3332 sayılı Yasa ne getiriyor? Uygun görürseniz önce kısaca onu özetleyeyim. 3332 sayılı Yasa çok kapsamlı bir yasa; çok çeşitli konuları içeriyor. Biz, dilerse-niz sadece finans güclüğü içerisinde bulunan anonim şirketlerin finans

durumunu güçlendirmek için ne gibi önlemler öngörülüyor; bunu tartışalım.

**3332 sayılı şirket kurtarma yasası genel olarak neler getiriyor?**

Yasayı doğru anlıyorsam, finans güclüğü içerisinde bulunan anonim şirketlerden alacaklı olan bankalar, alacaklarını sermayeye dönüştürme isteği ile şirketlere başvurabileceklerdir. Öneri, alacaklı bankalardan gelecektir. Bankalar kendileri öneride bulunabilecekleri gibi, bir üçüncü kişi veya bir grupla birlikte de öneride bulunabileceklerdir. O halde inisiyatif bankalardadır. Ve banka hangi alacağının sermayeye dönüştürülmesi gerektiği hususunu da önerisinde

açıkça belirtecektir. Bankanın tüm alacaklarını sermayeye dönüştürme diye bir zorunluluğu yoktur. Banka, alacağının bir kısmını sermayeye dönüştürme önerisini getirebileceği gibi; alacağının bir kısmını da uzun vadede bağlayabilir, faiz indirmesi yapabilir; şirketin finans durumunu güçlendirmeye yönelik bir paket de sunabilir. Öneride bulunan bankanın alacağının, borçlu anonim şirketin o anda tahakkuk etmiş tüm borçlarınının % 50'sini geçmesi halinde, diğer alacaklı bankalar ve alacağı 50 milyon liradan fazla olan gerçek ve tüzel kişiler de bu öneriye katılabilirler. O halde bu operasyonun bir lideri olacak; diğer banka ve kişiler de bu liderin önerisine katılabileceklerdir. Ancak bunun için yasa bir sınır öngörmüştür. Lider durumunda olan bankanın alacağının şirketin o sırada tahakkuk etmiş borçlarınının % 50'sini aşması koşulunu getirmiştir.

Bankanın bu önerisine katılmayan diğer banka ve kişiler için ise şöyle bir zorlayıcı hüküm öngörülmüştür. Bankanın önerisine katılmayanların, yani alacaklarını sermayeye dönüştürmek istemeyenlerin bu alacakları belirli bir süre -en az 5 yıl- faizsiz olarak ertelenecektir. Daha sonra da, bu süre tamamlandıktan sonra da düşük bir faiz -ki bu da Merkez Bankası'nca kısa vadeli kredilere uygulanan reeskont oranının dörtte biri kadardır- uygulamasıyla bu borçların vadeleri uzatılacak; bir tür konsolidasyona tabi tutulacaktır. Bence en önemli nokta bu. Öneriyi getiren banka veya bankaların alacaklarının, şirketin borçlarınının % 50'yi aşması durumunda diğer bankalar ve kişiler için nevi «Kırk katır mı, kırk satır mı?» seçeneğinin getirilmiş olmasıdır. Diğer banka ve kişiler de alacaklarını sermayeye dönüştürecek veya bu öneriye katılmayacaklardır; o zaman da alacakları 5 yıl faizsiz ertelenecektir, ondan son-

raki sürede de -demin söylediğim gibi- çok düşük bir faiz karşılığında uzun süreli bir alacak haline dönüştürülecektir. Banka ve bankayla birlikte hareket eden kişiler, bu öneriyi sunduktan sonra ilgili anonim şirketle bir protokol düzenleyeceklerdir.

**DÜNDAR** — Protokol safhasına gelmeden, tek bir bankanın alacağı % 50'nin altında kalıyorsa ne olacak? Çok bankaya borçlu; hiçbirisi % 50'yi aşmıyor...

**AKGÜÇ** — Teklif bir bankadan gelebileceği gibi, bir banka grubundan da gelebilir. O itibarla tek bir bankanın değil, banka grubunun da öneri getirebileceğini düşünmek gerekir.

**DÜNDAR** — Bankanın bir teklif oluşturması için, diğer bankalarla birlikte hareket etmesi mi lazım?

**AKGÜÇ** — Öyle bir zorunluluk yok. Ama eğer hakikaten şirket kurtarma açısından etkin bir tedbir olacaksa, o zaman teklifte bulunan banka veya bankaların alacaklarının, şirketin borçlarınının % 50'sinden fazla olması lazım ki, diğer bankalar ve diğer kişiler de buna uysun. Yoksa uyum zorunluluğu yok. Evet, demek ki bir bankadan ya da bankalar grubundan öneri gelecek; diğer banka ve bu şirketten alacakları 50 milyon lira aşan Gelir veya Kurumlar Vergisi mükellefleri de bu sermayeye dönüştürme önerisine katılabilecek. Fakat bunun için ilgili anonim şirketle grup arasında bir protokol imzalanacaktır.

**DÜNDAR** — Bir banka artı üçüncü şahıs olabilir mi?

**AKGÜÇ** — Olabilir tabii. Banka bir grupta, üçüncü kişilerle de birlikte hareket edebilir. Bu protokolün anonim şirket genel kurulunda uyum görülmesi lazımdır. Borçlu anonim şirketin genel kurulu bu protokolü

reddedebilir. Şirket esas sözleşmesinin değişmesi halinde, bu alacağın sermayeye dönüştürülmesi önerisi şirket için bağlayıcıdır. O halde burada da bir yetersayı söz konusudur. O yetersayı (nisap) da nedir? Şirket anasözleşmesinin değişmesi için gerekli olan yetersayı, toplantı ve karar için ayrı ayrı T.T.K.'nunda sap-



**DR. ÖZTİN AKGÜÇ**

Istanbul Üniversitesi İşletme Fakültesi  
Öğretim Üyesi

tanmıştır. Sermaye artırılması için ilk toplantıda pay sahiplerinin dörtte üçünün hazır bulunması veya temsil edilmesi, ayrıca kararın da mevcut oyların üçte ikisi ile verilmesi gerekiyor ki, bunlar yüksek oranlar.

**DÜNDAR** — Esas mukavelenin değişikliğinin kabulüne paralel... O zaman esas mukaveledeki seramoni ne ise odur.

**AKGÜÇ** — O halde bir anonim şirkette bir azınlık grubu bu protokolün yürürlüğe konmasını engelleyebilir rahatlıkla. Ve böyle bir sorun çıkarabilir.

**DÜNDAR** — Üçte biri aşmak kaydıyla...

**AKGÜÇ** — Aşmak kaydıyla engelleyebilir. Bu protokolün onaylanmasını, yürürlüğe konmasını engelleyebilir. Statü değişikliğini engelleyebilecek ölçüde oy sahibi bir grup, böyle bir protokolü de engelleyebilir. Ya da bazı ödünler karşılığında bu haklarından vazgeçebilir. Engelleyebilecek kadar oy sahibi olanlar, protokolün kabulünü bir pazarlık konusu yapabilir rahatlıkla. Protokol onaylandıktan sonra bu öneri, Hazine ve Dış Ticaret Müsteşarlığı'nın bağlı olduğu Bakan ile Maliye ve Gümrük Bakanı'ndan oluşan Kurul'a sunulacaktır. Sermayeye dönüşmüş alacak için ve üçüncü şahısların bu kurtarma operasyonu çerçevesinde koyacağı nakdi sermaye için bir kâr garantisi verilebilir, belli bir süreyle. Ancak bu kâr garantisi, Merkez Bankası tarafından kısa vadeli kredilere uygulanan reeskont haddinin en fazla % 50'si kadar olabilecektir. Kurul, yani iki Bakan'dan oluşan Kurul tarafından onaylandıktan sonra protokol Başbakan'a sunulacaktır. Nihai karar yetkisi Başbakan'dadır. Yasada diğer dikkatimizi çeken hususlar şunlar: Bu kurtarma operasyonundan sonra ilgili şirketin sermaye kompozisyonu şöyle olacaktır: Sermayenin % 51'i bankalara ve/veya bankalarla birlikte hareket eden kişi ve gruplara geçecektir. Eski ortaklar şirket yönetiminde oy çokluğunu yitireceklerdir.

**DÜNDAR** — Öneriyi getiren, promotor olan grup, şirket yönetimine egemen olacaktır.

**AKGÜÇ** — Evet, eski ortaklar çoğunluğu yitireceklerdir. Bu kesin. Ayrıca kurtarılan şirketin hisse senetlerinin 2 yıl içerisinde en az % 80'inin nama yazılı hale getirilmesi ve borsaya kote edilmesi zorunluluğu

getirilmektedir. Pekiyi, bankalar bu şekilde alacaklarını pay senetlerine dönüştürdükten sonra ne olacaktır? Kurtarma operasyonu sonunda eğer bankanın şirketteki payı % 15'i aşarsa, 1992 yılından itibaren bunu halka sunacaktır; Sermaye Piyasası Kurulu'nun onayı ile... 5 yıl içerisinde bu sunuş yapılacaktır. Bu düzenleme ile amaçlanan nedir? Amaç, şirket kendi ayakları üzerinde durmaya başladıktan sonra, banka portföyünden şirketin pay senetlerinin halka satılmasıdır, halka intikal etmesidir.

Bu yasanın yürüyebilmesi için bazı kolaylıklar da getirilmiştir. «Bu kolaylıklar nelerdir?» dersiniz; sermayeye dönüştürülen alacakların teminatlı olması halinde, şirketin mülkiyetinde bulunmayan mallar üzerindeki teminatlar, hisse senetleri devredilinceye kadar devam edecektir. Böylece üçüncü şahısların vermiş olduğu güvenceler devam edecektir. Bu, operasyonu kolaylaştırıcı bir etkidir. İkincisi, bazı vergi avantajları getirilmektedir.

**DÜNDAR** — Bu devam eden güvenceler şirketin mal varlığında olan mallar mı?

yeni yasa ile bazı vergi avantajları ve istisnaları sağlanıyor; vergi ve sigorta primleri, beş yıl süre ve düşük faizle erteleniyor

**AKGÜÇ** — Hayır, üçüncü kişilerin şirket borçları için gösterdikleri güvenceler. Şirketin mülkiyetinde bulunmayan mallar üzerindeki teminatlar, hisse senetleri bankalarca devredilinceye kadar, alaktan dönüşmüş

sermaye için devam edecektir. Bençe bu güvencelerin devamı operasyonu kolaylaştırabilir.

İkincisi, bazı vergi avantajları ve vergi istisnaları getirilmektedir. Bunlar nelerdir? Alacağın sermayeye dönüştürülmesi sonucu alınan pay senetleri elden çıkartıldığı zaman bundan bir kâr elde edilirse, bu kazanç Kurumlar Vergisi'ne tabi olmayacağı gibi Gelir Vergisi kesintisine de tabi tutulmayacaktır. Aynı zamanda borcu sermayeye dönüştürmüş olan anonim şirketlerin vergi borçları, sigorta primleri borçları 5 yıl bir süreyle ve düşük bir faizle ertelenecektir. Böylece ilgili şirketin mali yapısı güçlendirilmeye çalışılmaktadır. Ve bu operasyona ilişkin tüm işlemler de Damga Vergisi'nden başışık tutulmaktadır. Böylece vergi açısından getirilmiş bazı kolaylıklar, teşvikler vardır.

Yine bu sistemin yürüyebilmesi için Bankalar Yasası'nda bunu engelleyebilecek hükümler de değiştirilmiştir. Bildiğiniz gibi Bankalar Yasası iştiraklere verilecek kredileri ve iştiraklere yatırılacak özkaynakları sınırlamıştır. Kurtarma Yasası çerçevesi içerisinde eğer alacaklar sermaye şekline dönüşürse, bunlar Bankalar Yasası'nın 39'uncu ve 47'nci maddelerine yani iştiraklere verilen krediler ve iştiraklere ayrılan özkaynaklar konusuna istisna oluşturmaktadır. Böylece Bankalar Yasası'nın getirebileceği sınırlamalardan, ilgili banka veya bankalar kurtulmuş olacaktır. Özetleyebildiğim kadarıyla yasanın esasları bunlardır. Eksik gördüğünüz hususlar varsa, ya da aydınlanması gerekli noktalar varsa, bunlara değinelim.

**EMEN** — Anahatları itibariyle söylenmesi gerekeni söylediniz. İster seniz bir ekonomik yaklaşım yaparak, yasanın çıkarılması nedenlerini tartışalım.



**AKGÜÇ** — Evet, şöyle bir yol izleyelim. Bu sistem yürür mü? Bunu tartışalım ilk aşamada. Yürüme şansını görüyor musunuz, hukuki açıdan ve ekonomik açıdan? İsterseniz meseleyi önce böyle ele alalım.

**SAĞLAM** — Müsaade ederseniz Sayın Akgüç, önce bu yasanın çıkmasını hükümet niçin talep etmiştir? Böyle bir yasaya gerek var mıdır? Bu konunun üzerinde biraz düşünelim, derim.

**EMEN** — Evet, ekonomik yaklaşım derken, ben bunu kastediyordum.

**DÜNDAR** — Bu yasanın çıkması na neden olan olayları, gelişmeleri önce bir inceleyelim.

**AKGÜÇ** — Sayın Sağlam, olanlar oldu, geçmişli düzeltermeyiz. Bundan sonra neler olabilir? Önemli olan gelecekte neler olabileceği, bu yasanın işleyip işlemeyeceği, sonuçlarının yararlı olup olmayacağı...

**SAĞLAM** — Ama, ekonomik olarak meseleye baktığımızda, bazı temel prensipler konusunda fikir birliği içinde olmamız gerekiyor. Piyasa ekonomisine dayalı bir ekonomide, piyasa mekanizmasına dayalı bir ekonomide, şirketler doğarlar, büyürler ve ölürler. Ve bu doğal bir gelişmedir. Türkiye'de özellikle 1980 sonrasında kısıtlayıcı para politikasının yürürlüğe konması, yüksek faizler ve değişken kur uygulamasının bütün işletmeleri çıkmaza soktuğu bir gerçek. Şimdi bu durumda hükümetin yaklaşımı ne olacaktır? Hükümetin, başlangıçta, bu soruna piyasa mekanizmasının serbestçe işleyerek kendi kuralları içerisinde kendi cezasını da uygulayarak çözüm getireceği yaklaşımı içinde olduğu halde, bu yasayla bir değişik yaklaşım içine girdiğini görüyoruz. Pazar koşullarının geçerli olduğu bir ekonomide kötü yönetilen işletmelerin veya müflis durumuna

gelmiş bir işletmenin iflas ederek sahneden çekilmesi, üretim cihazını zayıflatmak yerine gücündrebilir de. Hatta büyük ölçüde güçlendirir. Kuruluş yeri, üretim konusu, kullandığı teknoloji kötü seçilmiş bir işletmeyi suni olarak ayakta tutmak, piyasa mekanizmasına aykırı olduğu gibi ekonomik bakımdan da bir israftır. Ayakta kalması gerekmeyen bir işletmeyi destekleyerek yapay olarak ayakta tutmak, ekonomik mantığa da piyasa mekanizmasının mantığına da aykırıdır.

Bazı Batı ülkelerinde de şirket kurtarmalarının olduğunu görüyoruz. Ama bunlar çok istisnai hallerdedir. Hatta şunu ifade edeyim. Türkçe'si de yayımlandı. Ünlü Tacoco'nun Chrysler olayıyla ilgili olarak çıkan kitabına baktığımızda, orada bir Chrysler olayının desteklenmesi için kongrenin, firmayı nasıl baskılar ve nasıl bir cendere içine soktuğunu ve bu olay dolayısıyla hangi mekanizmaları işlerliğe sokup denetim altına aldığı görüyoruz. Kurtarmak, tamam ama; «Kimi kurtaracaksınız? Nasıl kurtaracaksınız?» sorunu, piyasa mantığına temelde aykırıdır. Bir ke-re bunu kabul ederek başlamak lazı-m. İkincisi de, kurtarma olayı istisnai bir olay olarak mütalaa edilmelidir, diye düşünüyorum.

**EMEN** — Ancak, hükümetin bir yaklaşım yapması lazım bir noktada. Çünkü canavarı biz yarattık. Bu açıdan olaya bakarsak, belki daha optimist, daha ılımlı bir yaklaşım içinde konuyu yorumlamak mümkün olabilir. Sayın Sağlam'ın da belirttiği gibi; 1980 yılı öncesinde uygulanan yanlış faiz politikası, kur garantilerinin kalkması, yatırımcılara sağlanan aşırı teşvikler, uygulanan yöntemler, yanlış teşvik politikası; finans yapısı bozulmuş firmalar olayının kökeninde bunlar da var. Vurgulamak istediğim nokta, olay yalnız firmala-

rın kötü yönetilmesinden, management hatalarından kaynaklanmıyor; 1970'li yıllardaki birtakım yanlış değerlendirmelerin, izlenen politikaların da etkisi var demek istiyorum.

**DÜNDAR** — Efendim, operasyonla gerek olup olmadığı konusunda biraz değişik düşünüyorum. Bu iktidarın, 1983 senesinden bu yana uyguladığı ekonomi politikasınının tabii sonuçları gereği böyle bir kurtarma operasyonu olmaması, böyle bir sistemin çalışmaması gerektiği iddiaları için ben de fikrimi söylemek istiyorum. İlk başlangıçta yaptığınız açıklamaya bir ek yapacağım, ama onu cümlelerin sonuna ilave etmek kaydıyla. Kişisel kanıma göre böyle bir yasa ve kurtarma operasyonuna ihtiyaç vardır. Neden vardır? Bence bu, liberasyonla çok çelişen bir olay da değildir. Nitekim Sayın Sağlam'ın verdiği Chrysler misali, ki bu misalleri çoğaltabiliriz. İngiltere'deki meşhur BMC olayı, yine ABD'de International Harvester olayı gibi... Örnekler daha çok otomotiv sanayiinden ama, başka endüstri kollarından, kimya ve gübre sanayiinden de örnek verilebilir. Liberal ekonomiyi uyguladığını söyleyen, piyasa ekonomisinde ileri olduğunu söyleyen gelişmiş ülkelerde de bu tür kurtarma operasyonları görülmüştür. Bu, global politikaların bir sonucudur. Yani o ülke kendi çıkarına uygun görüyorsa bu operasyonu, böyle bir müdahaleyi yapmaktadır. Global olarak, belirli kişiler için değil. Böyle bir operasyonda ülkenin çıkarı varsa, yapmaktadır.

Ben bizim ülkemizin de bu noktada olduğu kanısındayım. Neden? Çünkü Türkiye uzun süre uyguladığı birtakım politikalarda, son yıllarda, özellikle 1980 yılından bu yana, çok köklü değişiklikler yapmıştır. Bu değişikliklerin sonucunda buna itibak edenler olmuştur, ayak uyduramayanlar olmuştur. Buradan bir so-

nuca varmak istiyorum. Bizim temel sorunumuz, bütün tartışanlar tarafından asgari müşterek anlaşığımız temel sorunumuz şu: Sürekli kalkınmak mecburiyeti. Çünkü gelişmekte olan bir ülkedeyiz, nüfus artış oranımız yüksek; bunun getirdiği fazla yatırım yapmak zorunluluğu var. Yatırım yapacağız, ama hangi kaynaklarla yapacağız? Milli gelirimizdeki artış kısıtlıdır. Dolayısıyla tasarruf eğilimini sabit tutsak dahi, tasarruf oranları toplam tasarrufun büyük boyutlarda artmasına imkân vermiyor. Buna karşı yapmak zorunda olduğumuz işlerin miktarı fazla. Şimdi şu veya bu şekilde geçmişte sağlanan fonlarla yapılmış yatırımları belli kriterlere göre işletmek, sürekliliğini ve üretkenliğini devam ettirmek; kanımca şarttır. Bu zorunluluk, mülkiyet meselesini ikinci plana iter. İşletme kimindir? Kimin olacaktır? Bunlar ayrı konu. Fakat işletmelerin çalışmasını sürdürülmesine bence ihtiyaç vardır. Nitekim son yıllarda finans güclüğü nedeniyle üretimlerini durdurmak zorunda kalan firmalar, Türkiye'de büyük çaplı sorun haline geldi. Ben bu konuda özetle bunu söylemek isterim.

**SAĞLAM** — Sizin bu görüşünüze ben bir-iki nokta ekleyebilir miyim? Müsaade eder misiniz, Sayın Dündar? Efendim, şirketler güncel hayatları içerisinde finansman sıkıntısına düşebilirler. Bir işletmenin günlük hayatında finansman güclüğü duyması normaldir. Ancak bazı işletmeler vardır, solvabilite dedğimiz ödemeye gücü yoktur; ama piyasada orta ve uzun vadede kâr elde etme imkânı vardır. Bazı işletmelerin de ödeme gücü vardır, fakat kârlılığı yoktur; bunlar teknolojisini, yatırım alanı kötü seçilmiş işletmeler olabilir. Şimdi finansman güclüğü içinde olmanın tanımı nedir? Zaten yasa çıkmadan önce de bankalarla kredi müşterileri ve finansman güclüğü

indeki firmaların yöneticileri, karşılıklı olarak pazarlık ederek bazı operasyonları yapmakta idiler. Piyasa mekanizmasında da, krediyi veren ile krediyi alan arasında anlaşmalar, kredilerin uzun vadeye yayılması, konsolidasyon çalışmaları yapılması doğaldır ve yapılmaktadır da. Bu ya-



PROF. DR. DÜNDAR SAĞLAM  
Ankara Gazı Üniversitesi  
Eski Öğretim Üyesi

sada yer alan «finansman güçlüğü içinde bulunma» tanımı da yanlıştır. Nedir finansman güçlüğü içinde bulunmak? İflas etme, iflasa giden yol başka şeydir, finansman güçlüğü içinde olmak başka olaydır.

**DÜNDAR** — Sayın Sağlam, bu yasayı eğer biz bir turnike yasası olarak anlayacaksak; yani her dara düşen, her borcunu ödeyemeyen, her kötü yönetilen işletme dilekçesini verecek ve bu turnikeden geçecek, diye düşünürsek; böyle bir yasayı müdafaa etmemize olanak yok. Kesinlikle bu yasayı bir turnikeden geçiş yasası diye düşünmeliyim.

Zaten bu tür fonların da olduğunu sanmıyorum hiçbir yerde. Aslında bu yasa, bankalarla müşteriler arasında zaten yapılagelen veya yapılması teşvik edilmek istenen olaylara, kamu kaynaklarınca bir destek getiriyor. Aslında yasanın getirdiği yenilik şöyle: «Sen bu anlaşmayı yaparsan ve bu işten kazançlı çıkarsan senin Kurumlar Vergini almayacağım, geçmiş vergi ve SSK borçlarını erteleyeceğim.» Faizler konusunda da, «Zarar yaptığın takdirde faizleri silmene müsaade edeceğim.» diyor. Bütün bu olanakların yanı sıra, çok cesur bir şekilde de, «Bu kanuna aykırı olan diğer kanun hükümleri de uygulanmaz, bu olayda.» diyor. Gayet cesur bir karar. Kamunun getirdiği bir destek var, bu olayı teşvik etmek için. Yoksa bence mesele yine bankayla müşteri arasında çözülecektir.

ticaret bankacılığıyla hiçbir ilgisi olmayan devlet yatırım bankası'nın anonim şirket haline dönüştürülerek eximbank fonksiyonu ile görevlendirilmesi, yanlış bir uygulamadır

Konuşma otomatikman mesele- nin özüne doğru kaydı. Sonuçta bir rehabilitasyon için proje bazına doğru yönelmemiz lazım. Sayın Akgüç, izinlikle proje bazında ben meseleyi uzatmak istiyorum, şuraya geleceğim. Siz başlangıçta yasanın Devlet Yatırım Bankası'na yeni şekil veren bölümüne, konuyla ilgili görmediğiniz için değinmediniz. Ben oraya bir dönüş yapmak istiyorum. 3332 sayılı Yasa'nın başlangıcında yer alan Dev-



let Yatırım Bankası'nın bir anonim şirket haline dönüştürülmesi ve Eximbank fonksiyonuyla görevlendirilmesi... Bu hükümler yasaya kurtarma operasyonu kamuoyunda çok reaksiyon gördüğü için sokulmuş. Aslında hiç ilgisi yok. Tam bir montaj. Devlet Yatırım Bankası'na yeni bir şekil vermenin, yasanın diğer hükümleriyle doğrudan doğruya bağdaşır bir hali yok. Sempatik hale getirmek için, kurtarma yasasını kamufle etmek için sokuşturulmuş.

**AKGÜÇ** — 441 sayılı Yasa değiştirilmek suretiyle Devlet Yatırım Bankası'na yeni bir şekil verilebilirdi.

**DÜNDAR** — Ama konmuş. Kanun tekniği bakımından da çok yanlış. Ancak ben yine de şunu dilerdim. Devlet Yatırım Bankası'nın kılık değiştireceği anlaşılıyor. Kanımca da değiştirmesi gerekir. Neden? Mevcut iktidar ekonomik ve politik tercihini yaparken diyor ki, «Ben KİT'lerden kurtulacağım; bunları özelleştireceğim.» Dolayısıyla KİT'leri özelleştireceğim diyen bir iktidarın

KİT'lerin projelerini, hele müstakbel yatırım projelerini finanse etmek için bir müesseseyi yaşatması bu mantıkla bağdaşmaz. Dolayısıyla Devlet Yatırım Bankası'nı gözden çıkarması kendi felsefesi açısından doğaldır. Ama bence burada yapılan hata, böyle bir kurumun -ki çok güzel bir müessesedir, kuruluşu itibarıyla- Eximbank'a dönüştürülmesidir. Benim kanaatime göre, Devlet Yatırım Bankası'nın ticaret bankacılığıyla hiçbir ilgisi yoktur. Tecrübesi de yoktur. Eximbank ise bu tecrübeleri isteyen bir kurumdur. Dış ticaretin finansmanına ilişkin tekniklerin, yöntemlerin, işlemlerin bilinmesi lazım. Devlet Yatırım Bankası'nda ise böyle bir bilgi birikimi yok. Ama Devlet Yatırım Bankası'nda Türkiye'nin makro ekonomisine ilişkin büyük bir proje birikimi var, tecrübe birikimi var; geliştirilen proje değerlendirme teknikleri var. Dolayısıyla bence aslında bu kurtarma operasyonu için kullanılacak en güzel araç, Devlet Yatırım Bankası idi. Siz kurtarma için iki kişilik kurul diyorsunuz; iki kişilik kurul da bana pek sempatik gelmiyor. Hani kurul deyince, biraz daha kalabalık düşünüyoruz.

**AKGÜÇ** — Aslında iki kişilik kurul da bir ara kademe; kurtarma için nihai kararı Başbakan verecek.

**DÜNDAR** — Başbakan verecek. Kurtaracağız ama kimi, niçin? Kimi ve niçin suallerinin cevabının tam teknik ve ekonomik düzeyde tarafsızca araştırılması lazım. Gerçi burada anlaşan bir firmayla bir banka gibi gözüküyorsa da, sonunda bu anlaşma kamu fonları ile desteklenecek. Bunun için kim ve niçin sorularının teknik ve ekonomik açıdan teknisyenlerce, -bürokrat demiyorum- objektif bir şekilde araştırılması lazım. Bu araştırmanın da belli kriterlere göre olması lazım. İşte bu noktada benim üzüntüm Devlet Yatırım Ban-

ES Yayınları sunar :

Prof. Dr. Ünal TEKİNALP

# SERMAYE PİYASASI HUKUKUNUN ESASLARI

Bilim ve iş çevrelerinin beklediği yapıt.

Fiyatı (KDV'li): 1000.- TL

İsteme Adresi:

Ekonomik ve Sosyal Yayınlar A.Ş.

Binbirdirek, Suterazisi Sokak No. 6/2

Saltanahmet-İstanbul

Telefon: 526 34 11

Not : Ötelenli postalamla yapılmas. PTT ile  
yollanmasını isteyenlerin, kitap bedeline  
400.- TL taahhütlü pul tutarını ekleyerek  
önceden havale çıkarmaları gerekmektedir.



kası'na verilen kılıktadır; hence Devlet Yatırım Bankası yanlış motive ediliyor, yahut yanlış fonksiyonel hale getiriliyor. Bunun tam tersine yapılabilir, Devlet Yatırım Bankası kurtarma operasyonunda bir alet olarak çok güzel kullanılabilirdi, tabii kadroları takviye edilecek; diye düşünüyorum.

**EMEN** — Sayın Dündar'ın yaklaşımına ben katkıda bulunmak istiyorum. Tahmin ediyorum ki Sayın Dündar da kanuna okuduğu zaman birtakım boşlukları mutlaka gördü. Dikkat ederseniz, Kanunun birtakım



**İSMAİL EMEN**

İktisat Bankası T.A.Ş.  
Genel Müdür Yardımcısı

maddeleri gayet teferruatlı düzenlenmiş. Ancak protokol ve ondan sonraki kısma ilişkin düzenlemelerde -ki bunun içine inceleme, değerlendirme giriyor- iki Bakan ve Başbakan'dan oluşan Kurul'un hangi kriterler ve hangi değerlendirme ölçüleri içinde olacağı yaklaşacağı konuları biraz boş bırakılmış. Bunu yapacak bir müesse-

seye gerçekten ihtiyaç vardı. Devlet Yatırım Bankası bu iş için gayet güzel kullanılabilirdi, bilgi birikimi bakımından. Ama birinci bölüme ilişkin gerekçeyi okuduğunuzda, tamamen farklı bir yaklaşım içinde oldukları görülmüyor.

**AKGÜÇ** — Efendim, ben de kendi görüşümü söyleyeyim. Bir kere işletmeyle firmayı yahut şirketi birbirinden ayırmak lazımdır. İşletme, üretimin yapıldığı fiziki bir yerdir. Şirket ise hukuki bir yapı. Burada önemli olan şirketin kurtarılması değildir, işletmenin üretimine devam etmesidir. Bu iki olayı birbirinden ayırmak lazım. Ayırdığımız zaman, pekala bir şirket bataabilir ama işletme üretimine devam eder; bir başkası satın alır onu, el değiştirir ve devam eder. Şirket de iflas etmiş olur. Biz burada şirketi kurtarmak istemiyoruz; biz işletmelerin yaşatılmasını istiyoruz. Galiba birinci nokta bu. Bu ayırımı yapmak lazım.

**SAĞLAM** — Sayın Akgüç, gerçekte yaşayabilirliği olan, milli ekonominin yönünden canlılığı olan işletmelerin devam etmesi önemli. Yoksa teknolojisi yanlış seçilmiş, yatırım yeri yanlış seçilmiş bir işletmenin suni olarak yaşatılması diye bir olgu söz konusu olamaz. Ben onu demek istiyorum.

**AKGÜÇ** — Evet. İşletme dediğim zaman ekonomik, teknik açıdan yaşama gücü olan işletmeyi kastediyorum. Şirketler hiç önemli değil. Onlar hukuki bir kabuk ve bu kabuk da hiç önemli değil. İkinci nokta şu, benim görebildiğim kadar. Batı'da da yaşıyor bu olgu. Ama bunlar çok büyük kuruluşlar için yapılıyor. Veya yahut da İngiltere'de olduğu gibi, bu kurtarma işi için özel bir finansman kurumu oluşturuluyor. Yani hükümet müdahale etmiyor. O finansman kurumu zor duruma düşmüş olan şirket-

lere gerekli teknik ve mali yardımı yapıyor. Onun pay senetlerini gereğinde alıyor. Ve daha sonra da bu pay senetlerini satmak suretiyle işletmenin el değiştirmesini sağlıyor. Ama burada da yapılan iş objektiftir. Oralarda böyle iki Bakan'dan oluşan bir Kurul, ondan sonra Başbakan'ın nihai kararı yok. Sayın Dündar'a katılıyorum. Devlet Yatırım Bankası'na böyle bir görev verilebilirdi. İşletmelerin değerlendirilmesi işi verilebilirdi. Burada yasanın noktasınlıkları var.

Bence en önemli yanlışlık, teklif sahibi olan bankalara diğer banka ve kişilerin de mecburen uymaları koşuludur. Sözleşme serbestisine aykırı hukuki bir zorlama getiriyorsunuz. Eğer teklifi getiren banka ve grup % 50'den fazla alacaklı durumunda ise, öbürlerine otomatikman uyma zorunluluğu getiriyorsunuz. Bu zorunluluğa uymazlar ise, o zaman da «Kırk katır mı, yoksa kırk satır mı?» diyorsunuz. Onlara; «Ya ortak ol, ya da 5 yıl süreyle kredilerini faizsiz ertele, 5 yıl sonra da Merkez Bankası reeskont haddinin dörtte biri kadar faize razı ol.» diyorsunuz. Ve burada çok büyük bir hukuki zorlama var. O halde bu kanunun yürümesi sadece kamu fonlarıyla değil, bir bakıma da bankaların bu konuda fedakârlıklarıyla mümkün olabilecektir. Ve bir de zor durumda olan şirketlerden 50 milyondan fazla alacaklı kişilerin de bu işe katılmaları gerekecektir. Böyle bir zorlamayı ben yalnız piyasa ekonomisi mantığıyla değil, hukuk mantığıyla da bağdaştıramıyorum. Sözleşme serbestisi ile bağdaştıramıyorum. Böyle bir zorlamayı, diğer bankalara ve diğer kişilere böyle bir zorlama getirmeyi doğru bulmuyorum. Buyurun Sayın Emen.

**EMEN** — Kanun uygulanabilirliği konusunda acaba taraflara ne

sağlıyor? Bunu kısaca ifade ettikten sonra uygulama olanağı tartışmasına geçebiliriz. Şimdi kanunun gerekçesinde baktığımızda, «amaç organizasyon zaafı veya finansman yetersizliği bulunan anonim şirketlerin yeniden ekonomimize kazandırılmaları» diyor. Bunun için de taraflara yeni bir sermaye ve yönetim kompozisyonu oluşturma olanağı hazırlanmak isteniyor. Finansman darboğazında olan şirkete kanun ne sağlayacaktır? Öncelikle borç-sermaye dengesi düzelecek olan şirket, ağır finansman yükünden kurtulacaktır. Burada muhtemelen taze nakit girişi olmayacaktır, ama şirketin mevcut ve yaratılacak kaynaklarının borç ödemek yerine üretime ve işletme sermayesine tahsisine imkân sağlanacaktır.

**AKGÜÇ** — Evet, şirketin finans yapısı güçlenecektir.

**EMEN** — Yeni borç olanakları ve firmanın güvenilirliği artacaktır. Bu gelişme, firma açısından çok büyük bir avantaj. İkincisi, kanunun 6'ncı maddesinin şirkete tanıdığı olanak. İşte amme borçları 6183'e göre ertelenecek; sigorta borçları 506 sayılı Kanun çerçevesinde 5 yılı geçmemek üzere ertelenecek; Bakanlar Kurulu gecikme faizini yarıya kadar indirmeye yetkili. Ayrıca —Sayın Akgüç'ün de belirttiği gibi— uygulamaya ilişkin işlemler harçtan, düzenlenecek kağıtlar Damga Vergisi'nden istisna edilecek ve bu şirketin Kurumlar Vergisi 31.12.1991'e kadar % 35 oranına indirilecek. Bunların dışında bir de Kurumlar Vergisi istisnası tanınıyor. 15'inci madde ile şirketler ve şirketlerin kurum olan ortaklarının yeni sermaye dolayısıyla elde edecekleri kazançlar Kurumlar Vergisi'nden istisna edilmiş olacak.

**AKGÜÇ** — Gelir Vergisi kesintisine de tabi tutulmayacak.

**EMEN** — Silinen alacaktan ve nakdi sermayeden oluşan fonun en

geç kurul kararının verildiği takvim yılının sonuna kadar sermayeye eklenmesi gerekiyor. Şimdi uygulamanın, alacaklarını sermayeye dönüştüren taraflara getirdiklerine kısaca bakacak olursak; tahakkuk etmiş alacaklarının tamamı veya bir kısmı donmuş alacaklar hesabından veya taktipteki alacaklar hesabından iştirakler hesabına aktarılmış olacak. Burada Bankalar Kanunu'nun 39 ve 47'nci maddeleri hükümleri geçerli değil. Kanunun 8 inci maddesine göre, bankaların protokol tarihine kadar tahakkuk etmemiş faiz alacaklarını tahakkuk ettirip şirket sermayesine dönüştürmeleri halinde, bu faizlerden Kurumlar Vergisi alınmayacak. Bunun şartı, apananın da sermayeye ilave edilmesidir. Şimdi kurtarma yasası dediğimiz kanunun taraflara getirdiği olanaklar anahatları itibariyle böyle.

birbiriyle bağlantısı zor kurulabilen değişik konuları kapsayan kurtarma yasası, alacaklarını sağlam bir teminata bağlamış banka ile kredilerini iyi yönlendirememiş banka arasında bir ayırım gözetmiyor

**SAĞLAM** — Evet Sayın Akgüç, eğer isterseniz tartışmanın ikinci bölümüne geçelim. Ben kanunun eleştirisine daha girmedim.

**AKGÜÇ** — Bu ikinci turda dilerse bu yasanın uygulanma olanağını tartışalım. Böyle bir yasa uygulanabilir mi?

**SAĞLAM** — Efendim, bir kere bu kanuna ilişkin eleştirilerimi sıralıyorum. Biraz önce Sayın Dündar da bahsetti. Kanun yapma sistematiğine aykırı olarak çok çeşitli, birbirleriyle bağlantısı zor kurulabilen konuları bir tek yasayla çözmeye işlemi bence yanlış. İkincisi, bir kere «finansman gücü» içerisinde bulunan şirket» tanımı, böyle bir müdahale için yeterli değil. Kamu fonları ile sonuçta taraflara avantajlar sağladığına göre, bence bu tanımın Türk Ticaret Kanunu ve İcra İflas Kanunu'yla olan bağlantısının da kurulması gerekirdi. Finansman gücü» içinde olmanın ölçüsü nedir?

Üçüncüsü, biraz önce Sayın Akgüç de değindi, yasanın 5'inci maddesine göre teklif getirmek suretiyle bankaların alacaklarını iştirak haline dönüştürmeleri olayında, bir kere iyi banka kötü banka ayırımı yapılmamış, bunlar birbirine karıştırılmış. Alacığını sağlam teminata bağlamış, fakat işletmeden alacakları azınlıkta bulunan bir bankanın, bir lider bankanın arkasına takılarak mecburi olarak alacaklarının ertelenmesi durumu var. Bu düzenleme, iyi banka kötü banka arasında, alacaklarını sağlam bir teminata bağlamış bir banka ile kredilerini iyi yönlendirememiş bir banka arasında bir ayırım gözetmiyor. Tersine, alacağı sağlam teminata da bağlı olsa, alacaklardaki payı azınlıkta olan bankayı cezalandırıyor. Sonra kredilerini kaptırmış bir bankaya, yani büyük ölçekli kredilerini batak bir duruma getirmiş bir bankaya, bu işletmeyi kurtarma gibi bir fonksiyon da yükleniyor. Kredilerini yönlendirememiş bir bankanın, işletmecilik fonksiyonu ağır basan zor durumdaki işletmeyi nasıl rehabilite edip sağlamlaştıracağı da ayrı bir soru.

Bir nokta da şu: Bu yasa zor durumdaki şirkete belki bir mali kolaylık sağlıyor. Bankalar da mevcut du-



rumu aynen kabul ediyor. Oysa taze para ihtiyacı içinde olacaktır bu işleme. Taze para nereden sağlanacaktır? Kanun açıkça söylemiyor bunu. Ancak, uygulamada şöyle bir durum ortaya çıkacaktır: Başbakan ve Kurul'un da onayladığı kurtarılacak şirket seçimi yapıldıktan ve işlemler yürüdüktan sonra, bir mekanizma işletilmek suretiyle taze para girişi de bu şirketlere sağlanacaktır.

**AKGÜÇ** — Taze para işini, yasa sanıyorum şeklen şöyle çözmeye çalışmış. Sadece alacaklar sermayeye dönüştürülmeyecek, aynı zamanda nakden de sermaye artırılabilir. İki olay birarada yürüyebilir. Hem mevcut borçlar sermayeye dönüştürülür, hem de bununla birlikte sermaye artırılabilir ve yeni nakit girişi sağlanabilir. Ayrıca bir olay daha var. Burada dikkat ederseniz lider bankayla beraber hareket edecek üçüncü şahırlardan, kişilerden bahsediliyor. O üçüncü kişiler de sermaye artışına katılabilir.

**EMEN** — Sayın Sağlam'ın gelmek istediği bir nokta var. 2 gün önce Sayın Yavuz Canevi'nin TÜSİAD yemeğinde yaptığı konuşma ona ışık tutacak. Canevi, «Kurtarma yasasına devlet bir noktada şirketleri canlandırma yasası diye bakıyor.» dedi. Ve Dünya Bankası bu projeyle çok yakından ilgileniyor. Tahmin ediyorum, Dünya Bankası'nın desteklemesi de söz konusu olacak...

**AKGÜÇ** — Sanıyorum ki Dünya Bankası'nın, Türkiye'de sermaye piyasasının canlanması için bir projesi var. Türkiye'de mali piyasaların gelişmesi için, koşullu olarak Dünya Bankası kredi sağlayacak.

**SAĞLAM** — Sayın Akgüç, müsaade ederseniz ben tamamlayayım eleştirilerimi. Şimdi ben ayrı bir eleştiri noktası olarak yasa için şunu ileri süreceğim. Benim bildiğim, bir

işletmenin rehabilite edilmesi, evvela hastalığın bu işletmede teşhisine bağlıdır. Hastalığı nedir bu işletmenin? Niçin finansal güçlük içerisine düşmüştür, zor duruma düşmüştür? Bu teşhis de öyle pek kolaylıkla karışdan gözlenerek yapılacak bir işlem değildir. İkinci olarak, hastalık teşhis edildikten sonra bir kurtarma planının hazırlanması ve yürürlüğe konulması gerekir. Bu kurtarma planının hazırlanması ve yürürlüğe konması, çeşitli disiplinlerde yetişmiş uzman kişilerin işidir. Bu konuda Sayın Akgüç biraz önce İngiltere'deki uygulamaya değindi. Gerçekten böyle uzman bir kuruluş da yoktur Türkiye'de. Bu konularda deneyim kazanmış uzman kuruluşlar da yoktur. Ve üçüncü aşamada da bu kurtarma operasyonu yapıldıktan veya kurtarma planı yürürlüğe konulduktan sonra, denetiminin ve gözetiminin yapılması gerekir. Yoksa bir işletmede yalnızca finansal meseleleri çözerek tüm sorunların üstesinden gelinebileceğini de sanmıyorum. Biraz önce Sayın Emen de bahsetti. Banka bilançosundaki batak kredi diyebileceğimiz kredileri yer değiştirerek iştirakler portföyüne geçirmek suretiyle, banka bilançolarının şeffaflığında da bir değişiklik olacaktır; açıkçası bozulma olacaktır.

Benim esas endişem, bu kanunla ilgili olarak, KİT bankalarının alacaklı olduğu işletmelere bir finansal destek sağlanırken, politik baskıların, politik tercihlerin rol oynamasıdır. Yani politik baskılarla bazı işletmelere fonlar yönlendirilebilir, demek istiyorum. Bir diğer eleştiri noktası, söz konusu yasa Türkiye Sınai Kalkınma Bankası, Sınai Yatırım ve Kredi Bankası, hatta DESİYAB gibi kuruluşları yakından ilgilendiren bir yasa olarak ortada görülmektedir. Hep kafamızda ticaret bankaları var; ticaret bankalarını düşünerek yorum yapıyoruz. Oysa kredileri batak du-



rumda olan büyük kalkınma bankalarımız da var. Bunlar bu yasa-yı nasıl uygulayacaklardır? Şimdiye kadar edindiğim izlenim, hiçbirinin hareketinde bulunmayacağı şeklindedir. Bir nokta daha eklemek istiyorum. Bu yasa geniş ölçüde uygulanırsa, batacak alacağı çok olan bankalar işletmeler topluluğu haline dönüşebilir. İşletmecilik yapmanın, bankanın fonksiyonlarıyla bütünleştirilmesinin çok zor olacağını düşünüyorum. Ve bütün eleştirilerden sonra son olarak şunu söylemek istiyorum. Eğer hükümet işletmelerin mali bünyelerini sağlamlaştırmak istiyorsa, bu ben-ce genel paket tedbirlerle olur. Ve objektif olur. Sübjektif baskılara açık bir yasayla bunun sağlanabileceğini pek sanmıyorum.

**AKGÜÇ** — Buyurun Sayın Dündar.

**DÜNDAR** — Görüşmeleri kanun hükümlerini eleştirerek sürdürüyoruz. Sizin bir görüşünüz, itirazınız olmuş-



**A. AYDIN DÜNDAR**

Ortadoğu Mimarlık Tic. ve San. A.Ş.  
Yönetim Kurulu Başkanı

tu, onu cevaplandırmak istiyorum. «İşletme kurtarılmalıdır, işleten değil.» demiştiniz. Şimdi ülkemize baktığımızda, gerçekten işletilmesi gereken, çalışması gereken birtakım işyerlerinin şu günlerde çalışmadığını gözlüyoruz. Neden? Çünkü işyerleri şu veya bu şekilde adı holding olan veya holdingleşmiş kuruluşların yönetimi altında. Bu holdingler için yapılan icra takipleri, bu işyerlerini de etkiliyor, onları atıl durumda bırakıyor. Meseleye, çok komplike olduğu için çok kestirme cevaplar bulmak zor. Yani bir fabrika, bir işyeri eğer ekonomikse, rantablısa, iyi işliyorsa, mutlaka çalıştırılır; gibi meseleye kestirme bir görüşle yaklaşmak her zaman mümkün olmuyor.

**AKGÜÇ** — O sıkıntı, bu etkilenme nereden kaynaklanıyor?

**SAĞLAM** — Mülkiyetten...

**AKGÜÇ** — İcra İflas Yasası'ndan kaynaklanıyor. Bence kurtarma yasa-sından önce onu değiştirmek lazım. İcra takibini hızlandırmak lazım.

yasa kimlerin için kurtarılması gerektiği konusunda açık değildir; işletme bazındaki ekonomik bir olayın sonuçta siyasi otoriteye bağlanması sakıncalıdır

**DÜNDAR** — Efendim, şöyle düşünüyorum. Ben «Kurtarma Yasasına ihtiyaç vardır.» diyorum. Gerçi «yoktur» diyen arkadaşlarımız da var. Ama bu tartışmayı sürdürmek de manasız, çünkü ortada çıkmış bir yasa var. Şimdi «Bundan sonrası için neler olabilir?» sorusuna yönelmek la-

zım. Bu yasa kimlerin, niçin kurtarılması gerektiği konusunda açık değil. Dikkatle izledim, biraz evvel Sayın Emen de söyledi; yasa mekanizmayı çok uzun anlatıyor. Ama meselenin özü şurada: Sayın Sağlam'ın da belirttiği gibi, hangi işletmeler kurtarılacak ve bu işletmeler kurtarılrken bunlara hangi projeler uygulanacak? Hiçbir işletmenin bankayla protokol yaptı diye satışları artmaz, imalatı artmaz. Dolayısıyla rehabilitasyon projelerinin teknik düzeyde hazırlanması konusu hayati öneme sahiptir. Bu ara boşlukların hepsi vardır kanunda.

Kanun değindiğimiz temel konuları düzenlemiyor. Birdenbire karşımıza banka protokolü, iki kişilik Bakanlar Kurulu ve Başbakan'ın onayı çıkıyor. Kaldı ki bunlara da şahsen gönlüm razı değil. Meseleyi siyasi otoriteye bağlamak, tamamen işletme bazında ekonomik bir olayı,—ekonomi politikası demiyorum dikkat buyurun— siyasi otoriteye bağlamak da sakıncalıdır. Haklı veya haksız, bu birtakım spekülasyonlara yol açar. Haklı da olsa spekülasyonlara yol açacak. Çünkü bir çıkar davası var ortada. Tarafların çıkarlarının konuşulduğu bir yerde, doğrudan doğruya meseleyi en üst düzeyde, hiçbir ara kademe yapmadan karara bağlamak; bence bir talihsizlik olmuştur, bu yasa açısından. Kanunun bir zayıf yanısıdır bu. Kaldı ki Sayın Başbakan hangi şirketin hangi şartlarla daha ekonomik çalışacağını nasıl tespit edebilecek? Ne kadar zaman ayırabilecek buna? Başbakan ve iki kişilik Kurul teknik meselelere giremez. Burada belki zımnen şu varsayılıyor: Bu teknik çalışmaları, protokolü hazırlayan banka yapacaktır. Ben bugünkü bankalarımızın bu düzeyde olduğu kanısında değilim. Açık söylüyorum; bankalarımızın rehabilitasyon projeleri hazırlayabileceklerini kesinlikle sanmıyorum.

**AKGÜÇ** — Efendim, sözünüzü keşsiyorum: Amerika'yı yeniden keşfetmeye gerek yok. Dünyada bunu siyasi otoritelere bırakmıyorlar. Yalnız bankalara da bırakmıyorlar. Uzman bir kuruluşa veriyorlar kurtarma operasyonunu. İkincisi, akit serbestisi, sözleşme serbestisi ki piyasa ekonomisinin temel koşuludur, onu da bozmuyorlar. Bir yandan liberal ekonomi deniyor, sonra da herşeyi siyasi otorite çözüyor. Bir de akit serbestisi ortadan kaldırılıyor. Zorunluluklar getiriliyor. Sade ekonomik açıdan değil, hukuki açıdan da son derece sakıncalı.

**DÜNDAR** — Sayın Akgüç, şimdi bir de kamuoyunu rahatsız eden ikinci meseleye gelelim. «Hangi şirketler niçin kurtarılacak?» sualı için; belli kriterlerin olması lazım. Nedir bu kriterler? Biraz önce arkadaşımız değindi. İşte istihdam olayı var, üretim olayı var, ihracata katkısı var; bunlar hep objektif kriterlerdir. Bir yönetmelik mi yapılacak bu kanuna bağlı olarak, birtakım ana kuralları konulacak; bunların açıklanması lazım. Şimdi müsaadenizle sesli düşünüyorum. Bu kurulun yerine kendimizi koyalım, bize bu görevin verildiğini farzedelim, bir an için. Neler olmalıdır? Bence kanun, dikkat ederseniz, bir tabir üzerinde çok duruyor. Hep «anonim şirket» diyor. Şahıs firması ne kadar büyük olursa olsun, zor durumda bu kanuna göre kurtarma kapsamına girmiyor. Yani şahsı kurtarmıyor.

**AKGÜÇ** — Kanun ilgili maddesinde zaten açık olarak «anonim şirket» diyor.

**DÜNDAR** — Aslında ben de böyle bir uygulama ile beraberim. Buradan, anonim şirketin Türkiye'deki durumuna gelmek istiyorum. Geçenlerde bir araştırmayla ilgili olarak yaptığım tespite göre, Türkiye'deki şirketlerin sayısı 25-30 bin civarındadır.

Maalesef bunlardan sadece 600-700 tanesi bir anlamda anonim şirkettir. Üst tarafı şahıs şirkettir. Hatta görürsünüz, duyarsınız; şirkette tek imza yetkilidir. Yetkili imza da genellikle Murahhas üyedir. Bu nasıl bir anonim şirket ki, kaderini tek imza-ya bağlamıştır.

**SAĞLAM** — İsmi anonim, kendisi değil.

**DÜNDAR** — Şahıs firmaları, anonim şirket kisvesinde çalışıyorlar. Şimdi ikinci büyük zorluk da budur. Kaldı ki son zamanlarda birtakım konjonktür zenginleri çıkmıştır Türkiye'de, konjonktür holdingleri çıkmıştır. Bunların da çoğu anonim şirket statüsündedir. Ve bunların kurtarılmaya noktasına gelmelerinin asıl nedeni de gerçek anonim şirket olmalarıdır. Çünkü gerçek anonim şirket olsalardı, kurumlaşmak zorunda kalacaklardı. Her vesile ile söylüyorum. Bu müesseseler bu hale geldiyse, temel neden yönetimdir, temel neden yönetim hatalarıdır. Kur farkları, finansman güçlüğü, piyasanın zorlanması; bütün bu sorunları çözecek olan yönetimdir. Yönetim iyi olmazsa, bu problemler tabii bir noktaya kadar yığılır yığılır, en sonunda kurtarma operasyonu şeklinde karşımıza çıkar. Şu anda problemin çözümü bankalarda gözüküyor. Evvela bu projeleri, kurtarma rehabilitasyon projelerini kim hazırlayacak? İkincisi, kim yönetecektir? Kanun açık ve sarih olarak eski yöneticileri, yani patronları safdışı etmiş.

**EMEN** — Mevcut yönetimi cezalandırıyor...

**DÜNDAR** — Bizim bugünkü ticaret bankalarımız, böyle bir yönetici kadroyu bu çaptaki müesseselere aktarabilecek güce mi? Bu sualleri kendi kendimize sormamız lazım. Çözmemiz lazım. Çünkü ortada çıkmış bir yasa var. Demek oluyor ki, ciddi bir

yönetim sorunuyla da karşı karşıya kalacağız. Bir de -biraz önce Sayın Sağlam temas etti- illa da kurtaracağız diye bir yaklaşım olamaz. Proje hatası olan işletmelerin de yakasını bırakmamız lazım. İşletmenin kuruluş yeri yanlış. Üretim teknolojisi yanlış seçilmiştir. Veya mallı bünyesi öylesine zayıftır ki, oraya zerkedilmesi gereken fonların alternatif kullanım yerleri, ekonomisi için çok daha yararlı sonuçlar verebilir. Proje hatası olan işletmelerden de sıyrılmak lazım. Tabii bunların hepsi yine teknik çalışma gerektiren meselelerdir.

**EMEN** — Ve o kararı verecek tarafsız bir kuruma ihtiyaç vardır.

**DÜNDAR** — Evet. Hep aynı noktaya geliyoruz. Ben şimdi bir şeyi ilave etmek istiyorum, biraz önceki görüşlerinize. Projeyi yaptık. Kurtarılabilecek şirketi de iyi seçtik. Herşey muntazam gitti. İyi de yönetici bulduk, çalıştı. Ben eminim ki, mutlaka bu şirketlere taze para zerketmek gerekecektir. Taze para zerketmeden şirketleri kurtaracağız demek, tamamen hayali bir olaydır. Neden taze para? Çünkü Türkiye'de 6 aylık 3 aylık dönemler itibariyle işletme sermayesi ihtiyacı, enflasyonist baskılar sonucu katlanmaktadır. Bir rehabilitasyon projesi yapılmış, kurula gitmiş, çıkmış, aradan üç ay geçmiş; üç ay önceki durum üç ay sonra değişiyor. Taze para vermeden bu yeni yöneticilerin eline, kaynak yaratmadan, yeni yöneticiler ne kadar yetenekli olurlarsa olsunlar, bir şeyler yapabileceklerini ummak da hayali olur. Hatta bu işletmelerin çoğunda da ek yatırım yapmak gerekiyor. Biraz da tecrübeyle söylüyorum bunları. Bu şirketlerin çok zor duruma düşmesinin bir nedeni de, bu ek yatırımların zamanında yapılamamış olmasıdır. Bir diğer nokta, yine bankalarımızın üstüne düşen bir görev: projeyi yaptık, herşey gü-



zel gitti; denetim olayını nasıl yapacağız? Şirketlere yeni fonlar zerkediyoruz. Yöneticiler kaynakları istenilen proje istikametinde kullanıyorlar mı? Yoksa ileride, 3-5 yıl sonra, yeniden aynı tip meselelerle, biraz da büyümüş olarak yine karşılaşacak mıyız? Burada tabii rapor sisteminin yetersizliği, Türkiye'deki denetim boşluğu karşımıza çıkıyor. Bu denetimi bankalar yapabilecek mi? Ben bankaların o güçte olduğunu sanmıyorum.

**AKGÜÇ** — Benim burada kaygımı söyleyeyim. Bankalar kendi üst düzey yöneticilerinin yahut şube müdürlerinin bir kısmını oraya yönetim kurulu üyesi veya denetçi olarak atayacaklardır. Uygulamada bunları görüyoruz. İkincisi, politik amaçlı bazı atamalar da olacaktır. Seçim kaybetmiş politikacılar, emekli subaylar da bu şirketlerin yönetim kurullarına atanacaklardır.

**DÜNDAR** — O zaman kurtarmak daha iyi olur. Eğer bunlar olacaksa...

**AKGÜN** — Geçmiş ve mevcut uygulama böyle gibi gözüküyor Türkiye'de.

**DÜNDAR** — Yazık ki, böyle davranılırsa birtakım kaynakları daha tüketmiş oluruz. İşte hep dönüp dolaşıyoruz, bir yetkili organ meselesine gelyoruz. Bu kararları verecek, kriterleri ortaya koyacak, bu denetimi yapacak bir yetkili organ. Efendim, bir diğer nokta, biraz önceki konuşmamızda kısmen açıklandı, işletme dışı maddi teminatın devamı... Ama maddi olmayan, kefalet gibi teminatların devamı meselesini de ciddi olarak düşünmeliyiz. Şirket şeklen anonim ama aslında tek sahipli. Şirketin sahibi kredileri almış, ödeyememiş. Biliyorsunuz, bizim bankalar teminat bankacılığı yapmaya meraklıdır. Bu nedenle kredi verirken şirketin sahibinden kefalet almışlardır. Şimdi

krediyi alan kişi çok cüzi bir hisseyle kalmış; bu durumda kefaletlerin tabii olarak kaldırılması gerekir, diye düşünüyor insan. Bir çelişki var ortada. Ancak bence bu kefaletlerin kalkması fevkalade tehlikeli olur. Çünkü yine piyasadaki dedikodulara ve iddialara göre; zaten şirketlerin zor hale gelmesinin nedenleri, o kefaleti veren kişilerin kendi şirketlerinin içlerini boşaltmaları, parayı ve serveti başka taraflara transfer etmeleri. Kefaleti boşalttığımız anda bu kişiler de kurtulacak.

gerçekte yasa ile işletme değil kişi kurtarılacaktır; çünkü alacak sermaye haline dönüştüğünde, o borç için verilmiş olan kişisel kefalet ortadan kalkmaktadır

**AKGÜÇ** — Efendim, zaten o nedenle diyoruz ki, aslında bu yasayla işletme değil kişi kurtarılacak. Niye kişiyi kurtarıyoruz? Bildiğiniz gibi, o alacak sermaye haline dönüştüğü zaman, o borç için verilmiş olan şahsi kefalet de otomatikman ortadan kalkıyor. Borcun esaslı ortadan kalkınca, kefalet de ortadan kalkacaktır. Bu yasanın kaygı verici bir yanı da budur. Yasanın ilgili maddesi, sermayeye dönüştürülen alacakların teminatlı olması halinde, şirketin mülkiyetinde bulunmayan mallar üzerindeki teminatlar devam eder diyor. Şahsi kefaletlere değinmiyor.

**EMEN** — Anonim şirketin çok ötesine götürülmüştür. Hani sermayesiyle sınırlı sorumlu anonim şirket olayının çok ötesine götürülmüştür.

**AKGÜÇ** — O bakımdan diyoruz ki, sonuçta bu birtakım kişilerin kur-



tarılmasına yol açacaktır, yasa eğer uygulanırsa...

**DÜNDAR** — Sayın Akgüç, tabii kanun çıkmış, uygulamasına gideceğiz. İşin teknik yönü kolay. Uzmanlık seviyesinde meseleler çözülür. Çözülmez diye bir iddia olamaz. Türkiye'nin bugün uzman kadroları buna müsaittir. Yeter ki, bunlar organize edilsin. Ama demin söylediğim meseleler hakkında birileri tarafından karar verilmesi lazım. Şimdi bu kanuna baktığımız zaman, o mekanizma çok boş. Bunun hiç değilse ek bir yönetmelikle doldurulması gerekiyor. Bugünkü tartışmamızın sonucunda kamuoyuna vereceğimiz mesaj açısından söylüyorum; bir ek yönetmelikle bu boşlukların düzenlenmesi, bu ara kuruluşların oluşturulması, kafaletelerin nasıl devam edeceğinin açıklığa kavuşturulması ve bütün bunların kurumsallaştırılması lazım.

Şimdi müsaadenizle, ciddi olduğunu gördüğüm ve çözemediğim bir meseleyi tartışmaya açmak istiyorum. Geçmişte de, bu kadar kapsamlı olmamakla beraber, kurtarma yasaları, af yasaları çıkmıştır. Ama bunlar hep belli bir tarihe kadar olmuş olayları dondurmıştır. «Belirli tarihe kadar başvurun. Şu hakları kazanın» denmiştir. Acaba bu 3332 sayılı Kanun ilanihaye yaşayacak bir kurum, bir müessese mi yaratıyor? Yoksa bu da belli bir tarihten önce donmuş kredilerin tekrar ekonomik hayata dönmesini teminen çıkarılmış bir kanun mudur? Ben bunu çok merak ettim. Bu kanun, normal bir kanun gibi, Türkiye Cumhuriyeti Devleti yaşadıkça ve Meclisimiz başka bir karar almadıkça cari olacak bir kanun mudur? Yoksa çıktığı tarihten önce geri dönmemiş, kredileri yeniden ekonomiyeye kazandırmak amacıyla mı çıkmıştır? Kanunu dikkatle okuduğum zaman meseleyi çözemedim. Eğer bu kanunu biz bir kurum haline ge-

tiriyorsak, yani kurtarma olayını sürekli hale getiriyorsak, fevkalade tehlikeli bir olaydır. Bankacılar yandı. Bundan böyle kimse doğru dürtüst borç ödemez. Ancak kanunun —dik-katinize sunmak istiyorum— geçici birinci maddesi diyor ki; «Bu kanunun 5'inci maddesinin c, h, k, m, n bendleri dışındaki hükümleri ile 6, 8 ve 15 inci maddeleri hükümleri 31.12.1989 tarihinde yürürlükten kalkar.» Yani devam edecek hükümleri koymuş. Bunlar çok sınırlı hükümlerdir. Bunları araştırdım. Bunlar daha çok o temditte, genel kurulla ilgili hükümlerdir. 5 inci maddedeki başvuru, bunun protokolla bağlanması meselesi, 31.12.1989'da yürürlükten kalkıyor. Bence bu meseleyi tartışmamız lazım. Eğer bu kanun benim burada anladığım gibiyse, uygulamada tehlikeli sonuçlar doğurabilir. Çünkü geçici 1 inci madde diyor ki, «31.12.1989 senesine kadar bu kanun yürürlükte olacaktır.» Hangisiyle? Bütünyle. Yani 1989 yılının Aralık ayına kadar bu yasa kurulmuş oluyor. Ondan sonra artık kurtarma operasyonu için kimse başvuru yapamayacak. Olayı, belli bir tarihte dondurmuyor. 31.12.1989'a kadar uzatıyor.

Bu arada başka bir noktaya da dikkati çekmek istiyorum. Siz de kısmen değindiniz. Meseleleri ne kadar geliştirirsek geliştirelim; resimler, fotoğraflar, enstantaneler gözümüzün önünde. Türkiye o kadar da büyük bir ülke değil, ekonomik yapısı itibarıyla. Firmaları taniyoruz, olayları görüyoruz, kimlerin ne yapabileceği hakkında az çok kanaatimiz var. Bu nedenle şuraya varmak istiyorum. Geri dönmeyen krediler meselesinde de, bankaların bu müesseselere ortak edilmesi meselesinde de, korkarım ki kamu bankaları zararlı çıkacaktır. Çünkü —hiçbir bankanın adını vermek istemiyorum ama— bu kredilerin büyük bir kısmı esasen kamu bankalarında gözüküyor şu sırada. Tabii

özel sektörün çok sivri bankaları dışında, yarı kamu bankaları da var. Kendi çapında çalışan özel sektör bankaları, son iki yıldır meselelerini bir ölçüde halletti. Haczettiler, icraya verdi, can yaktı, kısacası birşeyler yaptı ve konusunu kesip attı. Esas kangren olan, yıllardır süregelen krediler, bazı kamu bankaları ile o yarı kamu gibi gözükene bankalara ait. Sonunda bu bankaları birer işletme mezarlığı haline getirmemek için, Sayın Sağlık da bahsetti, bence bu kanunu çıkarmak kafi değil; buraları demin değindiğim biçimde yeni teknik imkânlarla takviye etmek lazım. Çünkü nihai kurtuluş, sermayeye dönüşen bu paraların bankalarda kalması değil, tam tersine bunları çalışabilir hale gelmesi ve pay senetlerinin de borsada satılabilmesidir, halka intikalidir. O takdirde mutlu bir sonuca ulaşmış oluruz. Hasta işletmeler iyileştirilmiş, halka mal edilmiş olur. Ama bu işletmeler ilanihaye bankaların sırtında kalırlarsa, bankalar bankacılık fonksiyonunun yanında çok büyük işletmeciler holding haline gelebilirler. Bu durumda, fevkalâde başarısız olacakları şimdinde belli olan böyle bir fonksiyonla, Türkiye'nin ciddi büyük bankalarına ağır külfet yüklemiş oluruz. Bunun ekonomiye getireceği zarar, bundan elde edeceğimiz yarardan daha fazla da olabilir.

**AKGÜÇ** — Evet, zaten onun için de diyor ki yasa; 1992'ye kadar bunlar rehabilite edilecek ve 7 yıl içerisinde de halka satılacaktır. Böylece banka iki aşamalı olarak alacağını nakde çevirmiş olacaktır. İlk önce alacağını iştirak haline dönüştürecek, daha sonra da iştiraklerini halka satmak suretiyle fonunu geri alacaktır. Bu, yasanın öngördüğü tabii.

**EMEN** — Sayın Dündar'ın söylediklerinden şöyle bir netice çıkarabilir miyiz? Yasa 1.1.1987'den geçerli ol-

mak üzere 31.12.1989'a kadar yürürlükte gözüküyor. Bu dönemdeki bütün banka-müşteri ilişkilerini de kapsıyor. Sizin söylediklerinizden benim çıkarmak istediğim sonuç şu: Acaba yasanın kurtarma olayını 31.12.1986 tarihi itibarıyla dondurması mı daha iyi olurdu? Çünkü bu tarihten kanunun yürürlükten kalkacağı tarihe kadar, hem banka-müşteri ilişkilerini hem de piyasa alacaklarını kapsıyor. Özellikle piyasa alacakları açısından ben birtakım sakıncalar görürüm. Çünkü yasadaki 50 milyon denmiş; bugünün koşullarında 50 milyonluk olacak, öyle önemli bir tutar değil.

**DÜNDAR** — Açık ve net olarak söylüyorum ki, mutlaka dondurulması lazım.

**AKGÜÇ** — Kurtarma yasa, sürekli bir yasa olamaz.

E S Yayınları Sunar.

## VECDİ ÜNAY

3182 Sayılı  
Bankalar Kanunu Gereğince

### BANKALARCA İÇTİCARETİN VE SANAYİNİN FİNANSE EDİLMESİ USULLERİ

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

İletme Adresi:

Ekonomik ve Sosyal Yayınlar A.Ş.  
Büyükdere Mah. Sultanzade Sokak No. 62  
Sultanahmet - İstanbul  
Telefon: 526 34 11

Not: Kitabı almak isteyenler, bedelin  
Ziraat Bankası Beyoğlu Şubesi'ndeki 768,  
İs Bankası Tuzla Şubesi'ndeki 1541,  
Akbank Tuzla Şubesi'ndeki 4512 no.lu hesaplarımızdan birisine,  
kitap bedeli ödemelerini "bilinirlik" havaile imaili,  
ad ve adreslerini iletmişlerdir. Ödemeli postalamaya başlamamaktadır.

**SAĞLAM** — Efendim, ben birkaç cümle ekleyebilir miyim? Yasanın yayımından bu yana bir buçuk ay geçti; şu ana kadar basına akleden hiçbir hareket olmadı, bankalar tarafından. Bankalar bu işin baş aktörleridir, onlardan bir hareket gelmedi. Bu konuda bundan sonra ne olacaktır? Bundan sonra şu ilişkiler, şu tehlikeli ilişkiler başlayabilir: 1) Belirli bankalar ile belirli batmış ya da içi boşaltılmış şirketler arasında ilişkiler kurulabilir. 2) Politik ilişkilerle bazı şirketlerce baskı yaratılarak bir çözüme doğru zorlanabilir. Esasen kamu bankaları buna açıktır. Hatta sadece kamu bankaları değil, özel bankalar da dolaylı yollardan baskı altına alınmak suretiyle, böyle olumsuz çözümlere doğru yöneltebilir; diye düşünmekteyim.

**AKGÜÇ** — Kaldı ki -daha önce de konuştuk- küçük bankaların kurtarma işine kendi iradeleri dahilinde katılmaları söz konusu olmayabilir. Burada zoraki katılma söz konusu...

**EMEN** — Teklif götürülen banka veya bankaların alacaklarının, şirketin tahakkuk etmiş borçlarının % 50'sini aştığı durumlarda...

**AKGÜÇ** — Zoraki katılma var. Kendi iradesi dışında. Liberal ekonominin ön temel ilkesi olan akit serbestisini ortadan kaldırıyor bu yasa.

**SAĞLAM** — İşte o nedenle Sayın Akgüç, ben şunu ifade etmek istiyorum. Bunu yapmak yerine, Türk Ticaret Kanunu ve İcra-İflas Kanunu mutlaka ve süratli işleyecek şekilde değiştirilse idi, çok daha olumlu olurdu. Çünkü ancak bu yasalar süratli bir şekilde işlediği takdirde serbest piyasa mekanizması işliyor, fonksiyonlarını yerine getirebiliyor. Bunu sağlayacak şekilde Ticaret Kanunu ve İcra - İflas Kanunu'nda değişikliklere gidilmesi gerekirdi. Bu yapılmamış, onun yerine araya böyle sağından so-

lundan çekilebilecek yeni bir mekanizma oluşturulmuştur.

**AKGÜÇ** — Benim kişisel kanıma göre, seçime yaklaştığımız bir dönemde ciddi hiçbir kurtarma operasyonu olmayacaktır. Çünkü kurtarma çok büyük tepkiler doğurabilir. O itibarla belki ancak seçimden sonra bu kanunun uygulanması öngörüldüğü. Sanıyorum ki KİT'lerin özelleştirilmesi de ertelenmiştir. ANAP ve Sayın Özal, sanırım kurtarma ve özelleştirmeyi seçimden sonra uygulamaya koyacaklardır. Tabii seçim kazanılırsa!..

**SAĞLAM** — Bu durumda kanunun uygulanması uzun bir süre için ertelenmiş oluyor. Belki de, Sayın Akgüç'ün dediği gibi, seçimden ya da yeni bir politik düzenden sonra, konu değişik bir şekilde ele alınacaktır.

getirilen sistem  
bankalar için cazip  
değildir; teminatını  
zamanında sağlama  
almış bankalar  
açısından kurtarma  
operasyonu riskli ve  
verimsiz bir olaydır

**EMEN** — Burada top bankalara atılmış. Orada hata var. Yasa, teklif bankalardan gelecek diyor. Bugüne kadar bankacıların verdikleri demeçlere dikkat edecek olursak, kurtarma yasasının lehinde tek bir demeç söz konusu değildir; kamu bankaları dahil olmak üzere. Bankaların lehinde olmadıkları bir konuda teklif götürmeleri zor. Demek ki sistem kurulurken bir boşluk yaratılmış. Açık söylemek gerekirse, bankalar için sistem gerçekten cazip değil; bugün kredi performansını, kredi verimini % 60-



ların altına düşürmeyen bankaların, kurtarma operasyonuna girdikleri takdirde 5 yıl müddetle alacakları fazla bir şey yok. En iyimser bir tahminle reeskont faizinin % 50'si kadar bir gelir elde edebilecekler. Belirli bir iştirak payına sahip olacaklar. 5 yıl sonra da bu iştirak payını, prim yaptığı takdirde, piyasada satma gibi birtakım belirsizliklerin içine girecekler. Zamanında teminatını gayet sağlama almış banka açısından kurtarma operasyonu çok riskli ve çok verimsiz bir olay. Küçük banka açısından çok çok daha riskli. Diyelim ki kendi öneri götürmedi, fakat teklif götürən banka veya bankaların alacaklarının, şirket borçlarının % 50'sini aşması nedeniyle girmek durumunda kaldı. Zaten belirli ve sınırlı bir plasman yapıyla çalışan bir bankanın, belirli birtakım alacaklarının 5 yıl müddetle ve üstelik faizsiz ertelenmesi, bankacılık sisteminde de birtakım terslikler yaratabilecek bir durum.

**AKGÜÇ** — Evet, şirketleri kurtaralım derken bankaların kurtarılması söz konusu olacak ki, o zaman da Merkez Bankası kredileriyle bunların finanse edilmesi ve bu yolla şirketlerin kurtarılması gibi bir olay ortaya çıkacaktır. Bu da kaynakların bir yerde daha kölü kullanılması gibi bir sonuç doğurabilir.

**DÜNDAR** — Bir ekleme yapmak istiyorum. Hep dedik ya, kanunda büyük bir boşluk var; sistem bir tam tepeyi gösteriyor bir de tabanı gösteriyor. arada ne olacağı meçhul. Bugünkü boşluğu ben biraz da şuna bağlıyorum. Bütün bu işleri yaptınız, borçlu ile anlaşmayı yaptınız. Hatta o borçlu şirketin genel kurulunu yaptınız, kararı orada da onaylattınız; ama o yukarıdaki makam, siyasi otorite «hayır» dediği zaman iş bitiyor. Bütün sistem iskambilden yapılmış kulelere benziyor. Bu bakımdan herkes çekingen davranmış ola-

bilir. Bu durumda kısa devre yaparak peşin onay alacak, ondan sonra teklif götürecektir.

**AKGÜÇ** — Kısa devre gerekli olabilir, önce siyasi otoriteden ön onay, sonra teklif götürme...

**DÜNDAR** — O zaman işin mantığı tamamen kalktı.

**EMEN** — İşin başında tarafları karşı karşıya getirecek bir mekanizma kurulmalı idi.

**AKGÜÇ** — Efendim, daha önce de söylediğimiz gibi, bu konu yasa ile düzenlenmemeli idi. Bunun için bir uzman kurum kurulmalı idi. Belki Devlet Yatırım Bankası'na bu işlev verilebilirdi; veyahut bankaların da iştirak edecekleri -çünkü sonuçta bankaların da bu işte çıkarları veya kayıpları olacaktır- bir uzman kuruluş oluşturulup, bu uzman kuruluşun kararı ile meseleler çözümlenebilirdi. Şimdi ortada böyle bir uzman kuruluş yok, bankaların inisiyatifleri varmış gibi gözüküyor, ama sonuçta o inisiyatifin de olmadığı anlaşılıyor, çünkü kurtarmaya iki kişilik Kurul ve en sonunda Başbakan karar verecek. O nedenle bence bu yasanın iptali daha uygun olur. Anayasa mahkemesine gidildi mi? Bilmiyorum.

**DÜNDAR** — Sayın Akgüç, benim modelim şuydu. Devlet Yatırım Bankası'na onun için değindim. Ben diyorum ki, Devlet Yatırım Bankası bu işle fonksiyoner hale getirilsin. Bankalar, kendi tahsili gecikmiş alacaklarını Devlet Yatırım Bankası'na devrederek, Devlet Yatırım Bankası'na ortak olsunlar. Bu mekanizmada taraf Devlet Yatırım Bankası olsun. Devlet Yatırım Bankası'na da bankalar ortak olsun, devrettikleri alacakları oranında. Devlet Yatırım Bankası işini bu modelde işletmeclığe dökecektir, bunun için yeniden



taazzuv edecektir. Ne yapacaktır? Finansman güclüğü içinde bulunan şirketlerin yönetim kadrosu ile ilgilenecektir, eğitim meselesiyle ilgilenecektir, belki yeni iç ve dış kaynaklar sağlayacaktır, belki de başka mekanizmaları çalıştıracaktır ve günün birinde bunları halka sattığında, yeniden fon yaratmış olacaktır. O fonlarla da belki yeni yatırımlara gidilecektir. Devlet Yatırım Bankası, bu operasyondan kâr ettiği takdirde, bankalar da kârlarını Devlet Yatırım Bankası'ndaki hisseleri oranında almış olacaklardır. Benim önerdiğim model bu. Meselenin çözümü bana böyle gözüküyor.

**SAĞLAM** — Sayın DüNDAR, ben sizin bu görüşünüzde bir noktada karşı çıkıyorum. Bir şirket ileride nasıl olsa kurtarılacağı düşüncesiyle yola çıkmamalıdır.

**DÜNDAR** — Hayır, ben geçmişten bahsediyorum, dondurulum diyorum zaten. Geçmiş için konuşuyorum, bundan sonrası için hiç konuşmuyorum.

şirket kurtarılmasını kurumsallaştırmak, piyasa ekonomisinin mantığının tamamen dışında bir olaydır; gerçekte başarısız yönetim ve girişim, iflas etmek suretiyle cezasını çekmelidir

**SAĞLAM** — Şirket kurtarılmasını kurumsallaştırmak, böyle bir eğilim, böyle bir müessese, aslında Özal Hükümeti'nin çok benimsediğini ileri sürdüğü ama uygulamadığı piyasa ekonomisinin mantığının ta-

mamen dışında bir olaydır ve tehlikelidir. Piyasa mekanizmasının, kapitalist ekonominin temeli; piyasa ekonomisinde başarılı olamayanların iflas etmesi suretiyle cezalandırılmasıdır. Bu cezalandırılma işlemi, kendi piyasa işlemi içerisinde otomatik olarak işlemelidir. Bu yol açılmalıdır. Bu yolun önündeki engeller kaldırılmalıdır. Ve başarısız yönetim, başarısız girişim cezasını çekmelidir. Aksi takdirde bir devamlı destek ile bu mesele yürümez. Piyasa mekanizmasının mantığına aykırıdır, diyorum.

**DÜNDAR** — Burada bir saplama yapacağım. İflas olayını tümüyle ortadan kaldırmıyoruz. Her şirketin yaşaması diye bir kural da getirmiyoruz; eğer alacaklı banka -ki benim modelimde bu işlevi Devlet Yatırım Bankası'na devretmek var- finansman güclüğü içinde bulunan şirkette bir hayat görüyorsa, yani o işletmenin başındaki yöneticilerin değişmesi, patronun değişmesi, yeniden iyi ellerde çalışması halinde kendini kurtaracağı şeklinde bir hayat görüyorsa, bu anlaşmayı yapacaktır. Devlet de buna diyor ki: «Sen bu anlaşmayı yaptığın takdirde, ben de bazı fedakârlıklarla vergileri almamak, alacakları erteleme yoluyla seni destekleyeceğim.» Ama bütün şirketler için «Kurtarma operasyonu yapın.» demeyecektir. Olay, bir çıkar dengesi sağlama olayıdır.

**AKGÜÇ** — Sayın DüNDAR, benim getirilen modele iki itirazım var temelde. Niçin modelde arada iki Bakan'dan oluşan bir Kurul bir.de üstte bir Başbakan var?

**DÜNDAR** — Ona itirazım tamdır. Kurtarma işi, teknik, ekonomik bir konudur. Siyasi otoriteye bağlanması sakıncalıdır.

**AKGÜÇ** — Banka ile firma arasında anlaşma olabilir, sözleşme ser-

bestisi içerisinde; bunu Batı'da da görüyoruz, kendi ülkemizde de görüyoruz. Bazen banka, dediğiniz gibi, alacağının bir kısmından vazgeçiyor, onu iştirak haline dönüştürüyor, borçlu firmayı rehabilite ediyor. Buna itirazımız yok. Banka kendisi yapabiliirdi veyahut bu amaçla bir uzman kuruluş oluşturulabiliirdi. İkinci itirazım, banka ile firma arasında olabilecek bu anlaşma, niçin diğer bankaları ve üçüncü kişileri de bağlıyor ve onları «kırk satır ve kırk katır» tercihi içerisinde bırakıyor? Ya sen de bu kuruluşa iştirak edeceksin, yahut da 5 yıl süreyle alacağımı erteleyeceksin. Ondan sonra da çok düşük bir faiz alacaksın.

**EMEN** — Ama sistemin çalışabilmesi için de böyle bir zorlama gerekli. Diyelim ki iki banka bir araya geldi ve şirketi kurtardılar. Diyelim ki iştirake çevirdiler alacaklarını. Ancak yönetimi ele aldıklarında, diğer alacaklı banka veya piyasa alacaklıları haciz işlemine başlarsa, o zaman olay daha başlamadan bitme gibi bir noktaya gelir. Ve tahmin ediyorum, olayı diğer banka ve piyasa alacaklılarını bağlayıcı şekilde düzenlemelerinin nedeni, mekanizmanın çalışmasına belirli bir olanak sağlanabilmek.

**AKGÜÇ** — O zaman şunu yapabilirlerdi Sayın Emen, Batı'da da bunun örneklerini görüyoruz. Alacaklılar bir araya geliyor, kendi aralarında bir protokol imzalıyorlar, mekanizma öyle çalışıyor. O zaman güçlü bankalarla diğerleri arasında bir anlaşma, uzlaşma olabiliyor. Alacaklılar gerekli görüyorlarsa, şirketin yönetimine de el koyabiliyorlar. Bu mali yapıyı düzeltme işini bankaların inisiyatifine veya bir uzman kuruluşu bırakmak lazımdı.

**SAĞLAM** — Yani piyasa mekanizması içerisinde kuruluşların kendi sorunlarını kendilerinin çözmeleri

esastır. Devlet eğer halktan vergi yoluyla veya çeşitli yollarla elde ettiği kamu fonlarının bazılarından fedakârlık ediyor veya veriyorsa, bu takdirde müdahale ettiği zor durumdaki şirketin istihdam yönünden bölgesel büyük bir krize yol açabilecek kadar çok önemli olması gerekiyor. Ancak, bu takdirde olaya müdahale etmelidir. Yoksa piyasa mekanizması içerisinde şirket kendi sorunlarını çözmelidir ve hükümet de bunun içine karışmamalıdır. Piyasa mekanizması içinde müdahale ve kurtarma operasyonu istisnaidir. Ancak çok önemli olaylarda söz konusu olmalıdır.

**DÜNDAR** — Sayın Sağlam, serbest piyasa mekanizması içinde de teşvik yapabiliyoruz. İşte ihracat teşviki, yatırım teşviki ve benzerleri... Ancak burada objektif kurallar konuyor. Bence kurtarma operasyonunun teşvikinin, diğer teşviklerden bir farkı yok. Yalnız kurallarının belli ve objektif olması lazım. Eleştirdiğimiz mesele de orada zaten. Diyoruz ki, bunu siyasi otoriteye bağlamadan; bir yönetmelik mi, yoksa kararname mi ile olur; kurtarmanın genel kriterleri konya ve objektif bir uygulama yapılsa. Kurtarılacak şirketin seçiminde, istihdama, üretime, ihracata ilişkin bazı ölçüler konur. Bu ölçülere uyan şirketler, kurtarma operasyonunun kapsamına alınır. Banka ile borçlu anlaşmayı yaptığı takdirde, devletin «Ben de bu desteği veririm.» demesi, kurala aykırı değildir; serbest piyasa mekanizmasının işleme-sine müdahale değildir.

**SAĞLAM** — Ben kurtarma önemli olaylarla sınırlı ve istisnai olacaktır, geliştirilmemelidir, diyorum.

**DÜNDAR** — Tabii. İkincisi de, sizinle mutabık olduğum nokta, bu kurtarmayı ilanîhaye sürdürmemek gerek. Aksine bir uygulama bizi yanlış kararlara doğru götürür. Bunu da bir hastalığın tedavisi gibi görmek

lazım. 1980'den bu yana değişik olaylar yaşanmıştır. Hastalığın tedavisi için olayı bir tarihte kesip, sadece daha önceki döneme teşmil etmek lazım.

**AKGÜÇ** — Sizin değindiğiniz çok önemli bir nokta vardı. Eğer bunu kişi kurtarmaktan çıkarmak istiyorsak, şirket ortaklarının, şirket borçları için bankalara verdiği kefaletleri devam ettirmeliydik.

**DÜNDAR** — Bilemiyorum, belki de ettirilecektir.

**AKGÜÇ** — Ama yasada öyle bir hüküm yok. Ancak şirketin mülkiyetinde bulunmayan mallar üzerindeki teminatlar devam eder diyor. Üçüncü şahıslar maddi teminat göstermişlerse, şirket borçları için bu sürecek. Fakat ortakların, şirket sahibinin verdiği kefalet konusu düzenlenmemiş.

**DÜNDAR** — Ama bankanın anlaşma şartları içinde olabilir. Yani banka diretebilir. «Senin kefaletin de devam edecek, protokolü bu şartlarla yapacağız.» diye diretebilir. Sayın Akgüç, eğer vaktimiz varsa, ben bu yasanın bir de beğendiğim bir tarafını söylemek istiyorum.

**AKGÜÇ** — Buyurun Sayın Dündar.

hisse senetlerinin  
tabana yayılmasını  
teşvik eden yasa,  
sermaye piyasasını  
canlandırabilir

**DÜNDAR** — Bu yasanın üçüncü bölümü, yıllardır söylediğimiz bir meseleyi düzenliyor. Türkiye'nin kalkınması, kişisel görüşüm olarak arz edeyim, sermaye piyasası olayının çözümlmesine bağlıdır. Hep tasarruf diyoruz, hep fonlar diyoruz. Bir taraf-

tan bakıyoruz, Türkiye'de resmi tasarruflar, bilinen tasarruflar çok kıfayetsiz; ama öte yandan iddihar olayı var deniliyor, kaçak tasarruflar var deniliyor. Sermaye Piyasası olayı bence bunun hepsini çözecektir. Hem mülkiyeti tabana doğru yaygınlaştırarak sosyal bakımdan olumlu etki yapacaktır, hem de şirketleri bankalardan kredi almak ve bütün projeleri borçla yapmak gibi bir mecburiyetten -ki bugünkü durum maalesef böyle- kurtaracaktır. Bu nasıl olacaktır? Tabii teşviklerle olacaktır. Bana göre bu yasa kısmen bunu getirmiştir. Ne yapmıştır? Şirketlere demiştir ki, «Sen eğer hisse senedini tabana yayarsan, şu kadarını en az 200 kişiye verersen, seni Kurumlar Vergisi'nden muaf tutacağım.»

**AKGÜÇ** — Mülkiyet değil de vergi oranını azaltıyor.

**DÜNDAR** — Tamam, Kurumlar Vergisi oranını % 46'dan % 30'a kadar indiriyor. Hatta ben daha da ileriye gideceğim. «Eğer hisse senetlerinin % 80'ini % 90'ını halka verersen, Kurumlar Vergisi almayacağım.» deyiniz, inanınız ki devletin Kurumlar Vergisi kaybından çok daha fazla kazancı olacaktır; bu tasarrufların şirketlere akması nedeniyle. Çünkü bir üretim olayı olacak, bunun sonucu Katma Değer Vergisi alınacak, çeşitli stopajlar alınacak. Yasanın düzenlenmesi ile ilgili diğer bir talihsizlik de, şu üçüncü bölümün, deminden beri eleştirdiğimiz yasanın arkasına monte edilmiş olması. Bunun müstakilen ele alınması daha doğru olurdu. Burada atılan ciddi ve iyi bir adımdır bu, bunun daha da geliştirilmesini ve ekonomiye bu açıdan yeniden bir güç kazandırılmasını da ben yürekten diliyorum. Bunu, ayrıntısına girmeden olumlu bir adım olarak telakki ediyorum.

**EMEN** — Evet, çok haklısınız. Yıllardır sermaye piyasasının nasıl



gelişeceğini tartıştık. Ortaya konan pek çok ihtiyaçtan biri de, vergi kanunlarında yeterli teşvikin sağlanmadığı noktasında toplanıyordu. Fakat son iki-üç yılda yapılan birtakım kanun değişiklikleriyle, gerçekten çok güzel teşvikler getirilmiştir. Vergi teşvikleri getirilmiştir. Bugün Kurumlar Vergisi Kanunu'nda halka açık şirket kavramına yeni bir boyut getirilmiştir, gerçekten.

**SAĞLAM** — Sayın Emen, benim orada bir itirazım var. Geçenlerde bu konuda tartışma oldu ve bu tartışmada bu yeni halka açık şirket tanımının uygulamada çalışmasının çok güç olacağını, bizzat Sermaye Piyasası Kurulu Başkanı ifade etti. Yeni tanımında hisse senetlerinin en az % 80'inin nama yazılı olması koşulu var. Ayrıca ödenmiş sermayenin en az % 25'inin sermayedeki payları % 1'in altında olan 200'den fazla gerçek veya tüzel kişilere ait olması gerektiği şartı var. Bu şartlar altında, yeni düzenlemelerin uygulanma şansı olacağından şüpheliyim.

**DÜNDAR** — Bu imkân var. Hatta size bazı şirket isimleri verebiliriz bu konuda.

**SAĞLAM** — Sermaye piyasasının büyük ölçüde desteklemek lazımdır. Uygulama şansı zayıf olan böyle engelleyici hükümlerin kaldırılarak sermaye piyasasının tamamen desteklenmesinde, ben de Sayın Emen ve Sayın Dündar'la aynı fikirdeyim.

**DÜNDAR** — Yalnız orada hamiline muharrer olması halinde bir kaygı var, biliyorsunuz. Bugünkü aile şirketlerinin hepsinde senetler hamiline muharrerdir. Bir kere küçük bir pilot şirket kurulur, sonra sermaye tezyidi yapılır, pay senetleri basılır ve bunlar kasalara konur. Hisse senetleri hamiline yazılı olduğu zaman, şirketin belli ellerde toplanmasına mani olunamıyor.

**EMEN** — Şimdi olaya hisse senedi açısından bakarsak, nama olması koşulu, -olayların içinde yaşadığımız için söylüyorum- hakikaten büyük güçlük getirecek nitelikte. Nama yazılı hisse senetlerinin el değiştirmesinde merasim olayı çok büyük zorluk yaratıyor uygulamada. Hisse senedini canlandırılmıyorsa, burada mutlaka hamiline yazılı olana dönmemizde yarar var. Fakat hamiline döndüğümüzde de, halka açıklığı kavramakta problemimiz var. Kanun koyucu bir noktada nama yazılı olmayı zorluyor.

**DÜNDAR** — Sayın Emen, buna itirazım var. Hamiline olabilir ve esneklik verilebilir. Hatta hatta biliyorsunuz, İngiltere'de olduğu gibi, borsada alım-satım yapılırken, belli bir form doldurulur ve alıcının ismi ne form yazılır. Bizde nama yazılı hisse senetlerinin el değiştirmesinde, yönetim kurulundan geçme prosedürü düzeltilebilir. Ayrıca, hisse senetlerinin nama olması, ileri bir adımdır.

**AKGÜÇ** — Tabii bu ayrı bir tartışma konusu. Acaba sermaye piyasası dünyada nasıl geliyor? Her kurum gibi o da acaba yavaş yavaş ömrünü dolduruyor mu? Dünyada sürekli yeni yeni finansal varlıklar çıkıyor. Yeni finansal varlıklarda, yatırımcıya bir seçme hakkı tanınıyor. Ya alacaklı olarak ilişkisini devam ettiriyor veya pay senedine dönüştürüyor. Hisse senedine dönüşebilir araçlar dünyada daha çok görülüyor. İşte hisse senedine dönüştürülebilir tahviller, hisse senedi alma hakkı veren tahviller vb. Ancak bunlar ayrı bir tartışma konusu. Bugünkü toplantıya katıldığınız için teşekkür ederim.

**Dergi'nin Notu:** Yukarıda sunulan «Açık Oturum» 13 Mayıs 1987 tarihinde yapılmıştır.



# Sermaye Piyasası

Doç. Dr.  
M. ŞÜKRÜ TEKBAŞ

**M**AYIS ayı içinde hisse senedi fiyatlarında ortaya çıkan akıl almaz artışla Banka ve Ekonomik Yorumlar Dergisi Endeksi 220.42 puan artışla 833.51 puana yükselmiştir (\*). Bu, hisse fiyatlarında % 35.95 oranında bir artışı temsil etmektedir. 1986 yılını 438.99 puanda kapatmış olan Endeks, böylece 1987 yılının ilk 5 ayında % 89.87 oranında bir artış göstermiştir.

Hisse senedi fiyatlarındaki bu hızlı ve sürekli artışı, hisse senetlerine artan ilgiyle açıklamak mümkündür. Enflasyon hızının arttığı bir ortamda faiz oranlarında yapılan ayarlamalar; paradan kaçışı hızlandırmış, dayanıklı tüketim mallarına talebi artırmış, bu arada banka mevduatlarının artmasına engel olarak diğer yatırım alanlarına kaymaya yol açmıştır.

Hisse senetlerine yatırımın 1986 yılında çok başarılı geçmesi ve bazı hisselerde % 400'ü aşan oranlarda verim sağlanması, birçok tasarruf sahibini bu alana çekmiştir. Hisse senetlerinin sağladığı yüksek verime basının önemli yer vermesi de, yatırımcıların bu alana ilgi göstermelerine neden olmuştur. Yatırım fonu kuran bankaların da büyük miktarda taleple piyasaya girmeleri, arzı kısıtlı olan Borsa'da talebin arzı aşmasına neden olmuş ve fiyatları yukarı çekmiştir. Bu arada çok önemli bir nokta da, Türkiye'de, diğer ülkelere oranla fiyat/kazanç (P/E) oranının çok düşük olduğudur. 1985 yılı sonunda 3.5, Haziran 1986'da 5.1 olan bu oran, Kasım 1986'da 5.3'e yükselmişti (\*\*). Bu oranın dünya ortalaması 17.3 olup, Japonya'da 38.2, ABD'de 14.2 olduğu dikkate alınır; ülkemizdeki düzey daha iyi anlaşılır. Son aylardaki hızlı fiyat artışıyla «P/E» oranı, 10'a yaklaşmıştır.

Borsanın birinci kesiminde işlem gören 40 hisseden, Mayıs'ta dördünün fiyatı düşerken ve ikisinin fiyatı sabit kalırken, 34'ünün fiyatı yükselmiştir. Fiyatı yükselenler arasında; % 92.6 oranında artışla 27.000 TL'den 52.000 TL'ye çıkan Çimsa, % 76.3 oranında artışla 13.900 TL'den 24.500 TL'ye çıkan T. Siemens, % 73.7 oranında artışla 950 TL'den 1.650 TL'ye çıkan T. Şişe Cam, % 70.5 oranında artışla 4.450 TL'den 7.500 TL'ye çıkan İzocam, % 63.6 oranında artışla 11.000 TL'den 18.000 TL'ye çıkan Kordsa, % 59.3 oranında artışla 5.600 TL'den 8.600 TL'ye çıkan T. Demir Döküm; ilk sıralarda yer almışlardır. Ayrıca artış oranları Lassa'da % 57.9,

(\*) İstanbul Menkul Değerler Borsası'nda 26 Mayıs 1987 tarihindeki kapanış fiyatları itibarıyla.

(\*\*) M.Ş. Tekbaş, Banka ve Ekonomik Yorumlar Dergisi, Aralık 1986, s. 41 - 45.

Çelik Halat'ta % 50.8, Bolu Çimento'da % 50.5, T. İş Bankası «B» de % 50, Arçelik'te % 48.2, Koç Holding'te % 46.1, Döktaş'ta % 44, Sarkuysan'da % 42.1 ve Koruma Tarım'da % 41.7 olmuştur.

Öte yandan sermaye artırımına giderek iki bedelli ve iki bedelsiz hisse ile sermayesini 630 milyon TL'den 3.15 milyar TL'ye yükselten Akçimento'da, rüçhan hakkı kullanıldıktan sonra bedelsizler üzerinde olan hisseler 60.000 TL'den işlem görmüştür. Muvakkat makbuzlara 17.000 TL'den alıcı olduğuna göre, bir önceki ay ile karşılaştırma yapabilme amacıyla, Nisan'da 43.000 TL olan bir Akçimento 94.000 TL  $[60.000 + (2 \times 17.000)]$ 'ye yükselmiştir. Bu da % 118.60 oranında bir fiyat artışı demektir.

Fiyatı düşen hisselerde fiyatın gerilemesi, kârpayı dağıtımı sonucunda ortaya çıkmıştır. Kârpayı dağıtımını gerçekleştiren Eczacıbaşı ve İzmir Demir Çelik'in fiyatı düşme göstermiştir. Kârpayı dağıtan çok firmada hisse fiyatı düşmez ve hatta yükselirken, bu hisselerde fiyat gerilemiştir.

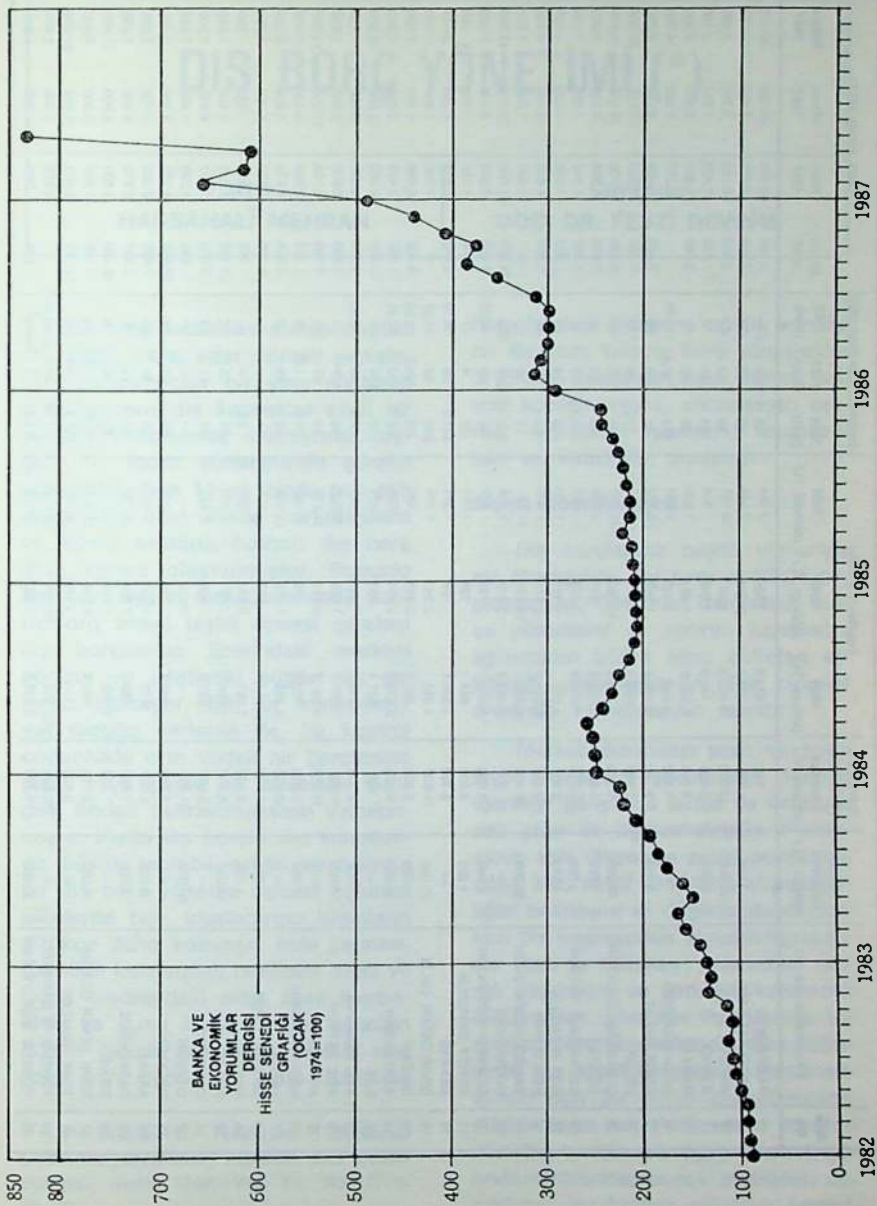
Borsa'da hisse senedi fiyatı artarken, işlem hacminde de bir artış göze çarpmaktadır. 1986 yılının tamamında işlem hacmi 8.7 milyar TL iken, 1987 yılının ilk beş ayında (22 Mayıs 1987 tarihine kadar) bu tutar aşılmış ve 10 milyar TL'ye ulaşılmıştır.

TABLO I  
Borsa'da Hisse Senedi İşlemleri

Aylar (1987)	Hisse Senedi Sayısı (Bin)	İşlem Hacmi (Milyon TL)
Ocak	311.8	1015.2
Şubat	555.5	3096.2
Mart	228.2	1172.8
Nisan	462.1	2024.3
Mayıs : 1. Hafta	380.5	1112.4
2. Hafta	246.3	908.4
3. Hafta	141.1	689.5

Banka ve Ekonomik Yorumlar Dergisi Hisse Senedi Fiyat İndeksi  
(Ocak 1974 = 100)

AYLAR	1977	1978	1979	1980	1981	1982	1983	1984	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	658.37
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	833.51
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	430.99	



Sıra No.	Kuruluşun Adı	Koyulmuş Sermaye (Milyon TL)	Çıkarılmış (Ödenmiş) Sermaye (Milyon TL)	Taksim Yılı Kârı			Doğultulan Kâr Payı (%)			Piyasa Fiyatı (TL)			
				1984 (Milyon TL)	1985 (Milyon TL)	1986 (Milyon TL)	1984 (Net)	1985 (Net)	1986 (Net)	Mayıs 1986	Mart 1987	Nisan 1987	Mayıs 1987
1	AKCİMENTO	—	630	533,8	2.590	3.784	50	180	235	9.500	43.000	43.000	60.000
2	ANADOLU CAM	5.600	7.700	1.008,5	1.243	2.549	50	29	30	2.005	2.050	2.450	2.550
3	ARCELİK	40.000	12.000	4.440,3	9.467	16.131	40	53	63	3.000	5.100	5.700	8.450
4	AYMAR	5.000	2.000	746,9	1.045	518	95	27	12	1.550	1.800	1.850	2.100
5	BAGFAŞ	—	4.000	3.955,5	5.987	7.005	60	50	55	3.240	5.005	5.600	8.900
6	BOLU CİMENTO	—	1.500	1.290	2.121	4.553	541	56,81	119,76	—	9.250	9.500	14.300
7	CELİK HALAT	5.400	2.700	1.770,4	1.857	3.729	60	100	60	7.400	5.800	6.700	9.250
8	CİMSA	—	1.440	423,3	3.077	7.791	17,2	76	175	5.050	24.500	27.000	52.000
9	ÇUKUROVA ELEKTRİK	15.000	7.200	3.326,6	17.392	32.189	130	150	100	5.250	14.100	14.100	16.200
10	DOKTAŞ	6.000	1.800	1.335,2	511	2.224	40	25	50	2.650	5.250	6.250	9.000
11	EĞAZIBAŞI YATIRIM	3.000	1.200	2.75,4	378	421	32,5	30	30	1.250	1.300	1.325	1.200
12	EGE BİRACILIK	4.200	4.200	1.059	227	1.560	30	4	20	900	1.525	1.525	1.525
13	EGE GÜBRE	—	2.400	1.231,5	2.113	4.603	—	71	60	5.000	4.600	4.100	4.500
14	EREĞLİ DEMİR ÇELİK	40.000	38.400	15.320	26.531	41.037	11	16	23	—	1.300	1.200	1.200
15	GOOD YEAR	—	977	2.421,4	3.019	3.108	250	820	200	36.000	41.000	38.500	43.000
16	GÜBRE FABRİKALARI	4.900	4.900	1.970	1.720	1.048	4.200	65	43,35	4.200	3.200	2.800	2.900
17	GÜNEY BİRACILIK	4.200	604	604	185	1.041	70	4	11	1.340	1.150	1.150	950
18	HEKTAŞ	—	2.700	1.305,1	720	1.014	241,3	68	38,16	2.550	2.675	2.250	3.075
19	İZMİR DEMİR ÇELİK	25.000	15.000	1.083	2.247	1.774	242	42	15,98	—	1.750	1.600	1.400
20	İZOCAM	3.000	2.500	765,3	2.425	367	96	126,5	16,80	5.400	4.599	4.450	7.500
21	KARTONSAN	9.000	9.000	2.879,4	2.621	1.054	56	30	17,91	1.900	3.475	3.500	4.600
22	KAV	—	400	507,4	787	4.221	110	170	300	10.500	32.000	32.000	35.500
23	KOC HOLDİNG	25.000	15.000	3.645	7.437	10.696	42,5	38	45,60	3.450	4.550	5.100	7.150
24	KOC YATIRIM	6.000	6.000	807,2	1.559	2.622	56	39	39	1.350	2.600	3.000	2.500
25	KORDSA	—	11.250	4.340,7	6.973	11.116	50	67	110	5.395	16.100	11.000	18.000
26	KORUMA TARIM	2.250	2.250	922,5	69	2.169	32,5	1,08	30	1.200	2.600	2.410	3.400
27	LASSA	—	10.800	4.496	7.355	11.236	20	25	32	1.605	2.650	3.800	6.000
28	MAKİNA TAKİM	3.000	1.500	11,4	100	101	—	—	—	1.100	1.450	1.100	1.250
29	METAŞ	15.000	6.000	1.087	2.644	352	3,2	—	—	805	950	920	1.650
30	NASAŞ	10.000	6.000	1.294	1.131	1.218	25	13,5	15	1.165	1.325	1.400	1.650
31	OLMUKSA	—	5.000	983,9	2.500	2.675	90	41	22	3.300	3.850	4.450	5.900
32	OTOSAN	20.000	15.000	—	2000	—	—	—	—	945	1.325	1.400	1.625
33	POLYLEN	—	4.500	536,2	516	330	40	50	25	10.950	4.100	4.100	3.400
34	RABAK	6.000	3.000	873	1.633	1.802	30	40	43	1.850	2.000	1.750	2.225
35	SARILYISAN	5.000	2.625	286	2.134	3.132	20	45	60	2.350	4.575	5.100	7.250
36	SİFAŞ	—	1.560	1.192,1	1.609	—	85	130	8	12.000	8.800	8.800	11.400
37	TÜRK DEMİR DÖKÜM	15.000	6.720	869,8	4.085	11.801	13,5	37,5	80	1.975	4.500	5.600	8.600
38	TÜRK SİYEMENS	—	3.500	—	3.545	5.728	105,5	120,5	106	12.025	14.000	13.900	24.500
39	TÜRKİYE İŞ BANKASI	—	30.000	23.559	32.270	35.207	31,62	34,5	34,60	—	3.925	2.300	3.450
40	TÜRKİYE ŞİŞE VE CAM	30.000	28.700	2.096,6	1.992	3.507	12,5	9	10	505	950	950	1.650



# DIŞ BORÇ YÖNETİMİ (\*)

Yazan :  
HASSANALİ MEHRAN

Çeviren :  
DOÇ. DR. FEVZİ DEVRİM

**D**İŞ borç krizinden alınan en belirgin ders, eğer sürekli genişleyen ve karmaşık bir yapı gösteren mali çevrede dış kaynaklar etkili bir şekilde kullanılmak isteniyorsa, uygun bir «borç yönetimi»nin gerekli olduğudur. Son 10 yıl içinde pek çok gelişmekte olan ülkede merkezi idare ve kamu sektörü, başlıca dış borç alan kesimi oluşturmuştur. Bununla beraber, uygun makroekonomik politikalara temel teşkil etmesi gereken dış borçlanma üzerindeki merkezi kontrol ve istatistiki bilgiler de yetersiz kalmıştır. Bu tür kontrollerin var olduğu yerlerde de, bu kontrol çoğunlukla orta vadeli bir borçlanma planı veya genel bir ödemeler dengesi hedefi belirlenmeksizin uygulanmıştır. Hatta dış borçlanma konusunda büyük tecrübe sahibi ve belirgin bir dış borç yönetim sistemi bulunan ülkelerde bile, uluslararası işlemlerin gittikçe daha karmaşık hale gelmesi, özellikle kısa vadeli bankalar arası ve ticari kredilerdeki artış, borç kontrolünü ve bunu izleyen diğer çabaları büyük ölçüde önlemiştir. Sonuç olarak, borç yönetimi esas itibarıyla

borç kontrol önlemine ağırlık vermiştir. Bu yazı, kısaca, borç yönetiminin 5 yönünü eleştirmektedir. Bunlar; «siyasi koordinasyon», «düzenleyici çevre», «yürütülen işlemler», «muhasabe» ve «istatistiki analiz»dir.

## Siyasi Koordinasyon

Dış borçlanma çeşitli yönleriyle ele alındığında, dış borç politikasının; planlamayı, ödemeler dengesini, bütçe yönetimini ve yatırım kararlarını ilgilendiren bütün idari birimleri etkilediği görülmektedir. Bu birimler arasında koordinasyon esastır.

Merkez Bankaları para ve kambyo politikasını yürütürken, Hazine idareleri genellikle bütçe ve orta vadeli plan ile ilgilenmektedir. Planlamaya tabi ülkelerde proje geliştirme, çoğu kez, farklı projelerin yapılabilirliğini belirleyen ve değerlendiren merkezi bir komisyonun sorumluluğundadır. Plan ve bütçeler, geleneksel olarak otoritesini ve yetkisini korumaya büyük özen gösteren Parlamento tarafından onaylanmaktadır. Bazı ülkelerde her kredi anlaşması Parlamento'nun ayrı bir iznini gerektirmekte; diğerlerinde ise, Parlamento tarafından bu iş için bir borç idaresi görevlendirilmekte; ancak ayrıntıları düzenleme, bu birimin yetkisine bırakıl-

(\*) Hassanalı Mehran; «External Debt Management», Finance and Development, June 1986, Vol. 23, No. 2, s. 40-41.

mamaktadır. Pek çok ÷lke bu dairelerin faaliyetlerini koordine etmek için, normal olarak, Planlama ve Maliye Bakanlıkları, Hazine ve Merkez Bankası temsilcilerinden oluşan bir merkezi birimi oluşturmaktadırlar. Planlamaya tabi olmayan ÷lkelerde ve bu fonksiyonlardan bir kısmının tek bakanlıkta toplandığı yerlerde, temsil yetkisi bu bakanlığın ve Merkez Bankası'nın memurları ile sınırlandırılmaktadır.

### Düzenleyici Çevre

İyi tanımlanmış bir düzenleyici çevre, teknik ve işletme seviyesinde iyi koordine edilmiş ve gerekli durumlarda merkezileştirilmiş bir dış borç yönetimine sahip olmalıdır. Böyle bir düzenleyici çevre, geniş kapsamlı bir rapor ve kayıt sistemi ile merkezi bir doküman sağlama birimi tarafından desteklenmeyi gerektirir.

÷lkeler, yetkililerce uygulanan kontrolün derecesi, düzenleyici çevrenin yoğunluğu ve rapor düzenleme sisteminin niteliği yönlerinden birbirlerinden farklıdır. Borçlu ÷lkelerin çoğu, bütün orta ve uzun vadeli borçlarda önceden izne tabi döviz kontrolü uygulaması yapmaktadırlar. Merkez Bankası'na temsilci gönderildiği veya Merkez Bankası ile birlikte yürütüldüğu halde, kamu borçlanması için genellikle Maliye Bakanlığı'nın önceden izni gerekli olmaktadır. Özel sektörün borçlanması ise, normal olarak, döviz işlemlerini düzenleyen ve yürüten Merkez Bankası'nın yetkisi dahilindedir; bazı ÷lkelerde bu, ayrıca, Ticaret Bakanlığı'nın onayına da konu olmaktadır. Birkaç ÷lkede borçlanma yetkisi; vadeler, amaç veya borcun yerine getirilmesine ilişkin

belirli koşulları gösteren borç akıt yetkisi; otomatik bir işleyişe bağlanmıştır.

### Yürütülen İşlemler

Borç yönetimi, yürütülen işlemler itibarıyla uluslararası mali piyasalara girme ve yaklaşma yönünden belirli bir stratejinin kabulünü gerektirir. Bütün malî piyasalar, yazık ki, tüm borç isteyenlere açık değildir. Son borç krizinin sonuçlarından biri de, kredi verenler arasında piyasanın gidişini ve durumunu yakından izleme yönünde gelişen eğilim sebebiyle, mali piyasalarda belirli bir nitelik oluşumu ve daha büyük gruplaşmaların ortaya çıkmasıdır. Ayrıca, piyasa koşulları kredi itibarı yüksek olan ÷lkeler için ciddi bir iyileştirme göstermiştir (Özellikle piyasa gelişmelerini yakından izleyen ve iyi bir teknik kabiliyete sahip ÷lkeler için).

Pek çok ÷lke için en iyi finansman bileşimi; azami imtiyaz unsurunu veya uzun vadeli yatırımı ya da asgari finansman miktarını içeren orta vadeli borç yükünü en düşük seviyede tutan, borcun geri ödenmesinde veya değiştirilmesinde düzenli bir vadede profiline sahip olan bir finansman şeklidir. Böyle bir finansman bileşimi; diğerleri yanında dövizle ilgili kararları, faiz oranlarını, borcun zamanlamasını, rehber yöneticiler (ki bunlar yürütülecek işlemleri koordine ederler ve gerekli talimatı verirler) ile borçlanacak birimlerin seçimini ve borçluların derecelenmesini kapsar.

Potansiyel faydaları ve önemli risklere karşı alınacak önlemleri tasarlayan optimum bir döviz bileşimi araştırması, piyasa hareketlerinden kazanç sağlamak için belirli dövizler

arasındaki tercihin çerçevesini de göz önünde bulundurmalıdır. Bir faiz oranı stratejisi, belirli bir tavır alma ile riski yayma arasında farklı olmanın bir tercihi gerektirir. İhtiyaç henüz doğmadan zamanında yapılacak bir borçlanma, gerçekten bir ihtiyaç doğduğu zaman yapılacak borçlanmanın sebep olduğu krizi önleyebilir. Bu tür bir esnek borçlanmanın kısa vadede maliyeti yüksek gelebilir; ancak bu, uzun vadede genel maliyeti düşürebilir.

Borçlanmada rehber yöneticilerin seçimi, ülkenin borçlanma piyasasına veya mali piyasaya kabulünü sağlamada faydalı olabilmektedir. Rehber yöneticiler, seçkin ve itibarlı kuruluşlardan, borsa simsarlarından veya bir ihracı destekleyecek finansal güce sahip bellibaşlı bankalardan seçilebilirler. Borçlanma birimlerinin seçimi eşit öneme sahiptir. Bu seçim, merkezi idarenin tek borçlanan organ olması ile onun yanında kamu ve özel birimlerin de finansal piyasaya girmesi hususundaki bir kararı kapsamaktadır. Farklı birimlerin piyasaya girmelerinin kabulü, onların piyasa disiplinine uymalarını, bu birimlerin iyice incelenmelerini ve buna bağlı olarak seçilen birimlerin piyasada tutunmalarına yardımcı olmayı gerektirir. Ancak, ileri derecede merkezileşmiş ve diğer birimlere de kredi vermeyi kapsayan bir işlem, farklı grupların bir araya gelmesini önleyerek masrafları azaltabileceği gibi; piyasaya kabul edilebilmek imkânını da artırabilir.

Borçlu adına görüşmeleri kimler yürütmelidir? Kamu kuruluşlarının kendi adlarına görüşmeye yetkili kılındığı yerlerde, pek çok ülke normal olarak, borcun kabul edilebilme

sınır ve koşullarının görüşmeye yetkili kişilerce bilinmesi halinde açık ve net bir prosedüre sahip bulunmakta ve ikraz anlaşmaları dış borçlanmadan asıl sorumlu birimin onayına tabi tutulmaktadır. Birçok ülkede piyasaya girişin zamanı da, keza, piyasaya aynı zamanda aynı ülkeden çok sayıda borç talep edenin girmesini önlemek için, önceden izne ve bir sıralamaya tabi tutulmaktadır.

Borç yönetim birimi, mevcut ve ileride doğacak herhangi bir borç türünün miktarını, yeni bir borçlanmanın borcun genel yapısı üzerindeki etkisini, devamlı olarak değerlendirmek zorundadır. Bu sayede büyük ve küçük çaptaki ikrazların ödeme süreleri mümkün olduğu kadar düzenli bir şekilde dağıtılabilir. Borç yönetim birimi, borç yükünden de devamlı olarak haberdar olmalıdır. Dış borç ödemelerini ve borç taahhütlerini karşılamak üzere, bu birim, dış kredilerin azaltılması ile rezervlerin yönetimini koordine etmek zorunda kalabilir. Bunun için, borç taahhütleri hakkında yeterli bilgi esastır. Ayrıca, borç yönetim birimi, bölgenin piyasa duyarlılığı, döviz kuru garantisini, kullanılabilir borç bakiyeleri veya ticari kredilerin birikimi ve özel sektör sermaye çıkışları gibi diğer faktörleri de dikkate almak zorundadır.

### **Borç Hesap Durumu (Muhasebe)**

Dış borç için bir hesap temeli kurmadaki en önemli karar, bir dış borcu belirleyen hususları tespit etmektir. Doğaldır ki, her idarenin yakın ilgisini çeken konu, onun dış yükümlülükleri ile geçici yükümlülükleridir. Bununla beraber bir hükümetin döviz rezervleri ve düzenlemelerindeki sorumluluğu, aynı zamanda, özel



sektörün borç ödemelerine yardımcı olmak için döviz temini sorumluluğunu da kapsamına almaktadır.

Bir dış borcun genel kabul gören dar tanımı, kamu sektörünce o ülkede oturmayan kişilere borçlu bulunulan bütün orta ve uzun vadeli (bir yıl veya daha fazla süreli) borcu içermektedir. Daha geniş bir dış borç tanımı ise; kısa vadeli kamu sektörü borcunu, direkt yatırımları ve özel sektör borcunu (hem kısa ve hem de uzun vadeli) kapsamaktadır. Milletlerarası Dış Borç İstatistikleri Derleme Çalışma Grubu (ki IMF ve Dünya Bankası temsilcilerinden oluşur) dış borcun, bütünüyle geri ödemesi akde bağlanmış yükümlülükler olarak tanımlanması gerektiğini kabul ve ifade etmektedir. Bu tanım, direkt yatırımları kapsamaktadır.

Yine bu konu ile ilgili kurumsal kararlar da vardır. Örneğin, bir dış borç hesap biriminin hukuki statüsü ne olmalıdır? Bu, otonom mu olmalıdır; yoksa Hazine'nin veya Merkez Bankası'nın bir parçasını mı oluşturmalıdır? Hazine, dış ödemelere izin verecek ve onu izleyecek entegre bir hesap sistemini içermelidir. Aynı şekilde Merkez Bankası da, dış borç yükümlülüklerinden doğan işlemleri kapsayacak kendi bağımsız birimine sahip olmalıdır. Pek çok ülkede iki sistem bir arada yaşamakta; fakat birbirlerinden ayrıldıklarında da bu ikisini uzlaştırma problemi doğmaktadır.

### İstatistikî Analiz

Borçlanma ile ilgili veriler; yeterli derecede kapsamlı ve politika tespitine yardımcı olacak, çıkması olası borç ödeme problemleri konusunda

mümkün olduğu ölçüde erken uyarı da bulunmaya imkân verecek şekilde temin edilmelidir. Borç yönetiminin istatistikî bilgi temin etme ve analiz yönü, dış borçlanma ile ilgili bütün rakamları toplamayı ve birleştirmeyi, borçları sınıflandırmayı ve dış borç ödeme yükünü planlamayı kapsamaktadır. Bu istatistiklerden devlet bütçesi ve ödemeler dengesi hesapları için veriler elde edilmektedir.

Bu nedenle, istatistik ve analize ilişkin fonksiyonlar, hesap durumlarına esas olan tamamlayıcı unsurlardır. Pek çok ticari banka kredilerinde halen değişik faiz oranları uygulanmaktadır. Döviz kurlarının kolayca değişmesi (yükselmesi) ile bunlar iki katına çıktığında, bir proje setinin borç yükünün bu değişkenlerin değişmelere duyarlılığını test etmesi gerekir. İstatistikî veri temininin temelini; ikrazla ilgili bütün işlemleri teşhis etmeyi ve piyasa değişkenleri ve piyasa dışı ekonomik değişkenlerle ilgili tamamlayıcı verileri toplamayı kapsamına alan geniş kapsamlı borç istatistikleri oluşturmaktadır. Bu konudaki gerekli bilgi; sonuçsuz ve asıkta kalan miktarlar da dahil bütün ikraz tutarları; ikrazın koşulları, vadeleri, rayıç değerleri, ikraz dağılımı hakkındaki detayları, faiz ve anapara ödemeleri için uygun tarihleri, her iki tarafın garantörleri ile borçlu ve alacaklı tarafların kimlikleri ve nihayet ikrazın gayesi ve sağlayacağı faydalar gibi hususlardan ibarettir.

O halde, hem faiz ve anapara gibi cari işlemler için hem de gelecekteki borçlanma planı ile genel borç yönetim stratejisi için rapor hazırlamak mümkündür. Bu rapor; borcun yapısını, vadesini, para bileşimi-

ni, borcun krediyi verenlere göre gruplanması ve borcun çeşitli tercihler için duyarlılığını ele alan bir rapor olacaktır. Borca ilişkin rapor ve bilgiler, karar organlarını uygun ve taşınabilecek dış borçlanma seviyelerini belirleyecek makroekonomik değişkenlerle ifade edilmelidir. Genellikle kullanılan rasyolar; «Toplam Borç Yükü/Mal ve Hizmet İhracatı», «Ödenecek Borç/Mal ve Hizmet İhracatı», «Dış Borç Faiz Ödemeleri/GSMH» gibi rasyolardır.

Borç yönetiminin karmaşık işlemleri ve maliyeti; başarılı bir borç yönetiminin düzenli ve yeterli verilere bağlı bulunması, işlemlerin taşıdığı önem; pek çok ülkeyi kompütürize edilmiş yönetim sistemlerini kullanmaya yöneltmiştir. Yazık ki, pek çok birim, borçla ilgili bütün problemlerini çözmeye kompütürize edilmiş bir sisteme bel bağlamaktadır. Sonuç, çoğu kez; dağınık yetki ve sorumluluklar, kararsız (belirsiz) borç işlemleri, değişen tanımlar ve politik koordinasyonun var olmadığı bir ortamda tamamlanamamış –yarı kompütürize, yarı elle işleyen– bir sistemdir. Pek çok ülke kompütür sistemine ihtiyaç gösterirken; böyle bir sistemin, etkin bir idare ve teknik altyapı ile desteklenmesi ve geniş kapsamlı bir borç envanterine dayandırılması gerçeğini gözden uzak tutmamalıdır. Kompütürize edilmemiş bir sistem, çeşitli konularda uygun verilerin temin edilemediği bir ortamda, etkili fonksiyon görebilir.

Milletlerarası Para Fonu, Dünya Bankası, Milletlerarası İskân Fonu ve OECD gibi uluslararası kuruluşlar da, son yıllarda, uluslararası sermaye akımları konusunda mevcut verileri

geliştirme yönünden önemli adımlar atmışlardır. Bu tür faaliyetler, ülkelerin borçlanma ve benzeri konulardaki istatistik verileri temin bakımından çapraz kontrol hizmeti görülmüştür. Uluslararası bankalar, fon akımları ile ilgili BIS verilerine ek olarak, son zamanlarda, IMF'nin uluslararası mali istatistikleri, borç veren ve borç alanlar için dış borç konusunda ortak veriler sunan yeni bir hesap durumu yayınlamaya başlamıştır. Bir diğer yeni girişim olarak, BIS ve OECD de, kısa vadeli ticari krediler hakkında haber bülteni çıkarmaya başlamıştır. Dünya borç durumu tablolarından elde edilen Dünya Bankası Borç Rapor Sistemi, daha çok, gelişme yolunda olan ülkelerin bir yıl veya daha uzun süreli kamu borçları veya devletçe garanti edilmiş dış borçları hakkında temel bilgi kaynağı durumundadır. Doğaldır ki, farklı kaynaklardan elde edilen verilerin uyumlaştırılması kadar; verilerin sağlıklı kılınmasını, coğrafi özelliklerini ve zaman uyumunu geliştirmek için de kayda değer bir fırsat bulunmaktadır.

Borçlu ülkelerin çoğu, dış finans piyasalarına girişi düzenlemede sadece uluslararası mali piyasalara bel bağlayamazlar. Piyasa göstergeleri bir ülkenin ihtiyatlı borçlanma seviyesini aştığını gösterdiğinde, o ülkenin durumu düzeltici iradi karar veya önlem alması için vakit geçmiş olabilir. O zaman ülkenin güvenirliliği kaybedilmiş ve mali piyasa o ülkeye belki de uzunca bir zaman kapatılmış olur. Buna engel olmak için, borç alan ülkeler piyasa gelişmelerini yakından izlemek zorundadır. Bu da, uygun makroekonomik politikalara ek olarak, etkili bir borç yönetim sisteminin kurulmasını gerektirmektedir.

# Akbank'ın gücü hepimiz için...



Akbank, ülkemizin önde gelen özel sektör bankasıdır. Halkımızın tasarruflarında güvenenin simgesidir. Bankacılıkta, sigortacılıkta, sanayide, ihracatta büyük girişimlerin öncüsüdür. Temel sanayilerde hammadde ve ara malları üreten 64 büyük kuruluşun sahibi ya da iştirakçisidir. Türk sermayesiyle yurt dışında etkinlik gösteren ilk Türk bankası.

Ak International Ltd.'in kurucusudur. Dünyaca ünlü büyük kuruluşlarla ortak yatırımlar gerçekleştirir, seçkin ürünler... hizmetler sunar. Sanat galerileriyle, yayınlarıyla, ödülleriyle kültür ve sanatta da etkindir.

Akbank'ın gücü, insanlarımız için... ekonomik hayatımız için.

**AKBANK**  
"Güveninizin eseri"



# FİRMA BAŞARILARININ DEĞERLENDİRİLMESİNDE ÇOK DEĞİŞKENLİ BİR MODEL ÖNERİSİ — SEKTÖREL BİR UYGULAMA —

DR. MEHMET BOLAK

## I — Giriş

**S**ON yıllarda ülkemizde finansal tablo analizlerinin ve finansal analiz yöntemlerinin önemini arttıran gelişmeler olmaktadır. Bunların bazılarını şöyle sıralayabiliriz :

- İflas eden firmaların sayısının hızla yükselmesi: bu firmaların, sahiplerine olduğu kadar (belki daha da fazla) ekonomiye, kredi sistemine ve yatırımcılara zarar vermeleri.
- Firmalarda muhasebe denetimi uygulamasının yaygınlaşması, denetim firmalarının sayısının ve işlevlerinin günden güne gelişmesi.
- Sermaye piyasasının kurulması ve küçük tasarruf sahiplerinin hisseleri borsada işlem gören firmaların durumlarına gösterdikleri (veya göstermeleri gereken) ilginin artması.
- Kapalı aile şirketlerinin artan finansman ihtiyaçlarını karşılayabilmek amacıyla, yakın bir gelecekte halka açılmalarının gündeme gelmesi.

Tüm bu gelişmeler, firmaların başarı durumlarını ölçecek ve birbirleriyle kıyaslamaya yarayacak bir modeli, gerek firma yöneticileri, gerekse firmayla ilgili diğer kişiler (ortaklar, kredi kurumları, devlet, küçük tasarruf sahipleri gibi) açısından oldukça cazip kılacaktır. Ülkemizde bu amaca yönelik bir performans analizi daha önce bankacılık sektörü için yapılmış ve bankaların aldıkları performans skorlarına göre en başarılıdan en başarısıza doğru sıralanabilmeleri hedeflenmiştir.

Bu yazıda, imalat sanayiindeki bazı sektörler için böyle bir performans analizi çalışmasının sonuçlarına değinilecek; ancak daha önce, firmaların ulaşmak istedikleri amacın ne olduğu, bu amaca ulaşmanın araçları, finansal başarının göstergeleri kısaca açıklanmaya çalışılacaktır.

## II — Finansal Amaç

Kamu sektörü ya da vakıf ve yardım dernekleri gibi, kâr amacı gütmeyen kuruluşlar bir tarafa bırakılacak olursa, firmanın finansal amacı olarak ilk akla

gelen yaklaşım, kâr maksimizasyonudur. Ancak kâr maksimizasyonundan ne kastedildiği önemli bir sorundur. Bir firma sürekli olarak sermaye artırımına gitse ve elde ettiği fonları sadece devlet tahviline yatırırsa, sürekli olarak kârlarını arttırması mümkündür. Ancak hiç bir firmanın böyle bir kâr maksimizasyonunu amaçlamayacağı kuşkusuzdur.

Daha akılcı bir yaklaşım olarak, hisse başına kâr maksimizasyonu amaçlanabilir. Bu, ilk söylenenden daha tutarlı bir yaklaşım olmakla birlikte, iki önemli noktayı ihmal etmektedir :

- i) Elde edilecek hisse başına kârların, zamanlamasını dikkate almamaktadır.
- ii) Gelecekte beklenen kârların riskleri değerlendirilmemektedir.

Finansman literatüründe, tüm bu sorunları en iyi çözen finansal amaç yaklaşımı, ortakların servetlerinin maksimizasyonu ya da aynı şey demek olan hisse senedi piyasa değerinin maksimizasyonu olarak görülmektedir. Nitekim bir hisse senedinin piyasa değeri, bu hisse senedinin gelecekte sağlayacağı nakit akımlarının bugünkü değerine eşit olacaktır.

$$P = \sum_{t=1}^n \frac{C_t}{(1+k)^t} \quad (1)$$

Formülden görülebileceği gibi, nakit akımlarının zaman değeri, «t» üssüyle, bu akımların riskliliği ise, uygun iskonto oranı «k»nin seçilmesiyle gözönüne alınabilmektedir.

### III — Finansal Amaca Ulaşmanın Araçları

Finansal amaç yukarıdaki gibi kabul edildiğinde, (1) numaralı denklemin maksimize edilmesine iki yoldan yönelinebileceği görülmektedir :

- i) Yıllık nakit akımlarının ( $C_t$ ) maksimize edilmesi,
- ii) « $1+k$ »nin, diğer bir deyişle, iskonto oranı «k»nin minimize edilmesi.

Her iki amacı gerçekleştirmeye yönelik araçlar, finansal amaca ulaşmanın araçları olarak düşünülebilir. Basit bir değerlendirmeye, firmanın birinci şıkkı gerçekleştirmek için kullanabileceği aracın yatırım kararları, ikinci şıkkı gerçekleştirmek için kullanabileceği aracın ise finanslama kararları olacağını söyleyebiliriz.

Yatırım kararları, sadece yeni makina alımı, kapasite arttırımı gibi uzun vadeli hedeflere yönelik sabit sermaye yatırımlarına ilişkin olarak düşünülmemelidir. Firmanın mevcut kısa ve uzun vadeli varlıklarını en iyi biçimde değerlendirmesini sağlayacak kararlar da yatırım kararları içinde yer alır. Bu durumda, firmanın ne kadar nakit bulunduracağı, alacaklarına ve stoklarına ne kadar para bağlayacağı, başka firmalara iştiraklerinin hangi oranda bulunacağı hep yatırım kararlarının parçalarını oluşturur. Yönetici bu kararları verirken gelirleri arttırmayı hedefleyecek, ancak artan riskleri de gözardı etmemesi gerekecektir. Geleneksel finansman kuralı her varlığa yapılacak yatırımın, marjinal getiri ile marjinal maliyetin eşitlendiği noktaya kadar olması şeklindedir.

Finanslama kararları, yatırım kararlarının aksine, firma bilançosunun pasif tarafını ilgilendiren kararlardır ve sermaye maliyetini minimize etmeye yöneliktirler. Finanslama kararları içinde düşünülebilecek başlıca üç sorun şöyle sıralanabilir :

- i) Kısa ve uzun vadeli fonların bileşimi ne olacaktır?
- ii) Kullanılan fonların borç-öz sermaye bileşimi ne olacaktır?
- iii) Kâr dağıtım politikası nasıl belirlenecektir?

Genel olarak, firmalar açısından; kısa vadeli fonların maliyeti düşük, riski yüksek; uzun vadeli fonların ise maliyeti yüksek, riski düşük; olduğu kabul edilir. Buna karşılık, ülkemizde fon maliyetleri bu kurala uymamakta, ayrıca, kullanılan borç fonlarının tamamına yakın bir kısmının kısa vadeli olduğu gözlenmektedir.

Borç - öz sermaye bileşimi ise hisse senedi kârlılığını önemli biçimde etkileyen bir faktördür. Faiz giderlerinin vergi açısından gider yazılması, borçlanma oranları çok kritik seviyelere ulaşmadıkça öz sermayenin kârlılığını olumlu yönde etkilemektedir.

Kâr dağıtım politikası, ortakların firma hakkındaki düşüncelerini etkilemesi açısından önemlidir. Hisse senedi sahipleri firmanın çok kârlı yatırımlara girdiğine inandıkları müddetçe düşük kâr paylarına rıza gösterebilirler, ancak genel olarak gözlenen tutum, yüksek oranda kâr payı dağıtan firmaların hisse senedi fiyatlarının yükseldiği şeklindedir.

Yönetici uygun finansal kararları verebildiği ölçüde, finansal amaca ulaşmanın araçlarını iyi kullanmış ve firmasının başarı düzeyini yükseltmiş olacaktır. Ulaşılan başarı düzeyini çeşitli göstergeler yardımıyla değerlendirmek mümkündür.

#### IV — Finansal Başarının Göstergeleri

Finansal amacı hisse senedi piyasa fiyatının maksimizasyonu olarak belirlediğimize göre, finansal başarının en iyi göstergesi de firmanın hisse senedinin piyasada işlem gördüğü fiyattır. Ancak bunun için gelişmiş bir sermaye piyasası bulunması ve hisse senetlerinin bu piyasada işlem görmeleri gerekmektedir. A.B.D. veya İngiltere gibi gelişmiş sermaye piyasasına sahip ülkelerde izlenebilecek bu yöntem ülkemiz şartlarında şimdilik mümkün görülmemektedir.

Finansal başarıyı değerlendirmek için uygulanabilecek bir diğer yöntem oran analizleridir. Firmanın bilanço ve gelir tablosu gibi finansal raporlarından yararlanarak çeşitli oranları hesaplanabilir. Hesaplanan değerleri gerek firmanın eski yıllarda sağladığı değerlerle, gerekse aynı yılda diğer firmaların sağladığı değerlerle karşılaştırmak suretiyle firmanın başarı durumu hakkında yorumda bulunulabilir. Zaman içinde genel ekonomik şartlardaki gelişmeler, enflasyon etkisi gibi faktörler gözönüne alındığında, ikinci yöntem daha gerçekçi görülmektedir. Yatay kesit analizi adını verdiğimiz bu yöntemin firmaları karşılaştırma işlevini yerine getirmesi, analiz edilecek firmaların;



- Aynı endüstride yer almaları,
  - Benzer büyüklükte olmaları,
  - Benzer muhasebe yöntemleri kullanmaları,
  - Benzer coğrafi koşullar içinde bulunmaları
- oranında artacaktır.

Oran analizleri aracılığıyla firmaların başarı düzeylerini karşılaştırmak istediğimizde, karşımıza önemli bir sorun çıkmaktadır. Karşılaştırma hangi orana veya oranlara göre yapılacaktır? Finansal tablolardan yararlanarak çok sayıda oran türetmek mümkündür. Bunların bir kısmı anlamlı değildir, bir kısmının aralarında etkileşim söz konusudur, bazıları yatırım kararlarının etkinliğini ölçerken bazıları finanslama kararlarının sonuçlarını yansıtır. Daha önemli bir sorun, farklı oranların firmanın başarı durumu hakkında zıt yönlü fikirler verebilmeleridir.

Bu sorunu çözmek için izlenebilecek yöntem, çok değişkenli bir başarı değerlendirme modeli kurmaktır. Tek bir oran değerine göre karar vermektense, firmanın çeşitli başarı kriterleri açısından elde ettiği derecelerin uygun bir biçimde ağırlıklı ortalamalarının alınması ve genel başarının böylece elde edilecek tek boyutlu büyüklüğe göre değerlendirilmesi mümkündür. Böylece hem firmanın durumu hakkında daha çok bilgi edinilmesi, hem de karşılaştırmalara uygun bir ölçü edinilmesi sağlanmış olacaktır. Böyle bir indeksi basit olarak şu şekilde ifade edebiliriz :

$$I = \sum_i a_i X_{ij} \quad (2)$$

Burada « $X_{ij}$ »ler analizde kullanılacak finansal oranları, « $a_i$ »ler bu oranlara verilecek ağırlıkları temsil etmektedir. Bu indeksin, finansal başarıyı 0 - 100 arasında değerlendirebilmesi için şu esaslara uyulması gerekecektir :

- i)  $\sum a_i = 1$  (3)
- ii)  $0 \leq X_{ij} \leq 100$  (4)

Cözülmesi gereken diğer bir sorun, hangi değişken yani finansal oranların ( $X_{ij}$ ) indekse dahil edilecekleridir.

#### V — Model Oluşturulması

Yukarıda görüldüğü gibi, performans indeksi oluşturmak için çözülmesi gereken üç sorun vardır :

- i) Hangi değişkenler indekse dahil edilecektir?
- ii)  $0 \leq X_{ij} \leq 100$  dönüştürmesi nasıl yapılacaktır?
- iii) « $a_i$ » katsayıları nasıl saptanacaktır?

Analizin sağlıklı sonuçlar verebilmesi açısından, kullanılacak değişkenler arasındaki iç korelasyonların mümkün mertebe düşük olması gerekmektedir. Bu sonuca ulaşılabilmesi, seçilecek her değişkenin farklı bir başarı kriterini temsil etmesi, diğer bir deyişle, firmanın farklı bir yönüne ışık tutması ile mümkündür.

Başarı değerlendirme konusunda çalışma yapan ve değişken seçimi amacıyla faktör analizi uygulayan yazarların vardıkları sonuçlar, firmalarla ilgili çok sayıda finansal oranın, aşağıda sıralanan gruplar halinde toplanabileceğini ve bu takdirde, farklı gruplardaki oranlar arasındaki korelasyonların düşük olacağını göstermektedir:

- 1 — Yatırımların getirisi - kârlılık
- 2 — Likidite
- 3 — Alacak devri
- 4 — Stok devri
- 5 — Sermaye devri
- 6 — Finansal kaldıraç

İki grupta toplanabilecek oranlar, firmanın başarısını oluşturan nedenlerden ziyade firmanın başarısının göstergeleri olarak yorumlanabilecek oranlardır. Bu nedenle başarıyı oluşturan bileşenlerden biri olarak kullanılmaları doğru olmayacaktır.

İki, üç, dört ve beşinci gruptaki oranlar, şu veya bu şekilde, firmanın yatırım kararlarından etkilenecek ve bu kararların hangi etkinlikle verildiğini yansıtacak oranlardır. Benzer şekilde, altıncı grupta, firmanın finanslama kararlarından etkilenecek oranlar yer almaktadır.

İki hariç, bu grupların her birini temsilen birer değişken içerecek bir model, daha önce belirtilmiş iki şart da sağlandığı takdirde, finansal başarıyı 0-100 arasında değerlendirecek bir performans indeksi haline getirilebilir.

Sağlanması gereken şartlardan ikincisi, ölçülen oran değerlerinin 0-100 arasında yeni değerlere dönüştürülmesidir. Bu değerler firmaların ilgili kriter açısından sağlamış oldukları performans seviyesini temsil edecektir. Bunu sağlamanın uygun bir yolu, her firmanın sektör içindeki göreceli konumunu «%» cinsinden belirlemektir. Örneğin «j» performans kriteri olarak likidite ve likiditeyi temsil etmek üzere «cari oran» seçilmiş olsun. Cari oranı diğer tüm firmalarınkinden yüksek olan firmanın likidite kriteri açısından elde edeceği performans seviyesi 100 olacaktır. Tüm firmaların % 40'ından daha yüksek bir cari orana sahip bir firma için yeni değer 40 olacaktır vb.. Performans kriterlerini temsil etmek üzere seçilen her oran için benzer bir hesaplama bütün firmalara uygulanabilir ve bu şekilde, oran değerleri 0-100 arasında yeni değerlere dönüştürülebilir.

«NX» adını vereceğimiz, yeni elde edilen bu değerler artık oranlarla ilgili ilk dağılımlardan bağımsız hale gelmişlerdir. Bu nedenle, «a<sub>i</sub>» katsayılarının hesaplanmasında regresyon, korelasyon gibi parametrik istatistik yöntemlerin kullanılması uygun değildir. Bu katsayıların subjektif değerlendirmeler, kişisel takdirlerle belirlenmesi düşünülebilir. Başka bir çözüm, bütün değişkenlere eşit ağırlık verilmesidir. Daha bilimsel olan yaklaşım, yine istatistik bir yöntemle başvurulması, ancak, parametrik olmayan bir yöntemin tercih edilmesidir.

Sıra korelasyonu yöntemi bu aşamada kullanılabilecek en uygun test olarak görülmektedir. « $\sum a_i NX_{ij}$ » şeklinde hesaplanacak performans skorlarıyla, finan-

sal başarıyı temsilen kullanılacak bir kârlılık oranı arasında yüksek sıra korelasyonu elde edilmesi, teşkil edilmiş performans indeksinin güvenilirliğini gösterecektir. Bu durumda sorun, çeşitli denemeler yaparak, en yüksek sıra korelasyonunu sağlayacak «a<sub>1</sub>» katsayılar setinin tespit edilmesinden ibarettir. Bu aşamada bir bilgisayar programından yararlanılması çok sayıda denemenin kısa sürede yapılabilmesini sağlayacaktır.

#### VI — Sektörel Bir Uygulama

Firmalar arası karşılaştırmaya yönelik analizlerin tutarlılığını etkileyen en önemli faktörlerden biri, karşılaştırılacak firmaların aynı endüstride bulunmaları-

# EMLAK KREDİ diyor ki:

- Bugüne kadar bir milyondan fazla aileyi 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,,



dir. Bu nedenle performans indeksinin sektör bazında hesaplanması daha uygundur. Bu durum göz önünde bulundurularak, yeterli sayıda firmayla ilgili veri temin edilebilen (\*) üç sektör için ayrı ayrı performans indeksleri hesaplanmaya çalışılmıştır. Veri temin edilebilen üç sektör; «Dokuma», «Çimento», «Metal eşya-Makine» sektörleridir. Bu üç sektörde 1979 - 1983 yıllarına ait bilanço ve gelir tablosu verileri elde edilebilen firma sayıları sırasıyla 50, 34 ve 50 olmuştur.

Analizde kullanılacak bağımsız değişkenlerin seçiminde şu kriterler gözetilmiştir :

- i) Seçilecek değişkenlerin daha önce sözü edilen gruptan birine dahil edilebilmesi.
- ii) Artan değerleri olumlu kabul edilebilecek oranların bağımsız değişken olarak seçilmeleri.
- iii) Seçilecek bağımsız değişkenler arasında korelasyonların düşük seviyelerde olması.

Bu kriterlere uygun olarak, aşağıdaki oranların analize dahil edilmesine karar verilmiştir :

- |                       |   |  |
|-----------------------|---|--|
| 1 - Likidite          | : | $X_1$ : Cari oran                              |
|                       | : | $X_2$ : Likit oran                             |
|                       | : | $X_3$ : Net çalışma sermayesi/Toplam varlıklar |
| 2 - Alacak devri      | : | $X_4$ : Satışlar/Alacaklar                     |
| 3 - Stok devri        | : | $X_5$ : Satılan malın maliyeti/Stoklar         |
| 4 - Sermaye devri     | : | $X_6$ : Satışlar/Sabit varlıklar (net)         |
|                       | : | $X_7$ : Satışlar/Toplam varlıklar              |
| 5 - Finansal kaldıraç | : | $X_8$ : Toplam borç/Toplam varlıklar           |

Performans fonksiyonu aranırken, aynı grupta yer alan oranlar sırayla analize dahil edilerek hangisiyle daha iyi sonuç alınabileceğine bakılmıştır.

Bu değişkenlere ilaveten, firma ölçeğinin kârlılık üzerinde herhangi bir etkisi olup olmadığının irdelenmesi amacıyla, toplam varlıklar değişkeni ( $X_9$ ) de analize dahil edilmiştir.

Herhangi bir yılda meydana gelebilecek arızı etkilerin tesirini giderebilmek amacıyla, 1980, 1981, 1982 yıllarına ait oran değerlerinin ortalaması alınmıştır. Bu değerler üzerinden hesaplanan korelasyon matrisleri, likidite oranları ( $X_1$ ,  $X_2$ ,  $X_3$ ) arasında % 75 - 90 arasında değişen, sermaye devri oranları ( $X_6$ ,  $X_7$ ) arasında % 60 - 70 arasında değişen korelasyon bulunduğunu, farklı gruptaki oranlar arasındaki korelasyonların ise % 50'nin altında kaldığını ve analizleri bozacak büyüklüklere erişmediğini göstermektedir.

Gözlem değerlerinin ( $X_{ij}$ ), 0 - 100 arasında yeni değerlere dönüştürülmesinde, yukarıda sözü edilen yöntem uygulanmıştır. Bunun için, her oranın sektör

(\*) Firmalarla ilgili veriler, firma isimleri saklı kalmak kaydıyla, Sermaye Piyasası Kurulu Araştırma Bölümü Başkanlığı'ndan temin edilmiştir.

içinde nasıl bir dağılım gösterdiği araştırılmış, ilgili dağılımın parametrelerinden yararlanılarak « $X_{ij}$ » değerleri belirlenmiştir.

« $NX_{ij}$ » değerleri hesaplandıktan sonra son olarak, « $a_j$ » katsayılarının belirlenmesi aşamasına gelinmiştir. Daha önce belirtildiği gibi bu aşamada, bağımlı bir değişkenle, herhangi bir « $a_j$ » katsayısı setine göre hesaplanmış performans skorları arasında sıra korelasyon katsayısı (Spearman  $r_s$ ) aranmış, katsayı seti sürekli değiştirilerek, bu korelasyonun en yüksek değeri aldığı « $a_j$ » katsayı seti bulunmuştur. Bağımlı değişken olarak (Y), finansal amaca ulaşmanın temsilcisi olabileceği düşünülen, «Dönem kârı/Öz sermaye» oranı kullanılmıştır. Bir bilgisayar programı aracılığıyla yürütülen aşamalar sonucunda her üç sektör için elde edilen sonuçlar şöyledir :

$$\text{Dokuma} : PI = .48 NX_1 + .12 NX_2 + .01 NX_3 + .22 NX_7 + .17 NX_8$$

$$\text{Çimento} : PI = .51 NX_3 + .07 NX_4 + .06 NX_5 + .21 NX_6 + .15 NX_8$$

$$\text{Metal eşya} : PI = .49 NX_3 + .01 NX_4 + .39 NX_7 + .10 NX_8 + .01 NX_9$$

Görüldüğü gibi, her üç sektör için likidite oranları en yüksek katsayıları almış, dokuma ve metal eşya sektörlerinde sermaye devri oranı ikinci derecede önemli oran olmuş, borçluluk oranı ise her üç sektörde anlamlı katsayılar almıştır. Bu durum, analizin yapıldığı dönemin özellikleri ile oldukça uyum halindedir. Gerçekten, analiz dönemi, imalat sektöründe önemli likidite sıkıntısının yaşandığı, enflasyonun yüksek boyutlara ulaştığı bir dönemdir. Dolayısıyla likidite durumları sağlam olan, reel faiz oranının oldukça düşük olmasından yararlanarak borçluluk oranlarını arttıran firmalar, diğerlerinden daha başarılı olabilmişlerdir.

## VII — Sonuç

Bu yazıda firmaların finansal tablo verilerinden hareketle, finansal başarılarını 0 - 100 arasında ölçecek çok değişkenli bir performans indeksi modeli önerilmeye çalışılmıştır. Bunun için, firmanın amacının ne olduğu açıklanmaya çalışılmış, amaca ulaşmanın araçları ve başarı göstergeleri tanılandıktan sonra, çok değişkenli bir gösterge olarak geliştirilen yeni bir model önerisi getirilmiştir. 1980 - 1982 yılları arasında, üç sektörde yapılan uygulama oldukça olumlu sonuçlar vermiş, modelin kullanılabilirliği hakkında umut verici olmuştur. Ele alınan sektör ve döneme göre, finansal başarıyı etkileyen değişkenlerin ve katsayıların farklı olabileceği kuşkusuzdur. Ancak belli bir dönem ve sektör için performans fonksiyonu belirlendikten sonra firmaları karşılaştırmak, doğru bir şekilde sıralayabilmek mümkün olabilmekte, böylece gerek kredi kurumlarına, gerek yatırımcılara, gerekse firma yöneticilerine ilgilendikleri firmanın endüstri içindeki görece durumu hakkında fikir sahibi olma imkânı sağlanabilmektedir.

◆ Umudunu kaybetmiş olanın, kaybedecek başka şeyi yoktur.

*Boise*

◆ Doğal bitkiler gibi, doğal yetenekler de bakılmak ister.

*Bacon*

# DİŞ BASINDAN

Derleyen :  
DOÇ. DR. GÜLSEREN İZMİR

## KÜÇÜLEN DEVLER (\*)

**C**OLUMBIA Üniversitesi profesörlerinden Jagdish Bhagwati'ye göre (\*\*), bugün Amerikan politikacıları dış ticaret ve korumacılık konularında yeni yaklaşımlar ortaya koyduklarını zannetseler de, aslında yalnızca eski hikâyeleri tekrarlamaktadırlar. Amerikan ekonomisindeki son gelişmeler, 19. yüzyıl sonlarında İngiliz ekonomisinde gözlenmiş olan durum ile büyük paralellik göstermektedir. Politikacıların gelişmelere gösterdikleri tepkiler ise şaşılacak ölçüde birbirine benzemektedir.

1870 - 1913 arasında, İngiltere'nin dünya sanai üretimindeki payı % 32'den % 14'e düşmüştü. Almanya ile Amerika'nın payları ise artmıştı. 1950 - 1980 arasında ise, dünya ülkeleri arasında Amerika'nın GSYİH payı % 40'tan % 22'ye düştü. Japonya'nın payı % 2'den % 9'a; Avrupa'nınki ise % 21'den % 30'a çıktı. Bu iki devin (İngiltere ve Amerika) dünya ticaretindeki payları da düşüş gösterdi: İngiltere'ninki 1880 - 1913 arasında % 41'den % 30'a inerken, Amerika'nınki 1950 - 1980 döneminde % 17'den % 11'e indi.

İthalat açısından bakıldığında da, iki ülkedeki gelişmelerde büyük benzerlikler görülmektedir. İngiltere ilk sanayileşen ülke olduğundan, yerli üreticiler iç pazarda önemli bir rekabetle karşılaşmamışlardı. Böylece, 1860'da imalat sanayi ürünleri İngiltere'nin ithalatının yalnızca % 6'sını oluşturuyordu. 1900 yılında ise bu oran % 25'e çıkmıştı. 1950'den beri Amerika'nın ithalatında imalat sanayii ürünlerinin payı bazen artmış, bazen azalmıştı. Ancak, Amerika'da korumacılık hareketlerinin hızlandığı 1980 - 1984 döneminde bu oran % 51'den % 68'e fırladı.

Yine, her iki ülkede de hızla büyüyen ticaret açığı ile karşı karşıya kaldılar.

(\*) The Economist, 2 Mayıs 1987.

(\*\*) «The Return of the Reciprocity: US Trade Policy Today», Jagdish Bhagwati ve Douglas Irvin, The World Economy'de basılacak.

içinde nasıl bir dağılım gösterdiği araştırılmış, ilgili dağılımın parametrelerinden yararlanılarak « $X_{ij}$ » değerleri belirlenmiştir.

« $NX_{ij}$ » değerleri hesaplandıktan sonra son olarak, « $a_j$ » katsayılarının belirlenmesi aşamasına gelinmiştir. Daha önce belirtildiği gibi bu aşamada, bağımlı bir değişkenle, herhangi bir « $a_j$ » katsayısı setine göre hesaplanmış performans skorları arasında sıra korelasyon katsayısı (Spearman  $r_s$ ) aranmış, katsayı seti sürekli değiştirilerek, bu korelasyonun en yüksek değeri aldığı « $a_j$ » katsayı seti bulunmuştur. Bağımlı değişken olarak (Y), finansal amaca ulaşmanın temsilcisi olabileceği düşünülen, «Dönem kârı/Öz sermaye» oranı kullanılmıştır. Bir bilgi-sayar programı aracılığıyla yürütülen aşamalar sonucunda her üç sektör için elde edilen sonuçlar şöyledir:

$$\text{Dokuma} : PI = .48 NX_1 + .12 NX_4 + .01 NX_5 + .22 NX_7 + .17 NX_8$$

$$\text{Çimento} : PI = .51 NX_3 + .07 NX_4 + .06 NX_5 + .21 NX_8 + .15 NX_9$$

$$\text{Metal eşya} : PI = .49 NX_3 + .01 NX_4 + .39 NX_7 + .10 NX_8 + .01 NX_9$$

Görüldüğü gibi, her üç sektör için likidite oranları en yüksek katsayıları almış, dokuma ve metal eşya sektörlerinde sermaye devri oranı ikinci derecede önemli oran olmuş, borçluluk oranı ise her üç sektörde anlamlı katsayılar almıştır. Bu durum, analizin yapıldığı dönemin özellikleri ile oldukça uyum halindedir. Gerçekten, analiz dönemi, imalat sektöründe önemli likidite sıkıntısının yaşandığı, enflasyonun yüksek boyutlara ulaştığı bir dönemdir. Dolayısıyla likidite durumları sağlam olan, reel faiz oranının oldukça düşük olmasından yararlanarak borçluluk oranlarını arttıran firmalar, diğerlerinden daha başarılı olabilmişlerdir.

## VII — Sonuç

Bu yazıda firmaların finansal tablo verilerinden hareketle, finansal başarılarını 0 - 100 arasında ölçecek çok değişkenli bir performans indeksi modeli önerilmeye çalışılmıştır. Bunun için, firmanın amacının ne olduğu açıklanmaya çalışılmış, amaca ulaşmanın araçları ve başarı göstergeleri tanıttıldıktan sonra, çok değişkenli bir gösterge olarak geliştirilen yeni bir model önerisi getirilmiştir. 1980 - 1982 yılları arasında, üç sektörde yapılan uygulama oldukça olumlu sonuçlar vermiş, modelin kullanılabilirliği hakkında umut verici olmuştur. Ele alınan sektör ve döneme göre, finansal başarıyı etkileyen değişkenlerin ve katsayıların farklı olabileceği kuşkusuzdur. Ancak belli bir dönem ve sektör için performans fonksiyonu belirlendikten sonra firmaları karşılaştırmak, doğru bir şekilde sıralayabilmek mümkün olabilmekte, böylece gerek kredi kurumlarına, gerek yatırımcılara, gerekse firma yöneticilerine ilgilendikleri firmanın endüstri içindeki görelî durumu hakkında fikir sahibi olma imkânı sağlanabilmektedir.

◆ Umudunu kaybetmiş olanın, kaybedecek başka şeyi yoktur.

◆ Doğal bitkiler gibi, doğal yetenekler de bakılmak ister.



## DIŞ BASINDAN

Derleyen :  
DOÇ. DR. GÜLSEREN İZMİR

### KÜÇÜLEN DEVLER (\*)

**C**OLUMBIA Üniversitesi profesörlerinden Jagdish Bhagwati'ye göre (\*\*), bugün Amerikan politikacıları dış ticaret ve korumacılık konularında yeni yaklaşımlar ortaya koyduklarını zannetseler de, aslında yalnızca eski hikâyeleri tekrarlamaktadırlar. Amerikan ekonomisindeki son gelişmeler, 19. yüzyıl sonlarında İngiliz ekonomisinde gözlenmiş olan durum ile büyük paralellik göstermektedir. Politikacıların gelişmelere gösterdikleri tepkiler ise şaşılacak ölçüde birbirine benzemektedir.

1870 - 1913 arasında, İngiltere'nin dünya sınai üretimindeki payı % 32'den % 14'e düşmüştü. Almanya ile Amerika'nın payları ise artmıştı. 1950 - 1980 arasında ise, dünya ülkeleri arasında Amerika'nın GSYİH payı % 40'tan % 22'ye düştü. Japonya'nın payı % 2'den % 9'a; Avrupa'ninki ise % 21'den % 30'a çıktı. Bu iki devin (İngiltere ve Amerika) dünya ticaretindeki payları da düşüş gösterdi: İngiltere'ninki 1880 - 1913 arasında % 41'den % 30'a inerken, Amerika'ninki 1950 - 1980 döneminde % 17'den % 11'e indi.

İthalat açısından bakıldığında da, iki ülkedeki gelişmelerde büyük benzerlikler görülmektedir. İngiltere ilk sanayileşen ülke olduğundan, yerli üreticiler iç pazarda önemli bir rekabetle karşılaşmamışlardı. Böylece, 1960'da imalat sanayi ürünleri İngiltere'nin ithalatının yalnızca % 6'sını oluşturuyordu. 1900 yılında ise bu oran % 25'e çıkmıştı. 1950'den beri Amerika'nın ithalatında imalat sanayi ürünlerinin payı bazen artmış, bazen azalmıştı. Ancak, Amerika'da korumacılık hareketlerinin hızlandığı 1980 - 1984 döneminde bu oran % 51'den % 68'e fırladı.

Yine, her iki ülkede de hızla büyüyen ticaret açığı ile karşı karşıya kaldılar.

(\*) The Economist, 2 Mayıs 1987.

(\*\*) «The Return of the Reciprocitarians: US Trade Policy Today», Jagdish Bhagwati ve Douglas Irvin, The World Economy'de basılacak.

1903'de Joseph Chamberlain'in önderliğini yaptığı gümrük reformu kampanyası esasında İngiltere'nin ticaret açığı 181 milyon sterlin idi. Amerika'nın ticaret açığı ise 1980'de 28 milyar dolar iken 1986'da 150 milyar dolara ulaşmıştır. Bu sorunun yanı sıra, her iki ülke de ulusal ekonomilerinin çeşitli sorunlarıyla uğraşmak zorunda kalmışlardır. İngiltere'de sinai üretim artış hızı 1855 - 1872 arasında ortalama % 3.2 iken, 1872 - 1900 arasında % 2.2'ye düşmüştü; ayrıca 1880'lerin sonlarında işsizlik oranı da çok yükselmişti. Amerika'da da 1950 ve 1960'larda yılda % 4 civarında olan büyüme hızı, son 10 yıldır % 2.4 civarında seyretmektedir.

İki ülkenin de ekonomik güveni, yani dış rekabetin ülkenin ekonomik performansını artırmaya yarayacak bir faktör olduğu inancı, giderek sarsılmakta ve yerini çekingenlik ve dış dünyanın sert etkilerinden korunma isteğine bırakmaktadır. Amerikan korumacılık taraftarları, farkında olmasalar da, 1900'lerde İngiliz korumacılık taraftarlarının ortaya sürdükleri görüşleri tekrarlamaktadırlar. Bu görüşlerin dayanak noktası ise, soruna karşı tarafın neden olduğu doğrultusundaki yakınlardır. Chamberlain de, Reagan da dış ticaretteki sorunların nedenini diğer ülkelerin korumacılık tedbirlerinde bulmuşlardır.

Diğer bir iddia ise ekonomik verimliliğin korumacılık tedbirlerini zorunlu kıldığıdır. Zira, eğer yabancılardan yerli pazara gereğinden fazla girmesine göz yumulursa, ülke bir «sanayisizleşme» sürecine girecektir.

Bugün, korumacılık büyük ölçüde mütekabiliyet fikrinin ardına gizlenmektedir. Burada öne sürülen görüş, gümrük vergileri vs. gibi tedbirler uygulayan ülkelere karşı, benzer uygulamalarda bulunmak; böylece bu ülkeleri hareket tarzlarını değiştirmeye zorlayarak, uzun vadede serbest ticaretin gelişmesine yardım etmektir. Amerika'nın Japon elektronik sanayii ürünlerine uygulamaya başladığı % 100 oranındaki yeni gümrük vergileri de bu düşünceden kaynaklanmaktadır. Bu görüş de pek orijinal değildir; zira, 19. yüzyılda da yeni pazarlara tatlılıkla değil, ancak zorlamayla girilebileceğini savunan pek çok kişi olmuştur.

İngiltere'de bu hareketler 1906'da liberal hükümetin başa gelmesi ile son bulmuştur. Hareketin hızını kaybetmesinde, işçi partisinin, korumacılık tedbirlerinin yiyecek fiyatlarını arttırmasından çekinmesi de önemli rol oynamıştır.

Bugün Amerika'daki korumacılık dürtüsünün, 80 yıl öncesinin İngiltere'sinde olduğundan daha kuvvetli görünmesinin nedenlerini ise Profesör Bhagwati şöyle açıklamaktadır: İngiltere yaklaşık 50 yıl süreyle tek yönlü olarak serbest ticaret uygulamış ve böyle bir gelenek oluşturmuş iken, geleneksel Amerikan dış ticaret politikası mütekabiliyet esasına dayanmaktadır. Ayrıca politik ortam, serbest ticarete inanan pek çok kişiyi de, daha sert tedbirlerden korktukları için, korumacılık yanlıları ile anlaşma zemini aramaya itmektedir. Amerika'da korumacılık hareketi böylece hız kazanmaya devam etmekte, evvelce serbest ticaret taraftarı görünen Başkan Reagan da hareketi destekler gözükmekte, sonuçta korumacılık tedbirlerinin yükünü çekecek olan tüketiciler ise sessiz kalmaktadırlar.

# 1987 YILINDA NE OLACAK?

## OKURLARIMIZIN TAHMİNLERİ

Doç. Dr.  
MEHMET ŞÜKRÜ TEKBAŞ

**D**ERGİMİZİN düzenlediği «1987 Yılında Ne Olacak?» anketi bu yıl da ilgi görmüştür. Her yıl tekrarlanan ve ekonomideki çeşitli göstergelerin tahminini içeren bu ankette en isabetli tahmini yapan okurlar, gelecek yıl belirlenecektir. 43 okurun katıldığı ankette ekonomik göstergelerle ilgili görüşler aşağıda ele alınmaktadır.

**1 - GSMH Reel Büyüme Hızı:** Ekonomideki reel büyümeyi, diğer bir deyişle üretim gücünün büyümesini enflasyondan arındırılmış olarak gösteren bu gösterge için en düşük tahmin % 4.5, en yüksek tahmin % 7.5; aritmetik ortalama tahmin % 5.44 ve medyan tahmin % 5.70'dir. 1986 yılı için medyan tahmin % 4.95 iken gerçekleşen % 7.9 olmuştur. Okurlar 1987 yılında 1986'ya oranla daha iyimser tahminde bulunurken, 1986 yılının gerçekleşen büyüme hızının gerisinde bir tahminde bulunmuşlardır.

**2 - Enflasyon Hızı:** En düşük tahmin % 24, en yüksek tahmin % 48, ortalama tahmin % 31.27 ve medyan tahmin % 29.5'tur. 1986 yılı için okurlar % 36.1 oranında bir enflasyon hızı öngörmüş iken DİE Toptan Eşya Fiyatları Endeksi % 29.6 artmış ve tahminin % 82'si düzeyinde gerçekleş-

miştir. Okurlar 1987 yılında 1986 yılı enflasyonunun tekrarlanacağı, bu alanda bir değişiklik olmayacağı görüşündedirler.

**3 - Banknot Hacmi:** Para arzının bir ölçüsü olarak kullanılan banknot hacmi için okurlar en düşük 2.2 trilyon TL, en yüksek 4.5 trilyon TL tahminde bulunmuşlardır. Ortalama tahmin 2.87 trilyon TL ve medyan da 2.92 trilyon TL'dir. 1986 yılı için medyan tahmin 1.73 trilyon TL iken gerçekleşme 1.9 trilyon TL düzeyinde olmuştur. Gerçekleşen hacim, tahmini % 10 oranında aşmıştır. 1987 yılı için okurlar 1986 yılında gerçekleşene göre % 53 oranında artan bir banknot hacmi öngörmektedirler.

**4 - Kredi Hacmi:** 1987 yılı için en düşük kredi hacmi tahmini 8.0 trilyon TL, en yüksek 15.95 trilyon TL, ortalama 10.67 trilyon TL ve medyan 10.97 trilyon TL'dir. Okurlar 1986 yılı 6.25 trilyon TL'lik kredi hacmi beklerken, gerçekleşme bunun % 52 oranında üstünde 9.5 trilyon TL düzeyinde olmuştur. 1987 yılı için öngörülen tahmin, 1986'da gerçekleşen kredi hacminin % 15 üzerindedir.

**5 - Mevduat Hacmi:** Mevduat hacmiyle ilgili en düşük tahmin 7 trilyon TL, en yüksek tahmin 16 tril-

yon TL, ortalama 12.8 trilyon TL ve medyan tahmin de 12.0 trilyon TL'dir. 1986 yılı için 8.25 trilyon düzeyinde bir mevduat hacmi tahmin edilirken, gerçekleşen hacim bunun % 25 oranında üstünde ve 10.3 trilyon düzeyinde olmuştur. 1987 yılı için okurlar mevduat hacminde % 16.3 oranında bir artış beklemektedir.

**6 - Mevduat Faiz Oranı:** Tahminde en düşük değer % 26, en yüksek % 46, ortalama % 38.52 ve medyan % 39.0'dur. Halen bir yıllık vadeli mevduat faiz oranı % 43 olduğuna göre okurlar yıl sonuna kadar yaklaşık % 10 oranında bir düşme beklemektedir. 1986 yılı için % 47.3 oranında faiz beklenirken, bu % 52 düzeyinde gerçekleşmişti. 1987 yılı için okurlar, faiz oranlarının yılın ilk aylarındaki düşme trendinin devam ettireceğini tahmin etmektedir.

**1986 Yılı Kesin Sonuçlarına  
En Yakın Tahminleri  
Yapan Okurlarımız (\*):**

- Üstün AKMEN  
Etiler - İstanbul
- Bayram AYDIN  
Cebeci - Ankara
- Dr. Mustafa ÇIKRIKÇI  
Trabzon
- Yusuf LİMAN  
Fındıklı - İstanbul

(\* ) Soyadlarının alfabetik sırasına göre açıklanmaktadır.

**7 - İhracat:** 1986 yılında ihracatın, hedeflerin altında kalması üzerine, okurlar 1987 yılı için de çok iyimser değildiler. En düşük tahmin 6.7 milyar dolar, en yüksek 9.4 milyar dolar, ortalama 8.38 milyar dolar ve medyan da 8.5 milyar dolardır. 1986'da 8.167 milyar dolarlık ihracat beklenirken, gerçekleşme bunun % 9.7 oranında gerisinde 7.457 milyar dolar düzeyinde olmuştur. Okurlar 1987 yılı için bunun % 14 oranında artırılacağına öngörmektedir.

**8 - İthalat:** 1987 yılı için en düşük ithalat tahmini 10.5 milyar dolar, en yüksek 14.2 milyar dolar, ortalama 11.87 milyar dolar ve medyan 11.95 milyar dolardır. Okurlar 1986 için 11.133 milyar dolarlık ithalat tahmin etmişken, fiili ithalat buna çok yakın bir düzeyde 11.105 milyar dolar olarak ortaya çıkmıştır. Burada hata payı sadece % 25'tir. 1987 yılı için okurlar ithalatın % 7.6 artacağını öngörmektedir.

**9 - Dolar Kuru:** Okurlar 1987 yılı sonunda en düşük dolar kuru olarak 790 TL, en yüksek 1.093 TL, ortalama 949,60 TL ve medyan kur olarak 950 TL öngörmektedir. 1986 yılı için okurlar 770 TL'lik bir kur tahmin etmişken, gerçekleşen kur bunun altında 756 TL düzeyinde kalmıştı. Okurlar TL için 1986 yılında dolara karşı % 32.8 bir değer kaybı beklerken 1987'de % 25.3 oranında bir değer kaybı beklemektedir.

**10 - İşçi Dövizleri:** En düşük tahmin 1 milyar dolar, en yüksek 2.2 milyar dolar, ortalama 1.73 milyar dolar ve medyan 1.8 milyar dolardır. 1986'da yurda 1.22 milyar dolar işçi dövizinin gireceği tahmin edilmişken, bunun % 10.3 altında 1.63 milyar do-



larlık işçi dövizini girmiştir. Okurlar 1987 yılında 1986 tahminine yakın bir işçi dövizini beklemektedir. Ancak bu, işçi dövizlerinin giderek düşeceği yolunda bir beklenti olmaktadır.

11 - Cumhuriyet Altını: 1987 yılı sonunda altının fiyatı olarak en dü-

şük tahmin 85 bin TL, en yüksek 120 bin TL, ortalama 95.840 TL ve medyan 90.500 TL'dir. 1986'da altının 61 bin TL düzeyinde olması beklenirken, gerçekleşme bunun % 13 üzerinde 69 bin TL düzeyinde olmuştur. Okurlar 1987'de altının % 31 oranında değer kazanacağını beklemektedir.

## OKUR TAHMİNLERİ

(Genel Olarak)

	1987 Tahmini (Medyan)	1986 Tahmini (Medyan)	1986'da Gerçekleşen
1 — GSMH Reel Büyüme Hızı (%)	5,70	5,70	7,9
2 — Enflasyon Hızı (%)	29,5	36,1	29,6
3 — Banknot Hacmi (Milyar TL)	2920	1733	1908
4 — Kredi Hacmi (Milyar TL)	10970	6250	9502,4
5 — Mevduat Hacmi (Milyar TL)	12000	8250	10317
6 — Mevduat Faiz Oranı (%) (Bir yıllık tasarruf mevduatı)	39	47,3	52
7 — İhracat (Milyar Dolar)	8,500	8,167	7,457
8 — İthalat (Milyar Dolar)	11,950	11,133	11,105
9 — Dolar Kuru (TL)	947,60	700	756
10 — İşçi Dövizleri (Milyar Dolar)	1,800	1,820	1,633
11 — Cumhuriyet Altını (1000 TL)	90,5	61	69

Sayın Okurumuz,

1987 yılı abonemenizi yenilediğiniz için;

teşekkür ederiz.

**BEYNELMİLEL NORMLARA UYGUN  
YÜKSEK KALİTELİ  
MUHTELİF TİP VE ÇAPLARDA**



devlet,  
milli bankalar ve halk  
iştirakinin kurduğu bir  
sanayi müessesesi



**ÇELİK HALAT VE  
TEL SANAYİİ A.Ş.**

• muhtelif tip vinci • asansör • sondaj • hava nakliyat • TELEFERİK-TELESİJ-TELESKI  
• maden ihraç • dozer • ekskreyör • ekskavator • deniz DİKME-GERME-MANEVRA  
• elektrik nakilleri topraklama • televizyon antenleri dıkme HALATLARI  
• yatık koltuk yaylarında • bloklet jant TELLERİNDE  
• yüksek rezistanlı ÇELİK TELLER

# AYIN EKONOMİK OLAYLARI

DR. YILDIRIM KILKIŞ

## Erken Seçim Bahanesi

**I**KTİDARDA olmayan partilerin her zaman destekleyecekleri bir konu olan «erken seçim», Özal Hükümeti tarafından canlandırılmış ve bu durum hükümetin ekonomiyi ilgilendiren çeşitli uygulamalarının, kararlarının ve görüşlerinin yorumlanmasına yeni boyutlar getirmiştir.

Erken seçim havası yaratılarak, bütün partilerin katılımıyla Anayasa'da bazı önemli değişiklikler yapmak ve bu değişikliklerle iktidara daha geniş yetkiler sağlayarak muhalefeti yıpratmak; bu yorumların bir grubunu teşkil etmektedir. Yorumların diğer bir bölümü; Cumhuriyetimizin kuruluşundan beri benimsenen «laiklik» ilkesinin demokrasi bahanesiyle aşındırılması, hatta yok edilmesi için ortam hazırlanmasına ilişkindir.

Politik yönleriyle genel olarak böyle özetlenebilecek bu yorumların ekonomimizi ilgilendirenlerine de, kısaca değinmek istiyoruz. Bunların başında, tarım kesimini teşvik eden tedbirler gelmektedir. Tarımı teşvik tedbirlerinin devlete 30 milyarlık yük getireceği Başbakan Özal tarafından açıklanmıştır. Bunun yanında, Meslek Vergisi'nin kaldırılması, organize sanayi siteleri ve bölgelerinde yapılacak binaların 5 yıl süre ile Emlak Vergisi'nden muaf tutulmaları için kanun teklifi hazırlanması, Bakanlar Kurulu tarafından kararlaştırılmıştır. Ayrıca, memurların maaş katsayısının artırılması için de hazırlıklar yapıldığı duyulmaktadır.

Erken seçimin, iktidar partisi milletvekillerinin çoğunluğu tarafından pek kabul görmeyeceği iddiaları yaygındır. Özel sektör temsilcileri de erken seçimin zamansız olduğu görüşünde birleşmektedirler. Bu görüşler, erken seçim halinde, hükümetin önceden belirlenmiş hedeflerine ulaşamayacağı; istikrar tedbirlerinde değişiklik yapılması halinde de, zaten mevcut bütçe açıkları dolayısıyla ekonominin daha da zor duruma düşeceği şekillerinde ortaya konulmaktadır. Diğer bir görüş ise, hükümetin saptadığı hedeflere varamayacağını anlaması nedeni ile erken seçim havasının yaratıldığı yolundadır.

Bu görüşler; enflasyon hızındaki artış, aşırı ölçüdeki kamu yatırımları, iç ve dış borçların artması gibi olaylara dayanmaktadır. Görüşler ve kanılar ne olursa olsun, politikada olduğu kadar, ekonomide de meydana gelen yeni olaylar vardır. Bu olaylardan sütunumuzu ilgilendiren başlıcalarını şöylece açıklamak mümkündür :

### Tarım Üretimini Teşvik Kararları

3 Mayıs 1987 tarihli Resmi Gazete'de yayınlanan Bakanlar Kurulu Kararı ile;

- Çiftçilerin düşük faizli (faiz oranı % 22) ve ipotek aranmaksızın kredi kullanmaları,
- Süt üreticilerine teşvik primi ödenmesi,
- Zirai mücadele ilaçları ve hayvan sağlığında kullanılan ilaçlar için çiftçilere destekleme ödemesi,

tedbirleri yürürlüğe girmiş ve bunlara ilişkin Para ve Kredi Kurulu'nun tebliğleri de açıklanmıştır.

### Hayat Pahalılığı ve Fiyat İndeksleri Kargaşası

Fiyat artışlarının son birkaç ay içinde hızlandığı, fiyat indeksleriyle belirlenmiştir. Bilindiği gibi, ülkemizde halen 3 ayrı kuruluş tarafından fiyat indeksleri hazırlanmaktadır. Devlet İstatistik Enstitüsü (DİE), Hazine ve Dış Ticaret Müsteşarlığı (HDTM) ile İstanbul Ticaret Odası (İTO) tarafından yayınlanan fiyat indeksleri arasında farklar bulunmakta; bu farklar büyük ise, hangi indeksin gerçeği daha iyi yansıttığı hususunda tereddütler olmaktadır.

Nitekim, geçtiğimiz ay yayınlanan 1987 Nisan ayına ait HDTM'nin İstanbul Geçinme İndeksi 6.2 iken, DİE'nin indeksi 1.6 ve İTO'nun indeksi ise 3.3 olmuştur. Toptan Eşya Fiyatları İndeksi ise HDTM'ye göre 2, İTO'ya göre ise 2.7'dir.

Gerçekte, fiyat indekslerinde, temel alınan yıla, indekslerin hesaplanmasında kapsama giren maddelerin cinslerine ve sayısına, bu maddelerin geçinme harcamalarındaki ağırlıklarına göre farklılıklar olduğu sürece, indekslerin farklı sonuçlar vermesi normaldir. Nitekim İTO'nun halen hesaplamalarında aldığı temel yıl 1955 - 1956'dır. HDTM'nin hesaplamalarında ise temel yıl 1938'dir. DİE ise 1980'yi temel yıl olarak almaktadır. Ayrıca, İTO'nun indekslerinde 107 maddenin fiyatları göz önünde tutulurken, DİE 257 maddenin, HDTM ise 95 - 100 maddenin fiyatlarını hesaplamalar kapsamına almaktadır.

Fiyat indekslerinin hazırlanması yetkisine gelince; 5590 sayılı Ticaret ve Sanayi Odaları ve Ticaret Borsaları Kanunu'nun 5'inci maddesinin «C» fıkrasına göre, Odalar ve Borsalar bu tür indeksler ve istatistikler hazırlamakla görevlidirler. Buna karşılık 319 sayılı Kanun Hükmünde Kararname ile, Devlet İstatistik Enstitüsü'ne de indeks hazırlama görevi verilmiştir. Bu durumda her kuruluş yürürlükteki mevzuat çerçevesinde kendi görevini yapmaktadır.

### İç Borçlar

Hükümetin, bütçe açıklarını kapatılabilmek için, (fonlar dışında) iç borçlanma yolu ile yeni kaynaklar yaratmaya yönelik uygulamaları devam etmektedir. Bu uygulamaların son örneği, geçen ay içinde ihraç edilen 30 milyar lira tutarındaki «Gelir Ortaklığı Senedi»dir. Senet satışlarının beklenen ilgiyi görmemesi üzerine, bu uygulama, kamu kuruluşlarınca senetlerin satın alınması şekline dönüşmektedir. Yakında döviz indeksli tahvillerin de satışa sunulacağı ifade edilmektedir.



Devletin senet veya tahvil çıkarmak suretiyle kullandığı yöntemlerin, daha etkili olabilmesi amacıyla; bu kıymetli belgeleri satın alanların elde etmeyi arzuladıkları ek gelirin, enflasyonla azalmaması için, döviz indeksli sisteme geçilmesi akılcı bir yol olarak görülmektedir. Bu arada, bütçe açıklarının büyümesi dolayısıyla, geçen ay 68 milyar liralık Hazine bonosunun, Toplu Konut ve Kamu Ortaklığı Fonu tarafından satın alındığı öğrenilmiştir.

### **Protestolar ve İflaslar**

Nakit sıkıntısının yanında ödeme güçlükleri ve sermaye erozyonu, birçok firmayı zor durumda bırakmaktadır. Türkiye Odalar Birliği'nin 1986 yılına ait raporları içeren yıllık raporunda, 1936 yılındaki iflasların 1985'e göre % 13.6 oranında arttığı belirtilmektedir. Senet protestoları tutarı ise, 1986 yılında 976 milyar liraya ulaşmıştır. Bu rakam 1985 yılında 449 milyar lira idi. Böylece bir yıl öncesine göre 1986 yılında protestolu senetlerdeki artış oranının % 117 olduğu görülmektedir.

### **Şirket Kurtarma Operasyonları**

Kısaca «Şirket Kurtarma Yasası» adı verilen 3332 sayılı Kanun'un sağladığı imkânlardan yararlanmak üzere, iki önemli uygulama konusunda hazırlıklar devam etmektedir. Bunlardan birisi Türkiye Öğretmenler Bankası ile ilgilidir. Kısaca TÖBANK diye bilinen bu bankanın, nakit darboğazından kaynaklanan zor durumu dolayısıyla; Halk Bankası, Emlak Kredi Bankası ve Ziraat Bankası'nın ortaklığıyla kurtarılmasına çalışılmış; fakat bankanın yine de zor durumdan kurtulamaması üzerine, Hazine'nin de bankaya ortaklığı söz konusu edilmeye başlamıştır. Diğer uygulama Türk Otomotiv Endüstrileri A.Ş. (TCE) ile ilgilidir. TOE'nin 5 milyarı bulan borçları dolayısıyla Şirket Kurtarma Yasası'ndan yararlanması için Ziraat Bankası'nın devreye girdiği anlaşılmaktadır.

### **Vergi Usul Kanunu ile İlgili Tebliğ**

9 Mayıs 1987 tarihli Resmi Gazete'de yayınlanan Vergi Usul Kanunu Genel Tebliği sıra no. 177 ile, turizm organizasyonu faaliyetinde bulunan, yolcu bileti kesme ve yolcu listesi düzenleme zorunda olan firmaların, hangi şartlarda bilet kesemeyecekleri ve liste düzenleyemeyecekleri hususu açıklığa kavuşturulmuştur.

### **Dış Ticaret ile İlgili Konular**

İthalat ile ihracat arasında gelişen aleyhte farkı giderebilmek için, Destekleme ve Fiyat İstikrar Fonu kapsamına alınan maddelere, yeniden 22 madde ilave edilmiştir. Çoğunlukla otomotiv sanayiine ait olan bu maddelerin yanında, ayrıca, malt ve meyanköku de bulunmaktadır. Diğer taraftan, 50 milyon dolar barajını aşamadıkları için 9 dış ticaret şirketinin Doğu Bloku ülkelerinden ithalat yapma hakları kaldırılmıştır.

İthalat konusunda, 22 Nisan 1987 tarihli Resmi Gazete'de yayınlanan Bakanlar Kurulu Kararı ile, birçok maddenin ithalinde alınan Fon miktarları de-

ğiştirilmiş, bazı deri türleri de Fon ödemek suretiyle ithal edilecek maddeler listesinden çıkarılmıştır. Ayrıca, bir kısım maddelerde Gümrük Vergisi nispetleri indirilmiş veya muafiyet uygulanması kabul edilmiştir.

İthalat konusunda hükümetin yeni bir kararı ile, otomobil ithalatında Fon ve Gümrük Vergisi oranları düşürülerek, yerli otomobil fiyatlarının son zamanlarda hızla artmasına karşı ciddi bir ikaz uygulamasına girişilmiştir. 22 Mayıs 1987 tarihli Resmi Gazete'de yayınlanarak yürürlüğe giren bu karara göre, % 60 oranında olan Fon % 40'a düşürülmüştür.

### **Türkiye Odalar Birliği Genel Kurulu Toplandı**

Türkiye Odalar Birliği'nin 42'nci Genel Kurulu Mayıs ayı sonlarında toplanmış ve özel sektörün ülke ekonomisi hakkındaki görüşlerinin ortaya çıkmasına yeni bir fırsat yaratılmıştır. Bu toplantıda, isim yapmış bazı özel sektör mensupları, Odalar Birliği'nin tutumunu hükümete fazla yakın bularak eleştirmişlerdir. Bu arada bazı delegelerin toplantıya katılmamaları da dikkati çekmiştir.

### **İktisadi Kalkınma Vakfı'nın Başkanlığı**

Ülkemizde Avrupa Ekonomik Topluluğu hakkında ciddi, sürekli incelemeler ve araştırmalar yapan İktisadi Kalkınma Vakfı (İKV)'nin durumu, Türkiye'nin AET'ye tam üye olmak için müracaat etmesi üzerine önem kazanmıştır. İKV'nin 3 yıldan beri başkanlığında bulunan Asım Kocabıyık'ın 1987 Mayıs ayı başlarında görevinden ayrılması, çeşitli yorumların yapılmasına yol açmıştır. Bu yorumların başında, Türkiye Odalar Birliği ile İKV arasında AET'de temsil edilme konusunda çıkan tartışma gelmektedir. Asım Kocabıyık'ın yerine İstanbul Sanayi Odası'nın Yönetim Kurulu Başkan Vekili Jak Kamhi'nin getirilmesiyle, bu konudaki anlaşmazlık ve yorumlar da sonuca bağlanmış bulunmaktadır.

AET'ye üyelik için yaptığımız başvurunun AET Konseyi tarafından Komisyon'a havale edilmesiyle, Türk ekonomisi, bir gözetim dönemi altına girmiş bulunmaktadır. Komisyon tarafından yapılacak bu gözetimin ne kadar süreceği bilinmemektedir. Ancak bilinen husus, İKV'nin faaliyetleri yanında, birçok üniversitede AET ile ilgili derslere yer verilmesinin ve AET Enstitüleri'nin kurulmasının kararlaştırılmış olmasıdır. Bu konuda diğer bir öneri de, AET ile ilgili bir bakanlığın kurulmasıdır.

### **Zamlar Devam Ediyor**

Mayıs ayında inşaat maddeleri dahil birçok maddenin fiyatlarına yeni zamlar yapılmıştır. Bu arada Tofaş ve Renault otomobillerinin fiyatlarının düzenli olarak arttırıldığı bilinmektedir. Otomobil fiyatlarına geçen ay içinde yapılan zamlar % 6.8 ile % 9.6 arasında değişmiştir. Zam gören maddeler arasında Ereğli Demir - Çelik ürünleri de bulunmaktadır. Demir - Çelik ürünlerine yapılan zamların oranı % 14'tür. Toprak Mahsulleri Ofisi de, buğday satış fiyatlarına kiloda 4 lira zam yapmış bulunmaktadır. Buna göre, birinci derecede makarnalık buğdayın kilosu 111 liraya, kırmızı-beyaz buğdayın kilosu ise 98 liraya yükselmiştir.

# YENİ YAYINLAR

M. TARIK YAŞA

## ÖZELLEŞTİRME ÜZERİNE...

ÜLKEMİZDE kısaca «KİT» olarak adlandırılan «Kamu İktisadi Teşebbüsleri»nin özel kişi ya da kuruluşlara satılması eylemine «özelleştirme» denilmektedir. Gerçekte özelleştirmeye ilişkin uygulamalar, tüm dünyada olduğu gibi ülkemizde de, kamu ekonomisi sınırlarını daraltmaya yönelik çalışmaları içermektedir. Öte yandan diğer ülkelerin yanı sıra Türkiye'de de özelleştirme konusundaki tartışmalar sürmektedir. Son aylarda özelleştirme ülkemizde yeniden gündelik kazanmış, çeşitli yazı ve kitapların konusunu oluşturmuştur.

Genel olarak sol eğilimli partiler ve işçi sendikaları, özelleştirmenin karşısındadırlar. Bu grubu oluşturanların sözcülerine göre; kamu mülkiyeti altında birleşme ve bütünleşme, üretim birimlerinin modernizasyonunu ve verimliliğin büyük ölçüde artırılmasını sağlar. Kamu mülkiyeti, araştırma ve geliştirme koordinasyonunu mümkün kılar ve rekabetten doğan israfı önleyerek maliyetleri düşürür.

Sağdaki (liberal) partiler ile bir bakıma işverenleri (tüccar ve sana-

ycileri) temsil eden mesleki kuruluşlar ise özelleştirmenin yanındadırlar. Bu grubu oluşturanların görüşlerine göre; özelleştirme yöneticilerin ve çalışanların gerçek potansiyellerini ortaya koymalarına imkân verecektir. Bunun sonucu olarak kuruluşlarda yönetimin etkinliği ve dolayısıyla verimlilik artacaktır.

Bir başka deyişle, bir tarafın «ak» dediğine diğer taraf «kara» demektedir. Aşağıda kısaca tanıtacağımız kitaplardan birincisinin yazarı olan Sayın **Selâhattin Özmen**'e göre; «Eğer bilimsel sosyalizmin tek çıkar yol olduğuna inanıyorsanız, 'KİT'leri özelleştirmek ihanettir.' diyebilirsiniz. Aksi yönde katı inanç sahibi iseniz, 'KİT'leri yaşatmak ihanettir.' demenize şaşılmamalıdır.»

Bununla beraber, Nobel Ekonomi Ödülü sahibi Prof. Lawrence Klein, sol eğilimli bir iktisatçı olduğu halde, KİT'leştirmeyi benimseyen sosyalist ve sosyal demokrat görüşe ilişkin olarak 1981 yılında şunları söylemiştir: «Bu görüş artık eskimiştir. İyi politikanın mihveri bu değildir. KİT'leştirme artık sol için bir öncelik olmamalıdır. Gelirleri bölüştürmek, insanlara iş vermek, bunun için de ulusal geliri artırmak düşünülmelidir.

Bunlara ulaşmanın en uygun yolunun KİT'leştirme olmadığı açıktır.»

Aşağıda tanıtacağımız ikinci kitabı, Sayın **Coşkun Can Aktan** kaleme almıştır. Bu kitabın «Önsöz»ünde Sayın Doç. Dr. Fevzi Devrim; «Konunun nispeten yeni ve geniş boyutları, özelleştirmenin ciddi bir önem kazanmasına sebep olmuştur.» diyerek şöyle devam etmektedir: «Kanaatimizce özelleştirme konusuna ideolojik tartışmalardan ziyade bilimsel araştırma ve gerçeklerle yaklaşarak değerlendirmeler yapmak daha yararlı olacaktır. Bu yol izlenmediği takdirde özelleştirme uygulamasından beklenen yarar sağlanamayacaktır.»

Konuya sadece ülkemiz açısından bakacak olursak; sürekli zarar eden kuruluşlar olmaları nedeniyle KİT'leri tasfiye edeceğini (bugünkü deyişle özelleştireceğini) daha iktidara gelmeden önce ifade eden ilk siyasi kuruluş Demokrat Parti olmuştur. 1950 yılından günümüze kadar işbaşına gelen parti ya da iktidarlar, genellikle KİT'lerin ülkeye yük olduğunu ve bunların tasfiyesi gerektiğini ifade etmişlerdir. Oysa uygulama tam tersine gelişmiş, KİT'lerin sayısı giderek artmıştır. Türkiye yıllar yılı KİT'ler konusunda yeni arayışlar ve uygulamalar içinde olmuştur. Başa geçen her hükümet KİT'lere ilişkin reform çalışmalarında bulunmuş ve bazı düzenlemeler yapmıştır. Farklı uygulamalar sonunda da karmaşık bir KİT yapısı ortaya çıkmıştır.

Sayın Dr. Öztin Akgüç'ün 6 yıl önce düzenlenen bir «Açık Oturum»da konuşmaları özetlerken ifade ettiği gibi (bkz.: Banka ve Ekonomik Yorumlar Dergisi, Nisan 1991, Sayı 4, sayfa 13 ve devamı); «KİT'ler Türk

ekonomisinde vazgeçilmez, geriye dönülmez şekilde yerlerini almışlardır. Bu kuruluşların Türk ekonomisinde çok ağırlıklı yerleri vardır. Ancak Türk kamuoyunun KİT'ler konusundaki bilgisi son derece sınırlıdır ve bu yönden aydınlatılması zorunludur. KİT'lerin tasfiyesi, özel sektöre devri düşünülemez. Bu bir çözüm değil, çözümsüzlük getirir; sorunları daha da ağırlaştırır. Geçmiş deneyimlerimizden, yabancı ülkeler uygulamalarından da yararlanarak, bu kuruluşları daha verimli, ekonomiye daha fazla katkıda bulunur hale getiremeliyiz. Türkiye'nin ekonomik ve sosyal kalkınmasında KİT'lerin işlevleri tamamlanmamıştır; teknoloji getirisi, istihdam, yatırımların gerçekleştirilmesi yönünden büyük görevleri vardır.»

2 yıl önce düzenlenen bir «Açık Oturum»da ise Sayın Prof. Dr. Dündar Sağlam şunları söylemiştir (bkz.: Banka ve Ekonomik Yorumlar Dergisi, Şubat 1995, Sayı 2, sayfa 13 ve devamı): «KİT'ler Türk ekonomisinin temel taşlarıdır. Bu kuruluşlar verimli ve rasyonel çalışan işletmeler haline getirilmedikçe, ekonomik kalkınma sorunumuzu çözmemiz imkânsızdır. KİT'lerde yönetim sorununun temelinde bazı önemli aksaklıklar görülmektedir. Her şeyden önce KİT'lere politik müdahalelerden uzak bir yapı kazandırılmalıdır. KİT'leri bakanlıkların uzantısı olmaktan çıkarmak gerekir. KİT'lerde bilgili, tecrübeli kişilerin yönetimde istikrarlı olarak kalmasını sağlayacak tatminkâr bir ücret sisteminin kurulması lazımdır.»

Sırası gelmişken, KİT'lerin Türk ekonomisindeki yerinin ne olduğunu (1934 yılı itibarıyla) özetle belirtelim. KİT'lerin GSYİH içerisindeki payı (cari fiyatlarla) % 15,3; GSYİH'ya katkı-



si (1986 faktör fiyatlarıyla) % 14,3'tür. KİT'lerin ülke istihdamına katkısı (tarım kesimi dahil) % 4,2; (tarım kesimi hariç) % 10,3'tür. KİT'lerin ülke üretimine katkısı % 7,4; genel yatırımlara katkısı % 40,9 ve kamu yatırımlarına katkısı % 67,9'dur. KİT'lerin sınai kesimdeki ağırlıkları % 40'i aşmakta; toplam ithalat içerisindeki payları % 50,7'yi, toplam ihracat içindeki payları ise % 24,3'ü bulmaktadır.

Bu açıklamalardan sonra okularımız, gelişmesini uzun yıllar karma ekonomi sistemine dayandıran Türkiye'de; «KİT'ler özelleştirilsinler mi, yoksa iyileştirilerek faaliyetlerini sürdürsünler mi?» sorusunun cevabını; aşağıda kısaca tanıtacağımız kitaplarda bulacaklardır.

## TÜRKİYE'DE VE DÜNYADA KİT'LERİN ÖZELLEŞTİRİLMESİ

ÖZMEN, Selâhattin; Met/Er Matbaası, İstanbul 1987, xii + 252 sayfa, (KDV dahil) 2.000.- TL (\*).

Sayın Selâhattin Özmen, ülkemizde KİT konusunun önde gelen uzmanlarından biridir. Kitap, yazarın KİT'lere ilişkin olarak kaleme aldığı üçüncü geniş yayındır. Yazar, KİT'lerin özelleştirilmesinin; dengeli olmak, sağlıklı hesaplar yapmak ve aceleci olmamak koşullarıyla ülkemize bazı iyilikler getirebileceği kanısındadır. Kitabın amacı; KİT'lerin özelleş-

tirilmesi olayını, önyargılardan kaçınarak, nedenleri, olabirliliği, yarar ve zararlarını göz önünde tutarak; değişik rejimlerin uygulandığı ülkelerde, çeşitli dönemlerde yapılan uygulamalarla açıklamaktır. Bu yapılar, özelleştirmenin teori ve pratiği birlikte incelenmektedir. Kitapta, KİT'ler üzerine hükümetler dışında yapılan yorumlar ayrıntılarıyla aktarılmaya çalışılmış; ayrıca konunun hukuksal ve düşünsel kökenlerine ilişkin bilgiler verilmiştir.

Kitap «Önsöz»ü izleyen yedi bölüm, «Ekler» ve «Kaynaklar»dan oluşmaktadır. Ana bölüm başlıkları ve bu bölümlerde ele alınan başlıca konular şunlardır: I – Özelleştirme; Tanım, Amaçları: A) Özelleştirme ve Türleri, B) Özelleştirmenin Nedenleri, C) Özelleştirmenin İlkeleri. II – Özelleştirmenin Kritik Noktaları: A) Değer Takdiri ve Değerleme, B) KİT'lerin Satılacağı Kişiler ve Kurumlar, C) KİT Bedellerinin Ödenmesi, D) Özelleştirilmiş Olan KİT'lerle Devletin İlişkisi. III – Türkiye'de Özelleştirmenin Tarihsel Gelişimi ve Fikirler: A) Tarihsel Gelişim, B) Hükümetin Özelleştirme Hazırlıkları, C) Özelleştirme Hakkında İktidar Partisi Dışındaki Görüşler, D) TÜSIAD'ın Özelleştirme Raporu. IV – Dünyada Özelleştirmeler: A) Avrupa Ülkelerinde Özelleştirmeler, B) Avrupa Dışındaki Özelleştirmeler, C) Tek Partili Sosyalist Doğu Bloku Ülkelerde Özelleştirmeler. V – Tasarlanan Özelleştirmenin Hukuksal Yapısı: A) Özelleştirmenin Hukuksal Düzeni, B) Gelir Ortaklığı Senedi ve İşletme Hakkı, C) «Özelleştirme Yasası» Adıyla Anılan 3291 Sayılı Yasa, D) Özelleştirme Prosedürünün Topluca Açıklaması. VI – Özelleştirmenin Başarı Koşulları: A)

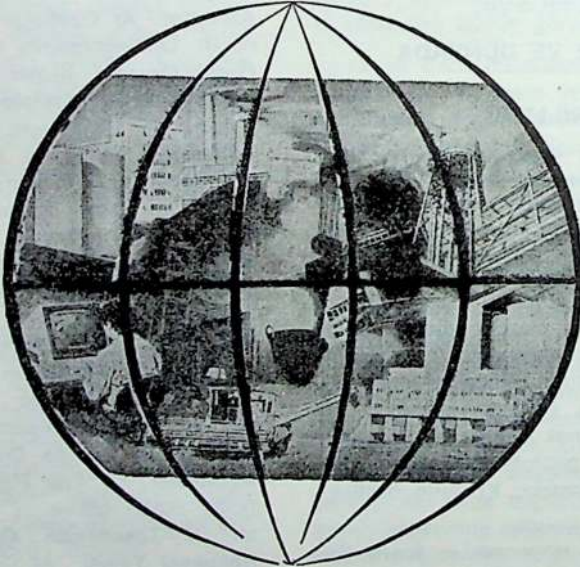
(\*) Kitap, «Ekonomik ve Sosyal Yayınlar A.Ş.; Binbirdirek Mahallesi, Suterazisi Sokak, No. 6, Kat 2; Sultanahmet-İstanbul» adresinden temin edilebilir. Ödemeli postalamaya yapılmaz. P.T.T. ile gönderilmesini isteyenlerin, kitap bedeline 400.- TL ilave ederek önceden havale çıkarmaları gerekmektedir.

Özelleştirmede Çok Az Hata Yapılmalıdır, B) Özelleştirme İştraklerden Başlamalıdır, C) Özelleştirmeyi Zorlaştıran Sorunlar Önceden Çözümlemelidir, D) KİT'leri Sağlıklı Olarak Halka Aktarmak Üzerine Çözümler. VII - Özelleştirme Hakkında Yeni Edinilen Bilgiler : A) Hükümetin Resmî Görüşleri ve Uygulamada Durum, B) Türk-İş'in Görüşleri, C) Türkiye Odalar Birliği'nin Anket Sonuçları, D) İngiltere Uygulaması Hakkın-

da Yeni Bilgiler, E) Avusturya'da Sosyalist Hükümetin Özelleştirmeleri.

«Ekler» bölümünde sırasıyla; 233 Sayılı Kanun Hükmünde Kararname, 2983 Sayılı Tasarrufların Teşviki ve Kamu Yatırımlarının Hızlandırılması Hakkında Kanun, Kamu Ortaklığı Fonu Yönetmeliği, «Özelleştirme Yasası» adı verilen 3291 sayılı Kanun yer almaktadır. Kitap, konu ile ilgilenenlerin her zaman için başvurabilecekleri çok yararlı bir kaynaktır.

## Ciddi ve istikrarlı yönlendirme, tasarrufun güvencesidir.



Türkbank, tasarrufun güvencesine  
ve yönlendirilmesine  
gösterdiği

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

Daima güvenle,  
daha mutlu geleceğe.



## KAMU İKTİSADİ TEŞEBBÜSLERİ VE ÖZELLEŞTİRME

AKTAN, Coşkun Can; Bilkom ve Arkadaş Matbaacılık Ltd. Şti., İzmir 1987, xvi + 262 sayfa (\*).

Sayın Coşkun Can Aktan, kendi deyişi ile genç bir asistan, fakat bizim görüşümüze göre hızlı çalışan ciddi bir araştırmacıdır. Oldukça kapsamlı bir araştırmayı, yüzlerce yerli ve yabancı kaynağı taramak suretiyle 8 ay gibi kısa sayılabilecek bir sürede tamamlama başarısını göstermiştir. Kitap, böyle bir çalışmanın ürünüdür.

Yazar, az gelişmiş ekonomilerin dinamik bir yapı içerisinde gelişme yoluna girmelerinde, kamu girişimlerinin rolünün küçümsenmeyecek düzeyde olduğunu ifade ederek; «Devletin ekonomiye değişen ölçülerde müdahalesi kaçınılmaz bir olgudur.» demektedir. Ancak, az gelişmiş ekonomilerin geleneksel yapıdan sanayileşme yapısına girmesi ile durumun değiştiği ve kamu girişimlerinin rolünün giderek azaldığı da bir gerçektir. «Acaba kalkınma sürecinin ilk aşamalarında kaçınılmaz bir olgu olarak kabul ettiğimiz devlet müdahalesi ve bunun bir görüntüsü olan kamu girişimleri, kalkınmanın ileri aşamalarında neden etkinliğini kaybetmektedir?» Yazar bu sorudan hareketle «özelleştirme» konusuna girmektedir. Kitapta, özelleştirme konusu, dünyada ve ülkemizdeki gelişmeler göz önünde tutularak, bütün

yönleriyle ele alınmakta ve açıklanmaktadır.

Kitap; «Giriş»i izleyen ve biri «Kamu İktisadi Girişimciliği – Teorisi ve Türkiye'deki Uygulaması», diğeri «Özelleştirme» başlıklı iki ana kısım içerisinde beş bölümden oluşmaktadır. Bunları «Sonuç ve Öneriler» kısmı ile «Ekler», ayrıntılı bir «Bibliyografya» ve «İndeks» izlemektedir. Bölüm başlıkları ve bu bölümlerde incelenen başlıca konular şunlardır. Birinci Kısım: 1 – Kamu Ekonomisi Rasyoneli ve Kamu Girişimciliği (I – Kamu Ekonomisi Rasyoneli, II – Kamu Girişimciliği). 2 – Türkiye'de Kamu İktisadi Girişimciliği (I – Türkiye'de Kamu İktisadi Girişimciliğinin Tarihsel Gelişimi, II – Kamu İktisadi Girişimlerinde Reorganizasyon Çalışmaları, III – Yürürlükteki Kamu İktisadi Teşebbüsleri Mevzuatı, IV – KİT'lerin Sorunları, V – KİT'lerin Türkiye Ekonomisindeki Yeri). İkinci Kısım: 1 – Genel Olarak Özelleştirme (I – Özelleştirme Kavramı, II – Özelleştirmenin İktisadi Doktrinler İçindeki Yeri ve Önemi, III – Özelleştirmenin Amaçları, IV – Özelleştirme Yöntemleri, V – Özelleştirme Sorunları). 2 – Çeşitli Ülkelerde Özelleştirme Uygulamaları (I – Avrupa Ülkelerinde, II – Kuzey Amerika Ülkelerinde, III – Latin Amerika Ülkelerinde, IV – Uzakdoğu ve Güneydoğu Asya Ülkelerinde, V – Diğer Ülkeler, VI – Sosyalist Ülkelerde). 3 – Türkiye'de Özelleştirme Uygulaması (I – Türkiye'de Özelleştirmenin Tarihsel Gelişimi, II – Türkiye'de Dar Anlamda Özelleştirmeye Yönelik Hazırlık Çalışmaları, III – KİT'lerin Özel Kesime Devri ve Özel Kesimin Satın Alma Olanakları).

Konu ile ilgilenenlere kitabı okumalarını tavsiye eder, yazarı bu başarılı çalışması için kutlarız.

(\*) Kitabı almak isteyenler, yazarına başvurmalıdır. Adres: Coşkun Can Aktan; Araştırma Görevlisi, Dokuz Eylül Üniversitesi, İktisadi ve İdari Bilimler Fakültesi, Maliye Teorisi Anabilim Dalı; Buca - İzmir.





**"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.

35 yıl önce Yapı Kredi'den...  
35 yıl sonra, yine Yapı Kredi'den!

# Yapı Kredi Meslek Kredisi

İş kurmak veya işini genişletmek isteyen  
yüksek tahsilli meslek sahipleri  
bu imkan sizin için yeniden yaratıldı.. Yararlanın!

Yapı Kredi, meslek sahiplerine gelecek hazırlayan, ülkenin iş hayatına canlılık kazandırmayı hedef alan öncü hizmeti 35 yıl önce başlatmıştı.

Günümüzün nice başarılı doktoru, avukatı, mimarı, mühendisi, ressamı, kimyageri, eczacısı dün Yapı Kredi'nin Meslek Kredisiyle kendi işlerini kurdular.

Bugün, Yapı Kredi aynı hizmeti yeniden canlandırıyor. 35 yıl öncesinin öncü hizmeti 1987'de yine Yapı Kredi'den geliyor.

Şimdi Yapı Kredi bu hizmeti size öneriyor. İş kuramayan veya iş kurmaya destek arayan Üniversite mezunları, işini genişletmek isteyen yüksek tahsilli meslek erbabı... Yapı Kredi, bu hizmeti size sunuyor.  
Yapı Kredi'lerden bilgi isteyin, inceleyin, yararlanın.

Dünün ileri hizmetleri Yapı Kredi'nindi. Bugünün ileri hizmetleri yine Yapı Kredi'nin.



**YAPI KREDİ**  
"hizmette sınır yoktur"

Meslek Kredisi için başvuracağınız Yapı Kredi'ler:

- İstanbul-Bahariye, Fatih, İnciri, Pangaltı, Sütlüce ● Ankara-Hacıtepe, Sıhhiye, Mithatpaşa ● İzmir-Mustafabey ● Adana-Atatürkbulvarı ● Adapazarı
- Antalya-Bağcilerler ● Balıkesir ● Bursa-Altıparmak ● Denizli ● Diyarbakır Ofis ● Edirne ● Erzurum ● Eskisehir-Göksu ● Gaziantep-Pazarıyeri
- İzmir ● Kayseri ● Konya-Abdullah ● Malatya ● Manisa ● Mersin Çarşı ● Samsun-Öndokuzmayıs ● Tekirdağ ● Trabzon