

# banka ve EKONOMİK yorumlar

AYLIK DERGİ • OCAK 1988 • YIL : 25 • SAYI : 1 • 750 LİRA (KDV DAHİL)

Okurlara Mektup / 3

Ekonomik Göstergeler / 5

EKONOMİK YORUMLAR / 7

İnal Ataç

A. Aydın DüNDAR

Muharrem KARSLI

Niko Maksimyadis

Doç. Dr. Mehmet Şükrü Tekbaş

Yeni Bir Teşvik Modeli

Önerisi / 41

A. Selçuk Ünyeli

Sermaye Piyasası / 47

Doç. Dr. Mehmet Şükrü Tekbaş

Japonya Payına Düşeni

Yapıyor (Dış Basından) / 55

Doç. Dr. Gülseren İzmir

Ayın Ekonomik Olayları / 57

Dr. Yıldırım Kılış

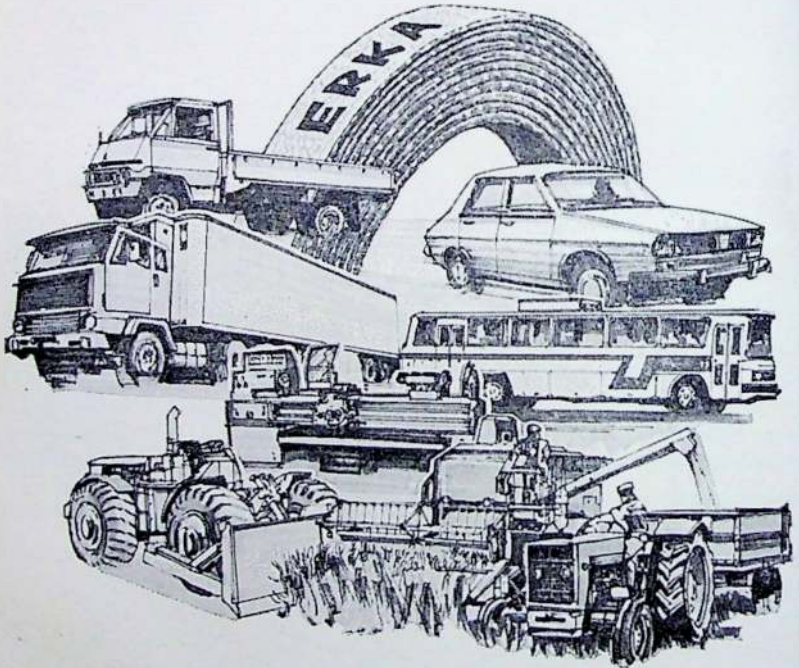
1929 Ekonomik Krizi ve

Sonuçları / 61

Ömer Oktav

İstanbul Menkul Kıymetler  
Borsası'ndaki Son Gelişmeler  
ve  
ÖZELLEŞTİRME

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



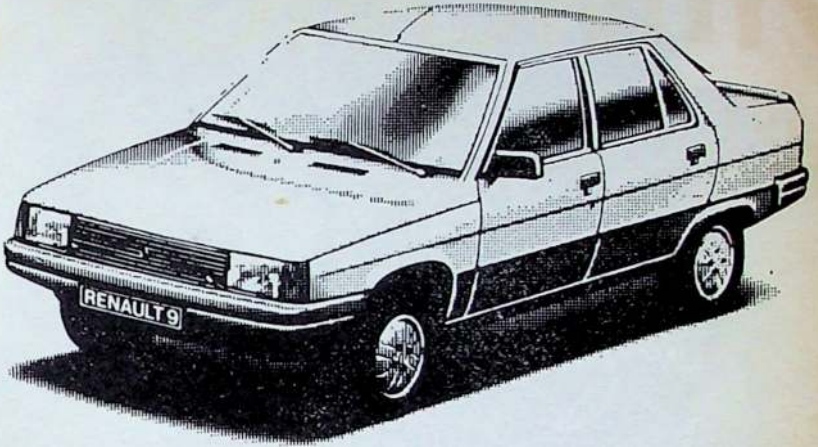
**ERKA®**

**ERKA BALATA VE OTOMOTİV SAN. A.Ş.**

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

Teleks: 22221 Erom tr.





**DÜNYACA  
ÜN LÜ  
BİR YILDIZ  
RENAULT 9**



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

# selin®

LIMON KOLONYASI



*Doğanın  
Saf Damlası...*

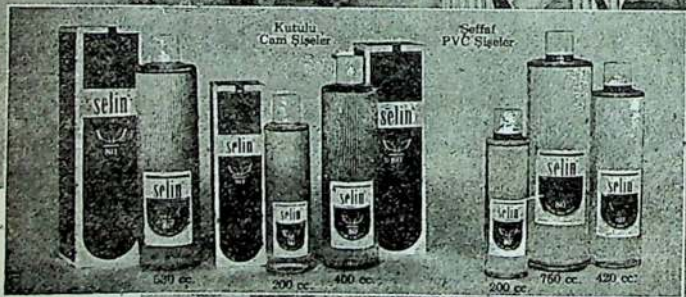
Bir yasanti düşeyin... Serinlik arzınızda...

Kokular pazarında...

Doğanın kaynağında.

Selin'in her damlasında

bir doğa parçası gizlidir.



# banka ve ekonomik yorumlar

Aylık Dergi

Ekonomik ve Sosyal Yayınlar A.Ş.  
Adına İmtiyaz Sahibi

KEMAL KURDAŞ

Yazı İşleri Müdürü  
DR. ÖZTİN AKGÜÇ

## Danışma Kurulu

Prof. Dr. Asaf Savaş Akat • Prof. Dr. Erdoğan Alkin • Dr. Orhan Altan • Prof. Dr. Osman Fikret Arku • Prof. Dr. Mustafa A. Aysan • Dr. Metin Berk • Doç. Dr. Ünal Bozkurt • Prof. Dr. Kenan Bulutoğlu • Prof. Dr. Nasuhi Bursal • Ege Cansen • Prof. Dr. Lâtif Çakıcı • Mehmet Gün Çalılık • Şinasi Çelikkol • Özer U. Çiller • Bülend Çorapçı • Ahmet Demirel • Zeki Döşlülöğlü • Necdet Durakbaşı • A. Aydın Dündar • Kaya Erdem • Tarhan Erdem • Oktay Ersoy • Prof. Dr. Cumbur Ferhan • Prof. Dr. Emre Gönensay • Prof. Dr. Zeyyat Hatiboğlu • Erhan İşil • Doç. Dr. Haluk A. Kabaalioğlu • Prof. Dr. Muh. Kemal Kafalı • Adnan Başer Kafaçoğlu • Y. Doç. Dr. Ahmet S. Kalın • A. Nazif Keyman • Prof. Dr. Yıldırım Kılıksı • Prof. Dr. Tamer Koçel • Prof. Dr. Kemal Kurtuluş • Nuh Kuşçulu • Prof. Dr. Erol Manisalı • Prof. Dr. Orhan Morgil • Prof. Dr. Erdoğan Moroğlu • Ziya Nebioğlu • Ergin Neng • Rahmi Önen • Prof. Dr. İsmail Özasan • M. Celâlettin Özgen • Ertan Özgür • Tuncay Özlhan • Selâhattin Özmen • Prof. Dr. Ergun Özsunay • 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. Tuncer • Nezh Tunçşiper • Doç. Dr. Gül G. Turan • Doç. Dr. Şeref Türen • Doç. Dr. T. Güngör Uras • İbrahim Ülkem • Dr. Cüneyt Ülsever • A. Doğan Yalın • Y. Doç. Dr. Göksele Yücel • Doç. Dr. Ahmet Yüksel

Basım-Yayımlı Danışmanı  
M. Tarık Yaşa

## OKURLARA MEKTUP

Sevgili Okurlarımız,

1988 ile birlikte Derginiz 25 inci yayın yılına başlamıştır. Bir kez daha yineleyelim : Belirli konuları işleyen bir yayın organının yaşamını aralıksız 24 yıl başarıyla sürdürebilmesinin başta gelen nedeni, okurlarının gösterdikleri yakın ilgidir. Bu sayının eki «Ayrı Bası», geride kalan yılın bilançosu niteliğindedir. 1986'nın dergilerinde; 35 ayrı yazarın kaleme aldığı 84 yazı, 19 bilim ve iş adamı ile yöneticinin katıldığı 8 «Ekonomik Yorumlar» toplantısı ve 1 «Söyleşi» metni, 12 «Ekonomik Göstergeler» tablosu yer almıştır. Bu, Dergi'ye yazarların ve konuşmacıların da ilgi gösterdiklerinin açık kanıtıdır. Geçen yılın sayılarında 162 reklamın yayınlanması ise, Dergi'nin kuruluşlar için etkili bir reklam aracı olduğunu ortaya koymaktadır. Bu giriş, bir sonuca bağlanmalıdır: Dergi'ye sürekli destek olan; okurlarımıza, yazarlarımıza, konuşmacılarımıza ve reklam veren kuruluşlara; çalışmalarımıza değerli görüşleriyle katkıda bulunan Danışma Kurulu üyelerimize; içten teşekkürlerimizi sunar, yeni yıllarını en iyi dileklerimizle kutlarız.

Dergi, 1988 yılında da; Türkiye'nin ekonomik açıdan daha aydınlık yıllarına ulaşması yolunda çaba harcayanlara yardımcı olacak, hiçbir kişi ve kuruluş ödün vermeyen tutumunu sürdürecektir, «ekonomik konuları tartışarak ülkemiz için en gerçekçi politika ve yöntemleri bulma» amacından sapmayacaktır.

Bu sayının «Ekonomik Yorumlar» bölümünde, «İMKB'deki Son Gelişmeler» ve «Özelleştirme» üzerinde durulmaktadır. «Açık Oturum» katılan değerli konuşmacılarımız, güncel bir konuyu tartışırken ilginç görüşler ileri sürüyorlar. Ayrıca, daha iyi bir «borsa» ve «özelleştirme» için nelerin yapılması gerektiğini belirtiyorlar. Dergi'deki diğer yazıların da ilginizli çekeceğini umuyor, «Yeni Bir Teşvik Modeli Önerisi» başlıklı yazıyı okumanızı özellikle tavsiye ediyoruz.

Saygılarımızla,

AYLIK DERGİ OCAK 1988 YIL : 25 SAYI : 1 750 LİRA (KDV DAHİL)

İDARE YERİ : Binbirdirek Mahallesi, Suterazlı 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 : 9.000.— TL; ÖĞRENCİLERE : 4.500.— TL. • İLAN FİYATLARI : Arka Kapak 300.000.— TL, Ön Kapak İçi 250.000.— TL, Arka Kapak İçi 200.000.— TL, Tam Sayfa (Ekonomik Yorumlar bölümü öncesi ve içi) 150.000.— TL, Tam Sayfa 125.000.— TL, Yarım Sayfa 75.000.— TL, Çeyrek Sayfa 40.000.— TL, Renk Farkı 50.000.— TL. • NOT : İlan fiyatlarımız % 12 oranında KDV Hava edilecektir. • BANKA HESAP NUMARALARI (İstanbul): Akbank Türbe Şubesi 443, İş Bankası Türbe Şubesi 15410, Ziraat Bankası Beyoğlu Şubesi 768 • DİZGİ - TERTİP - BASKI : Met/Ser Matbaası, Telefon : 528 28 90 • ÇİLT : ŞEMA, Telefon : 556 31 09 • BASKI TARİHİ : 12 Ocak 1988 • SAYISI : 7000



# Turyağ, seçkin ürünleriyle yaşamınızda, yanınızda!

"Öncü" Turyağ'ın hepsi birbirinden kaliteli ürünleri, yaklaşık 70 yıldır yaşamımızın her anında, yanınızda. BIO TURSİL, BIO TURSİL OTOMATİK, PRİL, PRİL OTOMATİK ve DİXİ gibi deterjanlardan çamaşır yumuşatıcısı VERNEL'e; YAYLA, YAYLA AYÇİÇEK, UFA gibi nebalı margarin ve yağlardan endüstriyel yıkama maddelerine kadar tüm Turyağ ürünleri, çok çeşitli alanlarda güvenle kullanılıyor. Evlerde, otellerde, hastanelerde, bürolarda, fabrikalarda hep Turyağ var... Hep Turyağ gücü, Turyağ büyüklüğü, Turyağ güvencesi var.

70 yıllık geçmişi ile, "ilk"leri ve "ilke"leriyle güvendiğiniz Turyağ her zaman yaşamınızda, yanınızda.

# Turyağ

TURYAĞ P.K. 171 İZMİR

Turyağ bir Henkel Grubu ve Yapı Kredi AŞ kuruluşudur

# ekonomik göstergeler

	1985	1986	1987		
			Ağustos	Eylül	Ekim
<b>T.C. MERKEZ BANKASI</b>					
Döviz ve Altın Mevcudu (milyon \$)	1691.9	2545.7	2437.7	2258.5	2344.4
Banknot Miktarı (Milyar TL.)	1393.5	2021.1	2943.7	2900.9	3106.3
T.C. Merkez Bankası Kredileri (milyar TL.)	1299.6	1828.0	2722.5	2900.4	3147.2
Hazineye Kısa Vadeli Avans (milyar TL.)	794.5	1051.5	1219.3	1242.0	1407.4
<b>BANKALAR (milyar TL.)</b>					
<b>Toplam Mevduat</b>	<b>£813.8</b>	<b>13235.3</b>	<b>12881.2</b>		
Ticari Kuruluşlar Mevduatı	1911.1	3192.3	2952.8		
Tasarruf Mevduatı	4187.1	5752.6	6007.8		
Vadesiz Tasarruf Mevduatı	548.2	889.5	962.7		
Vadeli Tasarruf Mevduatı	3638.9	4863.1	5045.0		
Mevduat Sertifikası	668.2	787.7	834.6		
Resmi Kuruluş Mevduatı	886.4	1325.3	1652.0		
Bankalar Mevduatı	780.2	1654.3	774.4		
Diğer Kuruluşlar Mevduatı	380.3	523.2	659.7		
<b>Döviz Tevdatı</b>	<b>1153.8</b>	<b>2592.5</b>	<b>3551.8</b>		
<b>Toplam Krediler</b>	<b>6503.9</b>	<b>11517.2</b>	<b>13400.3</b>		
Tarım	958.1	1773.2	2134.4		
Kalkınma ve Yatırım Bankaları	704.1	1491.6	1772.4		
Mesleki (Küçük Esnaf ve Sanatkâr)	256.9	431.9	549.8		
Gayrimenkul (İpotek Karşılığı)	375.4	791.7	1053.6		
Denizcilik	83.7	58.6	58.6		
Ticari, Sınai, Sair	4128.8	6970.1	7831.4		
<b>PARA ARZI (milyar TL.)</b>	<b>2774.9</b>	<b>4361.8</b>	<b>5758.8</b>	<b>5993.8</b>	<b>6377.5</b>
<b>FİYATLAR (DİE Toptan Eşya 1981 = 100, Tüketici 1978 - 1979 = 100)</b>					
Toptan Eşya Fiyatları İndeksi (Genel)	356.8	504.7	624.7	637.8	660.1
Tarım (Genel)	353.6	446.3	589.9	593.4	621.3
İmalat Sanayi (Genel)	345.2	509.4	623.0	640.4	661.5
Tüketici Fiyatları (Türkiye)	1159.6	1561.0	2171.4	2234.9	2342.2
Tüketici Fiyatları (İstanbul)	1309.3	1765.7	2505.5	2584.7	2707.1
<b>DIŞ ÖDEMELER (milyon \$)</b>					
Dışalım (CIF)	11613.4	11104.8	8105.9	9401.7	10795.4
Dışsatım (FOB)	7958.0	7456.7	5683.8	6868.3	7883.0
İşçi Dövizleri	1714.0	1633.0	1291.0	1506.0	

Notlar: (1) TCMB altın ve döviz mevcuduna, 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 dahildir. (4) Bankalar, Temmuz/1987 sonu rakamlarını göstermektedir. (5) Para arzı (M<sub>1</sub>) dar tanımıdır. (6) 1985 yılı dışalımına 269.8 milyon dolarlık altın dışalımını dahildir.

# İPEKKAĞIT

**Temizlik Kağıdına Adını Veren Lider Markaların Üreticisi**

Yıl 1970... Ülkemiz insanının hayatına yepyeni bir temizlik alışkanlığı giriyor: Temizlik kağıtları. İpek Kağıt, bu sağlıklı ve çağdaş temizlik alışkanlığının yaratılmasında öncüdür. İpek Kağıt, mendilden peçeteye, tuvalet kağıdından havluya kadar, yıllardır ülkemiz insanına kaliteli, yumuşak, sağlıklı ürünler sunar. Yumuşak SELPAK, hesaplı SOLO, ekonomik SILEN... hepsini İpek Kağıt üretir. İpek Kağıt, yıllardır ülkemizde temizliğin, kalitenin ve çağdaşlığın simgesidir.

**İPEKKAĞIT**

İpek Kağıt Sanayi ve Ticaret A.Ş.  
Buyukdere Cad. No: 193  
80640 Levent-İstanbul

İpek Kağıt Sanayi ve Ticaret A.Ş. bir Eczacıbaşı Topluluğu kuruluşudur.



# ekonomik yorumlar

## AÇIK OTURUM

### KATILANLAR :

- İnal ATAÇ
- A. Aydın DÜNDAR
- Muharrem KARSLI
- Niko MAKŞİMYADİS

### YÖNETEN :

- Doç. Dr. M. Şükrü TEKBAŞ

## İstanbul Menkul Kıymetler Borsası'ndaki Son Gelişmeler ve Özelleştirme

### I - İ.M.K.B.

**TEKBAŞ** — Banka ve Ekonomik Yorumlar Dergisi'nin düzenlediği toplantıya hoş geldiniz. Bu ayın konusunu «Borsa ve Özelleştirme» oluşturuyor. İstanbul Menkul Kıymetler Borsası (İ.M.K.B.) bu günlerde ikinci faaliyet yılını tamamlamak üzeredir. Borsa'da 1987 yılında bazı dikkati çeken gelişmeler olmuştur. Yıl içinde hisse senedi fiyatları önemli artış göstermiş, işlem hacmi büyük oranda genişlemiştir. Ayrıca, Kasım ayında Borsa sisteminde bir değişiklik yapılmıştır. Kamuoyunda «Anglosakson» veya «Kara Tahta» adıyla bilinen bu sistemde öncekine oranla fiyatlar açık bir şekilde oluşuyor. Bu

sistemle eskiden suni arz ve talebin doğmasına neden olan «Oransallık Kuralı» da kaldırılmıştır. 1987 yılı içerisinde fiyatlardaki artış hızı Temmuz ve Ağustos aylarında büyük bir gelişme göstererek, 20 Ağustos itibarıyla İ.M.K.B. Endeksi en yüksek düzeyine ulaşmıştır. Endeks daha sonra büyük bir düşme göstererek Kasım ortalarında da en düşük düzeye inmiştir. Ağustos itibarıyla Endeks 1332 puandı ve bu, Kasım ortalarında 564 puana kadar düşmüştür. Geçen yıl toplam 8 milyar 700 milyon olan işlem hacmi, bu yıl Kasım sonu itibarıyla 92 milyar liraya ulaşmıştır. Geçen yıl günlük ortalama işlem hacmi 35 milyon lira iken, bu yıl 11 aylık dönemde 403 milyon liraya yükselmiştir. Geçen yıl günlük ortalama işlem gören hisse sayısı 13 bin iken, bu yıl bu sayı 53 bin olmuştur. Bu da işlem

hacminde büyük bir artış olduğunu gösteriyor. Bu işlem hacmi aylara göre de büyük bir dalgalanma göstermiş durumda; Ocak ayındaki 1 milyar lira düzeyinden sürekli bir artışla Haziran'da 7 milyar liraya, Temmuz'da 15 milyar liraya ve Ağustos'ta 24 milyar liraya çıkmıştır. Bu rakam Eylül'de 13 milyar liraya ve Kasım'da 11 milyar liraya düşmüştür. Borsa'daki bu gelişmeler yanında, özelleştirme konusu da sık sık gündeme gelmiştir. İlk sözü Sayın Karşılı'ya vereceklerimi 1987 yılında Borsa'da fiyat hareketlerini değerlendirmesini rica edelim.

**KARŞILI** — Sayın Tekbaş, ben sözüme Borsa'daki işlem hacminin ve Borsa faaliyetlerinin rakamsal bir özelleşmesiyle başlamak istiyordum. Ama, siz bu rakamları benden çok daha iyi işlemiş, araştırmış vaziyettesiniz. Dolayısıyla benim size rakam olarak satabileceğim fazla bir şey kalmamış durumda. Şimdi gelelim bu rakamların yorumuna. Biliyorsunuz, 1986 yılı başında Borsa'nın endeksi 100 rakamı ile başladı, 1986 yılının sonuna kadar ancak 220'ye çıktı. O zaman biz bunu oldukça hızlı bir gelişme diye yorumlamıştık. Fakat 1987 yılı içindeki gelişme bunu çok çok gerilerde bıraktı ve 220'den başlayan endeks 1332'ye kadar çıktı. Bunun sebebi konusunda çeşitli tartışmalar yapıldı. Bu arada fiyatların suni olarak şişirildiği, artırıldığı iddia edildi. Manipülasyonlar, spekülasyon hareketleri yapıldığı söylendi. «Bu gelişme suni midir, yoksa tabii midir?» tartışması oldu. Biz bu fiyatlardaki ve iş hacmindeki artışın, daha özelleşme gerekirse Borsa'daki boğasal ya da boğamsı gelişmenin suni olmadığı düşüncesindeydik. Fiyat artışları, herkesin bildiği gibi, arz-talep dengesinin bir sonucudur. Bu denge talep lehine bozulduğu zaman fiyatlar artar. Türkiye'de de hisse senedi fiyat-

ları talep lehine bir denge değişimi göstermiştir. Talep neden artmıştır? Talep Borsanın ortaya çıkışı, halka hisse senedi piyasasının bir disiplin, denetim altına alındığı, alelihiye içine sokulduğu şeklinde bir güven verildiği için değişmiştir. Hisse senedi ile meşgul olan, hisse senedi ile sık sık ilgilenen, alan-satan emre evvelce birkaç bini geçmezken, bugün 50 bin 100 bin gibi birtakım tahminler yapılıyor. Bu çevrenin halka halinde gittikçe genişlemesi, halk kitlelerine yayılması, talep artışını meydana getirmiştir. Talep artışlarından doğan fiyat artışları da iktisadi artışlardır. Ekonomi dışı artışlar değildir, çünkü fiyatı yapan arz-talep dengesidir.

**TEKBAŞ** — Talep artışı sağlıklı olsa da sağlıklı olması da ekonomik midir; ekonomi ve borsa açısından iyi midir?

**KARŞILI** — Ekonomiktir. Talep artışı sağlıklı mıdır, değil midir? Bizde talebin hızla artması Borsa'nın ve piyasanın kuruluşunun tabii neticesidir. Yani neden kurduk Borsa'yı? Talep artmayacak mıydı? Talep artsın, herkes Borsa'yı tanınsın, hisse senetlerinin iyi bir yatırım aracı olduğunu öğrensin diye Borsa kuruldu. Borsa kendisini tanıtmak için gayret sarfetti. Yabancı uzmanlar bizdeki bu gelişmeyi çok tabii olarak değerlendirmişlerdir. Hatta demişlerdir ki: «Sizdeki bu gelişme Brezilya Borsası kurulduğu zaman da olmuştu. Endonezya Borsası kurulduğu sene de görülmüştü.» Yani dünyanın neresinde bir borsa kurulur da işler hale gelirse, orada borsa derhal kamuoyuna mal olmaktadır, kamu oyu tarafından tanınmaktadır, tanındıkça da ilgi artmaktadır. İlgi arttıkça hisse senetlerine yatırım talepleri de artmaktadır ve sonuçta fiyatlar yükselmektedir. Bu son derece tabii bir gelişmedir.

İsterseniz meseleye bir de arz cep-



**AÇIK OTURUM'A KATILANLAR :** Yukarıdaki fotoğrafta, soldan sağa doğru; Doç. Dr. Mehmet Şükrü Tekbaş (İstanbul Üniversitesi İşletme Fakültesi Öğretim Üyesi), Niko Maksimiyadis (A.O.G. Menkul Kıymetler A.Ş. Genel Müdürü), Muharrem Karşı (İstanbul Menkul Kıymetler Borsası Başkanı), İnal Ataç (Türk Ekonomi Bankası A.Ş. Muşaviri) ve A. Aydın Dündar (Ortadoğu Mimarlık Tic. ve San. A.Ş. Yönetim Kurulu Başkanı); «İstanbul Menkul Kıymetler Borsası'ndaki Sou Gelişmeler ve Özelleştirme» konulu toplantıda görülmüyorlar.

hesinden bakalım. Hep şikâyet etmişizdir; Borsa'da yeterli hisse senedi, menkul kıymet yok diye yakınmışızdır. Buna çare olarak da bankaların iştirak portföylerini halka açmalarını, ailelerin ve holdinglerin portföylerinden halka satış yapmalarını istemişizdir. Meseleye bankalar, aileler ya da holdingler açısından baktığımız zaman, onların da birtakım beklentileri vardır. Eger bir Akçimento bugün hisse başına şu kadar fiyatla oluşturulacak bir fon ile ancak kurulabiliyorsa, -ki 1 milyon ton kapasite ile bir çimento fabrikasının bugün 100 milyar liradan aşağı kurulamayacağı söyleniyor- o zaman bu fiyatın çok altında bir fiyatla Sabancı Grubu hisse senetlerini neden satsın? Bir holding ya da aile hisse senetlerini neden satar? Neden disinvestment yapar? Ya büyük çapta borçları vardır, bunun için yapar -ki büyük gruplar için bu pek söz konusu değildir-; ya da «Eski şirketlerin bir miktar hisselerini satayım, onlara kendimden de ilave

edeyim, biraz da kredi temin edeyim ve yeni şirketler kurayım: 10 Şirketim varsa 15 şirketim olsun.» diye yapar. Buna da bir ikame hesabına dayandırır.

Bu sebeple biz, Ağustos'daki fiyat artışları tartışma konusu olduğu zaman, bir ikame teorisi ortaya attık. Bu ikame teorisinin mucidi biz değiliz. Avrupa'da üzerinde durulan ve değerlendirme ölçüsü yapılan bir nazariyedir. Nasıl talep cephesi hisse senedi almak için beklentilerine göre hesaplar yaparsa; «Bu bana ne getirecek?», «Ne değer artışı sağlayacak?», «Ben bundan ne kazanacağım?» diye düşünürse; arz cephesine hâkim olanlar da, daha evvel şu fiyata mal ettikleri ve enflasyona vurulduğunda bugün bu kadar değerinde olması gereken hisse senetlerini, bu değer çok altında satmayacaklardır. Belki biraz altında satacaklardır. Tam ikame bedelini beklentileri söz konusu değildir. Bu sefer de talep cephesini tatmin etmeyecek büyük boyut fiyatlara ulaşılır. Ama



bu ikisinin arasında, yani alıcının kendisine iyi bir rant, değer artışı sağlayacak bir fiyat olarak öngördüğü fiyatla, satıcının ikame değeri olarak öngördüğü fiyatın arasında bir yerde fiyatlar teşekkül edecektir. Ağustos 1987 fiyatları işte böyle bir yerde teşekkül etmiştir.

**TEKBAŞ** — Peki, sonradan fiyat düşüşünü nasıl izah ediyorsunuz?

**KARSLI** — Sonradan olan fiyat düşüşleri, hepimizin bildiği gibi, «özelleştirme» meselesinin yanlış bir biçimde ortaya atılmasından ileri gelmiştir. Özelleştirme, belki bizim de bunda sorumluluğumuz var, halka bir Borsa olayı olarak takdim edilmiştir. Yani halk, daha doğrusu Borsa'da hisse senedine yatırım yapanlar, öyle zannettiler ki, şirketlerin hepsi birden özelleştirilecek ve bunların hisse senetleri âdeta damperli kamyonla piyasaya getirilip boşaltılacak. Halkta böyle bir intiba uyandı. Oysa düşünülen tabiatıyla bu değildir.

**TEKBAŞ** — Sızce Ağustos ayındaki fiyatlar mı normaldir, yoksa bugünkü fiyatlar mı?

**KARSLI** — Fikrimi söyleyeyim isterseniz; Ağustos fiyatlarıyla bugünkü fiyatlar arasında bir fiyat normaldir. Ağustos'ta biraz köpük vardır.

**TEKBAŞ** — Endeks Ağustos ayında 1332, bugün 680 olduğuna göre...

**KARSLI** — 1000 civarında bir endeks bence bu yıl için normaldir.

**TEKBAŞ** — Endeksi 1000 olarak uygun görmek; sizce talep açısından mı, arz açısından mı, yoksa ikame değeri açısından mı hisse senedi fiyatlarının o düzeyde olması gerektiğini ortaya koyuyor?

**KARSLI** — Şimdi her şirketin kendi iç bünyesinin gereği, bilanço analizlerine göre oluşacak gerçekçi bir fiyat düzeyi vardır. Ama nasıl ki

endeks bunların hiçbirini tek tek nazarı itibara almaz da bunların bir ortalamasını verir; ben de endeksin 1000 civarında olması gerektiği derken, bütün piyasayı bir kül halinde düşünüyorum. Tek tek şirketlere indığımız zaman, bazı şirketlerin fiyatının daha düşük seviyelerde oluşması, bazılarının daha yüksek seviyelerde oluşması gerektiği düşünülebilir. Ama ben genel konuşuyorum. 1000'in biraz üstünde bir İ.M.K.B. Endeksi'ne tekabül edecek fiyatlar -ki bunlar kendi aralarında ufak tefek oynamalar gösterebilirler-, gerçekçi ve yatırım yapılabilir fiyatlar olarak kabul edilebilir.

**MAKSİMYADİS** — Sayın Tekbaş, bu konuşmalara bir şey ilave etmek istiyorum. Bence fiyatların Ağustos'da mı yoksa Kasım'da mı normal olduğu şeklinde bir soru yanlıştır. Çünkü bir pazarda iki fiyat da normaldir. Eğer normal olmasa idi, o fiyat oluşmazdı. Fiyatlar beklenti üzerinden biçilir. Arz ve talep dediğimiz zaman, aslında beklentiyi de koymamız gerekir. Çünkü ikame değeri, iktisadi teoriye bakılırsa, bir şirket ilelebet yaşayacak gibisinden görünür. İkame değeri şirketin bilançosudur, kâr-zarar tablosu değildir. Ben beklentiyi de işin işine koyduğum anda, «Her iki fiyat da normaldir.» derim. O zaman belki arz daha yüksek olduğu için fiyatlar yükselmiştir; diğer taraftan fiyatlar, beklentisiz de yüksek olduğu için yükselmişlerdir.

**TEKBAŞ** — Bu durumda fiyatlar arasındaki bu kadar farkı nasıl açıklayalım? Arz ve talebin gerisindeki etkiler nelerdir?

**MAKSİMYADİS** — Benim şahsi görüşüm, İ.M.K.B.'nda arz-talep hisse senetleri fiyatları üzerine büyük bir ağırlık koyuyor. Çünkü ikame ve beklenti değerlerini ölçmek için, aleniyetlik yani açıklık gerekir. Bu, Borsa'da

şirketler açısından verilmiyor. Örnek olarak New York Borsası'nı alırsak, orada borsaya kote olmuş bütün şirketlerin 3 aylık bilançoları aracı kuruluşlara hatta hissedarlara bile açıktır. Ve ona göre bir fiyat belirlenir. Mesela IBM'i örnek olarak alalım. IBM 31 Aralık olarak kapatır defterlerini; ertesi Mart ayı sonuna doğru hisse senetleri fiyatlarında bir çalkantı olur. Çünkü bu arada son üç aylık kârlılık oranları ortaya çıkacaktır. Eğer bu kârlılık oranları beklentiden yüksek ise fiyatlar yükselir, alçaksa düşer.

**DÜNDAR** — Müsaade eder misiniz? Bence küçük bir hataya düşüyoruz. Biz birdenbire İ.M.K.B.'nin Ağustos ve Kasım sonu itibarıyla endeks-



A. AYDIN DÜNDAR

lerdeki düşüşü meselesine hapsoldük. Aslında, bunun ne kadarının ekonomiden kaynaklandığı, ne kadarının ekonomi dışı olayların gelişmesiyle oluştuğu meselesine girmeden önce İ.M.K.B.'nin bugünkü çüssesi ve yerinin ne olduğunu belirtmemiz lazım. Okuyucularımız için bu daha yararlı

olur diye düşünürüm. Gerekli açıklamaları herhalde Sayın Karşı yapacaktır. Öte yandan söz konusu endekslerin düşme ve yükselme nedenlerini araştırmaya doğru gidecek isek, eğer daha sağlıklı bir kıyaslamayı amaçlıyorsak, yalnız Borsa'daki alım ve satımlarla kendimizi hapsedemeyelim. Borsa'nın da rakibi var. Borsa nihayet mali bir piyasa kuruluşudur. Borsa'nın da mali piyasalarda rakipleri vardır. Nelerdir bunlar? Faizlerdir, Hazine bonolarıdır. Yani faiz ile alınıp satılan kâğıt değerlerdir. Acaba konuştuğumuz dönemde bunlardaki gelişme ne olmuştur? Esas bunlara inmemiz lazım, eğer sağlıklı bir analiz yapacaksak. Geçen sene kurulan Borsa'nın daha emekleme safhasında iken birden gelişmesi, bu iş ile ilgilenen Türk halkına bir yenilik getirmesindedir. Tabir caizse moda tarafı bir ağırlık kazanmıştı. Yani mesele pür ekonomik değildi. Ayrıca halkın Borsa'ya yönelmesini gerektirecek başka yan faktörler de vardı. Hatırlarsanız, geçen sene devlet faize müdahale ediyordu. Faiz hadlerinin enflasyonunun gerisinde kaldığı, hatta reel faizin menfi faize dönüştüğü; geçen sene bu günlerde tartışılıyordu. İşte o dönemde Borsa büyük sıçrama yaptı. Ama biliyorsunuz, yaz aylarından itibaren faiz hadleri üzerinde yeniden ayarlamaya gidildi, hatta bankalar arası faiz rekabeti başladı. Dolayısıyla meseleye ister Borsa açısından ister başka araçlar yönünden bakalım, sonuçta birtakım fonların el değiştirmesi söz konusu olacaktır. Bu fonları arz edenler talep edenler vardır. Bunlar, değişik alternatifler arasında bir seçim yapma ve buna göre yatırım kararı alma durumundadırlar. Borsa'da hisse senedi alabilirler. Ellerindeki fonu götürüp Hazine bonosuna, tahvile veya altına yatırabilirler. Bir yıl vadeli banka hesabı açtırabilirler ya da başka bir şekilde değerlendirebilirler. Son zamanlarda, devalüasyon beklentisi

nedeniyle, yabancı para üzerine spekülasyonu yapanlar bile görüldü. Bugün bu olayı yaşıyoruz. Tabii bunların hepsinin etkisi vardır endekslerin düşüşünde. Yani konu tek başına Borsa'nın meselesi değildir, bunu anlatmaya çalışıyorum.

**TEKBAŞ** — O dönemde faizlerdeki düşüş şüphesiz Borsa'nın çekiciliğini arttırdı. Geçen yıl Borsa'da hisse senedine yatırım yapmış olan kimselerin sağladıkları verimlerin diğer yatırım alternatiflerinin çok daha üzerinde olması, hisse senedine ilgiyi artırdı. Bu arada basın ve televizyonun özellikle bu konuya yer ayırması da talebi artırıcı bir rol oynadı. Daha sonra, dediğiniz gibi, faizlerdeki yükselme ve çeşitli belirsizlikler, referandum belirsizliği, arkasından erken seçimin yapıp yapılmayacağı belirsizliği, bunların dışında Sayın Karşılı'nın da belirttiği gibi bir özelleştirme ve özelleştirmeden doğan belirsizlik de burada rol oynadı. Biraz önce bir iki bilgi istemiştiniz. Ben size kendi derlediğim rakamları vereyim. Kasım sonu itibariyle İ.M.K.B.'nda kote edilmiş hisse senetlerinin toplam piyasa değeri 40 hisse için yaklaşık 3 trilyon lira. Borsa'da birinci pazardaki hisse sayısında bu yıl ortaya çıkan artışla bunu 40 yerine 50 olarak ele alırsak ve ikinci pazardaki hisseleri de buraya ekleyecek olursak, bu rakam 3 trilyonun üzerine çıkacak.

**DÜNDAR** — Herhalde bu 3 trilyon nominal kıymetler toplamı değil.

**TEKBAŞ** — Hayır, piyasa fiyatı ile. Market capitalization. Bu rakam 1986 yılı sonunda 700 milyar lira idi. Diğer taraftan 1986'da işlem hacmi 8,7 milyar lira. Bu yıl Kasım sonu itibariyle işlem hacmi 92 milyar lira; yıl sonu olarak bunu yuvarlak 100 milyar lira olarak görebiliriz. Burada bir oran kurmak mümkün. 8,7 milyar liranın 700 milyar liraya oranı % 1,2 veya

1,3; 100 milyar lira işlem hacminin de 3 trilyon liraya oranı % 3,3. Bu, bir artışı gösteriyor. Ama, bu artışı bir kenara bırakacak ve bu rakamları dünyadaki diğer borsalar ile karşılaştıracak olursak, İ.M.K.B.'nın diğerleri arasındaki yeri ortaya çıkar. Bir New York, Londra veya Tokyo Borsası'nı bir kenara bırakalım, Uzakdoğu borsaları ile bile karşılaştırmamız mümkün değil. Tokyo'da hisselerin toplam pazar değeri 2,6 trilyon dolar. New York'ta 2,1 trilyon dolar, Londra'da 540 milyar dolardır. Bu rakamları GSMH ile oranlayacak olursak, İ.M.K.B. gene dış borsalarla karşılaştırılmayacak derecede küçük kalıyor.

**DÜNDAR** — Şimdi en büyük borsa sanyorum Tokyo Borsası. değil mi?

**TEKBAŞ** — Evet. Önceleri New York Borsası, idi ama şimdi Tokyo Borsası geçti.

**KARSLI** — Bu arada ben de şunu ilave edeyim. Bizim borsamızla ilgili dışarıyla yapılacak mukayeseler pek doğru netice vermez. Bizimki iki senelik bir borsadır. Borsacılık geleneğimiz hayli eski ise de, İstanbul Borsası'nı Londra Borsası ile, New York Borsası ile ya da Tokyo Borsası ile karşılaştırmak bize pek bir şey vermez. Daha ziyade kendi çapında borsalarla karşılaştırma yapmak yararlı olabilir. Bir de kendi içinde mukayeseler yapmak mümkündür. Belki: «Bizim Borsa ne ile başlamış, birinci sene sonunda nereye gelmiş, ikinci sene sonunda nereye gelmiş, ileride üçüncü, beşinci seneler sonunda nerelere gelebilir?» şeklinde ekstrapolasyonlar da yapabiliriz. Yalnız Uzakdoğu borsaları içinde bizim yakaladığımız borsalar var. İ.M.K.B. iş hacmi ve zenginliği itibariyle Singapur Borsası'nı yakalamak üzeredir. Daha cılız borsalar var. Filipinler'de Manila Borsası, bütün gün boyunca 8-10 şirketin işlem gördüğü bir borsadır. Kuala Lum-



pur Borsasının'dan daha iyiyiz. Şu anda sistemimizi incelemek için yararlan-dığımız Ürdün Borsası'ndan daha iyi durumdayız.

**DÜNDAR** — Atina Borsası'na göre durum nedir?

**KARSLI** — Ben Atina'yı gördüm ama, Atina Borsası'nı görmedim. Bu konuda Sayın Maksimyadis belki daha iyi bilgi verebilir.

**MAKSİMYADİS** — Bizden pek farkı yok.

**TEKBAŞ** — Toplam piyasa değeri 1,2 milyar dolar, aklımda yanlış kalmadıysa.

**MAKSİMYADİS** — Yani İstanbul Borsası'ndan ufak. Sayın Tekbaş, sizin dediğimize bir şey eklemek istiyorum. Türkiye'de unutmayalım, bir de



NIKO MAKSİMYADİS

KİT'ler var. Bunlar sanırım 8 Nisan 1987'de yapılmış bir çalışmaya göre Türkiye'nin yatırım portföyünün % 60'ını teşkil ediyor. Yani bizim borsayı diğerleriyle karşılaştırırken bu noktayı da göz önünde tutmamız lazım. Çünkü kuruluşlarının % 60'ı devlet

devlet teşekkülü olan bir ülkede borsanın daha büyük olması, aslında biraz da fazla bir beklentidir.

**KARSLI** — Şunu ilave edeyim hem. Bugün nasıl alacaklılığı temsil eden menkul kıymetler piyasasında Hazine bonoları, devlet tahvilleri dolayısıyla devlet hâkimse; mülkiyeti temsil eden menkul kıymetler piyasasında da -ancak KİT'lerin çoğu anonim şirket olmayıp hisse senetleri bulunmadığı için, hisse senedi piyasası yerine daha iyi bir tabirle sermaye piyasasında diyelim- yine devlet hâkimdir. Yüzde 60 büyük ve her memlekette olmayan bir rakamdır. Bunlar Borsa'nın ve piyasanın ilerisi için büyük bir potansiyel teşkil ediyor. Ayrıca Borsa'nın rakibi olarak faiz piyasasını görmek mümkün müdür, değil midir? Bu da önemli bir mesele. Biz piyasada Borsa öncesinden beri şöyle bir intiba edinmişizdir. Hisse senedine yatırım yapan vatandaş genellikle tahvile yatırım yapmaz. Yani tahvil müşterisi ile hisse senedi müşterisi birbirinden ayrıdır. Benim menkul kıymet pazarlamacılığı yaptığım senelerde edindiğim bir bilgidir bu. Tabii bunu % 100 olarak söylemek mümkün değildir. Ama % 80 böyledir. % 20'lik de bir marjinal yatırımcı tipi vardır, o faizler yükseldiği zaman tahvile kaçabilir. Ama bunlar psikolojik olarak piyasayı çok etkiliyor. Yalnız size şunu da söyleyeyim, bu yaz ortalarında faizler serbest bırakıldığı zaman, piyasa bundan etkilenmedi. Piyasa, biraz evvel söylediğim gibi, daha ziyade psikolojik nedenlerden etkilendi. Piyasaya bol miktarda KİT hissesi sürüleceği, piyasanın arz bolluğu yüzünden çöküşe maruz kalacağı korkusundan piyasa bu hale geldi.

Bu arada size gazetede gördüğüm bir karikatürü anlatayım. Karikatürde bir boğa resmi, yanında bir ayı resmi var. Altına dış borsalar demiş. Onların yanında bir de deve resmi

var. Altına bizim borsamızın adını yazmış. Karikatüristin deveyi senbol olarak kullanmasından kastı şu: Kambur, kambur üstüne gelmiştir; bizim borsamızın Eylül ve Ekim'de başına gelenler düşünüldüğü zaman. Bu kamburlar işte KİT'lerin özelleştirilmesi yanlış anlaşılmasından, faizlerin serbest bırakılmasından, referandumdan, arkasından da erken seçimden gelmiştir. Seçim Konusu Anayasa Mahkemesi'nde iptal edilmiştir, bunun ardından dünya borsalarında krizler patlak vermiştir. Çok az kişinin aklına gelebilecek bir şey daha söyleyeyim, süper emeklilik bile bu işi olumsuz yönde etkilemiştir. Çünkü, çok kimse hangi fiyata olursa olsun hisse senetlerini satıp 4 milyon 200 bin lirayı Sosyal Sigortalar Kurumu'na yatırma gayreti içine düşmüştür. Bir sürü kambur üst üste gelmiştir.

**DÜNDAR** — Sayın Karşılı'nın faiz piyasasının veya mali piyasanın diğer aletlerinin hisse senedi piyasasını pek fazla etkilemediği hususundaki görüşüne pek katılamayacağım. Benim elimde yine Ocak - Ağustos sonu itibarıyla bu senenin 8 ayına ait bazı rakamlar var. Toplam işlem hacmi 3 trilyon 200 milyar civarında. Hisse senedinin buradaki yeri 26 milyar gözüküyor. Hazine bonoları 1 trilyon 700 milyar, gelir ortaklığı senetleri 200 milyar, devlet tahvilleri 800 milyar, özel sektör tahvilleri 200 milyarın üzerinde. Sayın Karşılı'nın görüşüne katılmamamın nedeni de bu. Konuşmalar ilerledikçe konu aydınlanacaktır.

İ.M.K.B.'nin gelişmesini yatırım fonlarının teşekkül etmiş olması da etkilemiştir. Aslında bu büyük bir olaydır. Yatırım fonları geliştikçe, bu Borsa geliyecektir. Herkesin tek tek Borsa'da pay senedi alıp satması bir uzmanlık işidir. Buna yanaşamayan küçük tasarruf sahipleri, bu meseleyi yatırım fonlarından iştirak belgesi satın almak su-

retile yapacaklardır. Türkiye'de bildiğiniz gibi bu iş bankalara hapsedilmiştir. Yani bunu sadece bankalar yapabiliyor. Ülkemizde yatırım fonları birer ikiye kurulmaya başlandı. Ağustos'a kadar fiyatların yükselmesinde, benim kişisel kanıma göre, yatırım fonlarının talepkâr olarak piyasaya girmelerinin etkinliği vardır. Yani yatırım fonları kendi portföylelerini tanzim edebilmek için Borsa'da pay senedi almışlardır. Özellikle bazı hisselerin fiyatlarındaki ani çıkışlar bu nedenle de olmuştur. Gerçekte Sayın Karşılı ile görüş ayrılığımız çok derin değil. Ama buradan bir yere varmak istiyorum. Yatırım fonları son zamanlarda portföylerini Hazine bonolarıyla değiştirmeye başladılar. Yarı fonları pay senedine değil de öbür tarafa çevirdiler. Öbür tarafa çevirince de gayet tabii efektif talepte bir düşüş oluyor. Yatırım fonları şu veya bu nedenle Hazine bonosuna değil de tekrar aynı şekilde bu Borsa'da işlem gören hisse senetlerini iltifat etmeler, ben fiyatlardaki düşüşün veya yükselişin daha hızlı olacağı görüşündeyim. Şöyle ki, Ağustos ayından Kasım'a kadar fiyatlarda aşağı yukarı % 50'yi aşan bir düşüş var. Örneğin New York Borsası'nda son 20-21 Ekim krizinde dahi, Dow Jones ortalamasında ancak % 22 düşüş oldu.

**TEKBAŞ** — Bir günde % 13.

**DÜNDAR** — Aşağı yukarı fiyatlardaki düşme bir hafta önceden başlamış. Yani uluslararası büyük bir kriz olarak, 1929'u hatırlatacak şekilde takdim edilen olayda bile ancak % 22 civarında bir düşüş var. Hatta bazı iktisatçı arkadaşlar bunu bir başka türlü de izah ediyorlar. «Fiyatlarda yıl başından düşüş başlayınca kadar zaten fazladan bir % 20 yükselme olmuştu.» diyorlar. Bu ne kadar doğrudur, bilemiyorum. Yani bizdeki düşüş biraz fazla oldu. Ben o yüzden bu dü-

şüşün biraz da faiz piyasası ile ilişkisi olduğu görüşümdedir. Belki de yanılıyorum.

**KARSLI** — Hisse senedi piyasasının faiz piyasası ile ilişkisi olduğu muhakkak. Yani biraz önce bahsettiğim o % 20'lik marjinal grup, bir yerden öbür tarafa doğru böyle deli daneler gibi koştuğukça; faizden hisse senedine, hisse senedinden tahvile döndükçe; tabii ki diğer dengeleri de etkiliyor. Yalnız Türkiye'de yatırım



MUHARREM KARSLI

fonları hisse senedi piyasasında o kadar çok etkili olmasa gerek. Benim bildiğim kadarıyla ilk kurulan yatırım fonu İş Bankası'nın Yatırım Fonu'dur. 10 milyarlık bir fondur. Bunun içinde hisse senetlerinin değeri 680 milyon civarındadır. Bunlar da Borsa'dan alınmamıştır, bankanın iştirakler portföyünden alınmıştır.

**TEKBAŞ** — Bir iki bankanın çok kısa bir süre içinde yoğun alış yaptıkları bir dönem var, Ağustos ayı içinde.

**KARSLI** — Körüklemiştir, ama esas sebep değil.

**TEKBAŞ** — Ayrıca o dönemde yeni kurulan bir iki aracı kuruluşun yoğun talepleri olmuştur; psikolojik olarak hisse senedi fiyatlarındaki artışı pay almak, treni son anda yakalamak için. Onlar da hisse senedi fiyatlarının iniş trendini geciktirmiştir. Yoksa fiyatlar belki de Ağustos 20'den önce düşmeye başlayacaktı.

**KARSLI** — İşte dediğim gibi bir köpük var fiyatlarda. Yani Ağustos başından sonrası köpüklü. Şunu da ilave edeyim: Bizde hisse senedi fiyatlarının düşüşü, bu % 50 düşüş, tam iki ay sürmüştür. 20 Ağustos'tan 13 Kasım'a kadar. New York Borsası'nda bu bahsettiğiniz % 20'lik düşüş ise çok daha kısa bir zamandır. Mesela Hong Kong Borsası'nda fiyatlar bir günde % 33 düşmüştür.

**TEKBAŞ** — Amerika'da New York Borsası'nda Ağustos'dan Ekim'e düşüş yine % 30'dur. Ağustos ayında Dow Jones 2700'e çıkmıştı. Bunun giderek 2200'den 1700'e kadar düşmesi, orada da iki aylık bir sürede gerçekleşti.

**KARSLI** — Yalnız şu var: New York Borsası'nda çok kısa bir süre içinde % 20 düştü. O iki ay olarak verdiğimiz rakam altı ay içinde belki de % 35'tir. Zaman uzatılırsa, rakam değişebilir. Yani bizde o kadar süratli düşüşler olmadı. Bizde piyasa şöyle bir özellik gösterdi, Ekim ve Kasım ayları içinde, o düşüş süresi içinde. Piyasa bir büzülme yaptı. Hani susuzluğa karşı savunmaya geçen bitkiler vardır, büzülerek ve yaprak dökerek kuraklığa karşı mücadele eder. Bizim piyasa da böyle bir büzülme içine girdi. Satıcılar satmaktan vazgeçtiler. Hiçbir zaman panik olmadı.

**TEKBAŞ** — Sayın Karşlı, benim orada şöyle bir görüşüm olacak. Borsa'daki sistem gerçek arz ile talebi karşı karşıya getirmedir. Eski sistemde günde % 5'den iki defa ki toplam % 10 olan fiyat değişebilme marjı, o



dönemde bir karşılanmamış arz yaratı-  
tı. Yani bütün talep karşılandı, satı-  
lamayan hisse senedi o fiyattan er-  
tesi güne kaldı, veya bir karaborsa  
doğdu. Bu nedenle, hisselerinin Bor-  
sa'da satamayanlar, Borsa dışında da-  
ha düşük fiyattan sattılar. Bu, fiyat  
düşüşünü özellikle hızlandırdı. Borsa  
dışında böyle hisse senedi alanlar,  
ertesi günü Borsa'ya getirerek % 5'lik  
veya % 10'luk kayıpla ellerindeki his-  
se senetlerini anında paraya çevir-  
mek istediler.

**KARSLI** — Ama satamadılar. An-  
cak arz artışını körüklemiş oldular.

**TEKBAŞ** — Eski sistemde böyle  
bir pürüz var. Böylece fiyatlar geril-  
yerek Endeks % 42 oranında düştü.  
Endeks Ağustos'ta 1332 düzeyinden  
Kasım'da 564 puana indi.

**ATAÇ** — Ben konuya, bazı nokta-  
larda Sayın konuşmacıların görüşle-  
rine katılan, değişik bir açıdan girmek  
istiyorum. Her şeyden önce olayı,  
makroekonomik düzeyden mikro dü-  
zeye indirmekte yarar var. Borsa ne-  
tice itibariyle sermaye piyasasının bir  
bölümüdür, parçasıdır. Deminden beri  
konuştuğumuz, tartıştığımız, üzerinde  
durduğumuz rakamsal göstergeler, en-  
deksler (vb.); hisse senetleri gibi ser-  
maye piyasasının sadece bir aracına  
ait olaylardır. Nitekim Sayın Dündar  
bunların Türkiye sermaye piyasasının  
toplamı içindeki payını biraz evvel be-  
lirtti. Aynı rakamlar bende de var.  
Deminden beri tartışmakta olduğumuz  
olay, Türkiye'deki toplam ser-  
maye piyasasının 1987 verileri itibari-  
yle % 1'ine tekabül eden bir bölüm.  
Bunun dışındaki araçlar, şu anda di-  
ğer kıymetli kâğıtlar üzerinde yoğun-  
laşmış vaziyette.

**TEKBAŞ** — Orada belki sermaye  
piyasasının tanımını da yapmamız  
gerekecek. Yaklaşık 5.5 trilyon TL tu-  
tarındaki menkul değer işleminin ve-  
ya arzının tamamını sermaye piyasa-

sı kabul edebilir miyiz? Hazine bonosu  
bir sermaye piyasası aracı mıdır?

**KARSLI** — Ayrıca, bugün tahvil  
bir sermaye piyasası aracı mıdır?

**ATAÇ** — Önce bu araçların için-  
de doğrudan sermaye piyasası aracı  
olanlar var. Özel şirket tahvilleri, özel  
şirket finansman bonoları gibi. Bir de  
kamunun kaynak yarattığı araçlar  
var. Ben kamunun kaynak yarattığı  
araçlara «dolaylı sermaye piyasası ara-  
cı» diyorum. Çünkü belli bir anda Tür-  
kiye'deki likidite oranı nihayet sınırlı-  
dır. Bu likidite oranının kamu kesimi-  
ne bu araçlarla (devlet tahvili, gel-  
ir ortaklığı senedi vb. şeklinde) ka-  
nalize edilmesi demek, gerçek anlam-  
daki sermaye piyasasının sınırlandı-  
rılması demektir. Yani oradaki liki-  
ditenin devlete doğru aktarılması ve  
dolayısıyla buraya bir sınırlama ge-  
tirilmesi demektir. Ben onlara bir ba-  
kımada «negatif sermaye piyasası  
aracı» diyorum. Türkiye'deki gerçek  
amaç sermaye piyasasını geliştirmek-  
se, Türkiye'nin ekonomik kalkınma-  
sında gerçek manadaki sermaye pi-  
yasası araçlarının önemli rol oyna-  
yacağına inanıyorsak, o takdirde, Sayın  
Karşılı'nın da değinmiş olduğu gi-  
bi, arz faktörünün belli oranda talep-  
le dengeli biçime getirilmesi gerek-  
tir. Ben bir noktada Sayın Karşılı'ya  
katılamıyorum. Ben hisse senedi ola-  
yını kısa vadeler içerisinde alınıp satı-  
lan bir yatırım aracı gibi görmek ist-  
emiyorum. Böyle gördüğüm zaman  
-bu tabii kaçınılmaz bir gerçektir, bü-  
tün dünya borsalarında bu hadise var-  
dır. Türkiye'de aşırı düzeyde vardır,  
ben bunu spekülasyon olarak tarif edi-  
yorum. Acaba İ.M.K.B. spekülasyon  
amaçlar ve eğilimler içerisinde hayati-  
yetini sürdürse, Türkiye'de sağlıklı bir  
sermaye piyasası teşekkül eder mi,  
etmez mi? Bunun cevabını iyi bilme-  
miş, iyi tarif etmemiz lazım.

Batı'daki gelişmiş borsalara göz  
attığımızda, yatırımcıların herhangi

bir yatırıma gittikleri zaman hisse senedinde «fiyat/kazanç» oranı üzerinde önemle durduklarını görüyoruz. Yani «P/E» dediğimiz faktörün üzerinde duruluyor. Bu, bizi otomatik olarak şu noktaya getiriyor. Bir şirketin hisse senetlerinin bir önceki güne, bir önceki haftaya nazaran % 30 ya da % 40 değer kazanmasının oradaki yatırımcı için bir önemi yok. O hissenin ait olduğu şirket büyük önem taşıyor. Şirketin son bilançosunda elde etmiş olduğu kârlar büyük önem taşıyor. O



İNAL ATAÇ

şirketin mali imkânları ve o şirketle ilgili geleceği dönük beklentiler önem taşıyor. Beklentiler böyle olunca, hisse senedi gerçek manada bir yatırım aracı olma hüviyeti kazanmaya başlıyor.

Tabii ülke ekonomisi açısından konuşuyorum; yatırımcılar açısından olaya girecek ve irdeleyecek olursak, durum daha farklı. Bir yatırımcının çeşitli beklentileri olabilir. Sağlam bir yatırım yapmak isterken, yüreğinin bir tarafında spekülâtif kazanç elde etme eğilimi de vardır. Bunu önlemek

mümkün değildir. Her yatırımcı bu fırsattan istifade eder. Ama özellikle gelişmiş borsalara baktığımız zaman, bizde görüldüğü kadar aşırı endeks artışlarının vuku bulduğu borsaları ben şahsen bilmiyorum. Benim elimde yabancı şirketlere ait örneğin o meşhur Ağustos krizinde oluşmuş «fiyat/kazanç» oranları ile şimdiki «fiyat/kazanç» oranları var. «Fiyat/kazanç» oranlarını mukayese ettiğimiz zaman, bizde daha büyük düşüş görüyoruz. Borsa belki % 50 geriledi ama, «fiyat/kazanç» oranları çok daha büyük bir hızla, % 70 - % 80 aşağıya düştü. Bunlar benim değerlendirmemde biraz sağlıksız göstergeler oluyor.

Ben talepten söz ederken, «suni talep» diye bir tarif yapmak istiyorum. Bu, spekülasyona sebebiyet veren taleptir. Bunun kaynağı nedir, neden oluşur? Bunun çeşitli sebepleri olabilir, onu irdelemek istemiyorum. Bir de «dengelenirilmiş talep»ten söz etmek istiyorum. Sayın Karşı çok güzel belirttiler, uzun bir süre bizim borsamızda zaman zaman talep fazla olmuştur, arz yeterli olamamıştır; temeldeki bu nedene beklentiler faktörü de eklenmiştir. Bu faktör psikolojik bir faktördür. Bu da ilave olduğu zaman endeks, 1330'lara kadar sıçramıştır. Yıl başında 220 olan endekste Ağustos'da 5 katı kadar bir artış oluyor. Bunun reel bir ekonomik değer olduğunu iktisatçı olarak ifade etmek mümkün değil. Ama bu fiyat reeldir, onu kabul ediyorum. Borsa'da teşekkül eden her fiyat reeldir. Bunu altını çizerek söylüyorum; fakat ekonomik değerlendirme açısından bu reel bir fiyat değildir. Burada bir ayırım yapmak istiyorum. Reel olmayan bir fiyat, bir adım daha ileriye gidersek, birtakım suni baskılarla oluşmuştur. Bu fiyat birgün patlamaya mahkumdur. Bir balon suni olarak şişirilmiştir. Nitekim neticede bir patlama olmuştur. Patlamanın sebepleri çeşit-

li şekillerde açıklanmıştır. Özelleştirmeyle ilgili yanlış anlamalar olmuştur; yatırım fonlarının, biriki tane aracı kurumun aşırı talepleri olmuştur; ve daha benim bilmediğim birçok sebepleri vardır bu patlamanın... O halde bizim hisse senedi olarak nitelendirdiğimiz temel sermaye piyasası aracının sağlıklı bir biçimde gelişebilmesi için, mutlak surette Borsa'da arz-talep dengesini oluşturmak zorunluluğumuz vardır.

Demir değinildi. Kamu, Türkiye'deki kaynakların % 60'ını portföyünde tutmakta. Bu çok büyük bir rakam. Ama geriye kalan % 40 acaba İ.M.K.B.'nda mı? Sorunun cevabı biraz önce verildi. Bunun belki % 1'i veya % 2'si İ.M.K.B.'nda. Ya geriye kalanı ne oldu? Yani kamuya gelmeden önce özel kesimin, aile şirketlerinin borsa konusunda bilinçlendirilmesi lazım. Ayrıca hisse senedi denilen yatırım aracının ne olduğunun kamuya iyi anlatılması lazım. Bugün halkta bir tahvil, bir Hazine bonusu, bir gelir ortaklığı senedi mefhumu var. Onların ne demek olduğunu aşağı yukarı biliyor. Ama hisse senedinin ne demek olduğunu bilmiyor. Birçok tartışmalarda, hatta bu işte uzman olarak tanıdığım bazı aracı kurumlar temsilcilerinin katıldıkları tartışmalarda dahi dinleyici olarak edindiğim bir izlenim var :

Hisse senetlerini âdeta bir tahvil hüviyetiyle piyasaya arz etmek eğilimindedirler. Bunu teşhis ve tespit ettim. Her şeyden evvel Türk yatırımcısına, % 100 güvenceli bir yatırım olan tahvil tipi bir yatırım ile güvence riski yüksek olan, risk faktörü taşıyan hisse senedi arasındaki farkı iyi anlatmak lazım. Bu iyi anlatıldıktan sonra halk, eğer spekülâtif beklentiler içerisinde ve sadece spekülasyon amacıyla yatırım yapacaksa, varsın yapsın. Ben fiilen Borsa olayının içinde yaşamadığım için sayısını bilmiyorum, ama bugün Borsa'da yatırım

yapan yatırımcı adedinin yaklaşık 15-20 binin üstünde olabileceğini düşünmüyorum.

**DÜNDAR** — Türkiye'de herhalde 1500 kişi kadar var.

**ATAÇ** — Sayıyı bilemiyorum ama, anlamsız bir rakam olmalı. Bunu ifade etmeye çalışıyorum. O halde bunu yaygınlaştırmak lazım. Yaygınlaştırmak için de son zamanlarda başlamış olan birtakım genel tanıtım araçlarındaki yoğun propagandanın, eğitici ve öğretici propagandanın sürdürülmesinde ben çok büyük yarar görüyorum. Geçen gün Sayın Kars'lıyı gördüm TV İkinci Kanal'da, eğitici ve güzel bir programdı. Burayı tanıtıyordu. Bilmenler için cazip bir programdı.

**DÜNDAR** — Sayın Ataç, sanıyorum şurada mutabıkız. Hatta genelleme de yapabiliriz. Nerede gelişmiş bir ülke varsa, orada menkul kıymetler piyasası da gelişmiştir. Petro-dolar ülkelerini atalım bir kenara, ama gelişmişliğin bir başka ölçüsü de genelde halkın cebinde, portföyünde çeşitli şirketlerin pay senetlerini taşımasıdır; bu işe olan ilgisidir. Ne kadar güvenilir olduğunu bilmiyorum ama, elimdeki bazı rakamlara göre her yetişkin Amerikalı'nın dörtte birinin cebinde mutlaka bir pay senedi vardır. Bu kaba bir hesapla A.B.D.'de 25 milyon insan eder. Demin Sayın Ataç'ın Türkiye için verdiği rakam da 10-15 bin kişi. Daha doğrusu böyle bir rakam olduğunu varsayıyoruz. Gelişmekte olan bizim gibi bir memleket için menkul kıymet borsasının geliştirilmesi gerektiği hususunda görüş birliği içindeyiz. Niye? İki nedenle. Birincisi, istiyoruz ki; bundan sonra şirketler, kuruluşlar, daha sağlıklı bir sermaye yapısına kavuşabilsinler. Yani özkaynaklarını halka açarak daha büyük kapsamlı yatırım yapsınlar. AET'ye başvurmuş bir ülke olarak, rekabet edebilir cesamette büyük yatı-



rınıları ancak böylece yapabiliriz. Bu da halkın bu işe alıştırılmasıyla mümkün. İkincisi, halkı çok sembolik olan bu hisse senedi piyasasına gönderebilmekte bizim bir küçük avantajımız var; o da şu: Benzetme yapmak istemiyorum ama, biliyorsunuz bazı insanlarımız faizden hoşlanmıyorlar. Nitekim Faysal Finans ve Al Baraka'nın gelişmesinin nedeni de bu. Faizden hoşlanmayan kitleler için, bunların tasarruflarının değerlendirilmesi için, hisse senedi piyasası bir nimet. Çünkü işin faizle alakası yok. İyi bir tanıtımla onları da buraya çekmek mümkün.

Her halukârda kesin kanaatim şu ki; ben devletin mali piyasalardan, likid piyasalardan bu kadar büyük miktarlarda iç borçlanma olayını sürdürdüğü sürece; bu piyasanın sağlıklı ve büyük bir gelişme gösterebileceğine inanmıyorum. Çünkü ülkemizde öyle aşırı bir tasarruf yok. Hisse senedi piyasasının uzun vadede gelişmesinin bence nihai şartı, devletin dengeli bütçe yapmasıdır. Yani iç borçlanmaya dayanmayan dengeli bütçe yapmasıdır. Biraz önce rakamları aldık. Eğer devlet 1 trilyon 700 milyarı Hazine bonusu adı altında bu piyasadan çekiyorsa, bunun nereye gittiği sorusu akla geliyor. Devlet sadece vergi olarak almamış, borçlanmış. Onun için bence işe mevzuatta bazı değişiklikler yaparak başlanmalı. Bazı pay senetleri var, nama yazılı; birtakım mersime tabi ve Borsa'ya uygun düşmeyen senetler. Şirketlerin kendi pay senetlerini satın alma yasağının kısmen kaldırılmasında da yarar var. Türk Ticaret Kanunu'nda, Borçlar Kanunu'nda bu konuda hükümler yer alıyor. Yeni düzenlemelere gidilerek yatırım fonlarının, yatırım ortaklıklarının, bankaların tekelinden kurtarılması ve bunların teşvik edilmesi lazım.

**MAKSİMYADİS** — Yanlış bir şey

olmasın. Yatırım ortaklığı başka bir şeydir.

**DÜNDAR** — O anlamda yatırım ortaklığı değil. Günlük satın alıyorsunuz. Adam portföy yapıyor, size günlük veriyor. Biliyorsunuz, bu gelişmiş ülkelerde yaygın bir uygulamadır. Hatta bizim birtakım insanlarımız oralara ortak bu nedenle. Onun gelişmesi, pay senedine olan talebi de arttıracaktır. Bunların bankaların inhisarına verilmesi, belki birtakım kaygılarla olmuştur. Çünkü banker skandalından sonra çıkan Sermaye Piyasası Yasası bence bir tür bekleme yasasıdır. Bu kaygılar yersiz olmasa da, bunların kamu denetiminde geliştirilmesinde yarar vardır. Diğer bir önemli nokta biraz önce arkadaşlarım temas ettiler, Türkiye'de denetim mesesininin mutlak surette teşekkül etmesi lazım. Bu 50 şirket yarın 250 şirket olacaktır. Halk kime ve nasıl para yatırıldığını bilmek zorundadır. Bu, hem mevzuat düzeltmesiyle, yani bilançoların 3 ayda bir ilan edilmesi zorunluluğunun getirilmesiyle, hem de güvenilir serbest denetim meslek kuruluşlarının teşekkülüyle mümkündür. Gerçi 3332 sayılı Yasa'ya kamuoyunda «Kurtarma Yasası» diye bilinen yasa bir madde ile son 30 senedir tartışılan serbest hesap uzmanlığı olayı eklenmiştir; ama bence eklenti olduğu için yaşamamıştır. Türkiye'de artık birtakım bilançoların kimseden emir almayan bağımsız denetim kuruluşlarıncaya onaylanmış olması lazım. Bir gelişme olarak bunu da gerçekleştirmek gerek.

Sözü şöyle bağlamak istiyorum. Menkul kıymetler borsalarının, yarın başka şehirlerde de olabilir, gelişebilmesi için halkın kâğıt tasarrufa alıştırılması lazım. Altından ve gayrimenkulden bu tarza dönüşmesi biraz da kâğıda olan güveninin yükseltilmesiyle mümkündür. Sayın Ataç hatırlayacaklar, İktisat Fakültesi birinci sınıf

ında hocamız rahmetli Prof. Hazım Atıf Kuyucak bize, «kaimei muteberi nakdiye»nin o zamanki Osmanlı'ya ne baş belası olduğunu, halkın sikke al-tın toplayarak Beyazıt meydanında o paraları nasıl yaktığını, o günden bu-güne de kâğıda olan güvenin kaybol-duğunu anlatmıştı. Mesele bir yeni oluşum meselesidir. Kâğıda olan gü-veni artırmak zorundayız. Bu da an-cak iyi bir denetimle mümkündür. Ay-rica, son zamanlarda yaşanmış birta-kım olayları unutturmakla mümkündür. Özetle şunu söylemek istiyorum: Menkul Kıymetler Borsası'nı sadece bir araç olarak görmeyelim, bunun ge-liştirilmesi için gerekli tedbirlerin alınması da lazım. Çünkü Borsa'nın, Sayın Ataç'ın da buyurduğu gibi, hem halkın tasarruf eğiliminin artırılma-sında, hem de şirketlerin ve dolayısı-yıla ülkenin genel gelişiminde önemli bir fonksiyonu olacaktır.

**KARSLI** — Hisse senetleri olayı-na iki ayrı açıdan bakmak mümkün. Genellikle Türkiye'de meseleye mak-ro açıdan bakılıyor ve de hisse senet-leri bir yatırım aracı olarak düşünül-üyor. Sermaye Piyasası Kanunu'nun, Sermaye Piyasası Kurulu'nun koydu-ğu mevzuatın felsefesi meseleye, hep bu açıdan bakar. Yalnız ben borsacı olarak biraz değişik açıdan bakıyo-rum. Yani piyasa ve Borsa açısından bakıldığı zaman durum biraz değişik-tir. Borsa, kim ne derse desin spekü-latörlerin yeridir. Yani Borsa'da olup biten olaylar, amacı halkın küçük ta-sarruflarını koruma olan sosyal bir mesele değildir. Borsaya gelenler ister 1500 kişi olsun ister 15 bin kişi olsun, biraz da at yarışına gider gibi geliyorlar. Bu, bütün dünyada da böy-ledir. New York Borsası'na girdiğiniz zaman küçük tasarruflarını sağlam bir yere yatırıp da istikbalini emniyete almak için oraya gelmiş bir kişi bulamazsınız. Ama bu iki zümre borsa larda karışıktır, iç içedir ve beraber-

dir. Ben Borsa'yı borsacı olduğumdan beri bir değirmene benzetmişimdir hep. Değirmende ağır bir taş vardır. Bu taş çevirmek kolay değildir. De-ğirmenden hisse senedi almak ya da değirmende hisse senedini satmak iste-yen amatör küçük tasarruf sahibi yatırımcılar değirmene geldikleri za-man taşı döner vaziyette bulmak ister-ler. Taşı döner vaziyette tutanlar da spekülâtörlerdir, bir başka deyişle ku-marbazlardır. Eğer spekülâtörler ol-masa, borsada yani değirmende taş durur; amatör yatırımcı geldiği za-man da «Değirmen durmuş.» deyip çe-ker gider; malını satamadan veya al-mak istediğini alamadan. Borsa'dan olaya işte bu sebepten farklı açıdan bakıyorum. Spekülâtörler ve günlük oyuncularla küçük tasarruf sahibi ma-sum yatırımcılar bir arada olurlar, ay-nı olaydan kendilerine fayda çıkarır-lar. Dolayısıyla «Spekülâtif yatırım sağlıksızdır. Borsadan spekülâtif ya-tırım yapanları soyutlamak gerekir.» gibi bir düşünceye ben katılamıyorum.

Hisse senedi yatırımlarında «P/E» oranına elbette bakılacaktır. Yatırım-cı açısından bu böyledir. Ama dünya-nın hiçbir borsasında günlük alım satımlar yapan, günlük olarak oynayan kişiler öyle «P/E» oranı ile uğraşacak durumda değildir. Anında karar verip anında alacaktır; 10 dakika sonra sa-tacaktır. New York Borsası'nın yıllık işlem hacmi trilyon dolarlarla ölçül-ür. Oysa bütün Amerika'daki hisse senetlerini bir araya toplasanız bu ka-dar hisse senedi yoktur. Bu biraz da New York Borsası'nın ve gelişmiş ülke borsalarının cirolarının süratli olma-sından ileri gelir. Nitekim yeni siste-me geçtiğimizden beri bizde de bu ci-ro dönüşü (turnover) hızlanmıştır. Es-ki sistemde bir vatandaş yahut bir borsa üyesi sabah açılış seansında alıp, ancak ikinci seansta satmak imkân-ına sahipti. Yani günde bir alış bir satış imkânı vardı. Bugün eğer eliniz

çabuksa ve pratik hareket eden dinamik bir borsa üyesini acente olarak kullanabiliyorsanız, 2 ya da 2,5 saatlik bir seans boyunca aynı malı 10 defa alıp satmanız mümkündür. Ben Sayın Maksimyadis'e satıyorum, o biraz sonra Sayın Tekbaşa'ya satıyor, o tekrar bana satıyor. Alım satımın böyle kendi arasında dönmesi, iktisadi açıdan hiçbir şey ifade etmez görülebilir. Reel değil de sadece suni bir dolaşım gibi görülebilir. Ama bütün mesele değirmen taşını döner vaziyette tutmaktır. Yani borsanın günlük cirosu ister böyle üyeler arasındaki suni cirodan ileri gelsin, ister gerçek iktisadi sebeplere dayansın, önemli olan borsanın iç hacminin yüksek olması ve amatör yatırımcıların bu iş hacmi içerisinde ellerindeki malı kolayca likide edebilmeleri veya aradıkları malı bulabilmeleridir. Dolayısıyla ben spekülasyon olayına borsacı olarak daha sempatik bir bakışla bakıyorum.

Türkiye'de arz-talep dengesi neden bir türlü oluşmuyor? Sivri yükselişler, sivri düşüşler oluyor? Gerçi daha gelişmiş borsalarda da bunlar oluyor ama, ben bu konuda söylenenlere katılıyorum. Arz-talep dengesinin oluşmasını sağlayacak kurumlaşma, borsamızda ve piyasamızda yok. Bir defa borsamızda Market Maker'ler yok. Market Maker'ler, piyasa oluşturucular, piyasa dengeleyiciler piyasada arz-talep dengesini kurarlar. İkincisi, kurumsal yatırımcılar yok Türkiye'de. Ne sigorta şirketleri, ne emekli sandıkları, ne de bankalar Borsa'da alım satım yapıyorlar. Sigorta şirketleri henüz bu konuda teşkilatlanmış değil. Bir kanunla mecbur tutulsalar bile, Borsa'da günlük alım satımlar yapacak kadrolar mevcut değil. Ama yavaş yavaş buna uygun bir altyapı Türkiye'de oluşuyor. Yani bir sigorta şirketi kasalarında biriken primleri menkul kıymetler olarak değerlendirilmek isterse, bugün Borsa

üyeri arasında kendisine yatırım danışmanı da bulabilir, bu işi fiilen yürütecek acentalar da bulabilir. Yavaş yavaş kurumsal yatırımcılar da devreye girecektir. Bunlar hep piyasanın kurulma, oluşma, büyüme döneminin sıkıntılılarıdır bence.

Halka hisse senedinin iyi anlatılmasında şüphesiz çok yarar var. Yalnız halk hisse senedine o kadar da yabancı değil. Ben menkul kıymetlerle uğraşmaya 1974'de başladım. Bugün İ.M.K.B.'nin birinci pazarında işlem gören 50 şirketin büyük çoğunluğu. 1970 ile 1974 yılları arasında, yani benim bu piyasaya girmemden önce kurulmuş şirketlerdir. Koç Holdingler, Koç Yatırım'lar, Eczacıbaşı'lar, Enka'lar; bunların kurdukları ve sahip oldukları şirketler Lassa'lar, Kordasa'lar, Akçimento'lar hep bu dönemin şirketleridir. O dönemlerde ben bir bankacı idim. Halka açılmak isteyen, halka açık bir şekilde kurulmak isteyen şirketlerin hisselerine kolayca müşteri bulurduk, bu hisseleri kolayca satardık. Ama o günlerden beri nesiller değişmiştir. Araya Hastaş, Karadeniz Bakırları denemeleri, ondan sonra da bankerler olayı girmiştir. Ben bankerler olayını asla bir sermaye piyasası olayı olarak kabul etmiyorum. Bankerler olayının bir defa hisse senedi olayı ile ilgisi yoktur. Bankerler olayının felaket haline dönüştüğü günlerde, biz bankada güzel güzel hisse senedi alıp satıyorduk. Banker olayı gerçekte tahvil olayı bile değildir. O dönemde tahvil bir sermaye piyasası aracı olmaktan çıkmıştır. Bir para piyasası aracı haline gelmiştir. Vade diye bir şey kalmamıştır tahvillerde. Tahvil ile mevduat sertifikası arasında fark kalmamıştır. Zaten bir ara tahviller de piyasadan çekilmiştir, onun yerini mevduat sertifikaları hatla hiçbir şey ifade etmeyen bir kâğıda atılmış imzalar almıştır. Bankerler olayı bir dejenerasyon olayıdır.



Sermaye piyasasını yakından tanıyanlar, hisse senedi ile o güne kadar iş-tigal etmiş olanlar, bankerler olayın-dan fazla etkilenmemiştir. Ama o ko-nuya yabancı olan halk kitleleri, psi-kolojik olarak bundan etkilenmişler-dir. Eğitime ağırlık verilmesinde tabii büyük yarar var.

**DÜNDAR** — Yalnız Sayın Karşı, kabul edersiniz ki, bu sözünü ettiği-niz şirketlerin çoğu, kârın devamlı üs-tüne oturan, büyümeyi sürekli hale getiren kuruluşlardı. Küçük ortak na-zarı itibara almıyordu. Bazı şirket-ler hiç kâr dağıtmıyordu. 2499 sayılı Sermaye Piyasası Kanunu'nun getirdiği «halka açık şirketlerde oluşan kâr-ın % 50'sinin hissedarlara dağıtılma zorunluluğu» durumu değiştirdi. Aca-ba bu zorunluluk getirilmeseydi, pay senedi üzerinde yapılan işlemler ve dolayısıyla endeksler bu kadar gelişe-bilir miydi?

**KARSLI** — Bu konuda kanaati-mi söyleyeyim. Hisse senetleri piya-sası çok iyi işlerken, enflasyonun az-ması ile 1976 ve 1977'lerden sonra bir kriz bekleniyordu. 1978 yılında Ecevit Hükümeti'nin getirdiği meşhur vergi tasarısı ile birlikte hisse senetleri pi-yasası bir krize girdi. Bu kriz 1980 yı-lı sonuna kadar sürdü. 1980 sonunda, sanıyorum 24 Ocak Kararları'yla enflasyonun dizgin altına alınması ve ana-rşinin kısmen ortadan kalkması gibi sebeplerle, hisse senedi piyasası yavaş yavaş canlanmaya başladı. 1981 Ocak ve Şubat'ında tamamen eski ha-line geldi. 1982'de Sermaye Piyasası Kanunu'nun getirdiği bu temettü da-ğıtma mecburiyeti olmasaydı da his-se senedi piyasası bir ölçüde gelişe-cekti. Ama belki bu kadar gelişemez-di. Ben o kanunun getirdiği temettü dağıtma politikasına taraftarım. Ama o olmasaydı da gelişecekti. Şimdi pi-yasadaki halka açık şirketleri hep ay-nı kefeye koymamak gerek. Tabii ben olaya Borsa'da kayıtlı, Borsa'da işlem

gören şirketler açısından bakma eği-limindeyim. Bu şirketler bu mecbu-riyet yokken de ortaklarına iyi te-mettüler dağıtırlardı ve bizlere gü-ven vermişlerdi. Aynı güven devam et-mektedir. Yani şu 50 şirket ve hatta şimdi listemizde olmayan 15-20 tane daha şirket sayabilirim, bunlar iyi şirketlerdir ve yatırımcılara güven vermişlerdir.

**TEKBAŞ** — Sermaye Piyasası Ka-nunu çıkarılmasa ve bu özendirici ön-lemeler alınmamış olsaydı, bugün fi-yat artışları daha az olabilirdi diyebi-riz. Dergi'nin 1974'ü 100 kabul eden bir endeksi var. Bu endeks 1980'de 94'e kadar düşmüş. Daha sonra artmaya başlamış ve Borsa öncesinde, 1985 so-nunda 261'e çıkmış. Yani o dönemde, 1982 ve 1983 yıllarında hisse fiyatla-rında bir artış trendi var. Bu da fiyat artışlarının kaynağını ortaya koyu-yor. Bugün hâlâ birtakım şirketler bir taraftan kâr dağıtırken diğer taraftan sermaye artışına giderek aynı tu-tarı ortagaından geri almaktadır ve böylece şirketten nakit çıkışını sifıra indirmekte, ortağına kâr dağıtmamak-tadır.

**DÜNDAR** — Ama şirket pay sene-di verdiği için ortağın elindeki senet-lerin değeri artıyor.

**TEKBAŞ** — Ortağın serveti artı-yor ama, satmadığı sürece eline bir nakit geçmiyor; altın örneğinde oldu-ğu gibi.

**MAKSİMYADİS** — Sayın Tekbaş, başka bir şey söylemek istiyorum. Sa-yın Karşı'nın söylediklerinde konu-ya makro açıdan bakıldı. Benim baş-ka bir görüşüm var. Spekülasyondan söz edildi. Ben bir aracı kuruluş ola-rak spekülasyon yaptığıma inanmıyo-rum. Ayrıca spekülasyon olduğu mü-detçe de bu Borsa'nın gelişemeyeceği-ne inanıyorum. Aracı kuruluşların ve bankaların bu Borsa'da spekülasyon

değil, arbitraj yaptıkları meydana. Benim arbitraj yapmam normaldir. Eğer arz düşükse, Market Maker arbitrajdır zaten. Ama biraz evvel konuştuğunuz gibi spekülasyonla bu Borsa yürümez. Şu anda Borsa'da istikrarın olmamasının en büyük sebebi, arbitraj yapabilecek kurumların ve kuruluşların bulunmamasıdır. Borsa'ya teorik olarak bakarsak, onu memleketin kalkınmasına yardım eden bir kuruluş olarak görürsek; böyle bir kuruluşu spekülasyonun elinde bırakmanın ve değerini taşıyan döndürmek amacıyla yaşatmanın olaya hiçbir olumlu katkısı olmaz. Ben, bir aracı kurumunun temsilcisi olarak bunu söyleyebilirim. Spekülasyon, sabah alıp akşam satmak, New York Borsası'nda oluyor ama, aracı kuruluş spekülasyon yapmıyor. Signa sigorta şirketi veya Etna sigorta şirketi borsa da alıcı olabilir. Yahut Citibank satar, Morgan alır. Chase satar Irving Trust alır. Bu bir spekülasyon değildir. Çünkü bunların programlarında; yani Londra, Tokyo veya New York Borsası'nda herhangi bir kuruluşun portföyünü yöneten insanın elinde; böyle bir spekülasyonda bulunma yetkisi yoktur. Hiç kimse, «Sabah kalkıp bir milyar doları satıyorum, saat 10:00'da geriye alıyorum, Saat 11:00'de bir daha satıyorum.» diyemez. Bunlara bir yetki tanınmıştır ama bu yetkiler önceden tanımlanmıştır. Hangi şirketlerin hisseleri ile oynayabilecekleri ve miktarları bellidir. Yani Borsa'nın çalışması içinde bir sürü prosedür vardır.

**ATAÇ** — Sayın Karşılı'nın görüşü üzerinde bir çıkma yapmak istiyorum. Spekülasyon konusundaki olumsuz tutumu, daha doğrusu olumsuz görüşü ben üstüne basarak ortaya koydum. Sayın Maksimyadis ile temelde aynı görüşü paylaşıyorum ve şöyle bir ilave yapmak istiyorum. Olaya çok basite indirgeyerek bakalım ve Borsa'

da spekülasyon ile bir gelişme beklentisi içinde olduğumuzu kabul edelim. Bu spekülatörlerin, spekülasyonları sürdürecektir birtakım nakit fonlara ihtiyaçları vardır. Bu nakit fonların sürekli şekilde büyümesidir ki, Borsa'nın gelişmesini sağlayacaktır. Oysa kim olursa olsun, kaç tane olursa olsun, spekülatörlerin elindeki fonlar sınırlıdır. Amaç bu fonların sınırlarını büyütmeektir. Ancak böylelikle Borsa büyür. Borsa'ya gelişmekte olan bir bebek olarak bakalım ve Türk halkının özellikle güvene konusundaki hassas davranışını da göz önünde tutalım. Ben dünyayı bırakıyorum ve olayı Türkiye'ye getirmek istiyorum. Bizim halkımızın bir eğilimi hepimizce malum, güvene faktörü çok önem taşır. Altın ve gayrimenkul hep bu sebepten ağırlık kazanmıştır. Kazara bu spekülatörlerin aşırı spekülasyonları sonucunda gerçek yatırımcıların eli yanmaya başlarsa, canı acıyan halk buradan kaçar. Üstelik ben kaçtığı zaman komşumu da kaçırırım. «Aman benim canım yandı, sen sen ol sakın gitme.» derim. O halde spekülasyon olacaksa eğer, benim demek istediğim, makul ve kabul edilebilir ölçüler içerisinde olmalıdır. Tam tabiriyle arbitraj anlamında yapıldığı takdirde ona katılıyorum. Ona karşı değilim. Ama spekülasyon hareketi halkın elini yakarak, sonunda onu korkutarak ve zarara uğratarak devam ederse, o takdirde Borsa'nın gelişmesi mümkün değildir. Çünkü Borsa'daki fonlar spekülatörlerin elindeki likit kaynaklarla sınırlı kalacaktır. Bu kaynakları ancak küçük yatırımcılar, küçük tasarruflular büyütebilir. Onları da üzmemek lazım.

**TEKBAŞ** — Özellikle Temmuz - Ağustos aylarında hisse senedi almış ve adına amatör yatırımcı diyebileceğimiz bir grubun, fiyatların yükselmesi halinde bunu likide edip bir da-

ha buraya girmeme niyetinde olduğunu gözlemlemiş bulunuyoruz. Ayrıca önemli bir nokta da bankaların, Borsa'ya ayrı bir statü ile kabul edilmiş olmaları ve sermaye piyasasının en önemli aracı kurumu görülmelerine rağmen, bu görevi gerçekleştirme-

ğişik olabiliyor. Bunlar arasında; mülkiyeti tabana yayma, kamuya vergi dışında fon yaratma, arz yaratarak belki Borsa'yı ve sermaye piyasasını geliştirme, KİT'lerin kamuya yükünü azaltma, ekonomide üretkenliği artırma, gelir dağılımını düzeltme sayılabilir. Türkiye'de amaç hangisidir?



DOÇ. DR. MEHMET ŞUKRÜ TEKBAŞ

miş olmalarıdır. Bankalar sermaye piyasasına yön verecekler ve bir Market Maker olarak görev alabileceklerdi.

## II - ÖZELLEŞTİRME

Borsa'da bu gelişmeler olurken 1987 sık sık özelleşme konusunun çeşitli ortamlarda gündeme geldiği bir yıl oldu. Bu arada Borsa'da Ağustos ayında fiyatların düşmesinde özelleştirmenin büyük rol oynadığı, burada olduğu gibi çeşitli yerlerde dile getirildi. Sayın Ataç, sizin gördüğünüz kadarıyla Türkiye'deki özelleştirmenin amacı nedir? Özelleştirmede amaç de-

**ATAÇ** — Sizin özetlemiş bulunduğunuz başlıkların hemen tamamına katılıyorum. Türkiye'deki genel politikanın bu başlıkların her birini içeren yanlarının olduğu inancını taşıyorum. Ancak özelleştirme dediğimiz zaman, ben olaya yine tümünden gelip aşağıya doğru inerek bakmak istiyorum. Bence özelleştirmenin üç bölümü var. Birincisi politik yönü, yani ekonomik seçimin şekillendirilmesi yönüdür. Biz karma ekonomik düzenle kalkınmamızı sürdürmeye devam mı edeceğiz, yoksa tamamen liberal ekonomik bir sisteme kademeli olarak geçip kalkınmamızı bu anlayış içinde mi sürdüreceğiz? Bu bir politik seçimdir ve gördüğüm kadarıyla Türkiye bu politik seçimini yapmıştır. Son halk oylamasında ve erken seçimde halkın bu politik seçim doğrultusunda hareket ettiğine dair göstergeler çıkmıştır ortaya. Demek ki kamunun elindeki ekonomik ünitelerin, Kamu İktisadi Teşekkülleri'nin tabana yayılması, halka intikal ettirilmesi gibi bir amaç ön planda görülmektedir. İkincisi, burada benim müspet olarak gördüğüm bir olay var. Eğer bu hadise başarılı olarak sürdürülebilirse, o takdirde kamu için önemli olan gerçek anlamda reel fonlar, kaynaklar yaratılmış olacaktır. Kamuda vergi dışında reel gelir niteliğini taşıyan bir kaynak şu anda Türkiye'de yoktur. Kamuya ait devlet tahvili, gelir ortaklığı ve sair bütün kıymetli kâğıtların getirisi ise, bir borçlanma demektir. Eninde sonunda, yine halkın dolaylı yoldan yapacağı bir ödeme ile bu borçlar geriye



ödenebilecektir. Oysa ben ekonomik düzeyde özelleştirme operasyonuna baktığım zaman, kamunun elindeki mülkiyeti bir bedel karşılığında devrettiğini görüyorum. Kendi bütçesine giren kaynak reel bir kaynaktır. Bu kaynak, eğer yalnız iç fonların kamu bütçesine aktarılması şeklinde değil de, Türkiye'ye yabancı sermaye cezbi gibi dış fonlardan döviz girdileri olarak sağlanacak olursa, o zaman dış ekonomik dengelerimizin açısından da olumlu sonuçlar verebilir.

Olayı bir de uluslararası hukuk açısından irdelemek istiyorum. Türkiye Avrupa Ekonomik Topluluğu (AET)'na aday olmuştur ve bu geçiş sürecini yaşamaktadır. Daha önce de değinildiği gibi KİT'ler Türkiye'nin yatırım portföyünün % 60'ını teşkil ediyor. Kamunun bu ölçüde ekonomik mülkiyete sahip olduğu bir düzen içerisinde Türkiye'nin AET'ye girmesi ve adaptasyon sağlaması mümkün mü? Her şeyden önce AET'nin kurallarına kendimizi uydurmak zorundayız. Eğer AET'ye girme bir amaç ise ve bu konuda kesin karar verilmişse, o zaman Türkiye'de AET ülkelerindeki kurumlarla ekonomik bazda rekabet edilecek mali güçlere, yönetim felsefesi ve becerisine sahip birtakım kuruluşların oluşması şarttır. Çünkü sonunda bu iş piyasada noktalanacaktır. Bugünkü KİT'ler günü gelip de özelleştiği zaman, Fransa'daki, İngiltere'deki kurumlarla karşı karşıya geleceklerdir. Eğer bunlar bugünden iyi örgütlenip, iyi organize edilip, rakiplerinin karşısına hayatiyetlerini sürdürececek bir güce sahip olarak getirilmeyecek olurlarsa, sonunda yıkılmaya ve iflas etmeye mahkûm kalırlar. Kamunun yönetim becerisi nedir? Detaylara girerek açıkça eleştirmek istemiyorum, sadece sonuçlarını söylemek istiyorum. Kamu İktisadi Teşekkülleri'nin durumu, verimliliği, getirisi - götürüsü nedir? Bunlar

yıllardır Türkiye'de devlet bütçesinin sırtında büyük bir yük, büyük bir kam-bur teşkil etmişlerdir. Türkiye'deki enflasyonun temel faktörlerinden biri bunlar olmuştur. Gerçi ben son iki yıldır bu kurumlardan önemli bir bölümünün bilançolarında kara geçmiş olduklarını görüyorum: fakat bu kara inanmıyorum. Bu reel kâr değildir, ekonomik kâr değildir benim için. Çünkü bunlar fiyatlarında serbest bırakılmıştır. Bunlar sadece fiyatlarını arttırmak suretiyle bilanço kârlarını oluşturmuşlardır. Yani kendi içlerinde -bir rasyonalizasyon, bir iyileştirme, bir rehabilitasyon gibi- önlem almamışlardır. Kâr olayı sırf fiyatla oluşmuştur. Onun için bence bu gerçekçi ve reel bir kâr değildir.

Son faktör olarak olaya ekonomik açıdan baktığımda: sermaye piyasasının ve özellikle onun en uç noktası olan Borsa'nın hazmedebileceği oranlarda, belli bir zaman süreci içinde, çok dikkatli ve kademeli bir biçimde uygulanacak bilinçli bir özelleştirmenin başarılı olabileceği inancını taşıyorum. Nitekim Sayın Karşılığımız önce bir beklentinin sebebiyet verdiği patlamadan söz etti. Ağustos'ta bir beyanatın yanlış anlaşılması sonunda Borsa birdenbire çöktü. Sayın Dündar bu çöküşe neden olan ilave faktörler de saydı. O bakımdan özelleştirme işine girildiği takdirde, özelleştirmeyi yapacak kamu kurumunun son derecede hassas ve dikkatli hareket etmesi, bütün mali göstergeleri ve piyasadaki likidite durumunu nazarı itibara alması lazımdır. Daha sonra bu KİT'lerin listelenmesi noktasına geçişte, Borsa'nın genel görüntüsünü ve emme gücünü dikkate alarak operasyonu sürdürmesi gerekmektedir. Genel hatlarıyla söylemek istediğin bunlardır.

**DÜNDAR** — Meseleyi Sayın Ataç'ın noktaladığı cümleden itibaren geliştirmemiz lazım. Özelleştirmenin po-

litik, yani ekonomik seçimin şekillen-  
dirilmesi yönü «Öyle mi olsun, böyle  
mi olsun?»; sanıyorum bu bizim ko-  
numuz değil. Ancak, «Bu terazi bu sik-  
leti çekecek mi?» konusu, çok önem-  
lidir. Özelleştirmenin ne çapta ola-  
cağı konusunda da fazla bilgi sahibi  
değiliz. Birtakım hatalara bu yüzden  
de düşmüş olabiliriz. Ama, elimizdeki  
bilgilere göre Petkim ve Sümerbank  
projeleri var. Bunlara 150 milyar lira  
nominal değer biçilmiş. Sayın Baş-  
kan'ın ifadesine göre 300 milyarlık  
bir nominal değer üzerinden 300 mil-  
yarlık bir portföyün özel kesime, hal-  
ka sunulması sözkonusu. Bunların def-  
ter değerlerinin veya az önce konu-  
tuğumuz ikame değerlerinin 3 trilyon  
liranın üzerinde olduğu da söyleniyor.  
Belki 3 trilyon da çok küçük bir ra-  
kamdır; çünkü bu tesisleri tanıyoruz.  
Ben özellikle Sümerbank'ı çok iyi ta-  
nıyorum. 35 civarında fabrikası olan  
çok büyük bir kuruluştur. Bu durum-  
da 150 milyar civarında bir payın he-  
men muamele görmesi lazım. Sayın  
Ataç da zaten o noktada tereddütlü;  
ama çözüm konusunda sanıyorum he-  
nüz formülünü söylemedi. Sayın Tek-  
başdan aldığımız bilgilere göre Bor-  
sa'da bu yılki işlem hacmi yaklaşık  
100 milyar lira. Ortalama günlük iş-  
lem hacmi ise 403 milyon lira civa-  
rında. 50 şirketin pay senetleri alınıp  
satılmış, sonuçta ancak 100 milyara  
ulaşmışız. Eğer bu kadar cılız, daha  
gelişme safhasında olan bu Borsa özel-  
leştirme olayında alet olarak kullanı-  
lacaksa, nasıl bir zamanlama ve mik-  
tarlama yapılacağı belirsiz demektir.  
Yani bunun lafı bile bu Borsa'yı çö-  
kürtür diye düşünüyorum. İster büyük  
bir arz beklentisi, ister pay senetle-  
rine para yatırmak isteyen insanların  
yakın ilgisi söz konusu olsun, özelleş-  
tirme lafı ile birlikte Borsa'daki en-  
deksin daha süratli bir düşme göste-  
receğini sanıyorum. Sonuçta bundan  
özelleştirme fikrinin zarar göreceği  
görüştüneyim. Zamanlama bakımın-

dan bence bu olay bizim Borsa için  
erken. Ama Sayın Ataç'ın bir aralık  
işaret ettiği gibi, bu bir yabancı ser-  
maye hareketi haline getirilebilirse,  
yani büyük bir alım gücü yaratılabil-  
irse, o zaman konu konuşulabilir. Ak-  
si halde bence şu anda düşünülen ra-  
kamların onda birini dahi bu piyasa-  
da günlük muamele hacmi içine sok-  
mak, birtakım psikolojik ürküntülere  
neden olacaktır.

**TEKBAŞ** — Sayın DüNDAR, bugün  
Borsa'da işlem gören ve sermaye yap-  
ısı içinde bazı kamu kuruluşlarına ait  
payın bulunduğu şirket hisseleri var.  
Arçelik, Bolu Çimento, Çelik Halat gi-  
bi... Bir fikir vermek için bazı rakam-  
lar vereyim. Bu şirketlerin sermayele-  
ri içinde kamuya ait hisselerin payı  
bazılarında % 35, bazılarında % 5.  
Bunların piyasa değerleri 190 milyar  
lira. Bu 190 milyar da yaklaşık 3 tril-  
yonluk bir piyasa değeri içinde % 6  
ile % 7 arasında bir değere sahip. Bu  
tutar bir yıllık Borsa işlem hacminin  
de iki katıdır. Bu hisselerde Ağustos  
ayından itibaren özelleştirmenin uğ-  
rattığı tahribat çok büyük düzeyde.

**DÜNDAR** — Ben de o noktaya  
gelecektim. Konuyu bunlarla karıştır-  
mamak lazım. Bu saydığınız şirketleri  
tanıyorum. Bunlar zaten vaktiyle anon-  
nim şirket statüsünde kurulmuş, uzun  
süredir genel kurullarını yapagelmiş.  
kâr dağıtmış, hisse senetleri ikinci el-  
de veya Borsa'da alınıp satılmış ku-  
ruluşlardır. Bunu bir Sümerbank ola-  
yı ile karıştırmamak lazım.

**TEKBAŞ** — Ağustos'taki krizi  
açıklamaya yardımcı olabilir düşün-  
cesiyle bu rakamları verdim.

◆ Kişisel çıkar, her dili konuşur,  
her kılığa girer.

*La Rochefoucauld*

**MAKSİMYADİS** — Bir dakika, sanırım Sayın Dündar'ın demek istediği şu : Bu şirketler artık kamuya bir yük olmaktan çıkmıştır şu anda.

**DÜNDAR** — Bunlar zaten özel sektör statüsünde yer alıyor. Bunlara kamunun iştiraki küçüktür. Özel sektör statüsüyle yönetilen şirketlerdir. Burada ilk başlangıç olarak kamu, portföyündeki pay senetlerini elden çıkarmayı planlamaktadır. Bolu Çimento, Çelik Halat gibi kuruluşlar... Ama Sümerbank dediğimiz zaman durum başka. Sermaye Piyasası Yasası dikkate alındığında, Sümerbank'ın asgari % 15'inin piyasaya sürülmesi lazım. Bunun için de herhalde Sümerbank'ın öncelikle bir anonim şirket statüsüne kavuşturulması, nominal olarak pay senetlerinin teşekkül etmesi, bu pay senetlerinin % 15'inin de piyasaya sunulması lazım. Arkasından ikinci soru geliyor. Yönetim ne olacak? Yönetim bugünkü 440 sayılı Yasa'nın istikametinde bir süre gidecek mi? Çünkü 440 sayılı Yasa anonim şirketleri de kapsamına almıştır. Eğer kamu kesiminin payı ağırlık taşıyorsa, yönetim o şekilde sürer gider. Sonra, denetim nasıl olacaktır? Yüksek Murakabe Heyeti'nin denetimi mi söz konusu, yoksa pay senetlerini alım - satım yaptığımız şirketlerdeki özel denetim usulü mü uygulanacak? Bir de tabii en önemlisi kâr dağıtım meselesi. Sümerbank'ın bugüne kadar ki hesabı gayet basitti. Hazine ile karşı karşıyadır; yatırımlarını yapar, eğer varsa kârını olduğu gibi Hazine'ye devreder. Tabii bunlar açıklık kazandırılması gerekli noktalar. Pay senedi alan kişi bunu ne için almaktadır? Temettüsü için almaktadır. Çünkü yatırımı karşılığında bir getiri alacaktır. Sümerbank Borsa'ya girdiği anda, Sermaye Piyasası Yasası'nın da kapsamına giriyor demektir. Bu durumda kârının asgari % 50'sini dağıtmak zorundadır. Meseleyi bazı

standartlara oturtacağız. Herhalde çift standartlı bir uygulama olmayacaktır.

**TEKBAŞ** — Bugün banka hisseleri Sermaye Piyasası Kanunu'na tabii değil. Bankalar sadece sermaye piyasasındaki faaliyetlerinden dolayı, kanuna tabii oluyorlar.

**DÜNDAR** — Örnek olarak Sümerbank üzerinde durdum. İsterseniz Petkim diyelim. Banka adından da vazgeçtim. Herhangi bir kuruluş diyelim.

**TEKBAŞ** — Banka örneğini Sümerbank için vermedim. «Onlara da ayrı bir statü getirilebilir mi?» diye verdim. Bir banka, yeniden değerlendirme fonu varken, sermaye artırımında bunu sermayeye ekleyip bedelsiz hisse verecek diye beklenirken, bedelsiz artırım düşük, bedelli artırım yüksek oranda tutmuştur.

**DÜNDAR** — Ben şöyle noktalayayım isterseniz. Önce şu önemli: Özelleştirmenin taraftarı mısınız, değil misiniz? Sayın Ataç ekonomik tercih, siyasal tercih itibarıyla değerlendirmesini yaptı. O tabii ayrı bir konu. Onun tartışmasını yapmak mümkün. Ama aritmetik olarak, fiziksel rakamlar olarak bana İ.M.K.B.'nin bugünkü gücü karşısında böyle bir uygulama olanüstü yüksek geliyor.

**MAKSİMYADİS** — Bir konuya değineyim. Biraz önce çıkacak olan bu hisse senetlerinin temettü gelirinden söz edildi. Piyasanın içinde bulunan bir kimse olarak benim diyebileceğim tek şey var. 1987 yılı içinde bu temettü anlayışı, artık hiç olmazsa hisse senedi ile ilgilenen halk için önemini kaybetmiştir. Şu anda bir rant söz konusudur burada. Sadece temettü göz önünde tutarak hiç kimse buradan bir hisse bile alamaz.

**TEKBAŞ** — Fiyat/Kazanç (P/E) oranı % 5'e düşmüştür bugün Türkiye'de.



**MAKSİMYADIS** — Onun için rant diyoruz buna. Bir de fiyat yükselişi var.

**KARSLI** — % 15 - % 20 arasında.

**MAKSİMYADIS** — Bu arada özelleştirmenin tamamen Borsa'ya girip girmemesi konusuna değinmek istiyorum. Şu anda ben de biraz önce kullanılan deyimle moda şekline girmiş özelleştirmeden söz etmek istiyorum. Bu, İngiltere'de başlamıştır. İlk özelleştirme Jaguar firmasıyla olmuştur. Ve o uygulama şu anda İngiltere'de özelleştirme sayılmıyor. Özelleştirme aslında British Telecom ile başlamıştır ve halk kitlesinden İngiliz Hükümeti'nin bile beklemediği büyük bir karşılık görmüştür. Şu anda benim elimde bulunan bazı rakamlar var. 1961 senesinde bir sayım yapılmıştır; kaç tane İngiliz vatandaşının hisse senedi sahibi olduğunu belirlemek amacıyla. Bu sayı 2.3 milyon olarak çıkmıştır. 1979'da bu sayım bir daha hapılmış ve yine 2.3 milyon çıkmıştır. Demek ki oran aslında yüzde olarak düşmüştür. 1986 yılında ise bu sayı 11 milyona erişmiştir. Bu gelişmede özelleştirmenin büyük payı olmuştur. Ancak, bunun bir de başka bir görünüşü vardır. Londra piyasası 1975'ten itibaren geçtiğimiz iki ay evveline kadar yükselmekte olan bir borsa idi. 1982'de Londra piyasasının yükselmesi üzerine New York Borsası da yükselmeye başladı ve «Boğa Borsası» veya «Boğa Pazarı» diye adlandırdığımız bir duruma geldi. Böyle bir ortamda özelleştirme uygulamasına geniş halk kitlelerinin katılması, çok daha normaldir. Fakat, gene British Telecom'a dönersek, aslında bu hisse senetleri borsaya girmeden evvel alıcılarına % 100 bir rant sağlamıştır. Onun için bu özelleştirmede hisse senetleri mutlaka öyle bir şekilde fiyatlandırılmalı ki, herkes bir kâr beklesin.

Sayın Dündar'ın biraz önce de-ğindiği yönetim, denetim ve kâr dağıtımı gibi hususlar gerçekten önemlidir. Aslında onlara % 100 katılıyorum. Orada sadece kâr dağıtımında bir sorun vardır. Fakat yönetim benim de üstünde epey zamandır durduğum bir noktadır. Yönetim nasıl olacaktır? Özelleştirilecek kuruluş bir statüden diğer bir statüye geçtiği için, şu andaki yönetim iş başında kalamaz. Kalmadığı takdirde büyük bir sorun çıkmıyor. Türkiye'de böyle bir şirketin yönetimi kimler tarafından seçilecek, nasıl yerine oturacak; yönetim seçildikten sonra şirketin günlük işlerinin idaresi kimlerin eline bırakılacaktır? O da ayrı bir sorundur.

Başka bir konuya da değinmek istiyorum. Bu borsa krizi olarak nitelendiğimiz 1987 yılının 19 Ekim'inde başlayan olaylar yüzünden Avrupa'da özelleştirmeyi ön plana getiren iki tane hükümet var: İngiliz Hükümeti ve Fransız Hükümeti. Şimdi bunların ikisi de çıkmaza girmiş durumdadırlar Fransız Hükümeti satışı durdurdu. Bunun nedeni halkın gözünde karışık bir durumun yaratılması oldu. İngiltere Hükümeti tam tersine devam ettirdi; hatta bir cebinden aldığı parayı öbür cebine sokmuş gibi oldu. Benim burada en büyük korkum şudur: İster bizim hükümet ister dışardaki hükümetler için söz konusu olsun, «Bu özelleştirme programından çıkamayacağız ve uygulamayı ister istemez sürdüreceğiz.» gibi bir tutum içine girilmesidir. O zaman halk arasında bir blöf oyunu başlar. Durum tamamen bir poker oyununa döner. Halk; «Şimdi alamam sonra alırım. Nasılsa düşecek ve hükümet destekleyecek.» der. Çünkü bir hafta önce İngiltere'de British Petroleum'un tavan noktası geçildi ve 70 pence'e düştü. Galiba dün 82 pence'den çalışmaya başladı. Çünkü adam önce elinden çıkardı, sonra bir daha aldı. Yani 80'de iken sattı, 70'den bir

daha aldı, tekrar 82'ye çıktı. Sayın Karşılı'nın dediği gibi orası tamamen spekülâtif olmaya başladı. Benim ka naatimce oraya çok dikkat etmeliyiz. Çünkü özelleştirmenin ilk safhasını kaçırmış olduk. Aslında yabancı sermayenin de Türkiye'ye gelmesiyle uygulamaya 2-3 ay evvel geçilebilseydi, özelleştirme yerine çok daha kolay oturtulabilirdi. Ben şahsen bunları Londra'da ve New York'ta gördüm. Bu işlerle uğraşanlar 25 - 26 yaşlarında gençlerdir. Bunlar hayatları boyunca hisse senedi fiyatlarının düştüğünü görmemiş kişilerdir. Daha önce bu kişiler hangi hisse senedini gösterirseniz gösterin, alıyorlardı. Tabii son kriz karışıklık yarattı.

**DÜNDAR** — Burada bir nokta dikkati çekiyor. Özelleştirilen İngiliz şirketlerinin hisse senetlerinin halka arz fiyatlarında, hatta 22 Ekim krizinden sonraki fiyatlarında halk lehine farklar var. Yani burada politika, fiyatları ayakta tutmak. Bu arada geriye alma olayı da var. Zaten geriye alma garantisini vermedikçe, bu spekülasyonu önleyemezsiniz ve fiyatlar düşer. Sayın Maksimyadis bu görüşe katılmasa da ben ısrarlıyım; eğer özelleştirilecek firmalar temettü dağıtmayacaksa, bunların pay senetlerinin fiyatlarını dengede tutamazsınız. Fiyatlar sonunda düşer.

**ATAÇ** — İzin verirsiniz, işin biraz da uygulamasına girmek, değişik yanlarını belirtmek istiyorum. Öncelikle Sayın Dündar Petkim, Sümerbank gibi çeşitli KİT'leri örnek olarak verdiler. Bu arada Çitosan gibi şirketler de var. Ayrıca kararname de çıktı. Bunlar Toplu Konut ve Kamu Ortaklığı İdaresi'ne devredilmiş durumda. Ancak, gördüğüm kadarıyla, bütün bu devredilen kuruluşlar sanki hisse senetleri bir anda satılmak suretiyle özelleştirilecek varsayımı ile yola çıkılıyor. Kanun önümde, şöyle bir göz atıyorum. Şu paragrafı oku-

yayım size: «... Bu karar üzerine Kamu Ortaklığı Kurulu teşekkül, kuruluş, müessese, bağlı ortaklık, iştirak, işletme birimlerinden hangilerinin mevcut ve çıkarılacak hisse senetlerine, varlıklarının tamamının veya bir kısmının satılmasına, kiralınmasına, işletme hakkı verilmesine, devredilmesine veya tasfiyesine karar verir...» diyor ve devam ediyor. Yani gördüğünüz gibi burada satılma olayı özelleştirme kanununun motiflerinden bir tanesi. Devretme, kiralama, işletme hakkının verilmesi gibi çok değişik başka yaklaşımlar da var. Tabii bu işle yetkili bulunan devlet kurum ve mercii'nin seçimini hangi KİT'de hangi doğrultuda yapacağı konusunda bilgi sahibi değiliz. Basında da bu doğrultuda bir eğilim görüyorum. Sanki bunların tümü satılacakmış, satılmak üzere devredilmiş gibi... Böyle olursa da Borsa'nın sonu gelirmiş gibi bir hava esiyor. Oysa kanun böyle tarif etmiyor. Kanunda birçok seçenekler var. Biraz önce bazı ciddi sorunlardan da söz edildi. Yolumuza devam edebilmemiz için hukuki sorunlara da çözüm getirmemiz lazım. Ana sözleşme, genel kurul gibi meseleler. Bunu kanun belirlemiş: «..... Bu kuruluşlar, Türk Ticaret Kanunu, Sermaye Piyasası Kanunu ve ilgili diğer kanunlardaki şartlar aranmaksızın anonim ortaklığa dönüşmüş sayılırlar.» diyor. Kanun bunu pratik şekilde çözmüş. Ticaret Kanunu'nu bir kenara itmiş, bütün o şartları ve endişeleri ortadan kaldırmış ve birdenbire anonim şirkete çevirmiş.

**DÜNDAR** — Bu nasıl olacak uygulamada? Onu merak ediyorum. Burada kanunu rafa kaldırdık. Genel kurulu neyle yapacak?

**ATAÇ** — Orada akla şunlar geliyor, çözüm olarak. Tabii şahsî görüşlerimi söylüyorum. Anonim şirket haline dönüştüğü anda bunların temel

iç yönetimlerini oluşturan bir ana sözleşme söz konusu olacaktır. O halde, özelleştirilmesine kadar verilen KİT'ler için ana sözleşmede gerekli bazı tadilatların peşinen mutlaka yapılması lazım. Bu ana sözleşmede o KİT ile ilgili olarak yapılan değişiklik, hangi yönde ise, mevcut yönetim ona göre ya işbaşında kalabilir ya da gidebilir. Bu artık o KİT ile ilgili olarak yetkili mercinin vereceği bir karardır. Şimdiki yönetim ile ilgili olarak söylüyorum. Fakat biz özelleştirmeyi konuştuğumuz anda, Avrupa Ekonomik Topluluğu paralelinde bir hareket söz konusu olacaktır. Özelleştirilen kurumların mutlaka rekabet edebilen güce sahip olması gerekecektir. Bu güç ise tek kaynaktan, yönetim becerisinden çıkar. O halde bunların yönetiminin çok sağlam ellere teslim edilmeleri lazım. Kanaatimce bu sorunun iyi düzenlenmiş bir ana sözleşme içinde çözümü mümkündür. Örneğin, ana sözleşme düzenlenirken şöyle bir yol izlenebilir. Bu işte tecrübeli olan, alanında kendini kabul ettirmiş, ayrıca şirketin yönetimini 10 ya da 15 yıl süreyle ve vazgeçmemek koşuluyla yüklenileceğini taahhüt eden «yönetici - yatırımcı» (core investor) bir gruba, özelleştirilen şirket hisselerinin % 20'si veya % 30'u devredilebilir.

Yönetim sorununu izleyen bir de tercih meselesi var. Bu şirketlerin tamamı veya bir bölümü Sermaye Piyasası Kanunu çerçevesinde mi özelleştirilecektir; yoksa doğrudan doğruya halka satış şeklinde fakat Sermaye Piyasası Kanunu'nun kapsamına sokulmadan mı özelleştirilecektir? Tabii bu soruların cevabını verme yetkisi ben de değil. Bu, birtakım ekonomik analizler ve ince hesaplar gerektirir. Ben olayı konumuz çerçevesine getirmek için, söz konusu şirketlerin Sermaye Piyasası Kanunu'nun içerisine sokulacağını ve hisse senetlerinin Borsa'ya kote edileceğini varsayarak sözüme devam edeceğim. Öbür tarafını bira-

ıyorum. Biraz önce tipik İngiltere örneğini Sayın Maksimiyadis verdi, ekonomik gücü çok yüksek olan bir ülkede bile özelleştirme süreci 8-10 yıldır devam ediyor ve edecektir. Ülkenin emme (absorbsiyon) gücüne rağmen İngiltere özelleştirmeyi gayet ağır, yavaş ve dikkatli yapmıştır. Gerçekten de Borsa'nın sınırlarını ve olanaklarını zorlamamak lazım. Yani gelişmekte olan çocuğu daha başta öldürmemek lazım. Eğer özelleştirilen şirketlerin hisse senetleri Borsa'ya intikal edecekse, o şirketlerin seçiminde son derece dikkatli hareket etmek lazım; bu bir.

İkincisi, bu özelleştirme nasıl yapılabilir? Yönetimin demin dediğimiz örnekte olduğu gibi bir güvence altına alındığını varsayıyorum. Geriye kalan hisse senetlerinde hükümet politik tercihlerini koymuş vaziyettedir. Bunu herkes biliyor. «Önce çalışanlara satacağım.» diyor ve onlara bir pay ayırıyor. Yani öncelikle o şirkette çalışan kişilere satacak. İkinci planda o kurumun bulunduğu yönetimin halkı, üçüncü planda ise yurt dışındaki işçiler geliyor. Dördüncü planda, «Kalan bakiyeyi de halka satacağım.» diyor. Şimdi bu satış işlemi, Borsa'yı rencide etmeden start noktasında nasıl yapılabilir ve ne gibi güvenceler verebilir? Bu aşamada akla bu sorular geliyor. Bu satış işleminde her şeyden evvel Türkiye'de aktif olan aracı kurumlar var. Bu kurumlar satışla görevlendirilebilir. Satışa girilmeden önce de bu kurumlar arasından talip olanlar seçilmek suretiyle bir konsorsiyum oluşturulur. Bu konsorsiyumun görevi şu: Belli bir satış süresi vardır. Satıcı kurumlar bu satışı bütün şubeleri vasıtasıyla Türkiye çapında yapmaktadırlar. Satış süresi bitmiştir. Diyelim ki 15 gün veya bir ay. Bu sürenin sonunda, underwriting yapmış olan yani yüklenimde bulunmuş kuruluşlar, geriye kalan hisse senetlerini satın almak



zorundadırlar. Hisselerin Borsa'ya henüz kotasyonu yapılmadığı için, geriye kalmış olan hisse senetlerini satın almış bulunan aracı kurumların bunları götürüp Borsa'da satma şansları yok. Satın alan halkın da Borsa'ya götürüp satma şansı yok. Bu satış işlemi yapılırken şu yaklaşımlar yapılabilir: Hisse senedini portföyde tutmayı özendirici birtakım önlemler alınır. Örneğin 2 hisse senedi alana 12 ay sonra bedava bir hisse senedi verileceği söylenebilir. Bu bir manada % 33'lük bir iskontodur, ek bir imkandır. İkincisi, en önemli ve kritik konu, demin Sayın Maksimyadis değindiler ona, ihraç (yani halka satış) fiyatı, mutlak surette reel (gerçek) değerlendirme fiyatının altında olmalıdır. Bu % 10 olur, % 15 olur; özelleştirilecek şirketin durumuna göre değişecek bir rasyodur. Satılacak hisse senetleri cazip hale gelmelidir.

**KARSLI** — O reel fiyat nedir?

**ATAÇ** — Reel fiyat deyince, çeşitli değerlendirme metodları var.

**TEKBAŞ** — Değer subjektiftir.

**ATAÇ** — Haklısınız, katılıyorum. Bugün uygulanan değerlendirme metodlarının -ki genelde kabul edilmiş 4 metod var- dördünü bir kuruma uyguladığınız zaman değişik sonuçlar veriyor. Dolayısıyla oradaki yaklaşım biraz subjektiftir. Ampirik bir fiyattır. Ama hisse senedi, o şekilde tespit edilmiş olan fiyatın, mutlak surette altında bir değerden halka satılmalıdır.

**TEKBAŞ** — Eğer bu değerlendirme Ağustos'da veya Kasım'da yapılırsa aynı sonuçlar alınır mı?

**MAKSİMYADİS** — Oradaki fiyat Ağustos fiyatı değil.

**TEKBAŞ** — Bekleyişler farklı.

**MAKSİMYADİS** — Hayır, Ağustos'daki bekleyişler hisse senedi üzer-

inde bekleyişler değildi, şirketin üzerindeki bekleyişlerdi. Bu aynı şey değildir.

**TEKBAŞ** — O Ağustos-Kasım döneminde bütün hisselerin fiyatları değişirken özelleştirme kapsamında olanlar bundan etkilenmez mi? Bütün ekonomik bekleyişlerin değiştiği bir ortamda...

**MAKSİMYADİS** — Ekonomik bekleyişler söz konusudur. Ama, diyelim ki «A» şirketi ilaç sanayiindedir. Bu şirketin üzerinde çalıştığı bir yeni ilaç varsa, ona göre bir beklenti olabilir.

**TEKBAŞ** — Her şirketle ilgili bekleyişler, ayrıca sektörle ve ekonomi ile ilgili bekleyişler var.

**MAKSİMYADİS** — Firma ile ilgilidir ama, beklentiler Borsa'daki hisse senetlerinin fiyatlarını değiştirmişlerdir. Gerçekte beklentiler değişmiş, bu beklentilere göre de Borsa fiyatları değişmiştir.

**ATAÇ** — İzin verirseniz bir çıkma yapmak istiyorum. Ağustos olayı dediğiniz zaman, biz olayı Borsa'ya götürmüş olduk. Benim şu ana kadar yaptığım açıklamalarda özelleştirilmesine karar verilen ve açıkladığım yöntemler uygulanan şirket, henüz Borsa'ya kote edilmiş değildir. Ağustos olayı bir yanlış anlamadan doğmuştur. Galiba «Biz halen Borsa'da satıyoruz.» gibi bir ifade kullanılmıştır.

**TEKBAŞ** — Benim bekleyiş derken belirtmek istediğim, değerlemeyi yapan kişinin bekleyişi idi. Uzmanın bekleyişi veya basit olarak değerlendirilmede kullanılacak kabul edilebilir «en az verim oranı» veya «iskonto oranı»nın belirlenmesi gibi bekleyiş veya tercihe açık konular var. Bunlar zaman içinde değişir.

**ATAÇ** — O noktaya geldiğimiz zaman şirketin kalitesine gideceğiz.

**KARSLI** — O zaman mesele çok fazla sübjektifleşmiş olur. Biraz daha pratik ve pragmatik davranmak gerek.

**ATAÇ** — Şunu belirlemek istiyorum. Siz değerlendirme dediğiniz zaman, hisse senedinin değerlendirileceği kuruşu kastediyorsunuz.

**TEKBAŞ** — Evet.

**ATAÇ** — Bugün bütün dünyada uygulanan, İngiltere ve Fransa'daki özelleştirmelerde uygulanan değerlendirme yöntem ve metodları var. Bu metodlardan üç tanesi geçmişe ait verilerle dayanır, bir tanesi projeksiyonlara, tahminlere dayanır. Orada yanlışlıklar artar. Siz 3 değişik yöntemle geçmiş verilere dayanan, yani performansına dayanan bir değerlendirme yaptıktan sonra, ileriye dönük projeksiyona ilişkin bir değerlendirme daha yapıp, bunları belli katsayı ağırlıklarla bir ortalamaya getirirseniz; yine de sübjektif kalırsınız ama, hatayı biraz daha asgariye indiren bir rakama yaklaşabilirsiniz. Bu rakam eğer «x» ise, siz bunu «x-30» gibi bir rakamla belirleyip halka satış fiyatına gidersiniz, yani % 30 - % 40 gibi önemli bir düşürmeden sonra halka gidersiniz; onun cazibesini artırırınız. Ben bunu söylemek istemiştim. Yine de sübjektif olduğuna katılıyorum.

**KARSLI** — Biraz da politiktir.

**ATAÇ** — Şimdi olayımızı devam ettirelim. Biz hisse senetlerini hâlâ Borsa'ya kote etmedik. Bir kısmı halka satıldı. Bir kısmı underwriting edenlerin portföyünde kaldı. Şimdi varsayıyorum ki, Sermaye Piyasası Kanunu'nun gerekleri yerine getirilerek bunun kotasyonu Borsa'ya götürülüp yapıldı. Başlangıçta aracı kurumlarla yaptığımız anlaşmaya da örneğin şöyle bir madde koyduk: «Portföyünde kalmış bir hisse senedi var-

sa, bunu da 3-4 ay veya 2 yıl süre ile satmayacaksın. Satma işlemi Toplu Konut ve Kamu İdaresi'nin iznine bağlıdır.» Yani «Fiyatlar çok yükselirse, satmana belli oranlarda izin vereceğim: çok düşmüşse, satmana izin vermeyeceğim.» manasında. Bu yüklenimi yapmış olan bankalar grubu, bir «Düzenleme Fonu»nu da baştan ihdas edecek. O düzenleme fonu, Borsa'ya kotasyondan sonra satılan hisse senetlerinin fiyatları ihraç fiyatının altına düştüğü takdirde satın alacak, üstüne çıktığı takdirde de küçük oranlarda satacak. Dolayısıyla istikrar, 4 ay, 5 ay, 6 ay gibi süreler içerisinde bu fon kullanılarak sağlanacak. Ama bu fon mutlaka surette belli bir zamanla sınırlı olmak zorundadır. Neden zorundadır? Hisse senedi tahvil değildir, risk faktörü vardır. Belli bir süre böyle bir düzenlemeye gidilerek istikrar sağlanır. Ondan sonra yavaş yavaş likide edilmek suretiyle fiyatlar Borsa'da kendi imkânları içinde dalgalanmaya bırakılır. Bu bir yöntemdir. Ben mutlaka böyle yapacaktır ya da böyle yapılmalıdır demiyorum. Burada en önemli olan konu deminden beri rakamlar veriliyor, İ.M.K.B.'nin absorbe etme (emme) gücünün ne olduğudur. Sonunda eğer biz bu kurumu 6 ay, 7 ay, 8 ay denetim altında tuttuktan sonra Borsa'ya teslim edeceksek, kendi dalgalanmasına bırakacaksak, bu arada da ani bir geri akış olacaksa; o takdirde Borsa bundan etkilenebilir.

**TEKBAŞ** — Sayın Ataç, Borsa'nın emme gücünü bir kenara bırakalım. Sizin tahmininizce ekonomide buna talep ne kadardır? Bir yıllık, 2 yıllık veya 3 yıllık süreler için.

**ATAÇ** — Ekonomide talep dediğimiz zaman, ben tasarruf faktörünü ele almak istiyorum. Mobil tasarruf faktörüne gelmek istiyorum. Mobil tasarruf nasıl kanalize edilebilir? Bu bir yerde makro düzeyde yönetimle il-

gili. Biliyorsunuz, ülkemizde likit fonları önemli ölçüde absorbe eden, çeken iki kurum var: Toplu Konut İdaresi ve Hazine. Özelleştirmenin başarılı gelişmesini ve yeterli efektif talebin oluşmasını sağlamak istiyorsak, ilgili merci, o satış süreci içerisinde, -demin benim negatif yatırım araçları dediğim- yatırım araçlarını sınırlayabilir. Çünkü gerçekte her ikisi de aynı yetkili, aynı makamdır.

**TEKBAŞ** — Hazine bonusu alan yatırımcıya, özelleştirilecek kuruluşların hisse senetlerini satabilir miyiz?

**ATAÇ** — Likit fon bir yere yatmaktadır. Siz o likit fonu açığa çıkarırsanız, karşılığında yatırılacak bir yer bırakmazsınız, olanak vermezseniz, ortalıkta kâğıtlar dolaşmazsa, arz yoksa; bu fonlar başka bir kâğıda doğru kayar. Tam o sırada karşısında sadece özelleştirme kâğıtları var ise, o takdirde o tarafa doğru yönelebilir. Dikkat ederseniz «yönelebilir» diyorum, «yönelir» demiyorum. Ben yine altını çizerek tekrar ediyorum. Hisse senedinin ne olduğunun halka çok iyi anlatılması lazım. Çünkü çok yaygın bir satışı konuşuyoruz. Belli kesimler Türkiye'de hisse senedini bilebilir. Ama biz Urfa'da da, Erzurum'da da satacağımız gibi düşünüyoruz. O halde hisse senedinin çok iyi biçimde tanıtılması, bunun tahvil olmadığının belirtilmesi lazım. Ayrıca şirketlerin şeffaf hale getirilmesi şart. Yani bağımsız denetim kuruluşları tarafından denetlenebilen, açık bilançolara sahip, net bilgi akımı sağlayan duruma getirilmesi lazım. Bunların dışında İ.M.K.B.'nin reel hızlı işlemleri gerçekleştirecek bir düzene, yani takas sistemine geçmesi gerekir. Hisse senedini bugün olduğu gibi bilfiil alıp teslim etmemeliyiz. Borsa'da ya da aracı kuruluşta bir kasa olur, karşılığında bir makbuz düzenlenip verilir.

**TEKBAŞ** — 1987 yılı içinde ka-

munun çıkardığı menkul değerler 5 trilyondan daha fazla. Bunlar içinde Hazine bonusu, devlet tahvili, gelir ortaklığı senedi, dövizde endeksli gelir ortaklığı senedi, dövizde endeksli tahvil var. Türk parası üzerinden çıkarılan gelir ortaklığı ve tahvilde talebin azalması ile gündeme dövizde endeksli menkul değerler geldi. Ancak dövizde endeksli tahvil ve gelir ortaklığı senedine yeterli talep yaratılamadı. Böyle bir ortamda likiditesi yüksek Hazine bonusu, her an paraya çevrilebilen gelir ortaklığı senedi yanında hisse senetlerine talebi nasıl yarattı? Üstelik, hisse senetlerini cazip kılmak için; bir taraftan satışını şartla bağlayalım, güçleştirelim, likiditasyonunu azaltalım diyoruz; diğer taraftan da bunları diğer menkul değerlere alternatif görüyoruz.

**ATAÇ** — Bir açıklık getireyim. Hisse senetlerinin Borsa'ya kote edilmesi halinde, hızlı geriye akımı önlemek için, dolaylı ekonomik önlemleri belirtmeye çalıştım. Baskı unsuru olarak değil. Diyelim ki küçük tasarruflu hisse senedi alacak. Ben ona: «2 tane aldığında, sana 12 ay sonra bir tane de bedava vereceğim.» dersem, o bir tane onun için büyük bir iskonto oluyor. Zaten düşük fiyatla satmışım. Bir de 12 ay sonra % 33 iskonto yapıyorum. Gerçek yatırımcı gibi düşünen tasarruf sahiplerinin bir kısmı, hatta önemli bir bölümü, bu avantajları dikkate alarak hisse senedini elinde tutmayı tercih edecekler. Benim beklentim böyle. Sermaye Piyasası çerçevesinde kotasyon olduğu zaman, üstelik o şirket için kârının bir kısmını hissedarlara temettü olarak dağıtma zorunluluğu da gelecektir. Daha önce değindiğim ise ayrı bir konudur. Orada aracı kuruluşların Borsa'ya gelmesini üzerinde durdum.

**DÜNDAR** — Şimdi iki tane kritik noktaya geldik. Sizin çok güzel izah



ettiğiniz prosedürü, bu filmi ayren yaşadığımızı farzediyorum. Bunun için zamanı çok iyi kullanmak lazım. Yani birdenbire olmaz bu iş, 10 sene 20 sene istiyor. Bu kadar uzun bir zaman süresi içerisinde olayın cazibesini aynı düzeyde tutmak zorundayız. Herhangi bir kriz bu zamanlamayı geri çevirir, sil baştan olur. Demek ki bir noktada tutacağız. Buradaki çelişki şu: Bu bir tahvil değil, hisse senedir. Kâr ve zarar ortaklığıdır. Onu aynı noktada tutabilmemiz için birtakım tedbirler almamız gerekir. Bedava pay senedi vermek bu tedbirlerden bir tanesidir. Bir noktada ben ısrarlıyım. Bu tür şirketlerin bir kısmında görev aldığım için bunu biraz da tecrübemle söylüyorum. Eğer kâr dağıtmazsanız, bu düşüşü asla önleyemezsiniz. Çünkü henüz daha halkımızda 20-30 yıl sonrası için bir beklenti yok. Adamın ihtiyaçlarına kısa vadede cevap vermek gerekir. Altını da onun için almaktadır. Gerçi altını yastık altına soktuğunu söylüyoruz ama, çocuğunu evlendirirken veya zorunlu bir harcama ihtiyacı doğunca derhal bozdurur. İhtiyacı olduğunda bozabilmek için, tasarrufunu enflasyonun olumsuz etkisinden korumak için alıyor altını. Ben bu özelleştirme konusunda bir brifinge katıldım ve finansman sorununu nasıl çözeceklerini dinledim. Daha çok iddihar (biriktirme, toplama, kıtlık zamanında satmak için tahıl yığıma) ve altına dayalı, yani onların mobilize olacağı varsayılıyor. Öbürükülerin mobilize olabilmesi için, bunun cazibesinin çok olması lazım. Cazibe konusunda arzi birdenbire genişletecek bir program yanlış olur. Burada mutabıkız. Ama talebi devamlı canlı tutacak tedbirler içinde kâr dağıtımında ısrarlıyım. Kâr dağıtan kuruluşların pay senetleri hiçbir zaman düşmeyecektir.

**TEKBAŞ** — İlk kâr dağıtımına kadar arada belli bir süre olacak.

**DÜNDAR** — O süre içinde belli bir taban fiyattan geri alma garantisini de getirilebilir. O ayakta tutulur. Ayrıca Sayın Ataç'ın söylediği tedbirler de var. Meseleyi orta ve uzun vadede olarak düşünürsek, pay senetlerinin cazibesi ve bu arada Borsa'daki spekülatif kazançlar, yani değer artışlarından doğan kazançlar da var. Bunun çok basit bir misalini vereyim. Neden birinci köprü senetleri daha çok verim getirdi? Onun getirdiği rant çok yüksek de onun için.

**TEKBAŞ** — O grup gelir ortaklığı senedinin miktarı da çok düşük.

**KARSLI** — Zaten o kadar fazla gelir, daha fazla miktarda hisseye verilemezdi.

**DÜNDAR** — Kâr dağıtım oranı % 80'lere gelmiş, dolayısıyla cazibesi artmış da ondan. Eğer özelleştirmeyi başarılı kılacaksak, ben temettü konusunda ısrarla duruyorum. Yöne-timin, bundan sonra gelir zaten. Yönetimin iyi olması, şirketin şeffaf olması, zaten kâr sonucunu doğuracaktır.

**TEKBAŞ** — Gene yeterli talep yaratılıp da satış yapıldığı durumdayız. Ben hâlâ «Yeterli talebi oluşturabilecek miyiz?» sorusundayım.

**DÜNDAR** — Sayın Tekbaş, burada aslında kâr dağıtmayı da gerçekleştirebiliriz uzun vadede. Onda da ben bir sorun görmüyorum. Tıpkı köprü misalinde olduğu gibi. Sıkışır-sanız zam yaparsınız, kâr büyür. Özellikle tekel halindeki kamu kuruluşlarında... Bence bunların çoğu tekeldir.

**KARSLI** — Ama mesela Sümerbank tekel değildir.

**DÜNDAR** — Değil, ama özellikle tekel halindeki kuruluşlarda sağlıklı kâr dağıtımı önemli. Aksi halde kendi kendimizi kandırırız. Yani bugün olduğu gibi devletin yüksek faizle

borçlanmasının bir başka şeklini yaşamış oluruz. Hem kâr dağıtacaksınız, hem de sağlıklı, ekonomik anlamda bir kâr olacak. Tabii bunlar çok büyük, çok grift meseleler.

**MAKSİMYADIS** — Sayın Dündar, şu anda kâr dağıtmaya bu kadar yöneltirsek, özelleştirilecek olan KİT'leri baştan zarara sokmuş oluruz. Çünkü unutmayın ki % 50 bir temettü, çok kabaca bir rakamla aşağı yukarı % 75'e mal olan bir kredi ile aynıdır.

**DÜNDAR** — Çok basit bir sorum var. Kâr dağıtmayacaksa, bu pay senedini köylü niye alsın?

**MAKSİMYADIS** — İşe bir de iktisadi açıdan bakalım. Çünkü bu temettü vergiden sonraki kârla ödüyor şirket. Halbuki bir kredi alırsa, kredinin maliyetini gelirden düşüyor. Ben onun için % 50 oranında temettü dağıtımı, % 75'lik bir faiz oranına eşittir diyorum. Biz temettü dağıtacağız dediğimiz anda, bir bakıma şirketi temettü dağıtamayacak bir şekilde sokmuş oluyoruz. Giderek yeni bir tasarrufçu kütlesi gelişecektir. Zaten bu geliştirilmezse, bir özelleştirme olamayacaktır; burada hükümet hatalı bir işlem yapmış gibi görülecektir. Ha'ta geçenlerde, «Hiç satılamazsa geri çekilecektir.» gibi bir söz kullanıldı. Eğer bu yeni yatırımcı, tasarrufçu kitlesi bulunmazsa, zaten bu özelleştirme olmayacak. Onun için, demin Sayın Ataç da değindi, bu olayda reklam ve propaganda koşulları çok önemli. Hisse senetlerini, doğru dürüst bir hisse senedi olarak pazarlamamız lazım. Tahvile benzer bir hisse senedini işlem konusu yapmamlıyız.

**DÜNDAR** — Afedersiniz, birşeyi karıştırmayalım. Çünkü benim sözüm galiba yanlış anlaşıldı. Ben bir kâr garantisinden söz etmiyorum. «Bu hisse senedini alan her sene şu ka-

dar kâr alacaktır.» demiyorum. Kâr dağıtma politikasından bahsediyorum. Belki bu sene % 60 olur, öbür sene % 30 olur, daha sonraki sene % 200 olur. Bunu bilemem. Ama bu olmalıdır. Aksi halde öbür türlü bir çözüm, tasarruf motifi itibariyle romantik bir çözümdür. Yani kâr dağıtmayacağız, üstüne yatacağız; ama halk bunu alacak. Halk niye alsın da saklasın bunu?

**ATAÇ** — Şimdi efendim, bir ana sözleşmeden ve o sözleşme çerçevesinde bir «yönetici-yatırımcı» gruptan söz etmiştik. Sanıyorum kâr dağıtımına ilişkin bu sorunu, ana sözleşmeye zorlayıcı bir hüküm getirmek suretiyle çözülebilir. Yeterli güvence de yatırımcıya verilebilir. Ayrıca «yönetici-yatırımcı» grupla herhalde bir toplu satış anlaşması yapılacaktır. Bu satış anlaşmasının içerisinde, 10 sene süre ile, en azından bu yönetim iş başında kaldığı sürece, kâr dağıtımını ön plana çekmesi şartı eklenebilir. Bu arada bir noktaya değinmek istiyorum. Ben deminki açıklamamda, bazı KİT'lerin son yıllarda yaptıkları kârların reel kâr olmadığını, şişirme kâr olduğunu, fiyat artırarak bunu elde ettiklerini söylemiştim. Özelleştirilmesine karar verilecek olan KİT bunlardan biri değilse, mesele yok. Çünkü bunların arasında örneğin Netaş gibi bir hayli kâr edenler de var. Netaş'ın ortağı Kanadalı bir şirket. Bildiğim kadarıyla Netaş, gerçek yönetim prensipleri içerisinde, piyasa rekabet şartlarına göre idare ediliyor. Ek olarak bir de bir avantajı var, tekelci görünümünde. Ama biz kötü bir örnek alalım. Reel kâr elde etmeyen, fiyatı artırarak kâr sağlayan bir şirketi ele alalım. Eğer başarılı bir özelleştirme yapılacaksa, özelleştirme uzun ömürlü ve sağlıklı olacaksa, mutlak surette özelleştirilecek olan KİT'in sağlıklı bir konuma getirilmesi gerekir. Şunu kastediyorum. Şirketin

mali bünyesinin, personel kadrolarının sağlıklı bir duruma getirilmesi; yani gerçek anlamda rekabet edebilir, sırtını devlete dayamadan rakipleriyle yeterli güreş gücüne sahip olacak bir duruma getirilmesi, rehabilite edilmesi lazım. Bu KİT'ler içinde bir bölümün belki alet, edevat ve makinalarının sabit yatırımlarının dahi rehabilitasyona tabi tutulması gerekecektir. Çünkü siz yönetimi «Kâr dağıtacaksınız.» diye ne kadar zorlarsanız zorlayın; eğer bünye sakatsa, mali dengesizlikler varsa; devletten alınan ucuz hatta bedava kredi imkânlarından mahrum kalacak ve pahalı krediler kullanacak olan bu müessese, birdenbire piyasaya çıktığı zaman zor duruma düşebilir. Böyle bir kuruluş, sözgelimi bir sene sonra, yönetimin de elinde olmayan sebeplerden dolayı zor durumlara düşerse: özelleştirmenin akibeti kararış, bitmiş demektir.

**KARSLI** — Meseleye uzun vade içinde bakmak gerektiği şüphesiz. Uzun vade içinde baktığımız zaman da kârlılık meselesi ortaya çıkıyor. Kârlılık meselesine baktığımız zaman da bunun altında yönetim meselesini görüyoruz. Yani yönetim ve kârlılık birbirine çok bağılı meseleler, iyi yönetim olmazsa kârlılık olmaz. Burada «core investor» dediğimiz «yönetici-yatırımcı»ya büyük iş düşüyor.

**TEKBAŞ** — Özelleştirme büyük gizlilik içinde yürütülüyor. Kamuyunda bazı bilgiler, derhal çeşitli yorumların yapılmasına yol açıyor. Sürekli olarak psikolojik faktörlerden, bekleyişten söz ediyoruz. Özelleştirmenin zamanlaması ve bu konudaki belirsizlik, yatırımcıların, tasarruf sahiplerinin bekleyişlerini etkilemez mi? Ayrıca, özelleştirme kapsamı içinde, Sümerbank ve Petkim'den önce Turban, Usaş, Boğaziçi Hava Taşımacılığı ve Çitosan bünyesindeki 5 çimento

kuruluşu var. Tam rekabet sisteminde söz ediyoruz. Böyle bir ortamda örneğin bu çimento şirketlerinin hisseleri diğer çimento hisselerinin fiyatlarını etkilemez mi?

**ATAÇ** — Prensipte katılıyorum. Beklentilerle ilgili bir olaydır bu, dolayısıyla etkiler. Ancak ben tam izleyemedim o konuşmaları, yorumları ve açıklamaları. Fakat bildiğim kadarıyla, basından izlediğim kadarıyla Çitosan adı geçmedi.

**TEKBAŞ** — Bu çimento şirketleri; Söke, Afyon, Balıkesir, Pınarhisar ve Ankara Çimento'dur.

**DÜNDAR** — Arada Bolu Çimento da var.

**TEKBAŞ** — Bolu Çimento Bursa'da şu anda.

**ATAÇ** — Halen Borsa'da kote edilmiş kamu iştiraki olan şirketler benim açımdan özelleştirme olayının dışındadır. Bir şirket hariç. O da nevi şahsına münhasır bir şirkettir; özel bir konumu, özel bir kanunu vardır: Ereğli Demir-Çelik. Ereğli Demir-Çelik tesisinin % 52 payı kamuya aittir ve bunun özelleştirilmesi, gerçek maddada özelleştirme anlamına gelecektir. Ama onun dışındaki olaylarda beklentilerden ötürü dolaylı etki ve tepkiler olabilir. Katılıyorum size o noktada. Yalnız onu da hisse senedine yatırım yapmanın bir özelliği olarak görüyorum. Çünkü hisse senedinde bir risk faktörü vardır. Ben yatırımcı olarak hisse senedini tercih etmişsem, bu tür risklerin tümünü önden göğüslemeye hazır duruma gelmiş olmam lazım. Ben olaya böyle bakıyorum.

**TEKBAŞ** — Spekülasyonu risk ile eşanlımlı olarak alması bile, biraz önce siz bunların sermaye piyasasının gelişmesi açısından çok önemli olduğunu söylemiştiniz. O zaman tasarruf



sahibine riski yüksek olan hisse senedini nasıl cazip kılalım? Hazine bonusu ve diğer kamu menkul değerlerinde risk çok düşük.

**ATAÇ** — Demin cazip kılanın ancak ekonomik önlemlerle mümkün olabileceğini ifade etmiştim ve bazı örnekler vermiştim. Nihayet bu yatırımcı için bir hesap meselesidir. Yatırımcı tercihini yaparken, «Reel gelirim, 12 ay sonraki kazancım, hisse senedi alırsam mı yoksa tahvil alırsam mı daha çok olur; altın ya da mark alırsam mı daha çok olur?» gibi kendince tahmin yürütür. Biz eğer hisse senedini; gerek ihraç fiyatını düşük seviyede tutarak, gerekse tahsilinde de bazı kolaylıklar göstererek, örneğin bedeli 6 ayda taksitle tahsil ederek cazip kılarırsak; o takdirde hisse senedine doğru bir yönelme oluşabilir görüşündeyim.

**DÜNDAR** — Şöyle bir sonuca varmak istiyorum. Bütün konuşmacılardan edindiğim izlenim şu: Özelleştirme programı kısa vadeli değildir; bu olayda Borsa alet olarak kullanılırsa, bunun sonucu hüsrandır. Özelleştirme, kendi çerçevesi içerisinde özel bir program olarak ve Borsa dışında düşünülmelidir. Vardığımız sonuç, sanıyorum böyledir. Daha sonra bu uygulamanın serpintileri, bu Borsa'ya da gelecektir. Ama bu Borsa özelleştirme aleti olarak kullanılamaz, diye düşünüyoruz.

**KARSLI** — Kaldı ki Borsa bir pazarlama yeri değildir. Likidasyon yeridir, bir paraya çevirme yeridir.

**DÜNDAR** — Onun için dahi kullanılamaz. Şu anda Borsa'nın boyutu buna uygun değildir diye düşünüyorum.

**KARSLI** — Olaya bir de şöyle bakalım. Dışardaki uygulamaları daha iyi takip eden arkadaşlar var. İngiltere'de, Fransa'da özelleştirme bir Borsa meselesi olarak mı ele alınmış?

**MAKSİMYADİS** — Hayır, hayır. Geniş çapta pazarlama, yaygın pazarlama konusu olarak ele alınmıştır.

**TEKBAŞ** — Özelleştirme Borsa'da gerçekleşeceği için değil, hisse senetleri Borsa ile birlikte düşünüldüğü için konu bir yerde birbirine bağlı oluyor. Bu arada özelleştirmenin uzun süre almasından, hazırlıklardan, planlamadan söz ediyoruz. Hem hazırlık olarak hem satış işleminin gerçekleşmesi olarak karşımıza uzun süre çıkıyor. Bir de özelleştirilecek hisselerin boyutu ne kadardır acaba?

**ATAÇ** — Spesifik örnek olmadan bu boyutlar hakkında bir şey söyleyemez. Türkiye'deki KİT'lerin tamamının özelleştirilmesi 15 sene mi alır, 20 sene mi alır? Ben şahsen böyle bir hesaplama yapmadım. Yapılan herhangi bir hesaba da inanmıyorum. Çünkü Türkiye gibi bir ülkenin 5 sene sonraki ekonomik güç ve potansiyelinin gerçek manada nereye geleceğini kestirmek çok zor. O bakımdan ben o kadar uzaklara gitmek istemiyorum, süreç açısından. İlk özelleştirilecek kurum hangisi olacak, bunun seçimi nasıl yapılacak, ne gibi bir süreç içinde özelleştirilecek? Ben bunun üzerinde duruyorum.

**TEKBAŞ** — Ben de bunu kastetmiştim.

**ATAÇ** — O zaman kurumun adını belirlemek lazım. Bir Petkim var ortada, bir de şimdi sizin açıkladığınız 5 tane çimento fabrikası var.

**TEKBAŞ** — Sayın Ataç, özelleştirmeye katılmış bir bankanın bünyesinde olarak, sizin dahil olduğunuz kuruluşun özelleşmesi ne kadar vakit alabilir, ne zaman başlayabilir?

**ATAÇ** — İzin verirseniz, o benim yetki alanımın dışında bir olay.

**TEKBAŞ** — Özelleştirmenin başarılı olmasının zorunlu olduğu görüşünde fikir birliğindeyiz. Bu olayın

bir de başarısız sonuçlanması, gerekli talebin yaratılmaması halinde özelleştirmenin sonucu ne olur? Türkiye dışında talep aranmasına mı gidilir, yoksa bu işten vazgeçilir mi? Vazgeçilmeli midir? Yabancıların Türkiye'de hisse senedine yatırım yapmalarını içeren bir kanunun hazırlanmakta olduğunu duyuyoruz. İki konu ne derecede birleştirilebilir? Ayrıca, Güney Amerika'da özelleştirme, dış borçların ödenmesi ile paralel olarak da gündeme geliyor ve gerçekleştiriliyor.

**ATAÇ** — Burada bir varsayımdan hareket ediyoruz. Özelleştirmede büyük bir başarısızlık oldu diyelim. O zaman dış kaynakların Türkiye'ye katılmasına geliyoruz. Olay oraya geliyor. Türk halkı almadıysa, yabancılar alsın. O da bir yerde politik tercih meselesidir. Türkiye ekonomisi için bir tercih meselesidir. Onun için o konuda yorum getirmek çok zor.

**TEKBAŞ** — Bir alternatif olabilir mi?

**ATAÇ** — Gayet tabii, olayı ekonomik olarak düşünürseniz bir alternatiftir. Bir yabancı yatırımcı, yatırımcı grubu gelip buradan hisse senetleri alıp o hisselerle sahip olabilir. Ama bu bir tercih meselesidir.

**MAKSİMYADİS** — Sayın Ataç'ın dediği gibi, aslında eğer fiyatlandırma doğru ise gelecektir. Fiyatlandırmada bir hata varsa, yani tasarruf potansiyeli olmadığı takdirde dışarıya açılıp satabilir.

**TEKBAŞ** — O zaman tekrar başa dönüyoruz. Yani Türkiye'de ne kadarlık bir talep bekliyoruz bunun için?

**MAKSİMYADİS** — İki sene evvel size «Türkiye'de önümüzdeki yıllarda 5 trilyonluk Hazine bonusu talebi olacaktır.» deseydim, siz bu sözümü nasıl karşıladınız? Ben de size onu so-  
rayım.

**DÜNDAR** — Enflasyonun etkisi.

**MAKSİMYADİS** — Evet, enflasyonla ilgili. Yani birdenbire ortada olmayan bu para Hazine bonosuna yatırıldı.

**DÜNDAR** — Enflasyonu tartışmaya başlarsak bazı yanlış noktalara gidebiliriz. Sanırım siz şunu söylemek istiyorsunuz: Uygulanan reel faiz politikası sonucunda bazı tasarruflar daha hareketlendi. AET'ye girdiğimizi farzedin. AET'ye girersek zaten pay senetlerini kimin aldığı meselesi de ortadan kalkıyor. Alman da alacaktır, İngiliz de alacaktır, Fransız da alacaktır.

**TEKBAŞ** — AET'ye girmemiz 2000 yılından önce değil.

**DÜNDAR** — Varsayım üzerinden gidiyoruz ya... Şimdi dışarıya açılmayı teşvik ediyoruz. Şu anda yabancılarla satış konusunda, burada yapacakları yatırımlar konusunda çok büyük engeller yok. Planlama'nın izni ile oluyor. Ama mülkiyet edinme, pay senetlerini alma konusu sanıyorum şu anda hâlâ halledilmedi. Bu da belki kanun kapsamı içinde ya da karar-namelerle halledilebilir. Bence önemli olan mevzuat da değildir. Acaba yabancı alır mı? Mesele budur. Türk halkının almadığı, talip olmadığı şeyi yabancı niye gelip alsın? Bu sorunun cevabı da ekonomiktir. Eğer yapacağı yatırımdan beklediği alternatif kârı olursa, tabii bir de bu karların transferi mümkünse, o zaman alacaktır. Yani yalnız kâr etme meselesi de değil. Yabancı para ile gelecek, yabancı para ile çıkacak.

**ATAÇ** — Bir şey daha ilave etmek istiyorum. Ne zaman alacaktır? Bir şart daha var. O da hisse senedine yatırmış olduğu kapitali tekrar dışarıya çıkarabilecekse, anında transfer edebilecekse alacaktır. Bu bir karrarne konu. Herhalde sonradan bunu çezeceklerdir.

**TEKBAŞ** — Zaten bu kararname, yabancı yatırımcıların Türk sermaye piyasasına ve Türk Borsası'na girmesi için gereklidir. Bugün böyle bir bekleyiş mevcuttur. Bunun mümkün kılınması halinde, Borsa'da bir talep artışı yaratarak fiyatları artıracığı yolunda bekleyişler var.

**MAKSİMYADİS** — Eger Borsa fiyatlarındaki artış talep yüzünden olursa yabancılar gelmeyecektir. Çünkü unutmayın ki yabancıların girebilecekleri 99 tane daha borsa vardır dünyada. Eger fiyatlar normal ise yabancılar gelecektir. Ayrıca bir de %40 devalüasyon korkusunu koymalıyız bunun üstüne. Bugün getireceği 1000 lira bir sene sonra 600 lira oluyor. Öyle bir gelir sağlaması lazım ki, bunu karşılayabilsin. Kendi memleketinde, mesela İsviçre'de, enflasyon o kadar düşük ki, bir İsviçre Fransı getirip 1.10 çıkardığı zaman % 10 kârı oluyor.

**TEKBAŞ** — Kendinizi bir yabancıya yerine koyarak bugün İstanbul Borsası'nda yatırım yapar mısınız?

**MAKSİMYADİS** — Evet yaparım.

**DÜNDAR** — Spekülatif yorumlar yapacaksa, benim kanıma göre; Türkiye'den halen ithalat yapan yabancı firmalar, Türkiye'deki ihracatçı firmalara iştirakçi olarak katılabilirler, bunların pay senetlerini alabilirler. Tabii % 100 doğru değil ama, benim kanıma göre; çünkü Türkiye'de ihracat olayı gelişiyor. Bizim ihra-

catçı şirketlerimizin pay senetleri yabancı için cazip olabilir.

**ATAÇ** — Duyduğumuz kadarı ile, tabii isim veremeyeceğim, dünyaca ünlü bazı yatırım kuruluşları Yatırım Fonu kurmak suretiyle Türkiye'ye gelmeyi arzu etmişler.

**TEKBAŞ** : Toplantının sonuna gelmiş bulunuyoruz. Ele aldığımız konuları toparlayacak olursak, 1987 yılında hisse senetleri fiyatlarındaki dalgalanmanın arz ve talepteki değişimlerden kaynaklandığı ve buna da psikolojik olarak bekleyişlerdeki değişimlerin yol açmış olduğunu söyleyebiliriz. Ayrıca özelleştirmenin halka, yatırımcılara yeterli biçimde açıklanmamış olması da bunda rol oynamıştır. Bunun dışında yıl içinde borsa-da işlem gören hisse senedi hacmi de önemli gelişme göstermiş ve hisse senetlerine yatırım yapma daha geniş bir kesime yayılmaya başlamıştır. Bu arada özelleştirmenin başarıya ulaşmasında bazı aşamaların başarılı bir şekilde yürütülmesi gerektiği ortaya çıkmıştır. Özelleştirmede önce fizibilite çalışmalarının tamamlanması, daha sonra işletmelerin satış için hazırlanmaları ve gerekli yasal düzenlemelerinin yapılması, üçüncü aşamada işletmelerin pazar koşullarına uydurulmaları ve yönetimlerine ticari motiflerinin kazandırılması ve son olarak da halkın bu konuda eğitilmesi, bu hisse senetlerini halka tanıtacak başarılı bir reklam kampanyası ile satış işleminin gerçekleştirilmesi gerekmektedir. Son aşamadaki tanıtım işlemi ve bu hisselerin cazip fiyatlardan satışa sunulmaları, bedellerinin tahsilinde kolaylık sağlanması, büyük önem kazanmaktadır. Toplantıya katıldığınız için hepinize teşekkür ederim.

◆ Beşeri hataların başlıca nedeni, çocuklukta edinilen ön yargıların etkisi altında kalınmasıdır.

*Descartes*

**Dergi'nin Notu** : Yukarıda sunulan «Açık Oturum», 17 Aralık 1987 tarihinde yapılmıştır.



# 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

# İşletmelerde Yaratılan Katma Değerin Verimliliğini Esas Alan Yeni Bir Teşvik Modeli Önerisi

A. SELÇUK ÜNYELİ

## GİRİŞ

**T**ÜRKİYE'yi yöneten iktidarların temel gündemi, ülkeyi refaha kavuşturmak ve artan gelirden tüm vatandaşların adilane ölçülerde paylarını almalarını sağlayacak düzenlemeleri yapmaktır. Böylesine güç bir görevi başarmanın dünya konjonktürü de dikkate alındığında ne denli ağır sorumluluklar yüklenilmesi gerektirdiği bu satırlara sığdıramayacak boyuttadır. Ancak kısaca özetlemek gerekirse, yönetimin; büyüme politikası, enflasyonla mücadele, dış ekonomik politikaların belirlenmesi, teknoloji transferi, istihdam politikası gibi birbiriyle çelişen konular arasında optimum stratejiyi belirleyerek; ekonomik faaliyetlere iştirak eden taraflar arasında herkesi memnun edecek bir bölüşüm sistemi sağlaması gerekmektedir. Devletin kendisi de topladığı vergiler açısından bu çıkar grupları içinde yer aldığı halde, elde ettiği geliri ücret, altyapı yatırımı, destekleme alımları, sınai yatırım ve ihracat teşvikleri vb. şekillerde tekrar halka yansıtması yönünden farklı bir konumdadır.

Türkiye'de halen yürürlükte bulunan yatırım ve ihracat teşviklerinin temel prensibi (esprisi), dış rekabet karşısında güçsüz durumdaki sanayi kuruluşlarını destekleyerek ayakta kalabilmelerini sağlamaktır. Ülkemizin kalkınması açısından hayati öneme sahip olan girişimlerin kuruluş ve hayatiyet kazanma dönemlerinde vazgeçilmez araçlar olduğuna inandığımız teşvik önlemlerinin süreklilik kazanmaları halinde ise, kuruluşlar desteğe bağımlılık kazanmakta ve gerçekleştirilen sübvansiyonlar ülke ekonomisinin büyümesine katkıda bulunamadan eriyip gitmektedirler.

Türkiye gibi çok yönlü ekonomik açmazlarla karşı karşıya bulunan bir ülkede kıt mali kaynakların daha itinalı harcanmasının gereği ise gayet açıktır. Yatırım ve işletme safhalarında etkili olan yatırım teşvikleri ile ihracat teşvikleri öylesine geniş bir kompozisyonda ve farklı karakterlerde sergilenmektedir ki, hem yatırımcıların bunları tam anlamıyla değerlendirebilmesi, hem de devletin bu kadar çeşitli ve birbirlerine ters etkiler yapabilecek önlemleri ekonominin ihtiyaçları doğrultusunda planla-

ması ve sonuçlarını kontrol etmesi imkânsız hale gelmektedir.

Bu durum karşısında mevcut teşvik sisteminin gözden geçirilerek uygulamanın firma bazında makul bir uyum süresi ile kısıtlandırılmasında yarar görülmektedir. Geçiş dönemi sonunda sanayi kuruluşlarının başarılarının devamını sağlamak için özendirilmenin sürdürülmesi eğer gerekli görülüyorsa, alternatif olarak yüksek performanslı kuruluşları ödüllendiren bir sistemin uygulamaya konulması gerekmektedir. Böyle bir sistemin temel koşulları ise, adil olması ve herkes tarafından kolayca anlaşılabiliridir. Önerdiğimiz sistem en mükemmeli olmayabilir. Amacımız; teşvik sistemine yenilik getirmeyi arzuladıklarına inandığımız devlet, sanayi ve üniversite kesimleri arasında bu yönde bir diyalogun başlatılmasıdır.

### Yeni Bir Teşvik Modeli Önerisi

Bilindiği üzere bir girişimin yatırım yönünden kârlılık kriteri özsermaye kârlılığıdır. Ancak yatırımların değerlendirilmesinde, özsermaye kârlılığının da ötesinde önemle üzerinde durulması gereken göstergeler, yaratılan katma değer verimliliğidir. «Brüt Katma Değer» deyince «Net Kâr (Milli Gelir anlamında) + Ödenen Maaş ve Ücretler + Ödenen Faizler + Kiralar + Amortisman — Subvansiyonlar + Dolaylı Vergiler»i amaçlıyoruz. Yaratılan katma değer verimliliğinin bulunabilmesi için, yıllık «Brüt Katma Değer»in «Net Aktifler Toplamı»na bölünmesi gerekmektedir. Katma değer verimliliğinde odaklaşan önerimizin oluşmasında en önemli ilham ve bilgi kaynağımız, İstanbul Sanayi Odası (İSO)'nun her yıl yayınlamakta olduğu «Türki-

TABLO I

«X», «Y» ve «Z» Şirketleri İçin Vergi İadesi Hesaplanması Verileri  
(000.000 TL)

	X Şirketi	Y Şirketi	Z Şirketi
1985 yılı brüt katma değeri	5.500	11.500	9.000
1985 yılı net aktifler toplamı	20.000	23.700	36.000
1985 yılı katma değer verimi	% 27,5	% 48,5	% 25
1986 yılı brüt katma değeri	8.700	17.000	12.300
1986 yılı net aktifleri toplamı	24.500	28.000	45.000
1986 yılı katma değer verimi	% 35,5	% 60,7	% 27,3
«İhracat/Toplam satışlar» oranı	% 30	% 45	% 15
Kalkınmada öncelikli yöre sınıfı	3	2	1
1985 yılında ödenen toplam vergiler	2.600	5.750	3.250
1986 yılında ödenecek toplam vergiler	3.800	6.500	3.600
1985 yılı bilanço kârı	1.550	2.350	3.600
1985 yılı özsermayesi	4.000	10.600	4.000
1985 yılı özsermaye kârlılığı	% 38,75	% 22,1	% 90
1986 yılı bilanço kârı	1.800	3.500	4.500
1986 yılı özsermayesi	4.300	12.500	4.750
1986 yılı özsermaye kârlılığı	% 41,9	% 28	% 94,7
<b>Gerçekleşen Vergi İade Miktarı</b>	<b>351,52</b>	<b>1.118,89</b>	<b>85 96</b>



ye'nin 500 Büyük Sanayi Kuruluşu» başlıklı değerli araştırması olmuştur. Adı geçen çalışmada katma değer verimliliği konusunda bir değerlendirme yapılmamış olmakla beraber, sektörler ve şirketler bazında verilmiş olan «Brüt Katma Değer» (B.K.D.) ve «Net Aktif Toplamı» (N.A.T.) değerleri kullanılarak «B.K.D./N.A.T.» oranına kolayca ulaşılabilmektedir.

1986 yılı için 500 firma ortalaması % 28,7 olarak bulunmaktadır. Firmalar tek tek incelendiğinde ise, bu oranın eksi değerler ile % 100'ün üzerindeki düzeyler arasında değiştiği görülmektedir. Önerilen teşvik sistemi, basit bir anlatımla, şirketlere geçmiş yıla göre katma değer verimliliklerindeki artışa dayalı olarak uygulanacak bir ödeme şeklidir. Buna kısaca «Vergi İadesi» ya da «Katma Değer Vergisi İadesi» adı da verilebilir; çünkü kaynağını katma değer artışından etkilenen vergi tahsilatı teşkil edecektir. Sistem ayrıca ihracat ve kalkınmada öncelikli bölge kriterlerini de bünyesinde toplayabilmektedir.

Önerdiğimiz modelin mantığını basitçe açıklamak ve bir örnek oluşturabilmek amacıyla «Tablo 1»de üç ayrı şirketin son iki yıldaki durumları incelenmektedir.

«Tablo 1»de yer alan verilerden gerçekleyen (tahakkuk eden) vergi iade miktarının nasıl ve hangi etmenlerden etkilenerek hesaplanabileceğini kısaca açıklayalım.

◆ Her gerçekte bir yalan payı vardır, ama hiçbir yalanda gerçek payı yoktur.

*Longfellow*

1 – Birinci aşamada hesaplama, son iki yıl arasındaki katma değer verimi oranları birbirinden çıkarılarak ve bulunan oran son yıl ödenen vergi ile çarpılarak yapılır. Vergi iade miktarı, ödenen vergi miktarını aşamaz. Örnek olarak sadece «X» şirketini ele alırsak:

$$\begin{aligned} \% 35,5 - \% 27,5 &= \% 8 \\ 2.600 \times \% 8 &= 208 \end{aligned}$$

gerçek değeri ile 208.000.000.— TL rakamını bulmuş oluruz.

2 – İkinci aşamada firmanın ihracat yapması durumu göz önünde tutulur. Firma ihracat yapıyorsa, birinci aşamada bulunan rakam, «İhracat/Toplam satışlar» oranında artırılır. Yine «X» şirketini ele alırsak;

$$\begin{aligned} 208 \times \% 30 &= 62,4 \\ 208 + 62,4 &= 270,4 \end{aligned}$$

gerçek değeri ile 270.400.000.— TL rakamını bulmuş oluruz.

3 – Üçüncü aşamada, yatırımın yöresine göre, birinci ve ikinci aşamalarda hesaplanan vergi iadesi rakamı, saptanacak belirli katsayılarla çarpılarak «Tablo 1»de belirtilen vergi iade miktarına ulaşılır. Kalkınmada öncelikle yöre sınıfı katsayısının; (1) «Gelişmiş Bölgeler» için 1; (2) «Normal Bölgeler» için 1,10; (3) «İkinci Öncelikli Bölgeler» için 1,30 ve (4) «Birinci Öncelikli Bölgeler» için 1,60 olduğunu varsayalım. Daha önce olduğu gibi «X» şirketini ele alırsak ve ikinci aşamada bulduğumuz rakamı, kalkınmada öncelikli yöre sınıfının katsayısı ile çarparsak;

$$270,4 \times 1,30 = 351,52$$

«Tablo 1»deki vergi iade miktarına ulaşırız. Bu, gerçek değeri ile 351.520.000.— TL olur.

4 — Bunların dışında, son yılın katma değer verimi esas alınarak,

kademeli bir vergi iade ödemesi yoluna da gidilebilir (Bkz.: Tablo II).

TABLO II

Baz Alınan Katma Değer Verim Dilimleri	Gerçekleşen Vergi İadesinden Ödenecek Nispet
1) % 0 - % 10	% 10
2) % 11 - % 20	% 30
3) % 21 - % 30	% 75
4) % 31 - % 50	% 100
5) % 51 - % 80	% 150
6) % 81 - % 150	% 200

Yine «X» şirketini örnek alırsak, son yılda katma değer verimi % 35,5 olduğuna göre, bu verim oranı «Tablo II»deki 4 no.lu dilime isabet edecektir. Bu durumda «X» şirketi, ilk üç aşamada bulunan (ki gerçek değeri ile 351.520.000.— TL idi) vergi iadesini aynen alacaktır.

Aynı işlemleri ve hesaplamayı ilk üç aşamayı göz önünde tutarak «Y» ve «Z» şirketleri için yapacak olursak, «Tablo I»de yer alan «Gerçekleşen Vergi İade Miktarı» rakamlarını buluruz. Bu şirketlere dördüncü şıktaki kademeli vergi iade ödemesi yöntemini uyguladığımız takdirde, ilk üç aşama sonunda bulduğumuz rakamlar değişecektir. Şöyle ki; son yılda katma değer verimi % 60,7 olan «Y» şirketi «Tablo II»deki 5 no.lu dilime, katma değer verimi 27,3 olan «Z» şirketi ise 3 no.lu dilime girmektedir. Böylece «Y» şirketi için

$$1.118,89 \times \% 150 = 1.678,34,$$

«Z» şirketi için ise

$$35,96 \times \% 75 = 64,47$$

rakamları bulunmuş olacaktır. Bu durumda gerçek değeri ile «Y» şirketi 1.678.340.000.— TL, «Z» şirketi ise 64.470.000.— TL vergi iadesi almış olacaktır.

### Önerilen Sisteme İlişkin Bir Örnek

Sisteme mevcut teşviklerden kaynak transferi yapılabileceği gibi, yukarıda belirtildiği şekilde, orta ve uzun vadede sistemin kendi kaynağını yaratma özelliği de dikkate alınmalıdır. Bu hususu örneklemek üzere aşağıda «A» şirketinin ciro, maliyet ve kâr unsurları çok yalın biçimde özetlenmiştir. Hesabın basitleştirilmesi gayesi ile tüm girdilerin KDV (Katma Değer Vergisi)'li olduğu varsayılmıştır.

	KDV'siz	KDV'li
Ciro	100	112
Maliyet	90	100,8
Kâr	10	11,2

**Açıklama:** 1,2 TL KDV farkı olarak ödendiğinden, kâr 10 TL'dir.

Girdilerin kullanımında verim artışı sağlanarak maliyetin 80.— TL'ye indirildiğini düşünelim.

	KDV'siz	KDV'li
Ciro	100	112
Maliyet	80	89,6
Kâr	20	22,4

**Açıklama:** 2,4 TL KDV farkı olarak ödendiğinden, kâr 20 TL'dir.

«A» firması kâr artışını toplam aktiflerinde herhangi bir artışa meydan vermeden gerçekleştirmiştir. Başka bir deyişle, aynı kaynaklarla üretim girdilerinde azalma sağlayarak devlete ödediği KDV miktarını iki misline çıkarmıştır. Devletin bu örnekte hiçbir kaybı yoktur. Verimli kullanılan ya da kullanımında tasarruf sağlanan üretim girdileri, aynı

kuruluşta veya başka bir firmada kullanılarak KDV'leri ödenecek; üstelik gerçek anlamda üretim artışı sağlandığından, devlet mamul değeri üzerinden daha fazla KDV tahsil edecektir. Ayrıca üretim ve kâr artışıdan kaynaklanan Kurumlar Vergisi artışı ise, devlet için ekstra bir kaynak oluşturmaktadır.

Sistemin kötüye kullanılma (suistimal edilme) olanağı, uygulamadaki diğer teşviklere göre daha azdır ve iyi bir kontrol sistemi ile tamamen denetim altına alınabilir. İade miktarının hesaplanması, bilanço ve kâr-zarar hesaplarında olduğu gibi beyan esasına göre de gerçekleştirilebilir; kasti hatalar yapma durumunda cezai müeyyide uygulanabilir.

### Önerilen Sistemin Yararları

Sistemin sağlayacağını düşündüğümüz başlıca yararları şunlar olacaktır :

1 - Şirketler verimlilik ve kârlılık çalışmalarına daha çok önem vermek ihtiyacını duyacaklardır.

2 - Yatırımların değerlendirilmesinde katma değer verimliliği kriteri ağırlık kazanacaktır. Bu husus sanayi yapımızın mukayeseli avantajlar kuralına uygun tarzda geliştirilmesini sağlayacaktır. Ayrıca sistemin sürekli uygulanması halinde, devletin yüksek katma değerli yatırımları teşvik ettiği vurgulanmış olacaktır.

3 - İkinci maddenin gerçekleşmesi ile AT (Avrupa Topluluğu) ve diğer ticari ilişkide bulunduğumuz ülkeler ile dış ticaretimiz daha sağlıklı bir yapıda bütünleşecektir.

4 - Özkaynak kârlılığı açısından yatırımcıya cazip gelmediği halde, katma değer verimliliği yüksek olan

yatırımlar desteklenmiş olacaktır. Özellikle emek yoğun yatırımların teşviki, ülkemiz gündemindeki işsizlik sorununun çözümü yönünden çok önemlidir.

5 - Şirketler daha etkin işletme sermayesi yönetimine zorlanacaktır.

6 - Kârlılık dolaylı yoldan artacağı için, şirketlerin mali bünyeleri güçlenecek ve kredi talebi azaltılarak faiz oranları aşağı çekilebilecektir.

7 - Yerli ve yabancı tüm yatırımcılara güven verecek süreklilikte rasyonel bir teşvik mekanizması oluşturulabilecektir.

8 - Sanayi genel katma değer verimliliği oranının enflasyon oranına yaklaşması, hatta bu oranı geçmesi sağlanabildiği takdirde, reel büyüme sağlanabilecek ve enflasyon oranı düşürülebilecektir.

9 - Yürürlükteki teşvik mevzuatında çok çeşitli önlemin yer almasına karşılık, önerilen modelde tek kriter etrafında birden fazla hedef birleştirilebilmektedir.

### S O N U Ç

Önerilen sistem uzun vadede kaynağını kendisi yaratarak devlete ek bir külfet yüklemeyecektir. Zamanla diğer teşvik sistemlerinden buraya kaynak transferi de düşünülebilir. Halen ihracata uygulanan vergi iadesi sisteminde verimlilik gözlemlenmeden tek kriter olarak yurda getirilen dövizin esas alındığı, hatta haliyle ihracat örneklerinde olduğu gibi gerçekte gelmeyen dövize bile iade yapıldığı dikkate alınır, önerilen sistem ülkemizdeki mali denetim bakımından çok daha sağlam bir ze-



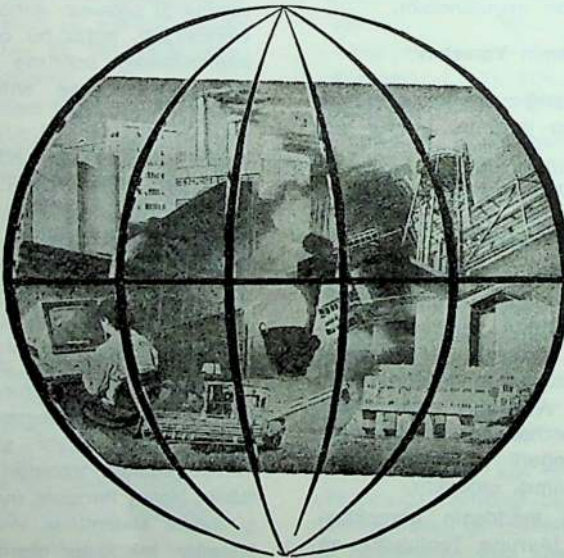
mine oturma imkânına sahip olacağı görülecektir.

Öte yandan aynı sistemin sanayi dışı sektörlerde uygulanması halinde, enflasyon ile mücadelede daha hızlı mesafe alınacağı da göz önünde tutulmalıdır.

Tartışmaya açılan yeni yaklaşımın mevcut sistemin tamamlayıcısı olarak düşünülmesi ve yürürlükteki

teşviklerin bir kısmının bu sistem ile ikame edilerek uygulanması halinde, en ideal teşvik kompozisyonuna ulaşılabileceğine inanmaktayız. Bu anlayış içerisinde örnekte verilen oranlar, katsayılar ve kademeler koşullara göre revize edilerek kullanılabilir. Sonuçta ortaya çıkacak olan yeni teşvik demetinin ekonomik sorunlara daha akılcı ve kalıcı çözümler getireceğini ümit ederiz.

## 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.



# Sermaye Piyasası

Doç. Dr.  
M. ŞÜKRÜ TEKBAŞ

**A**ĞUSTOS ayında başlamış olan hisse senedi fiyatlarındaki genel düşüş trendi Aralık ayında da devam etmiş, Banka ve Ekonomik Yorumlar Dergisi Endeksi 171.92 puan düşerek 1202.26 puana gerilemiştir (\*).

Ay içinde genel olarak bütün hisse senetleri değer kaybetmiştir. Bazı hisselerde değer kaybı son ayların en düşük düzeylerine inmiştir.

Ağustos ayında, hisse fiyatları en yüksek düzeylerine ulaştıktan sonra Eylül, Ekim aylarında önemli fiyat düşüşleri olmuş ve Kasım ortasında en düşük düzeylerine ulaşmıştır. Kasım ayının geri kalan günlerinde fiyatlar, çok hızlı bir artış göstererek ay sonunda fiyat grafiğinde tekrar bir tepe noktanın ortaya çıkmasına neden olmuştur. Aralık ayında ise fiyatlar sürekli gerileyerek Kasım ayı ortalarındaki en düşük düzeylerine yakın noktalara gelmesine yol açmıştır.

Dergi'nin Endeksi aylık olduğu ve ayın son günü fiyatları yerine, genellikle ayın 25'i veya yakınında bir günün fiyatlarını dikkate aldığı için, aylık bütün fiyat dalgalanmalarını yansıtmamaktadır. İMKB Endeksi en yüksek noktasına 21 Ağustos'ta 1332.37 puan düzeyi ile ulaştıktan sonra, en düşük düzeyine 13 Kasım'da 564.51 puan ile inmiş, 1 Aralık'ta 890.61 puana ulaştıktan sonra 25 Aralık'ta 632 puana gerilemiştir. İMKB günlük olarak, hatta gün içinde her işlemden sonra hazırlandığı için, bütün fiyat hareketlerini verebilmektedir. Ancak, tartısız aritmetik ortalama olarak bu özelliklere sahip olan İMKB Endeksi ile Dergi'nin tartıllı aritmetik ortalama olarak hazırlanan Endeksi arasında Ocak 1986 - Aralık 1987 dönemleri arasındaki 23 aylık süre içinde çok kuvvetli ilişki hesaplanmıştır. Korelasyon katsayısının karesi ( $R^2$ ), % 97 olarak bulunmuştur.

## İMKB'de İşlem Hacmi

İMKB'de 1986 yılında 8.7 milyar TL olan işlem hacmi, 1987 yılında 25 Aralık'a kadar 103.9 milyar TL'ye ulaşmıştır. Geçen yıl günde ortalama 35 milyon TL olan işlem hacmi bu yıl 512 milyon TL olmuştur. Ayrıca geçen yıl işlem gören hisse

(\*) 25 Aralık 1987, İMKB kapanış fiyatları ile.

sayısı 3.3 milyon iken bu yıl bu sayı 14.4 milyon'a yükselmiştir. Geçen yıl günde ortalama 13 bin hisse işlem görürken, bu yıl bu sayı 71 bine çıkmıştır (Tablo 1).

### 1987 Yılında Çeşitli Yatırımların Verimleri

1986 yılının son gününde çeşitli menkul değerlere yatırım yapmış olan bir yatırımcı, bunları 1987 yılının sonunda (\*\*) nakde dönüştürmüş olsa, çok farklı verimlerle karşılaşmış olacaktır. «Tablo 2»de çeşitli yatırım türlerinin verimleri verilmektedir. Burada bir yıldan kısa vadeli olan menkul değerlerin, vade sonlarında o anki koşullarla yeniden yatırıldıkları kabul edilmektedir.

Tablodan da görüldüğü gibi en yüksek verimi hisse senedi sağlamış olmaktadır. Yılbaşında Borsa'da işlem gören 40 hisse senedine yatırım yapmış olan bir kimse % 270.91 oranında verim sağlamış olacaktır. Bu verim, hisse senetlerinin değer artışı ve ortaklarına dağıttığı kârpayından oluşmaktadır. Diğer taraftan, hisselerin verimlerinin sıralanması halinde, en ortadaki verim olan Medyan verim ise % 230.77 olarak hesaplanmaktadır.

Hisse senetlerini % 86.62 ile A tertibi 1. Köprü gelir ortaklığı senedi ve % 86.33 ile A tertibi Keban Barajı senedi, % 82.46 ile Sterlin izlemektedir.

### 1987 Yılında Hisse Senedi Verimi

1986 yılının son gününde hisse senedi satın almış ve bunu 1987 yılı sonunda satmış olan bir yatırımcının değişik hisse senetlerinde elde etmiş olacağı verim «Tablo 3»de verilmektedir. Bu verim, yatırımcının bedelli ve bedelsiz olarak yapılan sermaye artırımlarına katılması gözönünde bulundurularak hesaplan-

(\*\*) 25 Aralık 1987 tarihi itibarıyla.

**TABLO 1**  
İMKB'de Hisse Senedi İşlemleri

1986 Aylar	İşlem Hacmi (Milyon TL)	Hisse Sayısı (1000)	1987 Aylar	İşlem Hacmi (Milyon TL)	Hisse Sayısı (1000)
Ocak	359	178	Ocak	1.015	312
Şubat	694	266	Şubat	3.096	555
Mart	610	236	Mart	1.173	228
Nisan	485	214	Nisan	1.900	440
Mayıs	408	148	Mayıs	3.695	969
Haziran	635	263	Haziran	7.059	1282
Temmuz	778	252	Temmuz	15.324	1482
Ağustos	553	238	Ağustos	24.177	2048
Eylül	719	311	Eylül	12.948	1541
Ekim	880	285	Ekim	10.191	1448
Kasım	982	385	Kasım	11.290	1857
Aralık	1.600	497	Aralık	12.064	2286
<b>Toplam</b>	<b>8.703</b>	<b>3273</b>	<b>Toplam</b>	<b>103.932</b>	<b>14448</b>
<b>Günlük</b>			<b>Günlük</b>		
<b>Ortalama</b>	<b>35</b>	<b>13</b>	<b>Ortalama</b>	<b>512</b>	<b>71</b>



TABLO 2  
1987 Yılında Çeşitli Yatırımların Verimleri

Yatırım	Verim (%)	Yatırım	Verim (%)
Hisse Senedi		Karakaya Barajı (A)*	20.67
40 Hisse Portföyü	270.91	Karakaya Barajı (B)*	21.67
Medyan	230.77	Karakaya Barajı (C)*	21.67
Özel Sektör Tahvili	54.00	Banka Mevduatı	
Hazine Bonosu		3 Ay Vadeli	40.38
3 Ay Vadeli	49.51	6 Ay Vadeli	41.19
6 Ay Vadeli	49.14	1 Yıl Vadeli	40.50
Devlet Tahvili (1 Yıl Vadeli)	43.42	Doviz	
Gelir Ortaklığı Senedi		Dolar (Serbest Piyasa)	46.52
1. Köprü Senedi (A)	86.62	Dolar (Banka Satış)	34.25
1. Köprü Senedi (B)	76.73	D. Mark (Serbest Piyasa)	75.00
Keban Barajı (A)	86.33	D. Mark (Banka Satış)	60.72
Keban Barajı (B)	75.47	İsviçre Frangı (Serbest P.)	80.38
Keban ve Oymapınar (A)	59.84	Sterlin (Serbest Piyasa)	82.46
Keban ve Oymapınar (B)	48.80	Altın	
Keban ve Oymapınar (C)	46.19	Cumhuriyet	78.42
Köprü ve Keban (A)	48.48	Reşat	50.00
Köprü ve Keban (B)	43.83	Külçe	77.89
Köprü ve Oymapınar (A)	42.23		

(\*) 6 Aylık Verim.

miştir. Verim formülünde  $n_e$ , yıl sonunda eski hisse sayısını;  $n_v$ , yeni hisse sayısını;  $P_{te}$ , yıl sonunda eski hisse fiyatını;  $P_{tv}$ , yıl sonunda yeni hisse fiyatını;  $P_{t-1}$ , hissenin yılbaşı fiyatını;  $D$ , yıl içinde elde edilen kârpayını ve  $S$ , sermaye artırımında bedelli alınan hisse için ödenen tutarı göstermektedir.

$$r = \frac{(n_e \times P_{te}) + (n_v \times P_{tv}) - P_{t-1} + D - S}{P_{t-1}}$$

Yılbaşında sermayesi 630 milyon TL olan Akçimento iki bedelli ve iki bedelsiz artırımla bunu 3.150 milyon TL'ye yükseltmiştir. Yılbaşında hisse fiyatı 30.750 TL, yıl sonunda eski hisse fiyatı 23.000 TL, yeni fiyatı 22.400 TL ve dağıtılan kârpayı 2.350 TL olduğuna göre Akçimento'da hisse senedi verimi,

$$r = \frac{23.000 + 4 \times 22.400 - 30.750 + 2.350 - 2.000}{30.750}$$

$$r = \% 267.32$$

olmaktadır.

Buna göre yapılan hesaplamada (Tablo 3) en yüksek verime % 995.79 ile Lassa sahip olmakta ve bunu % 646.99 ile Otosan, % 593.69 ile Döktaş, % 448.63 ile Olmuksa ve % 431.31 ile İzocam izlemektedir. En düşük verime ise % 7.94 ile T. İş Bankası (B), % 83.73 ile Bolu Çimento, % 84.95 ile İzmir Demir Çelik, % 91.97 ile Çelik Halat ve % 117.66 ile Gübre Fabrikaları sahip bulunmaktadır.

Burada önemli bir özellik, bütün hisse senetlerinin pozitif verime sahip olmaları ve T. İş Bankası hisseleri dışındaki bütün hisselerin diğer bütün yatırım araçlarının üzerinde verim sağlamış olmalarıdır.

### 1987 Yılında Şirketlerin Pazar Değeri (İMKB Pazar Kapitalizasyonu)

Dünya borsalarında önemli bir göstere, kote edilmiş hisse senetlerinin pazar değerleri toplamıdır. Bu toplam değer, borsaların büyüklüklerinin karşılaştırılmasında kullanılan çok önemli bir ölçüdür. Bu değer, Ekim sonu itibariyle Tokyo Borsası'nda 2.6 trilyon dolar, New York'ta 2.1 trilyon dolar, Londra'da 540 milyar dolar, Amsterdam'da 70 milyar dolardır.

İMKB'de geçen yıl işlem gören ilk 40 şirketin, diğer bir deyişle birinci pazardaki şirket hisselerinin değeri 1986'da 702 milyar TL iken, 1987'de 2,5 trilyon TL olmuştur. Bu tutara, bu yıl eklenen 10 şirkete ait hisselerin piyasa değeri olan, 275.5 milyar TL daha eklenince, toplam değer 2.8 trilyon TL'ye ulaşacaktır (Tablo 4). Diğer taraftan, İMKB'na kote edilmiş olan diğer hisselerin piyasa değerlerinin de dikkate alınması halinde, sözkonusu tutar daha da artacaktır.

Piyasa değeri sıralamasında, başta 235 milyar TL ile Koç Holding yer almakta ve bunu 221.4 milyar TL ile Lassa, 216 milyar TL ile Çukurova Elektrik, 162 milyar TL ile Kordsa ve 142.1 milyar TL ile Ereğli Demir Çelik izlemektedir.

**TABLO 3**  
1987 Yılında Hisse Senedi Verimi

Hisse	Verim (%)	Hisse	Verim (%)
Akçimento	267.32	Kav	339.53
Anadolü Cam	449.12	Koç Holding	384.34
Arcelik	237.63	Koç Yatırım	309.91
Aymar	270.59	Kordsa	355.79
Bağfaş	270.32	Koruma Tarım	230.97
Bolu Çimento	83.73	Lassa	995.79
Çelik Halat	91.97	Makina Takım	141.38
Çimsa	338.00	Nasaş	212.00
Çukurova Elektrik	107.50	Metaş	230.43
Döktaş	593.69	Olmuksa	448.63
Eczacıbaşı Yatırım	260.36	Otosan	646.99
Ege Biracılık	156.52	Polylen	194.23
Ege Gübre	144.44	Rabak	213.87
Ereğli Demir Çelik	214.40	Sarkuysan	229.51
Good Year	290.00	Sifaş	131.82
Gübre Fabrikaları	117.66	T. Demir Döküm	377.25
Güney Biracılık	137.04	T. Siemens	316.40
Hektaş	131.27	T. İş Bankası	7.94
İzmir Demir Çelik	84.95	T. Şişe ve Cam	230.77
İzocam	431.31		
Kartonsan	182.08	<b>Ortalama</b>	<b>270.91</b>

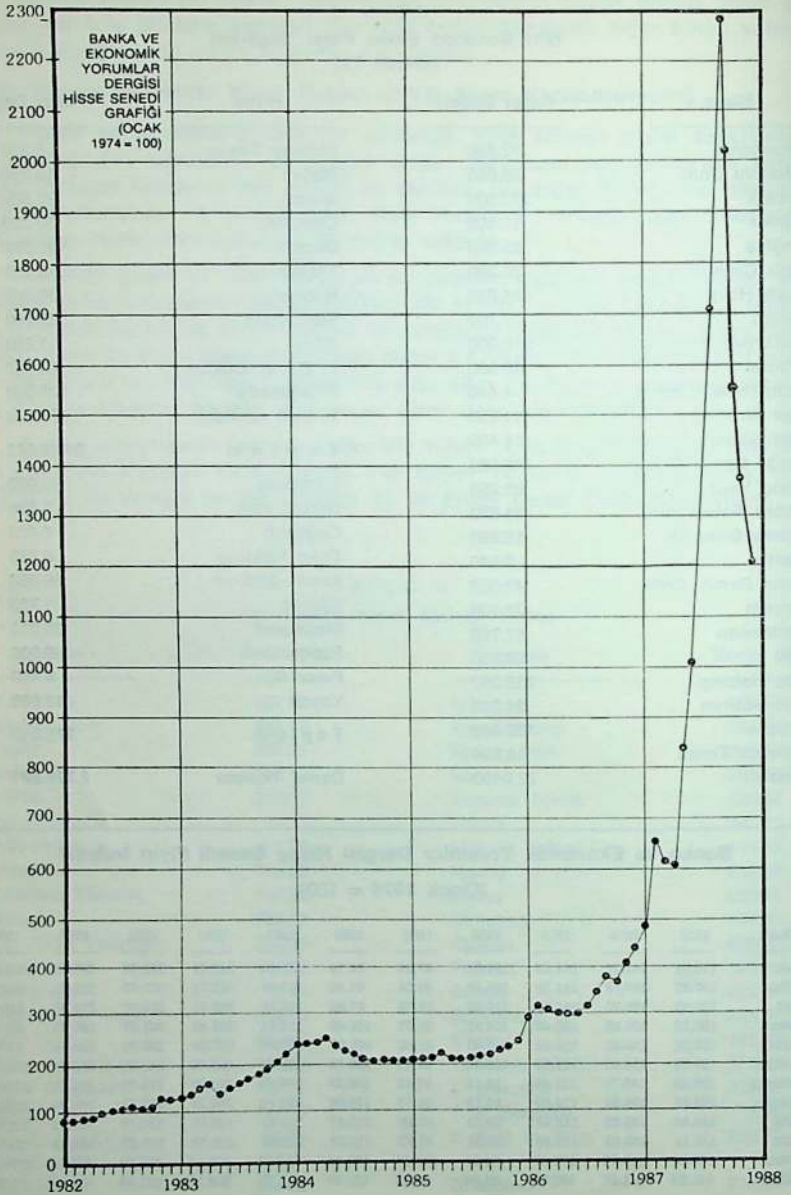
**TABLO 4**  
**1987 Sonunda Şirket Pazar Değerleri**  
**(Milyon TL)**

Hisse	Pazar Değeri	Hisse	Pazar Değeri
Akçimento	72.450	Makina Takım	5.250
Anadolu Cam	38.885	Metaş	19.200
Arçelik	132.800	Nasaş	22.500
Aymar	11.100	Olmuksa	79.000
Bağfaş	55.200	Otosan	105.908
Bolu Çimento	20.250	Polylen	18.788
Çelik Halat	24.840	Rabak	30.000
Cimsa	77.760	Sarkuysan	29.400
Çukurova Elektrik	216.000	Sifaş	31.200
Döktaş	45.300	T. Demir Döküm	85.000
Eczacıbaşı Yatırım	4.440	T. Siemens	126.000
Ege Biracılık	11.550	T. Şişe ve Cam	120.540
Ege Gübre	14.400	<b>T o p l a m</b>	<b>2.503.691</b>
Ereğli Demir Çelik	142.080	Çimentaş	90.000
Good Year	95.258	Denizli Cam	2.839
Gübre Fabrikaları	18.620	Doğusan	6.463
Güney Biracılık	10.290	Enka Holding	6.825
Hektaş	8.640	Kepez Elektrik	36.288
İzmir Demir Çelik	42.000	Köytaş	1.785
İzocam	38.100	Mensucat	98.010
Kartonsan	51.750	Pimaş	9.000
Kav	28.200	Pınar Süt	6.480
Koç Holding	235.000	Yasaş	17.820
Koç Yatırım	34.200	<b>T o p l a m</b>	<b>275.510</b>
Kordsa	162.000	<b>Genel Toplam</b>	<b>2.779.201</b>
Koruma Tarım	18.394		
Lassa	221.400		

**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	1050.91
Temmuz	128.22	143.21	121.69	98.18	97.63	106.22	176.40	207.07	213.75	323.22	1709.16
Ağustos	125.56	135.39	119.05	95.18	98.53	113.08	186.42	204.24	218.60	360.80	2290.94
Eylül	134.48	132.82	119.48	89.12	97.89	112.47	199.71	198.36	226.70	394.62	2015.20
Ekim	139.11	135.55	115.69	94.21	97.35	115.27	212.63	200.20	238.27	384.48	1548.75
Kasım	139.00	138.71	107.66	94.51	100.27	132.45	217.12	200.44	258.90	406.68	1374.18
Aralık	141.93	141.58	107.81	94.64	94.18	133.33	242.03	202.10	261.35	438.99	1202.26





Sıra No.	Kuruluşun Adı	Kayıtlı Sermaye (Milyon TL)	Çıkarılmış (Ödenmiş) Sermaye (Milyon TL)	Takvim Yılı Kârı			Dağıtılan Kâr Payı (%)				Fiyatı (TL)		
				1984 (Milyon TL)	1985 (Milyon TL)	1986 (Milyon TL)	1984 (Net)	1985 (Net)	1986 (Net)	Aralık 1986	Ekim 1987	Kasım 1987	Aralık 1987
1	AKRİMENTO	—	3 150	533,8	2 580	3 784	50	180	235	30 250	25 500	22 500	23 000
2	ANADOLU CAM	20 000	7 700	1 008,5	1 243	2 540	50	29	30	1 485	6 650	6 500	5 060
3	ARCELİK	40 000	16 000	4 440,3	9 467	16 131	40	53	63	3 475	14 100	10 000	8 300
4	AYTEL	5 000	2 000	748,9	1 045	518	95	27	12	1 550	5 550	5 550	5 550
5	BAĞFAŞ	—	4 000	3 505,5	5 587	7 005	60	50	55	3 350	18 200	16 500	13 800
6	BELU CİMENTO	—	1 500	1 200	2 121	4 553	541	56,81	119,76	8 300	26 500	18 000	13 500
7	CELİK HALAT	5 400	2 700	1 770,4	1 857	3 722	60	100	60	5 200	14 500	11 700	9 200
8	ÇİMSA	15 000	4 320	423,3	3 077	7 791	17,2	76	175	12 500	39 500	18 500	18 000
9	CUKUROVA ELEKTRİK	6 000	15 000	3 326,6	17 392	32 189	100	150	100	13 000	17 100	15 700	14 400
10	DOKTAŞ	6 000	3 000	1 335,2	511	2 224	40	25	50	3 580	16 500	14 500	15 100
11	EGZACIBASI YATIRIM	3 000	1 200	275,4	378	1 560	32,5	30	30	1 110	5 250	5 100	3 700
12	EGE BİRACILIK	4 200	4 200	1 039	227	1 560	30	4	20	1 115	3 675	3 400	2 750
13	EGE GÜBRE	—	2 400	1 231,5	2 113	2 603	—	71	60	5 700	7 600	7 200	6 000
14	EGEĞÜL DEMİR ÇELİK	40 000	38 400	15 320	26 531	41 097	11	16	23	1 250	4 400	3 675	3 700
15	GOOD YEAR	—	4 885	5 421,4	3 613	3 108	250	820	200	26 000	32 500	25 000	19 500
16	GÜBRE FABRİKALARI	4 900	4 900	1 970	1 720	1 048	70	65	43,35	4 700	5 750	4 800	3 800
17	GÜNEY BİRACILIK	4 200	4 200	604	185	1 041	30	4	11	1 080	2 600	2 925	2 450
18	HEKTAŞ	—	2 700	1 365,1	720	1 014	241,3	68	36,16	1 830	4 325	4 475	3 200
19	İZMİR DEMİR ÇELİK	25 000	20 000	1 083	2 247	1 774	242	42	15,93	1 450	2 900	2 500	2 100
20	IZOCAM	3 000	3 000	765,3	2 425	367	96	126,5	16,80	2 995	15 200	14 500	12 700
21	KARTONSAN	9 000	5 000	2 879,4	2 621	1 054	56	30	17,91	2 500	7 500	6 500	5 750
22	KAV	—	1 200	507,4	787	4 221	110	170	300	16 495	67 000	70 000	23 500
23	KOC HOLDING	100 000	3 645	3 645	7 437	10 696	42,5	38	45,61	3 150	12 300	11 500	9 400
24	KOC YATIRIM	20 000	6 000	807,2	1 559	2 622	56	39	39	2 150	8 050	6 500	5 700
25	KORDSA	—	11 250	4 340,7	6 973	11 116	50	67	110	9 105	16 000	16 000	14 400
26	KORUMA TARIM	6 000	3 375	922,5	69	2 162	32,5	1,08	30	2 770	4 675	5 500	5 450
27	LASSA	—	10 800	4 466	7 385	11 236	20	25	32	1 900	27 000	19 500	20 500
28	MAKİNA TAKİM	3 000	1 500	111,4	100	101	—	—	—	1 560	3 650	3 500	3 500
29	METAŞ	15 000	12 000	1 087	2 644	352	3,2	—	—	575	2 475	1 700	1 600
30	NASAŞ	10 000	6 000	1 284	1 131	1 218	25	13,5	15	1 270	4 500	4 000	3 760
31	OLUKSA	—	5 000	983,9	2 500	2 625	90	41	27	4 150	21 000	18 000	15 800
32	OTOSAN	40 000	27 331	—	zorar	—	—	—	—	875	4 800	4 875	3 875
33	POLYLEN	4 500	4 500	636,2	516	330	40	50	25	6 500	10 000	10 000	4 175
34	RABAK	25 000	6 000	873	1 033	1 802	30	40	43	1 710	6 800	5 960	5 000
35	SARKUYSAN	5 000	4 200	286	2 134	3 132	20	45	60	3 490	9 450	8 250	7 000
36	SİFAŞ	—	3 120	1 192,1	1 609	—	85	130	9	8 800	8 550	6 500	10 000
37	TÜRK DEMİR DÖKÜM	15 000	10 000	869,8	4 086	11 801	—	—	—	2 850	11 400	9 700	8 500
38	TÜRK SİEMENS	—	3 500	—	3 545	5 728	105,5	120,5	106	8 900	45 000	38 000	30 000
39	TÜRKİYE İŞ BANKASI	—	30 000	23 559	32 270	35 207	31,62	34,5	34,60	2 950	4 100	3 975	3 000
40	TÜRKİYE ŞİŞE VE CAM	50 000	43 050	2 096,8	1 902	3 507	12,5	9	10	1 305	2 950	3 075	2 800

AKBANK  
MENKUL DEĞERLER  
MERKEZİ

# Güvence En Yüksek Kârdır

Akbank Menkul Değerler Merkezi,

• Hazine Bonosu ve Devlet Tahvili

• Özel Sektör Tahvilleri

• Hisse Senedi

alım satımında size yüksek verim sağlar.

• Faiz oranını sizin belirleyeceğiniz

Devlet Tahvili ve Hazine Bonosu ihalelerine  
sizin adınıza katılır.

Her türlü menkul kıymet alım-satımı için  
önce Akbank Menkul Değerler Merkezi'ne veya  
yurdun her yanına yayılmış 611 Akbank  
Şubesine başvurunuz.

Akbank Menkul Değerler Merkezi,  
uzman danışmanları ve Akbank ciddiyeti ile  
bir güvence merkezidir.

Bankalar Caddesi, No. 53 Karaköy-İstanbul

Tel: Santral 152 03 00 (8 hat) Direkt: 144 50 19-144 14 82-145 51 37-145 12 28



## **DIŞ BASINDAN**

Derleyen :  
Doç. Dr.  
**GÜLSEREN İZMİR**

### **Japonya Payına Düşeni Yapıyor (\*)**

**J**APONYA'nın ekonomik gelişmesi hızından hiçbir şey kaybetmemiştir. Yen'in kuvvetlenmesine ve ihracatın azalmasına rağmen, Mart sonu itibariyle bir yıllık dönemde Japon ekonomisi yine de % 4 veya daha fazla bir büyüme göstermiş olacaktır. Bunun başlıca sebebi ise, bir ülkenin parasının kuvvetlenmesinin doğurduğu problemleri Japonya'nın diğer ülkelere kıyasla çok daha iyi anlamış ve karşılamış olmasıdır. Benzer şekilde, 1970'li yılların iki büyük petrol krizinde de Japonya pahalı enerjinin yarattığı sorunları çok daha hızlı şekilde altedebilmiş idi. Japon imalatçıları giderek üretimlerinin daha büyük bir bölümünü daha ucuz ülkelere kaydırmakta ve giderek daha fazla miktarda parça ve mamulü ucuz üretim yapan yabancı imalatçılardan satın almaktadırlar. Aynı zamanda Japonya iki yıl önce iç tüketimi arttırmak için verdiği sözü de yerine getirmiştir. Artık Japon tüketicileri evlerinin dekorasyonu, yeni ev inşaatları ve çeşitli elektronik ev aletleri için büyük bir rahatlıkla para harcamaktadırlar.

Tüm bunlar olumlu gelişmelerdir. Ancak bu gelişmelerin A.B.D. açısından pek olumlu olmayan bir yanı, Japonya'da iç tüketimde gözlenen bu canlanmanın A.B.D. ekonomisinden ziyade diğer ülkelerin ekonomilerine katkıda bulunmasıdır. Mesela, Kasım ayında Avrupa Topluluğu'nun Japonya'ya ihracatı % 60 oranında, Güneydoğu Asya'nın Japonya'ya ihracatı ise % 50 oranında artmıştır. A.B.D. Japonya'ya % 40'lık ihracat artışı ile üçüncü sırada gelmektedir. Gerçi bu sağlıklı bir gelişmedir, ama yine de 50 milyar dolara varan A.B.D. - Japonya dış ticaret açığında önemli bir düzelme yapmaya yetmeyecek düzeyde kalmaktadır. Yine de, Asya ekonomilerinin gelişmesine yardımcı olarak, Japonya hiç değilse bu ülkelerin dünya çapında bir ekonomik durgunluğa muhtemel katkılarını azaltmaktadır.

(\*) Business Week, 28 Aralık 1987.

A.B.D.'nin önemli boyutta dış ticaret açığı olan diğer ülke durumundaki Batı Almanya ise yalnızca kendisi bir ekonomik durgunluğun sınırında olmakla kalmamaktadır. Bu ülkenin her an diğer Avrupa ülkelerini de böyle bir durgunluğa sürükleyebileceğinden korkulmaktadır. Almanya'nın da çeşitli kısıtlamaları ortadan kaldırarak tüketici harcamalarını canlandırıcı tedbirler almasının zamanı gelmiştir. Mesela, ekonomide nakit dolaşımını hızlandırmak için, Helmut Kohl'un koalisyon hükümetinin, 1990 yılı için planlanmış olan 23 milyar dolarlık vergi indirimini, yalnızca 8.4 milyar dolarlık bir vergi indirimi planlanmış olan 1998 yılına doğru kaydırması yararlı olabilecektir.



## Ortadoğu-Avrupa Piyasalarına İhracatta Büyük Firma

# SİFAŞ

- Naylon-6 İplik
  - Naylon-66 İplik
  - Polyester, İplik
  - Polyester Tekstüre İplik
  - Polyester Tekstüre Boyalı İplik
  - Naylon-6 Elyaf
  - Polyester Elyaf
- İmalatında büyük firma...

SİFAŞ, SENTETİK İPLİK FABRİKALARI A.Ş.

Pilot Sanayi Bölgesi-BURSA

TLF:431400-(5HAT)

# AYIN EKONOMİK OLAYLARI

DR. YILDIRIM KILKIŞ

## Yeni Hükümet, Yeni Yıl ve Pahalılık

1988 yılına, 29 Kasım 1987 tarihinde yapılan genel seçimleri kazanan ANAP'ın çiçeği burnunda hükümeti ile giriyoruz. Seçimlerden hemen sonra peş peşe gelen zamlarla hayat pahalılığını 1987 yılı içine alma yolunu tutan yeni yönetimin, bu tür uygulamalar ile 1983 sonuna kadar enflasyonun hızını kesmeyi amaçladığı anlaşılmaktadır. Bu beklentilerinin gerçekleşmesi arzusu ile yeni yılın milletimize hayırlı olmasını diliyoruz.

Geride bıraktığımız yılın getirdiği hayat pahalılığına alışmak, yarattığı ekonomik ve sosyal problemlerle başetmek zorundayız. Enflasyon oranının 1987 sonunda % 50'yi aştığı, ücretlerin bu artışa yetişemediği görülmektedir. Bunun sonucu olarak, yeni yılda memur ve emekli aylıklarının -tartışmalara yol açan bir açıklamaya göre enflasyon oranının % 10 üstünde- artırılması, daha önce toplu iş sözleşmelerini yapmış olan ücretlilere de ek zam yapılması konuları gündeme gelmiş bulunmaktadır.

Türkiye İşveren Sendikaları Konfederasyonu, Türk-İş'in toplu iş sözleşmeleri tamamlanmış olan ücretlilere ek zam yapılması önerisine karşı çıkmaktadır. Türkiye Odalar ve Borsalar Birliği ile Türk Sanayicileri ve İş Adamları Derneği ise aksi görüşte olduklarını açıklamışlardır. Sorunun, Hükümet - İşveren - İşçi temsilcilerinin yapacakları bir zirve toplantısında çözümlenmesi istenmektedir. Böyle bir zirve toplantısının yapılması ve olumlu sonuç vermesi, yeni hükümetin tutumuna bağlıdır.

Piyasalarda nakit sıkıntısının, geçen yılın son ayında çok arttığı bilinmektedir. Bu durum, senet protestolarının aşırı derecede artmasına da neden olmaktadır. Bazı ekonomi gazeteleri, protestolu senetler tutarının yarım trilyon liraya ulaştığını belirtmektedirler. Bankaların finansman imkânlarını kısımları nedeniyle, banka dışı kaynaklardan finansman sağlanması, emtia stoklarının artmasına da yol açmaktadır. Genellikle yıl sonlarında görülen bu sıkışık durumun yeni yılın ilk ayı içinde biraz rahatlama beklenmektedir.

Geçen yılın sonunda döviz satışları gittikçe yavaşlayarak durmuştur. Bu duruma, bankaların, Başbakan'ın aksini söylemesine rağmen, bir devalüasyon beklentisine girmeleri, döviz ve bankacılık konularında yeni kararların çıkacağı



söylentileri ve 1,5 milyar dolar tutarında dış borç faizi ödemelerinin yapılması neden olmaktadır.

Döviz kurlarının günlük ayarlanması dolayısıyla, devalüasyon beklentisinin dayanağı olmadığı açıklamasına rağmen, bankaların ithalat işlemlerinden aldıkları komisyonu % 3'ten % 12'ye kadar yükselttikleri görülmektedir. İşadamları bu uygulamanın bankaların tutumundan ileri geldiğini iddia ederlerken, bankacılar da Ocak 1988'de çıkması beklenen yeni istikrar kararları paketinde yer alması muhtemel olan «serbest kur» uygulaması dolayısıyla ellerindeki döviz satmak istemediklerini belirtmektedirler. Serbest kurun, yurt dışındaki dövizlerin ülkeye gelmesine yol açarak döviz girdilerini arttıracığı ifade edilmektedir.

Bankaların dövizle ilgili tutumları yanında, mevduat konusunda da değişik uygulamalara gittikleri görülmektedir. Bazı büyük bankaların yıllık mevduata % 52 faiz vermeleri yanında, bir grup bankanın % 55 - % 57 oranlarında faiz uygulamasına geçtikleri bilinmektedir. Bu durumun liberal anlayışın sonucu olduğu söylenebilir. Ancak, sonuçta bazı bankaların zor duruma düşmeleri halinde, suçlanacak olan hiç şüphesiz hükümet olacaktır.

Yazımızın başında da belirttiğimiz gibi, geçen yılın son ayı, tam anlamıyla bir zam ayı olmuştur. Yazımızın sonunda bu zamların bir listesini vermeye ça-

## Yurt içinde... Yurt dışında...



... gelişen ekonomimizin güçlü bankası

# Türkiye İş Bankası

İşacağız. Zamlardan söz etmeden önce, geçen ayın bazı ekonomik olaylarını kısaca açıklayalım.

## VERGİLERLE İLGİLİ TEBLİĞLER

### • Vergi Usul Kanunu Genel Tebliği

10 Aralık 1987 tarihli Resmi Gazete'de yayınlanan 178 sıra no.lu Genel Tebliğ ile, bilanço esasında defter tutan Gelir ve Kurumlar Vergisi mükelleflerinin, bilançolarına dahil amortismanına tabi iktisadi kıymetleri ve bu kıymetler üzerinden ayrılmış olup bilançolarının pasifinde gösterdikleri amortismanların yeniden değerlendirilme oranı açıklanmıştır. Bu oran, 1987 yılı için % 29,1 olarak, Maliye ve Gümrük Bakanlığı tarafından tespit edilmiştir.

### • KDV Mükelleflerinin Cihaz Kullanmalarına İlişkin Genel Tebliğ

Maliye ve Gümrük Bakanlığı'nın 20 Aralık 1987 tarihli Resmi Gazete'de yayınlanan 10 no.lu Genel Tebliği ile, KDV mükellefi olan tacirlere ödeme kaydedici cihazları kullanma mecburiyeti getirilmiştir. Tebliğde, ödeme kaydedici cihazları kullanacak olan mükelleflerin, 1987 yılı gayrisafi iş hâsılatı veya satışlarına göre hangi tarihten itibaren cihaz kullanmaya başlayacakları açıklanmaktadır. Buna göre; 1987 yılı gayrisafi iş hâsılatı veya satışı 15 milyon lirayı aşan mükellefler 1.1.1988, 27 milyon lirayı aşan mükellefler 1.6.1988, 24 milyon lirayı aşan mükellefler 1.8.1988, 20 milyon lirayı aşan mükellefler 1.10.1988 ve 15 milyon lirayı aşan mükellefler 1.12.1988 tarihinden itibaren ödeme kaydedici cihazları kullanmaya başlamak zorundadırlar.

## KAMU İKTİSADİ TEŞEBBÜSLERİNİN ÖZELLEŞTİRİLMESİ

KİT'lerin özelleştirilmesiyle ilgili uygulamalar devam etmektedir. Toplu Konut ve Kamu Ortaklığı İdaresi veya aracı kuruluş olan kamu bankaları tarafından hisseleri devralınarak şirketleşme çalışmaları kapsamına sokulan KİT'lere bağlı kuruluşlarla, özelleştirilecek kuruluş sayısı 40'ı aşmıştır. Özelleştirme uygulamalarında aracı kuruluş görevi verilen kamu bankaları, satış işlemlerini tamamlayarak hisseleri satışa çıkartacaklar; hisseler, tespit edilen değer üzerinden satılamazsa, aracı kuruluşlar tekrar devreye girerek, bu hisseleri satın alabileceklerdir. Sümerbank ve Petkim'in dışında, kamuya ait hisseleri özelleştirilecek kuruluşlar arasında Aroma, Tamek, Fruko Meyve Suları, Arçelik, Çukurova Elektrik, Çelik Halat, Gübre Fabrikaları, Migros, Çanakkale Seramik, Tofaş, Türkkablo, Ereğli Demir ve Çelik Fabrikaları gibi şirketler ile Türk Hava Yolları ve Türkiye Çimento ve Toprak Sanayii'ne bağlı kuruluşlar da bulunmaktadır.

## BANKALARLA İLGİLİ OLAYLAR

### • Bankalara Zorunlu Denetim

Bu yılbaşından itibaren bütün bankaların, aracı kuruluşlarının ve bunların yatırım fonlarının denetlenmesi yetkisi ve görevi, bağımsız denetim kuruluşlarına verilmiştir. Denetimde bulunacakları bankalar ile sözleşme yapacak olan bağımlı-

sız denetim kuruluşları şunlardır: Banden, Arthur Andersen, Deloit Barkins, Price Waterhouse, Denet A.Ş. ve Değer A.Ş.

- **Bankalara Borçlu Şirketler**

Kendilerine borçlu olan şirketlerin haczi için talepte bulunan bankaların bu taleplerinin toplamı 12 milyar lirayı aşmıştır. Töbank, Okumuş Holding'ten araçları için Nasco Şirketi ile anlaşmış; buna karşılık, Anadolu Endüstri Holding ile İş Bankası arasında, menkul ve gayri menkullerin değeri üzerindeki anlaşmazlık halen sonuçlanamamıştır.

- **Türk Merchant Bank Kuruldu**

Merkezi İstanbul'da olmak üzere Türk Merchant Bank'ın kurulmasına ilişkin Bakanlar Kurulu Kararı, Resmi Gazete'nin 26 Aralık 1987 tarihli sayısında yayınlanmıştır. Bankanın sermayesi 6 milyar TL'dir. Bu sermayenin % 60'ı yabancı, % 40'ı ise yerli ortakların hisselerinden oluşmaktadır.

- **Mevduat Munzam Karşılıkları Artırıldı**

Merkez Bankası'nın 16 Aralık 1987 tarihli Resmi Gazete'de yayınlanan kararı ile mevduat munzam karşılıkları % 12'den % 14'e yükseltilmiştir.

## ZAMLAR EL YAKIYOR

29 Kasım 1987 günü yapılan genel seçimlerin sonuçları belli olur olmaz açıklanan zamlar, beklenmeyen ölçülerde olmuştur. Hatta İstanbul şehir içi kara ve deniz taşıma ücretlerinde ölçü kaçırılmış ve evvelce 150 lira olan bilet ücretleri önce 250 liraya çıkarılmış, halkın tepkisi üzerine daha sonra 200 liraya indirilmiştir. Bu örnek, zamların keyfi ve hiçbir hesaba dayanmadan yapıldığı kanısını kuvvetlendirmiştir. Geçtiğimiz ay içinde o kadar çok ve çeşitli zamlar yapılmıştır ki, bunların bir kısmını liste halinde vermekle yetiniyor ve ayrıntılı açıklamalara girmiyoruz. Zam gören maddeler ve zam oranları şöyledir :

Maddeler	Zam Oranı (%)	Maddeler	Zam Oranı (%)
Akaryakıt	25,2 - 37,6	İETT (Yolcu Taşıma)	33
SEKA (Kâğıt)	15 - 46,2	Taksi Ücretleri	47 - 66
TEK (kw/Saat)	30,76	Dolmuş Ücretleri	60 - 66
PTT (Telefon - Telgraf)	50 - 100	Minibüs Ücretleri	47 - 50
Feribot	25	Beyaz Eşya	5 - 12
TMO (Hububat)	2,6 - 11,8	Boğaz Köprüsü (Geçiş)	50
Margarin	8	Çimento	20 - 27
THY	47	Tuğla, Sac	43 - 50
Şeker	39 - 40	Kireç	37
Tekel (Sigara - İçki)	6,6 - 75	Gübre	27,11 - 29,5
Çay	15 - 50	Gazete	25 - 33
Petkim Ürünleri	10 - 48	Erdemir Ürünleri	18 - 24
TCDD	30	Pil	12 - 15
Sümerbank (Giyim)	15	Su Borusu	27 - 36
Sümerbank (Halı, Ayakkabı)	15 - 23,80		



## Günümüzde Yaşanan Borsa Paniğinin Hatırlattıkları : 1929 Ekonomik Krizi ve Sonuçları

ÖMER OKTAV

**G**EÇTİĞİMİZ aylarda dünya borsalarında yaşanan panik havası, konu ile ilgilenenlere ister istemez 1929 yılında başlayan büyük ekonomik krizi hatırlattı. Hatta aynı krizin tekrarlanacağı endişesini ciddi biçimde gündeme getirdi.

Böylesi tartışmaların yapıldığı günümüzde 1929 - 1939 yılları arasında özellikle Amerika Birleşik Devletleri'nde yaşanan ve zamanla tüm dünyayı etkileyen ekonomik krize ve yarattığı sonuçlara kısaca göz atmakta yarar vardır.

1929-1939 yılları arasında A.B.D.'de yaşanan büyük ekonomik kriz, ülkenin gördüğü en ciddi mali bunalımdır. Bu bunalımın boyutlarını ortaya koymak için 1929 - 1933 yılları arasındaki süre zarfında A.B.D.'de gerçek gelirlerin üçte bir, endüstriyel üretimin yüzde elli oranında düştüğünü ve ülkedeki işgücünün dörtte birini teşkil eden 13 milyon çalışanın işini kaybettiğini belirtmek yeterli olacaktır.

Krizin sebepleri ekonomi tarihçileri arasında geniş tartışmalara yol açmakla birlikte, tartışmasız olan husus, bunalımın bu derece şiddetli ve

uzun süreli olmasının asıl nedeninin banka sistemindeki çöküş olduğudur. Bu dönemde para arzı üçte bir oranında düşerken, Merkez Bankası da bu açığı kapatmakta yetersiz kalmıştır. Tartışılan bir diğer konu da; krize piyasanın çöküşünün mü, yoksa ülke yönetiminin başarısızlığının mı yol açtığıdır.

1930'larda Amerikan halkında yaygın olan görüş, özel sektörün çöküş içerisinde olduğudur. Bu inanış dönemin Başkan'ı Roosevelt tarafından da ifade edilmiştir. Bu inanışın bir sonucu olarak krizin sorumluluğu özel sektöre yüklenmiş, bu kesim üzerinde daha etkin bir devlet kontrolü uygulanmasına başlanmıştır.

Yönetimin bu inancı ve özel sektör üzerinde uygulamak istediği denetim, ülkede yargı ve yürütme organları arasında tartışmalara neden olmuştur. Böylece ekonomik bunalım, siyasal krizlere de yol açmıştır.

Krizin ortaya çıkması üzerine Roosevelt yönetimi, bankacılık alanındaki faaliyetleri düzenlemek amacıyla 1933 yılında «Emergency Banking Act» olarak anılan düzenlemeyi getirdi. Öncelikle geçici olarak tüm

ticari bankalar kapatıldı. Ticari bankaların açılmasına yeniden izin verildiğinde, sayıları üçte bir oranında azalmış ve Merkez Bankası'nın bankalar üzerindeki denetimi genişletilmiş idi.

Devletin piyasaya müdahalesi yolundaki gelişmelerin belki de en radikalı, 1933 yılında yürürlüğe giren «The National Recovery Act» olmuştur. Bu yasa ile devlet organları, ticari firmaların üretim ve fiyat politikalarına müdahale olanağını elde ettikleri gibi; firmaların piyasada üretim, fiyat ve pazarlama dallarında tekelleşmesini engelleyici yetkiler ile de donatılmışlardır. Yüksek Mahkeme 1935 yılında bu yasanın Anayasa'ya aykırı olduğuna karar vermiştir.

Bunalmış yıllarında tarım sektörünü kapsayan hukuki düzenlemeler de yapıldı. «Agricultural Adjustment Act» adlı yasa ile tarım sektöründe çalışanlara destek sağlanmaya çalışıldı. Bu yasa ile tarımsal fiyatların belirli bir düzeyde tutulması amaçlandı. Fiyatların bu seviyenin altına düşmesi halinde aradaki farkı ödemeyi devlet üstleniyordu. 1936 yılında Yüksek Mahkeme, bu yasanın da Anayasa'ya aykırı olduğunu belirtti.

1936 yılındaki seçimleri Roosevelt'in tekrar kazanması üzerine birincisinin hemen hemen aynı olan ikinci «Agricultural Adjustment Act» kabul edildi. Böylece tarım sektörüne kredi, mali destek ve yardım sağlanmış oldu.

Ekonomik krizin neden olduğu bir diğer gelişme de hükümetin iş ve işçi sorunlarına yaklaşımında olmuştur. 1982 yılında kabul edilen «The Norris - La Guardia Act» ve 1935 yılında yürürlüğe giren «The Wagner Act» ile işçi sorunları alanında ciddi

düzenlemeler yapılmıştır.

Bu yasalar ile sendika üyeliği nedeniyle işçi çıkarmak yasaklandığı gibi, işveren ile işçilerin eşit ve eşitlik kuralları dahilinde toplu pazarlık yapmaları mümkün hale gelmiştir. Ayrıca sendikalara grev ve boykot yaparak işverene baskıda bulunma olanakları sağlanmıştır. Sonuç olarak ülkede sendikalaşma hareketi hızlı bir gelişme göstermiştir.

Sendikalaşma yolu ile çalışanlara sağlanan bu olanaklara paralel olarak yönetim, çalışanlara doğrudan destek ve ek imkânlar sağlamaya çalışmıştır. Kamu kurumları yolu ile dört milyon kişiye iş olanağı sağlanmış; ayrıca asgari ücretin tespiti, çalışma sürelerinin sınırlandırılması, işsizlik sigortası ve yaşlılık ödeneği gibi olanaklar da temin edilmiştir.

Alınan tüm bu önlemler bunalmış dan en ağır biçimde etkilenen gruplara destek sağlamış olmakla beraber, krizin ortadan kaldırılmasını sağlayabilmiş değildir. Her ne kadar 1930'ların ortalarında genel ekonomik görünüm düzelme belirtileri göstermekte ise de, 1937 yılına gelindiğinde uygulanan kısıtlayıcı mali önlemler sonucunda yeni bir durgunluk dönemi yaşanmaya başlanmış ve bu durgunluk bir süre daha devam etmiştir.

Yönetimin aldığı bu önlemler Anayasa'nın özüne dokunmamakla birlikte, yürütme organına sağlanan yeni yetkiler, zorunlu olarak bazı anayasal bunalmışların doğumuna yol açmıştır. Yüksek Mahkeme'nin yukarıda belirtildiği gibi bazı yasaları Anayasa'ya aykırı bulması, yönetim ile yargı organını karşı karşıya getirmiştir.

Yönetimce yapılmak istenen düzenlemeler ile yargı organlarının hu-

kuku gözetme fonksiyonları çatışınca, dönemin Başkan'ı Roosevelt, Anayasa değişikliği yolu ile Yüksek Mahkeme'nin yürütmeye müdahalesini azaltıcı önlemler almayı düşünmüş ise de; Anayasa değişikliği gerektiren bu düzenlemeleri, gerek usul gerek esas yönünden karşılaşılan güçlükler nedeni ile gerçekleştirilememiştir.

Bununla beraber yönetimin yargı organları üzerinde etkili olduğu, Yüksek Mahkeme'nin zaman zaman görüş değiştirerek yönetimin istekleri doğrultusunda karar aldığı da bir gerçektir.

Büyük ekonomik kriz dönemindeki gelişmeler incelendiğinde, bunalım sonucunda yürütme organının yetkilerinin yasama organına karşı geniş-

lediği ve yargının da bu gelişmeyi engelleyemediği görülür.

Öyle anlaşılmaktadır ki; bunalım, ekonomi alanını aşarak siyasi sonuçlar da doğurmuş; yasama, yürütme ve yargı organları arasındaki ilişki ve dengeleri etkilemiştir. Bu hal de gösteriyor ki, demokratik kuruluşlar, yargı fonksiyonu da dahil olmak üzere, ekonomik çalkantıların etkisinden uzak kalabilmek imkânına sahip değildir.

Dünya borsa ve sermaye piyasalarında 1929 yılını hatırlatan bir panik ve kriz yaşanan günümüzde, bu bunalımın neden olabileceği sonuçları değerlendirirken geçmiş tecrübelerin de bilinmesi ve göz önünde tutulmasında yarar olduğu muhakkaktır.

## Reklam Veren Kuruluşlara Duyuru :

Reklam fiyatları Dergi'nin Ocak 1988 sayısından başlayarak şöyledir :

Arka kapak	: 300.000 TL
Ön kapak içi	: 250.000 TL
Arka kapak içi	: 200.000 TL
Tam sayfa (Ekonomik Yorumlar içinde)	: 150.000 TL
Tam sayfa	: 125.000 TL
Yarım sayfa	: 75.000 TL
Çeyrek sayfa	: 40.000 TL

Dergi'ye reklam veren Sayın Kişi ve Kuruluşların bizi anlayışla karşılayacaklarına inanıyor, peşin teşekkürlerimizi sunuyoruz.

Banka ve  
Ekonomik Yorumlar  
Dergisi

## Abonelerimize ve Okurlarımıza Duyuru :

Artan maliyetler ve ağırlaşan piyasa koşulları nedeniyle;

**Banka ve Ekonomik Yorumlar Dergisi**

Ocak 1988 sayısından itibaren 12 sayı için :  
(KDV dahil) :

Yıllık Abone	: 9.000 TL
Öğrenci Abonesi	: 4.500 TL

Abone bedelleri posta ile adresimize konutta teslim gönderilebileceği gibi, aşağıda belirtilen İstanbul'daki banka hesaplarımıza da yatırılabilir.

Ziraat Bankası Beyoğlu Şubesi : 768  
Akbank Türbe Şubesi : 443  
İş Bankası Türbe Şubesi : 15410



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

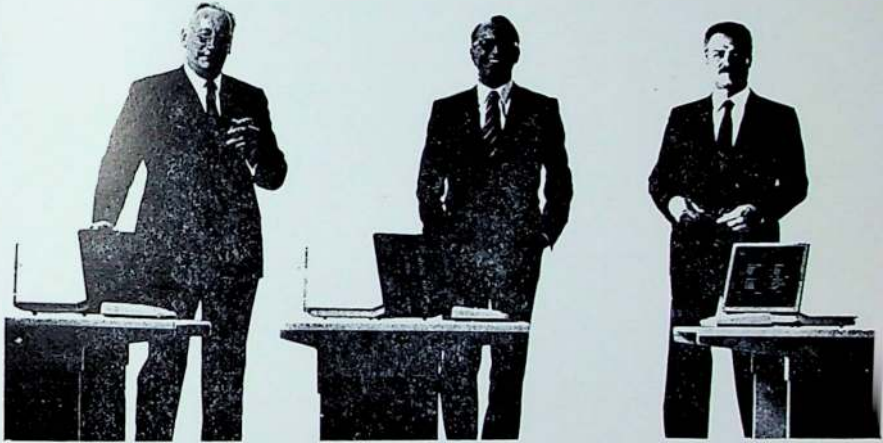


devlet,  
milli bankalar ve halk  
iştirakinin kurduğu bir  
sanayi müessesesi

**ÇELİK HALAT VE  
Teli SANAYİİ A.Ş.**

• muhtelif tip vinç • asansör • seondej • aheval nakliyat • TELEFENİK-TELESİJ-TELESKİ  
• emaden ihraç • dozer-ekrayper-ekskavator • deniz dikme-GERME-MANEVRA  
• elektrik nakilleri • topraklama • televizyon antenleri • dikme HALATLARI  
• yatak költük yaylarında • blekjet jant TELLERİNDE  
• yüksek rezistanslı ÇELİK TELLER

# Üç uzman, bir sektör ve Nixdorf'a dair...



Üç büyük dünya bankası, üç uzman. Biri Almanya'nın unlu Deutsche Bank'ından, biri İngiltere'nin güçlü Midland Bank'ından, biri de Türkiye'mizin dünya çapında tanınmış İş Bankası'ndan... Üçü de çağın en ileri bankacılık anlayışını benimsemiş, üçü de çağın en ileri bankacılık teknolojisiyle donanmış Nixdorf'la!

Günümüzde bankacılık artık başlı başına bir sanayi dalı. Hızlı ve sürekli bilgi akımı, yüksek güvenlik, sayıları yüzbinleri aşan çeşitli banka işlemlerinin en büyük titizlik içinde, doğru bir şekilde gerçekleştirilebilmesi, bu dev sektörün kaçınılmaz gündelik beklentilerinden yalnızca bazıları.

Dolayısıyla bir banka bilgisayar programı yüzlerce gerçek zaman değişkenli, kendi aralarında bağlantılı,

çok sayıda karmaşık bilgi işlemi kavramak durumundadır.

Yani bir başka deyişle bankacılık sektörüne hizmet verecek bilgisayar sisteminin, başka hiçbir sektörün ihtiyaç duymadığı kadar güçlü ve çok yönlü bir bilgi işlem kapasitesine sahip olması gerekir.

Nixdorf özellikle bankacılık sektörü için donanım ve yazılım olarak dünyanın en ileri özgün bilgisayar ve iletişim sistemlerini geliştirmiştir.

Halen 40 ükede faal 110.000 bilgisayar sistemiyle Nixdorf Computer her türlü yedekleme desteğini ihtiyaç duyulan anda ve ihtiyaç duyulan yerde verebilecek güçlü bir hizmet ağına sahiptir. Büyük dünya bankaları Nixdorf'un bu önemli ayırıcı özelliklerini yakından tanırlar ve Nixdorf'a kayıtsız şartsız güvenebileceklerini iyi bilirler.





Bankacılık sektörünün en büyükleri Nixdorf'u bu yüzden seçmişlerdir. Nixdorf bu yüzden seçilir.

Nixdorf Computer Ticaret A.Ş.  
Raşit Rıza Sok. No: 3  
80300 Mecidiyeköy-İstanbul  
Tel: (0090-1) 172 46 99-172 47 15  
Tlx: 27355 nix tr., Tlf: 1-172 02 61

**NIXDORF**  
COMPUTER

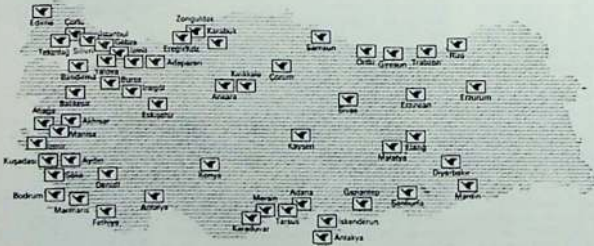
"Tele-İşlem Çağı" nı yaşayanlara siz de katılın!

# Eski Çağ mı... Tele-İşlem Çağı mı?

Tele-İşlem Çağı'nı, Tele-İşlem kolaylığını yaşadınız mı?  Tele-İşlem, Türkiye'de elektronik bankacılığın öncüsü Yapı Kredi'nin başlattığı bir yeniliktir. Bugün, elektronik sistemli şube oranı en yüksek... elektronik şubeleri yurt çapında en yaygın banka Yapı Kredi'dir.  Yapı Kredi, Tele-İşlem ile, şehirler, ülkeler arasındaki mesafeleri ortadan kaldırdı. Havale göndermek, çek, senet tahsil etmek, para yatırmak, para çekmek... gibi bankacılık işlemleri Tele-İşlem sayesinde artık saniyelerle ölçülüyor.  Tele-İşlem Çağı'nı yaşayanlara sorun. Daha iyisi, yurt çapındaki Tele-İşlemli Yapı Kredi'lerden birine gelin. Tele-İşlem hızına kendi gözlemlerinizle tanık olun...  "Tele-İşlem Çağı" nı yaşayanlara siz de katılın!



**YAPI KREDİ**  
"hizmette sınır yoktur"



Türkiye'de her üç Yapı Kredi'den biri Tele-İşlem'de... Almanya'da 5 merkezde!