

# EKONOMİK YORUMLAR

9

EYLÜL 1994  
YIL: 31  
30.000 LİRA  
•  
AYLIK DERGİ

Okurlara Mektup / 3

Ekonomik Göstergeler (İç) / 4

Kamu Harcamalarının ve  
Özel Yatırımların Önemi / 5

**Doç. Dr. Nurdan Aslan**

Sermaye Piyasası / 15

**Doç. Dr. Mehmet Bolak**

Türkiye'de Kamu Finansman  
Politikası ve Kriz İlişkisi / 23

**Dr. Burak Atamtürk**

A Tipi Yatırım Fonlarının

1993 Yılındaki Başarımı / 31

**Dr. Arman T. Tevfik**

**Dr. Gürman Tevfik**

Özelleştirme Süreci / 41

**Dr. E. Ertuğrul Karsak**

Dış Basından / 49

**Doç. Dr. Nilşen Altıntaş**

Ekonomik Göstergeler (Dış) / 52

1994/1995'de İmalat Sektörünün

Olası Performans Analizi / 53

**Emre Alkin**

Ayın Ekonomik Olayları / 57

**Dr. Yıldırım Kılış**

Yeni Yayınlar / 61

**M. Tarık Yaşa**



yeni bir yaşama taşının  
**Emlak Bankası'nın**  
size çok renkli önerileri var...



ATAŞEHİR



MİMAROBA



MAVİŞEHİR

Ayrıcalıklı bir yaşama önem veriyorsanız, Emlak Bankası Konutları'nda yerleşime açılan yeni bülunlerde hemen yerinizi alın. Türkiye'nin mutlu ailelerine siz de katılın.

Doğayla uyumlu çevresi, eksiksiz altyapısı ve sosyal tesisleri, ustun konfora sahip evleriyle tum Emlak Bankası Konutları şimdi özel indirimlerle uygun vadelerle satışa sunuluyor.

Emlak Bankası'nın İstanbul ATAŞEHİR, BAHÇESEHİR, SİNANOBA, MİMAROBA, Ankara BILKENT II, KONUTKENT II, ELVANKENT, ETLİK, İzmir MAVİŞEHİR, GAZİEMİR II ve Adana ADANA EVLERI'nde size sunduğu yeni yaşamı değerlendirin.



BILKENT II



KONUTKENT II



ELVANKENT



BAHÇESEHİR



**EMLAK BANKASI**

"Daha Uygur Bir Yaşam İçin"

EMLAK BANKASI PAZARLAMA DAİRE BAŞKANLIĞI

İstanbul Pazarlama Müdürlüğü Tel: 0(212) 274 58 34 - 285 19 90 - Ankara Pazarlama Müdürlüğü Tel: 0(312) 426 04 06 - 477 52 22 - 427 58 50 / 33 - 34 - 35  
İzmir Pazarlama Müdürlüğü Tel: 0(232) 441 90 44 - 334 07 34 - 251 36 64 - 251 36 04 - Galleria Show - Room Tel: 0(212) 559 68 72 - 559 46 72 - 540 45 43  
Bahçeşehir Hizmet ve İşletme A.Ş. Tel: 0(212) 594 10 41 - 594 47 76 - 594 14 32

Denim  
by

ordenim®



**ORTA ANADOLU**  
TİCARET ve SANAYİ İŞLETMESİ TA.Ş.

Yapı Kredi Plaza Büyükdere Cad. C. Blok Kat 11 80620 Levent-İstanbul  
Tel: (1) 279 89 79-9 Hat Telex: 26749 Ornu Tr Fax: (1) 268 30 70

Fabrika P.K. 31 Kayseri Tel: (35) 362680 Telex: 49540 Fax: (35) 362685

# AKSIGORTA

EMEKLİLİK SİGORTASI İLE DE  
FARKLIDIR...

## akhayat Emeklilik Sigortası

AKHAYAT EMEKLİLİK SİGORTASI SİZE ŞU İMKANLARI SAĞLIYOR:

**1** Sigorta süresi sonunda seçime bağlı olarak: EMEKLİLİK İKRAMİYESİ veya EMEKLİLİK AYLIĞI:

**2** Ecel veya kaza ile vefat halinde varislere TOPLU ÖDEME.

AKHAYAT EMEKLİLİK SİGORTASI NEDEN FARKLIDIR?

- I. Çifte güvencelidir.  
Sabancı Holding güvencesi  
Sağlam yatırım güvencesi
- II. Kaynağı bilinen gelire göre % 95 kar paylıdır.
- III. Yalnız emeklilik sigortası değil, aynı zamanda HAYAT SİGORTASI'DIR.  
Siz de; sigorta acentenizden herhangi bir emeklilik sigortası değil,  
AKHAYAT EMEKLİLİK SİGORTASI POLİÇESİ isteyin.



AKSIGORTA bir H.Ö. SABANCI HOLDİNG kuruluşudur.

# banka ve ekonomik yorumlar

Aylık Dergi

Ekonomik ve Sosyal Yayınlar A.Ş.

Adına İmtiyaz Sahibi

BÜLEND ÇORAPÇI

Yazı İşleri Müdürü

DR. ÖZTİN AKGÜÇ

Danışma Kurulu Başkanı

ŞİNASI ÇELİKKOL

Danışma Kurulu

Prof. Dr. Asaf Savaş Akat • Dr. Öztin Akgüç •  
Prof. Dr. Erdoğan Alkin • Prof. Dr. Güven Alpay  
• Dr. Orhan Altan • Tevfik Altınok • Prof. Dr.  
Osman Fikret Arkun • Prof. Dr. Mustafa A. Aysan  
• Prof. Dr. Ömer Faruk Batirel • Dr. Metin Berk  
• Prof. Dr. Ünal Bozkurt • Prof. Dr. Kenan Bulu-  
toğlu • Prof. Dr. Nasuhi Bursal • Yavuz Canevi •  
Ege Cansen • Halük Ceyhan • Mehmet Gün Çalı-  
ka • Özer U. Çiller • Bülend Çorapçı • Ahmet  
Demirel • Zeki Döşlüoğlu • Necdet Durakbaşı •  
A. Aydın Dündar • Gazi Erçel • Kaya Erdem •  
Tarhan Erdem • Oktay Ersoy • Prof. Dr. Cumhur  
Ferman • Prof. Dr. Atilla Gönenli • Prof. Dr. Em-  
re Gönenşay • Doç. Dr. Seyfettin Gürsel • Prof.  
Dr. Zeyyat Hatiboğlu • Erhan Işıl • Prof. Dr. Ha-  
lûk A. Kabaaloğlu • Prof. Dr. Müh. Kemal Kafalı  
• Adnan Başer Kafaçoğlu • Y. Doç. Dr. Ahmet S.  
Kalin • A. Nazif Keyman • Prof. Dr. Yıldırım Kıl-  
kuş • Prof. Dr. Tamer Koçel • Kemal Kurdaş •  
Prof. Dr. Kemal Kurtuluş • Prof. Dr. Erol Manisa-  
lı • Prof. Dr. Orhan Morgil • Prof. Dr. Erdoğan  
Moroglu • Ziya Nebioğlu • Ergin Neng • Alp Or-  
çun • Rahmi Önen • Prof. Dr. İsmail Özaslan •  
M. Celâlettin Özgen • Ertan Özgür • Tuncay Özil-  
han • Selâhattin Özmen • Ertuğrul İhsan Özol •  
Prof. Dr. Ergun Özsunay • Doç. Dr. Merih Paya •  
Prof. Dr. Reha Poroy • Prof. Dr. Dündar Sağlam •  
Halit Soydan • Prof. Dr. Mehmet Şükrü Tekbaş •  
Osman N. Torun • Fikret M. Tuncer • Nezih Tunç-  
siper • Prof. Dr. Gül G. Turan • Doç. Dr. Şeref  
Türen • Doç. Dr. T. Güngör Uras • İbrahim Ül-  
kem • Dr. Cüneyt Ülsever • A. Doğan Yalın •  
Mehmed Tarık Yaşa • Doç. Dr. Göksel Yücel •  
Prof. Dr. Ahmet Yüksel

Yazı Kurulu

Dr. Öztin Akgüç • Doç. Dr. Seyfettin Gürsel  
Doç. Dr. Merih Paya • Prof. Dr. Dündar Sağlam  
Doç. Dr. T. Güngör Uras

Basım-Yayım Danışmanı

M. TARIK YAŞA

## OKURLARA MEKTUP

Sevgili Okurlarımız,

Dergi'nin bu sayısında da «Ekonomik Yorumlar» bölümü yer almıyor. Bunun nedeni, yayım için gönderilen yazılann birikimi olmasıdır. Bu yazılardan bir bölümü, uzun süre bekletildiğinde, güncelliğini yitiriyor. Bunu önlemek, emek ve düşünce ürünü olan değerli çalışmalara yayın olanağı sağlamak amacıyla, bu sayı sadece yazılara ayrılmıştır. Dergi'nin sayfanın sınırlı, gelen yazılann sayısı çok olunca, zaman zaman bu yola başvuru- yoruz. Okurlarımız, bu davranışımızı iyi niyetimizle bağlayarak bizi anlayışla karşılayacaklardır.

Söz yazılardan açılmışken, bir kez daha yineleyelim: Derginiz yazarları bakımından şanslı bir yayın organıdır. Kendilerine teşekkür borçlu olduğumuz yazarlarımızdan bir bölümü, Dergi'nin aynı zamanda okuru olan genç bilim adamıdır. Genelde Dergi'ye gelen yazılar sıraya konulmakta, ilgili uzmanların görüşleri alındıktan sonra yayınlanmaktadır. Yer darlığı yüzünden, gönderilen yazılardan yayımlanabilir nitelikte görülenler bile çoğu kez uzun süre bekletilmekte, bu da bizi son derece üzmettedir. Yazarlarımıza birkaç noktayı bizi bağışlayacaklarına inanarak yeniden hatırlatalım: Lütfen güncel konuları işleyiniz, yazı boyunu kısa tutunuz ve tekrarlardan kaçınınız. Yazınızı başka bir yayın organına gönderdiyseniz, bize bildiriniz. Dergi sayfanıza sığmayacak büyüklükteki tablolar, şemalar ve grafikleri elden geldiğince yazı ile ifade ediniz. Fotokopileriniz ve daktilo yazılannız silik olmamalı, rahatça okunabilmelidir. Yazılan sık satırla daktilo etmeyiniz. Özellikle yabancı sözcüklerin ve dipnotların yazımında özen gösteriniz. Bunlara uyarmanız, yazınızın kısa sürede yayımlanması için elverişli ortam yaratmış olursunuz.

Dergi'de sunulan yazılann her zaman olduğu gibi ilginizi çekeceğini umuyor, bu nedenle de tümünü okumanızı arzu ediyoruz. Ancak; «Türkiye'de Kamu Finansman Politikası ve Kriz İlişkisi» ile «Özelleştirme Sürecinde Hedefler, Sorunlar ve Öncelikler» başlıklı yazılann okumanızı özellikle salık veririz.

Saygılarımızla,

# Ekonomik Göstergeler (İç)

## Eylül/1994

	1992	1993	1994		
			Mart	Nisan	Mayıs
<b>T.C. MERKEZ BANKASI</b>					
Döviz ve Altın Mevcudu (milyon \$)	7564.0	7759.0	4765.0	4797.0	4901.0
Banknot Miktarı (milyar TL)	36838.1	63103.9	66087.5	79730.8	88419.3
T.C. Merkez Bankası Kredileri (milyar TL)	51528.3	100583.3	148760.4	154225.0	155475.0
Hazineye Kısa Vadeli Avans (milyar TL)	30983.1	70420.7	117773.0	121444.0	117118.1
<b>BANKALAR (milyar TL)</b>					
<b>Toplam Mevduat</b>	<b>192987.5</b>	<b>330005.6</b>	<b>280539.4</b>	<b>315301.7</b>	<b>373549.4</b>
Ticari Kuruluşlar Mevduatı	36247.5	56864.2	36780.0	42845.2	50854.5
Tasarruf Mevduatı	90906.0	123429.8	135318.1	162722.9	218037.6
Vadesiz Tasarruf Mevduatı	12173.6	19345.2	13548.5	17512.9	23846.5
Vadeli Tasarruf Mevduatı	78732.4	104084.6	121769.6	145209.9	194191.0
Mevduat Sertifikası	3708.7	3064.2	3307.1	3391.6	4775.8
Resmî Kuruluş Mevduatı	6612.9	12591.7	16603.5	20859.7	14721.5
Bankalar Mevduatı	20433.0	78407.3	34734.6	33525.0	25548.6
Diğer Kuruluşlar Mevduatı	35079.4	55648.5	53796.1	51957.4	59611.4
Döviz Tevdiatı	112501.5	214960.2	341051.7	416235.1	392392.5
<b>Toplam Krediler</b>	<b>231532.1</b>	<b>433706.9</b>	<b>503475.8</b>	<b>548392.9</b>	<b>508114.5</b>
Tanım	39221.8	59155.7	61496.5	61539.4	61226.2
Kalkınma ve Yatırım Bankaları	22692.4	42417.3	51816.7	57472.7	56151.2
Mesleki (Küçük Esnaf ve Sanatkâr)	5354.00	8817.1	10598.4	10359.6	10359.8
Gayrimenkul	16515.54	33615.3	37282.0	36983.6	37566.1
Denizcilik	66.67	103.1	11.0	16.8	15.7
Turizm	2431.54	3894.4	5086.4	6883.1	6089.6
Diğer İhtisas Kredileri	186.17	236.7	233.5	228.2	226.3
Ticari, Sınal, Sair	145064.1	285467.1	336950.5	374909.5	336479.7
<b>PARA ARZI (milyar TL)</b>	<b>81493.0</b>	<b>132309.0</b>	<b>110583.0</b>	<b>127604.0</b>	<b>140616.0</b>
<b>FİYATLAR (DİE Toptan Eşya 1981 = 100, Tüketici Fiyatları 1987 = 100)</b>					
Toptan Eşya Fiyatları İndeksi (Genel)	1299.3	2082.2	2617.5	3477.3	3789.6
Tanım (Genel)	1186.6	2083.2	2747.7	2953.0	3129.2
İmalat Sanayii (Genel)	1320.0	2040.5	2544.6	3598.7	3952.1
Tüketici Fiyatları (Türkiye)	1588.3	2717.2	3163.3	3944.8	4337.4
Tüketici Fiyatları (İstanbul)	1525.0	2626.3	3009.2	3726.6	4028.6
<b>DIŞ ÖDEMELER (milyon \$)</b>					
Dışalım (CIF)	22871.5	29.4	5902.1	7613.0	9060.4
Dışsatım (FOB)	14715.4	15349.4	3826.4	5049.6	6280.0
İşçi Dövizleri	3008.0	2919.0	446.8	738.0	1063.0

Notlar: (1) TCMB altın ve döviz mevcuduna, altın stokunun yeniden değerlendirilmesinden doğan değer artışı dahilidir. (2) TCMB kredilerine, borç tahkimleri (konsolide edilen krediler) dahil değildir. (3) Para arzı (M<sub>1</sub>) dar tabanlıdır. (4) Toplam eşya fiyatları, 1991 Ocak ayından itibaren =1987 = 100 olarak verilmektedir.

# Görüşler

Doç. Dr. NURDAN ASLAN

## Kalkınmakta Olan Ülkelerde Kamu Harcamalarının ve Özel Yatırımların Önemi

### I — KAMU HARCAMALARI

**20.** YÜZYILDA hükümetlerin milli gelirin daha büyük bir kısmını harcama eğilimine girdikleri dikkati çekmektedir. Düşük ve orta milli gelir düzeyi grubunda bulunan ülkelerin kamu harcamalarının gayri safi yurtiçi hâsıla içindeki payı gelişmiş sanayi ülkelerindeki paya göre daha düşüktür, ancak artma eğilimi içindedir. İdeolojik ve demografik yapı, kamusal mallara karşı talebin gelir esnekliğinin yüksekliği, gibi birçok faktör bu artışın kaynaklarını oluşturmaktadır.

Kamu harcamaları ile ekonomik büyüme arasındaki ilişkiye gelince, bu konuda herhangi bir sıkı ilişki olduğu kanıtlanamamış, kamu harcamalarının büyümeyi etkilediği görüşü çok küçük bir destek görmüştür.

Kamu harcamasının değerlendirilmesi, bütçe açık ve fazlalarının ölçülmesini gerektirmektedir. Her ne kadar para ve maliye politikaları, kamu sektörünün hacmini ve etkisini göstermesede de, toplam kamu harcamalarının saptanması kamu ve özel sektör bölüşümünü ve bunun ekonomik büyümeye etkilerini belirlemektedir. Kamu harcamalarına ilişkin bilgi sağlanabilecek başlıca iki kaynak bulunmaktadır. Bunlardan biri devlet bütçesi, diğeri milli gelir hesaplarıdır.

Kamu harcamalarının birçok ülkede 1950'lere kadar, gayri safi yurt içi hâsıla içinde iki rakamlı bir değere ulaşmadığı saptanmıştır. Son dönemlerde yapılan incelemeler ise kamu harcamalarının 1960'lı yıllardan itibaren gayri safi yurt içi hâsılanın yaklaşık yarısına ulaştığını belirlemişlerdir. Ancak

kuşkusuz ülkeler arasında büyük farklılıklar bulunmaktadır. Örneğin İzlanda'da 1960 yılında gayri safi yurtiçi hâsılanın % 28'i olan kamu harcamaları 1982'de sadece % 34'e yükselmiştir. Buna karşılık bu pay İsveç'de aynı dönemde % 31'den % 67'ye çıkmıştır. Aslında OECD ülkelerinde kamu harcamalarının gayri safi yurtiçi hâsıla içindeki payı günümüzde % 30 ile % 60 arasında değişme göstermiştir (1).

Öte yandan kalkınmakta olan ülkelerin, sanayileşmiş piyasa ekonomilerine göre, milli gelirlerinin daha küçük bir kısmını kamu harcamalarına ayırdıkları dikkati çekmektedir. Dünya Bankası verilerine göre, son yıllarda gelişmiş sanayi ülkelerinde kamu harcamalarının milli gelir içindeki payı % 40 dolayında olurken, bu oran kalkınmakta olan ülkelerde % 25-30 dolayında gerçekleşmiştir. Kalkınmakta olan ülkelerde kamu harcamalarının milli gelir içindeki paylarının çok önemli farklılıklar gösterdiği de dikkati çeken bir başka noktadır. Genel olarak son on yıl içerisinde, kalkınmakta olan ülkelerde kamu harcamalarının önemli düzeyde arttığı görülmektedir. Düşük ve yukarı orta gelir düzeyindeki ülkeler için bu artışlar oldukça azdır. Buna göre düşük orta gelir grubuna giren ülkelerde kamu hizmetlerinin maliyetlerindeki artışlar ve aynı zamanda bu hizmetlerin hacmindeki reel artışlar nedeniyle, kamu harcamalarının payının yükseldiği izlenimi oluşmuştur (2).

Her ne kadar veriler kısıtlı olsa da, şu sonuçlara ulaşılabilmektedir:

- OECD ülkeleri ile karşılaştırıldı-

ğında, düşük gelir düzeyindeki ülkeler, gayri safi yurtiçi hâsılanın daha küçük bir yüzdesini kamu harcamalarına ayırmaktadır.

- Kamu harcamaları düşük ve orta gelir düzeyindeki ülkelerde büyük ölçüde değişiklik göstermektedir. Gelişmiş sanayi ülkelerinin kamu harcamaları arasında bu kadar büyük farklılık bulunmamaktadır.

- Sanayileşmiş ülkeler ile karşılaştırıldığında, düşük ve orta gelir düzeyindeki ülkeler, gayri safi yurtiçi hâsılanın daha büyük bir kısmını kalkınma aşamalarında harcamaktadırlar.

- Düşük ve orta gelirli ülkelerde kamu harcamalarının hızı değişik olsa da sürekli bir artış gözlenmektedir.

- Kamusal mal fiyat artışları, artan kamu harcamalarına katkıda bulunmaktadır.

#### a) Kamu Harcamalarındaki Artışın Nedenleri

Kamu harcamalarındaki artışın nedenini açıklayabilmek için bazı alternatif yaklaşımlar geliştirilmiştir. Bunlar talep yönlü, arz yönlü görüşler ve kalkınma teorileridir.

#### Talebe İlişkin Unsurlar

Önce şu temel soruyu cevaplamak gerekmektedir: Toplum neden üretimin giderek artan kısmının kamu

(1) Lindavar, Davit L. and Ann D. Velenc-hik (1992); pp. 59-62.

(2) a. g. k. pp. 63-64.



sektörü tarafından kontrol edilmesini istemekte, ya da buna izin vermekte, ya da bunu kabul etmektedir?

Öncelikle hizmet yoğun kamu sektöründe verimlilik düzeyinin ekonominin diğer alanlarındaki verimlilik düzeyinin gerisinde kaldığı bilinen bir gerçektir. Bu nedenle kamu üretiminin birim maliyeti büyük olasılıkla zaman içinde yükselir. Bununla beraber kamusal mallara karşı talebin gelir esnekliği yüksek olduğundan, gelir düzeyi yükseldikçe, kamunun talebi büyük ölçüde artacaktır. Bunun nedeni sanayileşme ve şehirleşme için gerekli teknolojinin sağlanmak istenmesidir. Ancak, milli gelir içerisinde kamu harcamalarının payında görülen artışın sanayileşme ve şehirleşme dışında başka nedenlerden kaynaklandığı da bir gerçektir.

Talebe ilişkin bir başka husus, zevk ve tercihlerle ilgilidir. Acaba toplum, kamu mallarını özel mallara göre daha fazla mı tercih etmektedir? Sorun kuşkusuz, kamu üretiminin hatta özel mallara rakip olarak kamu üretiminin toplum tarafından tercih edilip edilmemesidir. Bu konuda İsveç ile İsviçre arasında bir karşılaştırma yapılabilir. Her iki ülke de karma ekonomik yapıyı benimsemiştir. Ancak İsveç'in gayri safi yurt içi hâsılası içinde kamunun payı İsviçre'ninkinin yaklaşık iki katıdır. Burada hükümet politikaları, zevk ve tercih farklılığı iki ülke arasındaki kamu harcaması farklılığını açıklayıcı olmaktadır (3).

## Arz İle İlgili Unsurlar

Kamu harcamalarının arz yönü ile ilgili 2 farklı iddia bulunmaktadır. Bunlardan biri 1967'de Baumol tarafından ileri sürülen verimlilik artışındaki denge-sizliktir. Baumol, teknolojik gelişmenin farklı olması nedeniyle hizmet alanında diğer alanlara göre verimlilik artışının daha yavaş olduğunu ileri sürmüştür. Öte yandan sektörler arasında ücret ödemeleri genellikle dengelidir. Kamu üretiminin büyük ölçüde hizmet yoğun olduğu gözönüne alınır-sa bu durum kamu maliyetlerinin arttığını göstermektedir. Ancak teknolojik gelişmeler dışında başka faktörler de bu duruma etki edebilir. Örneğin bütçe kısıtlamaları nedeniyle kamu üretimi özel üretime göre çok daha yetersiz düzeyde olabilmektedir.

Olayın arz yönü ile ilgili ikinci görüş ise Say'ın kamu harcamalarına ilişkin yasasıdır. Say'e göre genel harcamalar gelire bağlıdır. Ayrıca 1960'lı yıllarda İngiltere'de yapılan bir araştırmaya göre, vergi mükelleflerinin makul vergileme düzeylerini kabullenmelerinin farklı evrelerde, özellikle savaş ve şiddetli çöküntüyü izleyen dönemlerde değiştiği gözlenmiştir (4).

## Kalkınma Teorileri

Gelişmekte olan ülkelerde devletin büyümesinin izahı iki gerçeğin gözönüne alınmasını gerektirmektedir. Bunlardan ilki gelişmiş ülkelerin kişi başına düşen milli geliri, gelişmekte

(3) Ram, Rati (March 1986); pp. 195-198.

(4) Devarajan, Shantayanan and Jaima de Melo (May 1987); pp. 460-472.

olan ülkelerin bugünkü düzeyinde olduğu dönemlerde, kamu harcamalarının milli gelir içindeki payının daha az olduğudur. Diğeri ise bugün bu payların sürekli artış yönünde bir trend çizmesidir.

İlk gözlemin nedeni oldukça açıktır. Devletin sahip olduğu teknoloji bugün 18. ve 19. yüzyılda olduğundan daha farklıdır. Bugünün koşulları, devleti geçen yüzyıllardan daha fazla hizmet vermeye zorlamaktadır.

İkinci gözlem için ise şu söylenebilir: Sanayileşmiş ülkelerde devletin büyümesini açıklayan bir teori olmadığına göre, gelişmekte olan ülkelerde de aynı durum sözkonusudur. Ancak, son 25-30 yıl içinde kalkınma teorisinin rolü nedeniyle gelişmekte olan ülkelerde devletin büyüdüğü bir gerçektir. 1940 ve 1950'li yıllarda izlenen kalkınma modelleri gelişmekte olan ülkelerdeki piyasa aksaklıklarını büyük ölçüde vurgulamışlardır. Eski teoriler sürekli olarak daha fazla devletin gerektiğini ileri sürmüşlerdir. Dengeli büyüme, gelirin yeniden dağılımı, temel ihtiyaçların karşılanması gibi nedenlerle devlete daha çok ihtiyaç olduğu izlenimi ortaya çıkmaktadır. Birçok iktisatçı devletin eğitim ve sağlık alanlarına daha fazla harcama yapması gerektiğini savunmaktadır. Her ne kadar kalkınma teorisi son on yıl içerisinde yön değiştirmiş, büyümenin motoru olan piyasayı devletin yerine koymuşsa da önceki teorilerin mirası, birçok kalkınmakta olan ülkede kamu sektörünün büyümesini etkileyebilmektedir (5).

Öte yandan kalkınmakta olan ülke-

lerde, devletin büyümesinin sanayileşmiş ülkelerce desteklediği görülmektedir. Gerek dış yardımlar, gerekse öneriler, kalkınmakta olan ülkelerin milli geliri içerisinde devletin payını genişletmeyi teşvik etmektedir.

## b) Kamu Harcamaları ve Ekonomik Büyüme

Ekonomik büyümede kamu harcamalarının payının artması ne gibi sonuçlar yaratır? Devletin ekonomik performansı etkileyebileceği başlıca yollardan biri konut, eğitim ve altyapı yatırımları gibi doğrudan özel sektör üretimine giren malları üretmesidir. Kamu harcaması özel sektörün girdi tahsisinin etkinliğini dolaylı olarak etkileyebilir. Ancak, piyasa eksikliklerinin giderilmesi, mülkiyet haklarının güvenceye alınması durumunda bu etki olumlu olmaktadır. Öte yandan kamu düzenlemeleri özel sektöre ağır yükler getirebilmektedir. Yüksek vergiler ya da kamu harcamasını finanse etmek için borçlanma, özel sektörü zor durumda bırakabilir. Eğer kamu yatırım projelerini finanse etmek işlemi, faiz oranlarını yükseltirse özel yatırımlar durur, büyüme yavaşlar. Ancak, kamu projeleri özel sektörü tamamlayıcı bir nitelik taşıyorsa özel yatırımlar da artabilir.

Devletin ekonomik performansı etkileyebileceği ikinci bir yol ise devletin bizzat mal ve hizmet üreticisi olmasıdır. Musgrave; bazı mal ve hizmetle-

(5) Lindaver, Davit L. and Ann D. Velencik (1992); a.g.k. pp. 69-70.

rin her ne kadar piyasa tarafından temin edilmesi gerekmele birlikte, bazıların da kullanıcılara doğrudan ücretsiz olarak kamu kesimince sağlanması gerektiğini ileri sürmüştür. Ancak, bu ifade devletin bu mal ve hizmetlerin üretimini mi üstlenmesi, yoksa özel sektörden satın alınmasını mı tercih etmesi gerektiği konusunda bir açıklık getirmemektedir. Eğer kamu kesiminin verimliliği özel sektörünkinden düşükse, devletin ekonomide daha büyük çapta yer alması, toplam performansı düşürecektir. Kuşkusuz aksi de mümkündür. Bu verimlilik farklılığı, hem iki sektörde üretilen malların doğasındaki farklardan, hem de özel kesime nazaran kamunun nispeten yetersiz yönetiminden ileri gelmektedir (6).

Kamu harcamalarının büyüklüğü ve ekonomik büyüme arasındaki ilişki genellikle olumsuz bulunurken, bazı kuramsal incelemelerde olumlu karşılıklı ilişki elde edilmektedir. Bu nedenle, kamu harcaması ile ekonomik büyüme arasındaki ilişkiyi inceleyen kuramlar bu konuda kesin bir sonuca ulaşmamaktadır.

## II — ÖZEL YATIRIMLAR

Kalkınmakta olan birçok ülkede 1980'li yıllarda yaşanan dış dengesizliklerin giderilebilmesi, iç tasarrufların artırılmasından çok yatırımların azaltılmasından kaynaklanmaktadır. Yatırımlardaki bu düşüş eğilimi, özellikle yüksek borçlu ülkelerde daha fazla yaşanmıştır. Bu dönemde özel ve kamu yatırımları için özel yatırım azalışının da-

ha şiddetli olduğu dikkat çekmektedir. Trendin bu şekilde devam etmesi durumunda kalkınmakta olan ülkelerde büyüme hızının yavaşlaması, uzun vadeli gelir-gider dengesinin bozulması kaçınılmaz olacaktır.

Yatırımlardaki bu azalma, kuşkusuz birçok faktöre bağlıdır. İlk faktör iç tasarruf artışının yetersiz olmasıdır. İkincisi ise birçok ülkede yüksek enflasyon nedeniyle kamu yatırımlarının azalmasıdır. Üçüncü olarak makro ekonomik kararsızlıkların dışsal etkilerle oluşması ve bu nedenle özel yatırımların azalmasıdır. Yatırımcıyı korkutan dördüncü bir faktör de uluslararası para piyasalarındaki kredi yapısıdır. Gerçekten de günümüzde birçok ülkede mevcut makro ekonomik düzen, özel yatırımların artırılması için elverişli değildir. Dengelerin korunması ve kârlılığın artırılması için özel bir çaba harcansa bile reel ücretler üzerindeki yüksek kesintiler özel yatırımların zayıflamasına neden olmaktadır (7).

### a) Yatırım Teorisi

Bilindiği gibi Keynes (1936), otonom yatırımların ekonomideki rolüne ilk kez dikkati çeken iktisatçıdır. Keynes yatırımı sermayenin marjinal etkinliğine ve faiz oranına bağlı olarak görmüştür. Keynes ayrıca özel yatırımların geçici olduğuna da dikkat çekmiştir. Keynes'ten sonra yatırım teorileri büyüme modelleri ile ilişkilendirilerek

(6) a.g.k.p. 70.

(7) Serven, Luis and Andres Solimano (January 1992); pp. 95 - 96.

geliştirilmiştir. Bu modeller «yükselen ivme teorisi» adı ile 1950'li yıllardan günümüze kadar kullanılmıştır. Bu teoriye göre belli bir büyüme hedefini gerçekleştirmek için gerekli yatırım miktarı hesaplanabilmektedir. Bu modelde beklentilere yer yoktur.

Öte yandan 1970'li yıllarda geliştirilen «sınırlı tahminler» teorisine göre ise gerekli yatırımlar, sermaye-hâsıla katsayısına ve sermayeyi kullanan kişiye bağlı bulunmaktadır. Bu yaklaşımda üretim düzeyi, fiyat ve faiz oranı değişken değildir (8).

Finansal sınırlamaların yatırımlar üzerinde önemli etkileri vardır. Mikro düzeyde firmalar, iç para piyasasında finansal sınırlamalarla karşılaşmaktadır. Çünkü kâr oranları kontrol edilebilmekte, faiz oranları aracılığı ile kredi düzeyleri değiştirilebilmektedir.

Yerli ve yabancı sermayenin birbirinin tamamlayıcısı olduğu gelişmekte olan ekonomilerde makina ve ekipman ithal edebilmek için gerekli dış ticaret açığı büyümeyi sınırlandırabilmektedir. Yerli ve yabancı sermayenin birbirini tamamlaması ve ihracat promosyonları bu tür sıkıntıları giderebilecektir.

## b) Makro Ekonomik Politikada Özel Yatırımların Yeri

Para, maliye ve döviz kuru politikalarının makro ekonomik dengesizliklere karşı kaçınılmaz bağımlılığı özel yatırımları etkilemektedir. Standart makro ekonomik paket, ödemeler

dengesi, düşük enflasyon ve gerçekçi döviz kurunu içeren para politikası kavramından oluşmaktadır. Bunlar gelişmekte olan ülkelerin yatırım politikalarına yön vermektedir.

### Para Politikası

Sıkı para ve kredi politikaları yatırımları iki şekilde etkiler:

- Banka kredilerinin reel maliyeti ni artırır.
- Faiz oranlarını arttırarak tasarrufların fırsat maliyetlerini yükseltir.

Her iki mekanizma da sermaye maliyetini artırıp yatırımları azaltmaya neden olur. Öte yandan kredi politikalarının yatırımları direkt olarak etkilediği de savunulmaktadır. Çünkü krediler firmalara faiz tercihiyle aktarılmaktadır (9).

### Maliye Politikası

Devletin altyapı yatırımlarının özel yatırımlar için tamamlayıcı olduğu bir gerçektir. Ancak bazı çalışmalar daha önce de belirtildiği gibi, kamu yatırımlarının özel yatırımlardan daha az verimli olduğunu göstermektedir. Kalkınmakta olan ülkelerde özel yatırımları etkileyen en önemli unsur üretim değişimleridir. Ancak üretimdeki değişmelerin çoğu geçicidir, bu nedenle yatırım, yani pahalı olan sermaye artırımını etkilememelidir. Yine de sebep ne olursa olsun talep değişimleri, ki-

(8) a.g.k. pp. 97 - 99.

(9) Greene, J. and D. Villanueva (1991); pp. 35 - 48.

sa vadeli yatırımları olumsuz etkilemektedir.

Ekonomik dengesizlikler, beklentileri de olumsuz etkilediğinden, yatırımları azaltıcı bir rol oynar. Ekonominin toparlanma süreci içerisinde yatırımların ertelenmesi tercih edilebilir. Bunu önleyebilmek için hükümetlerin, yatırımı ve büyümeyi teşvik edecek şekilde, talebi düzenleyici politikalar izlemeleri gerekir. Dış dengesizliği gidermek için de, harcamaları kısıt ve yerli mal tüketimini özendiren bir uyum programı izlenmelidir. Harcama düzenleyici politikalar, devalüasyonu ve yatırımda etkili sonuçları kapsamaktadır (10).

### Devalüasyonun Finansal Etkileri

1980'li yıllarda yaşanan borç krizi dikkatleri devalüasyonun dış borçlar üzerindeki etkisine çekmiştir. Devalüasyon borcun ulusal para cinsinden yükünü arttırdığından firmaların net değerleri azalmakta, yükselen faizlerin etkisi ile finans maliyetleri artmaktadır. Böylece birçok firma yatırımlarını durdurmaktadır. Bu arada sıkı para politikası uygulanacağından, kredi arzları da azalmaktadır. Dış borçları olmayan firmalar için dahi finansman darlığı oluşması nedeniyle, yatırımların durması kaçınılmazdır.

Beklenmedik devalüasyonun finansal etkilerini gidermek için devletin zor durumdaki firmalara destek olması finansal iyileşmeyi daha da tehlikeye sokacaktır. Çünkü bu tür sübvansiyonlar, enflasyonu körükleyip iç borçlanmayı arttırlar.

Devalüasyonun dış borçlar üzerinde yaratacağı sermaye kayıpları ancak sağlayacağı ihracat artışları ile giderilebilecektir. Devalüasyon, her ne kadar yatırımları olumsuz etkilerse de, ihracat ile ilgili sektörlerde yatırımları teşvik edecektir (11).

### c) Belirsizlik Ortamında Özel Yatırımlar

Yatırım kararlarında geriye dönüş sözkonusu olmadığından belirsizlik anahtar rol oynamaktadır. Bir alana yapılan yatırım harcaması, diğer alternatif alanlarda gelirin kullanımından vazgeçme anlamına gelmektedir. Bu nedenle belirsizlik ortamında bekleme zorunluluğu doğmaktadır. Fırsat maliyetleri dikkate alındığında, belirsizliklerin toplam yatırımlar üzerinde etkili olması doğaldır.

Bir ekonomide belirsizlik ne derece önem taşıyorsa yatırımları teşvik edici etkenlerin de o derece önemli boyutta olması gerekir. Her ne kadar yatırımlarda risk unsuru farklı olsa da, yatırımların belirsizlik derecesine bağlılığı kesindir. Kuşkusuz makro ekonomik açıdan belirsizlik de farklı şekilde ortaya çıkacaktır. Eğer talep belirsizliği sözkonusu ise kapasitenin küçük tutulması gerekmektedir.

Bilindiği gibi faiz oranı belirsizliği de, yatırımları olumsuz etkilemektedir. Her ne kadar sadece faiz oranlarındaki düşüş yatırımların artması için yeterli olmasa da, faiz oranı belirsizli-

(10) a.g.k. pp. 50-58.

(11) Lizondo, J. and P. Montiel (1989); pp. 186-198.

ği yatırım hacmini önemli ölçüde düşürebilmektedir. Diğer bir deyişle kısa vadeli faiz oranları yatırımları, günlük faiz oranlarına göre daha fazla etkilemektedir.

Öte yandan döviz kuru belirsizlikleri de yatırımları etkileyen unsurlar arasında yer almaktadır. Döviz kuru etkisi özellikle ithal girdi kullanım oranının yüksek olduğu sektör yatırımlarında daha önemli olmaktadır.

Ayrıca dış borç yükü de yatırımları önemli ölçüde etkilemektedir. Hem cari hem de gelecekteki gelir düzeyini etkileyen aşırı dış borç yükü, alınan bir vergi etkisi yaratmakta, ülkenin uluslararası sermaye piyasalarındaki durumunu güçleştirmektedir (12).

### Kredibilitenin Rolü

Politik açıdan bakıldığında kredibilitenin, belirsizliği etkileyen önemli bir unsurdur. Eğer bir ülkenin kredibilitesi düşerse istikrar programları, bazı sosyal ve ekonomik maliyetleri gerektirmektedir. Bu nedenle yatırımcılar, ekonomik istikrarın yeniden sağlanacağına güvenmedikleri sürece yatırımları durdurur, böylece büyük bir işsizlik patlaması oluşur. Bu tür belirsizlikler özellikle siyasi kadroların sık sık değiştiği istikrarlı bir ekonomik politikanın

izlenemediği kalkınmakta olan ülkelerde yaygın olarak görülmektedir. Bu durumda hükümetlerin kredibilitelerini nasıl sağlayacakları sorunu gündeme gelmektedir. Böylece bir ortamda ılımlı ve aşamalı, ya da ani şok kararlar arasında bir tercih yapılması önemlidir. Aşamalı değişiklikler uzun bir döneme yayılan programı içerirken, ani değişiklikler radikal tedbirleri kapsamaktadır. Sorunun çözümü kuşkusuz, sosyal maliyetin nasıl dağıtılacağına bağlı bulunmaktadır.

### III — SONUÇ

Birçok kalkınmakta olan ülkede makro ekonomik istikrarsızlığın, düşük yatırımların önemli bir nedeni olduğu gözlenmektedir. Ayrıca döviz kuru değişkenliği ve enflasyon oranı yüksekliği, yatırımları olumsuz etkileyen makro ekonomik istikrarsızlıkların başında gelmektedir.

Kamu harcamaları ileride nasıl bir seyir izleyecektir? Genel eğilimlere bakılırsa düşük ve orta gelirli ülkelere kamu harcamalarının gayri safi yurtiçi hâsıla içindeki payının yükseleceği tahmin edilmektedir. En azından transfer ödemelerinin artışı ve kamu hizmetlerindeki yükselme trendi, bu eğilimi güçlendirmektedir. Kamu harcamalarındaki artışta kısmen nüfus artışları da itici bir güç olarak rol oynamaktadır. Ancak bu artış trendini kontrol eden güçler de bulunmaktadır.

- ◆ Kendi kitaplarından bahseden bir yazar, kendi çocuklarından bahseden bir anne kadar kötüdür.

Özellikle 1980'lerde izlenen sıkı para politikaları kamu harcamalarının yapısal bir düzenleme ile azaltılmasını gerektirmektedir. Ayrıca birçok sosyalist ülkede merkezi planlamadan vazgeçilmesi, orta gelir grubuna yönelik olan kamu harcamalarının azalmasına yol açmaktadır.

Aslında önemli olan kamunun ne kadar harcama yaptığı değil, nerelere harcama yaptığıdır.

### YARARLANILAN KAYNAKLAR

Borensztein, Eduardo; «Debt Overhang Credit Rationing and Investment», Journal of Development Economics, April 1990.

Devarajan, Shagtayanan and Jaime de

Melo; «Adjustment with a Fixed Exchange Rate», World Bank Economic Review, I. No. 3, May 1987.

Greene, J. and D. Villanueva; «Private Investment in Developing Countries», IMF Staff Papers, No. 1, 1991.

Lindauer, David L. and Ann D. Velenchik; «Government Spending in Developing Countries», Research Observer The World Bank, Volume 7, Number 1, January 1992.

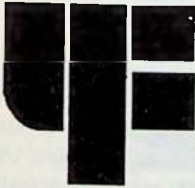
Lizondo, J. and P. Montiel; «Contractory Devaluation in Developing Countries», IMF Staff Papers, No. 1, 1989.

Ram, Rati; «Government Size and Economic Growth», American Economic Review, No. 1, March 1986.

Serven, Luis and Andres Solimano; «Private Investment and Macro Economic Adjustment», The World Bank Research Observer, Vol. 7, No 1, January 1992.



## 13 Büyük Bankanın Ortak Kuruluşu



# Yatırım Finansman A.Ş.

"Danışmadan Karar Vermeyiniz"

Gn. Md.	Tel: (212) 275 44 80 (40 Hat)	Fax: 272 44 48
Ankara Şube	Tel: (312) 417 30 46 (11 Hat)	Fax: 417 30 52
İzmir Şube	Tel: (232) 441 80 72 (8 Hat)	Fax: 441 80 94

# Bu bilançoda krizi bulun.

## 30.6.1994 İTİBARIYLA GARANTİ BANKASI ÖZET BİLANÇOSU

Bilanço Ana Kalemleri (Karşılaştırmalı)  
30.6.1994 - 30.6.1993 (Milyar TL)

Özet Kâr Zarar (Karşılaştırmalı)  
30.6.1994 - 30.6.1993 (Milyar TL)

<b>AKTİF</b>	1993	1994		1994	1993
KASA VE BANKALAR	13.698,3	5.723,9	FAİZ GELİRLERİ	10.498,0	3.199,1
MENKUL DEĞERLER	13.163,4	8.073,0	FAİZ GİDERLERİ	- 2.836,0	- 1.053,5
KREDİLER	24.865,9	12.154,2	NET FAİZ GELİRİ	7.662,0	2.145,6
TAKİPTEN ALACAKLAR (NET)	-	-			
İŞTRAKLER VE KURULUŞLAR (NET)	2.326,6	625,9	FAİZ DIŞI GELİRLER	1.045,3	606,7
SABİT KIYMETLER (NET)	1.860,6	1.116,3	FAİZ DIŞI GİDERLER	- 5.685,4	- 1.595,5
			KARŞILIKLAR	- 599,0	- 81,2
<b>PASİF</b>			DÖNEM KÂRI	2.422,9	975,6
MEVDUAT	35.458,1	11.900,8	VERGİ KARŞILIĞI	- 686,0	- 173,3
KULLANILAN KREDİLER	16.294,8	11.324,3	DÖNEM NET KÂRI	1.736,9	802,3
ÖZKAYNAKLAR	5.285,2	2.502,9			
<b>KÂR</b>	1.736,9	802,3			
<i>Diş İşlem Hacmi (Milyar \$)</i>	3,9	3,2			
<i>Menkul Kıymet İşlem Hacmi</i>	57.706,8	8.070,2			



Boşuna aramayın. Garanti krize yakalanmadı.  
Krizle rağmen ne kredilerini durdurdu,  
ne hizmet kalitesine yapıtı yatırımları...  
Garanti kriz başladığında ne kadar güçlü ise,  
bugün en az o kadar formda. Siz de böyle bir  
bankayla çalışmak istemez misiniz?



# Sermaye Piyasası

Doç. Dr. MEHMET BOLAK

## Mevduatta «TEFE» Dönemi

**G**EÇTİĞİMİZ Temmuz ayında devlet tahvilleri ile başlayan, «TEFE» 'ye (Top-tan Eşya Fiyat Endeksi) bağlı faiz uygulaması, Ağustos ayında banka mevduatlarına da yansımıştır. Merkez Bankası'nın 6 Ağustos 1994 tarihli Resmi Gazete'de yayınlanan tebliğiyle gerek normal faiz oranlarına, gerekse değişken faiz oranlarına yeni tanımlamalar getirilmiştir. Tebliğ uyarınca, bankalarca mevduata uygulanacak azami faiz oranları, Merkez Bankası'nca belirlenecek 15 bankanın mevduat faiz oranları ortalamasının, vadesiz ve 7 gün ihbarlı mevduat hesapları için ise % 35'inden, vadeli mevduat hesapları için ise % 30'undan fazla olamayacaktır. Böylece, bankalardaki mevduata yüzde yüz devlet garantisi verilmesinden sonra beklenen gelişme gerçekleşmiş, faiz oranlarına belli bir ölçüde sınırlama getirilmiştir. Merkez Bankası'nca belirlenecek 15 bankanın ortalama faiz oranlarında yükselme olması halinde diğer bankaların da faiz oranlarını arttırmabilecekleri açıktır. Bu anlamda, faiz oranlarına getirilen sınırlama, kısıtlı bir sınırlama olup, faiz oranlarının bankalar arasında büyük dalgalanmalar göstermemesini amaçlamaktadır.

Merkez Bankası tebliğinin yeni tanımlama getirdiği ikinci konu ise «değişken faiz»lerdir. Tebliğde, bankaların uygulayacakları değişken faiz, «1 yıldan kısa vadeli mevduatta hesabın açılış tarihinden itibaren vadeye kadar olan dönem için, 1 yıl ve daha uzun vadeli mevduatta ise, 1, 3, 6 aylık ve yıllık faiz ödeme dönemleri itibariyle dönemin başlangıcından itibaren dönem sonuna kadar gerçekleşen, Devlet İstatistik Enstitüsü'nce açıklanan Toptan Eşya Fiyat Endeksi'ne (TEFE) bankalarca belirlenecek fark faizin (spread) eklenmesi suretiyle bulunacak oran» şeklin-

de tanımlanmıştır. Tebliğin yayınlanmasından sonra başta bazı kamu bankaları olmak üzere, çok sayıda banka «TEFE + 10» uygulamasını başlatmıştır. Böylece bankalar, disponibl değer olarak TEFE'ye bağlı devlet tahvili tutma yükümlülüklerini, mevduatlara da yine TEFE'ye bağlı faiz vererek dengeleme yoluna gitmektedirler. Geçen yazımızda da değindiğimiz gibi faizlerin TEFE'ye bağlanmasının, enflasyonist beklentileri kırmak açısından olumlu etkileri olabilecektir.

Banka mevduat faizlerinde «TEFE»li günler başlarken hazinenin üç ay önce ihraç etmiş olduğu % 50 net dönem faizli süper bonoların itfa tarihleri de gelmiştir. Üzerinde büyük spekülasyonlar yaratılmış olan süper bonoların itfaları çok büyük bir çalkantıya yol açmazken, hazine bu kez, net % 22 dönem faizli üç aylık yeni bonolar ihraç etmiş ve piyasaya çıkan paranın bir kısmı bu yolla geri toplanmıştır. 10'ar trilyon liralık üç terip halinde halka arzedilen bonolar yoğun ilgi görmüştür. Ancak bu arada, piyasaya çıkan paranın bir kısmı kaçınılmaz olarak dövize yönelmiş ve aylardır 30-31 bin lira mertebesinde dolaşan dolar fiyatları Ağustos ayının son günlerinde hızla yükselerek 34.000 lira mertebelerine ulaşmıştır. Ancak bu yükselişte, vadesi gelen dövize endeksli Gelir Ortaklığı Senetlerinin değerlerini yükseltmek için bazı bankaların spekülatif davranışlarının da etkisi olduğu rivayet edilmektedir.

Bu gelişmelerin yanında Ağustos ayının en verimli yatırım alanı Borsa olmuş, ay içinde daha yüksek değerleri de görmekle birlikte, «31 Ağustos 1994, Çarşamba» günü kapanış fiyatları itibariyle 25.282,43 puana ulaşan İMKB Bileşik İndeksi ay içinde % 16.23 oranında artış göstermiştir. Yine aynı tarih itibariyle Banka ve Ekonomik Yorumlar Dergisi İndeksi 69.147,24 puana erişmiş ve aylık artış oranı % 16.77 olmuştur. İndeksteki 40 hissenin 33'ü ay içinde pozitif, 6'sı negatif verim sağlamış, İş Bankası B hisseleri ise değerlerini korumuşlardır.

Ay içinde en yüksek verim sağlayan hisse % 123.08 ile Gübre Fabrikaları olmuş, Anadolu Cam (% 76.47), Makina Takım (% 68.25), Hektaş (% 66.67), Ege Gübre (% 64.21), Eczacıbaşı Yatırım (% 64.06), Yasaş (% 59.09), Petrol Ofisi (% 57.89) ve Otosan (% 51.90), % 50'nin üzerinde verim sağlayan hisseler olarak sıralanmışlardır. Ay içinde yatırımcısına zarar ettiren hisseler ise Çukurova Elektrik (% 26.09), Döktaş (% 15.79), Koç Holding (% 13.79), Koç Yatırım (% 11.59), Migros (% 9.09) ve Çelik Halat (% 8.16) olmuşlardır. Koç grubuna bağlı hisselerin kötü bir ay geçirdikleri görülmektedir.

Borsadaki diğer hisseler arasında da % 50'nin üzerinde verim sağlayan Raks Elektronik (% 84.66), Tüpraş (% 82.20), Transtürk Holding (% 75.00), Alarko Sanayi (% 70.00), Ege Endüstri (% 63.79), Ünye Çimento (% 60.66) ve Vestel (% 57.14) şekilde sıralanmış, Kepez Elektrik (% 11.11), Trakya Cam (% 8.84), Akal Tekstil (% 8.77), Akbank (% 7.69), Tofaş Oto Ticaret (% 5.88) ve Aksa (% 1.61) düşük oranlarda olmakla birlikte yatırımcılarına zarar ettiren hisseler olmuşlardır.

## Sermaye Artırımları

Ağustos ayında 11 şirket sermaye artırımına giderken, Anadolu Sigorta ve Petrolent'de daha önce rüçhan hakları kullanılmış olan hisselerin bedelsizleri dağıtılmıştır. Ay içinde yapılan sermaye artırımları «Tablo 1»de listelenmiştir.

Ay içinde yapılan kayıtlı sermaye tavanı artırımları da «Tablo 2»de verilmiştir. Aksu İplik'de kayıtlı sermaye sistemine geçilmesi ay içinde kabul edilmiş ve kayıtlı sermaye tavanı 1.5 trilyon lira olarak belirlenmiştir.

**TABLO 1**  
**Ağustos Ayının Sermaye Artırımları**  
(Milyon TL)

Şirket	Eski Sermaye			Yeni Sermaye	
	Sermaye	Bedelli	%	Bedelsiz	%
Çeşme Alt.	26.000	4.000	15.38	48.000	184.62
Çanakkale Ç.	479.299	103.049	21.50	304.355	63.50
Erciyas Bira	150.000	-	-	210.000	140
Facto Fin.	30.000	30.000	100	-	-
Güney Bira	75.600	-	-	143.640	190
Marshall (*)	122.400	67.920	55.49	85.680	70
Niğde Çim.	36.592,5	25.614,75	70	14.637	40
Otosan	110.000	440.000	400	330.000	300
Tekstil B.	350.000	150.000	42.86	-	-
Tire Kutsan	58.655	29.327,5	50	58.655	100
Vakıf F. K.	180.000	135.000	75	135.000	15

(\*) Marshall'da, bedelli artırımın 48.960 milyon liralık kısmı (% 40) rüçhan hakkı olarak eski ortaklara kullanılmış, 18.960 milyon liralık kısmı ise (% 15.49), borsada oluşan fiyatın halka arz edilmiştir.

**TABLO 2**  
**Kayıtlı Sermaye Artırımları**  
(Milyon TL)

Şirket	Önceki Kay. Ser.	Yeni Kay. Ser.
Aksu	0	1.500.000
Arçelik	2.000.000	8.000.000
Medya Hol.	1.000.000	5.000.000
Peg Profilo	500.000	1.000.000
Vakıf Yatırım O.	20.000	50.000

Aylardır tahtası kapalı durumda bulunan Teletaş hisseleri 9 Ağustos gününden itibaren yeniden borsada işlem görmeye başlamışlardır. Serbest marjla tahtası açılan Teletaş hisseleri aynı gün içinde 7.000 lira ile 15.000 lira arasında işlem

görmüş ve büyük kâr ya da zararlara yol açmıştır. Günü 12.000 TL fiyatla kapatan hisseler daha sonraki günlerde normal seyrine oturmuştur.

Borsa'nın renkli simalarından Mustafa Yılmaz tarafından, ay içinde bir yatırım ortaklığı şirketi kurulmuştur. Mustafa Yılmaz Yatırım Ortaklığı A.Ş. adıyla ve 10 milyar lira ödenmiş sermaye ile kurulan şirketin hisseleri borsada oluşacak fiyattan hakla satılacaktır. Mustafa Yılmaz Y.O., Atlas, Global ve Vakıf Yatırım Ortaklığından sonra borsada işlem görecektir dördüncü yatırım ortaklığı şirketi olacaktır. Öte yandan, borsada, 22.8.1994 tarihinden itibaren Dardenel Öntaş Gıda Sanayi A.Ş. hisse senetleri 65.000 TL baz fiyatla işlem görmeye başlamışlardır.

### Şirketlerin Kârlılık Göstergeleri

Şirketlerin yayınlanan 6 aylık bilançolarından elde edilen bazı kârlılık göstergeleri «Tablo 3»de verilmiştir. Ocak ayından beri «kriz»den şikâyet edilmekte olmasına ve şirketlerin feryat etmelerine rağmen, 6 aylık bilanço sonuçları firmaların krizden çok da fazla etkilenmemiş olduklarını göstermektedir. Tabloda, yıl başından beri çeşitli değerlerini yayınlamakta olduğumuz 100 şirkete yer verilmiş, Doğan Holding'in mali tabloları zamanında yayınlanmadığından, kârlılık göstergeleri tabloda yer almamıştır.

Tablonun ilk sütununda şirketlerin 6 aylık bilanço kârları verilmiştir. 99 şirketten 21'inin 6 aylık dönemi zararlı kapattıkları görülmektedir. Söz konusu 99 şirketten, 1993 yılı ilk 6 ayında zarar açıklayanların sayısı ise yalnızca 7'dir. Bu 7 şirketten 5'i, 94 yılının ilk 6 ayında kâr elde ederken, Petkim ve Tüpraş artan miktarda zarar açıklamışlardır. Bu yıl zarar eden 21 şirketten 19'u ise geçen yılın aynı dönemini kârla kapatmış şirketlerdir.

Tablonun ikinci sütununda yer alan KBO (kârdaki büyüme oranı) rakamları, şirketlerin 1994 yılı 6 aylık bilanço kârlarıyla, 1993 yılı 6 aylık bilanço kârları arasındaki ilişkiyi yansıtmakta olup, aşağıdaki şekilde hesaplanmaktadır:

$$KBO = \frac{K\hat{A}R_{94} - K\hat{A}R_{93}}{|K\hat{A}R_{93}|} \times 100 \quad | \quad | : \text{ Mutlak değer}$$

Uzunca bir süredir her bilanço dönemi ayınladığımız KBO değerleri bilindiği gibi, kârını artıran veya zararını azaltan ya da kâra dönüştüren şirketler için pozitif, kârını azaltan ya da zarara dönüştüren veya zararını artıran şirketler için negatif olmaktadır. Tablodaki 99 şirket için hesaplanan basit aritmetik ortalama KBO değeri 114.78'dir. Diğer bir deyişle şirketler ortalama olarak kârlarını geçen yılın aynı dönemine göre % 114.78 oranında artırmışlardır. % 100'in üzerinde (pozitif

**TABLO 3**  
**Şirketlerin Kârlılık Göstergeleri**

Şirket	Kâr				Şirket	Kâr				
	(Milyon TL)	KBO (%)	HBK	FK		(Milyon TL)	KBO (%)	HBK	FK	
Aical Tekst.	112.388	-3	668.64	21.31	Konya Çim.	141.116	341	22.585.79	9.52	
Akımento	219.431	1.370	2.592.03	18.33	Kordisa	185.612	1.570	872.95	14.61	
Åisa	855.193	131	2.064.11	15.02	Köytaş	3.841	209	83.39	32.98	
Atarko Hol.	157.376	237	545.54	40.33	Kütahya P.	94.424	635	655.72	7.24	
Atarko San.	116.076	200	1.160.76	12.92	Makina T.	5.354	366	21.51	73.22	
Akıryıldız	105.088	31	1.168.81	14.54	Mardin Çim.	161.393	387	3.362.35	8.03	
Anadolu C.	90.632	350	839.19	8.10	Maret	17.530	308	166.95	42.53	
Anadolu Sig.	107.182	4	285.82	18.54	Marm. Mart	-13.358	-2.735	-222.63	-6.06	
Arçelik	110.830	-81	69.27	158.80	Marshall	97.246	82	794.49	13.85	
Aselsan	80.140	83	165.58	23.25	Metaş	226.126	79	320.75	11.07	
Aygaz	156.662	97	290.11	24.82	Migros	118.140	188	1.181.40	74.49	
Bağfaş	59.897	-40	299.49	20.37	Milliyet	-17.301	-110	-28.84	-74.56	
Bekoteknik	15.472	-91	29.47	220.56	Netaş	241.963	1	436.44	34.37	
Bolu Çim.	156.680	3.020	260.69	17.84	Net Hol.	81.863	99	306.43	7.42	
Brisa	159.365	176	149.90	32.02	Niğde Çim.	95.081	401	2.598.34	9.81	
Bursa Çim.	239.496	366	3.911.03	9.59	Olmuksa	2.383	113	9.38	357.21	
Çelik Hal.	12.274	21	70.15	69.85	Otesan	160.364	-56	1.457.85	51.45	
Çimentaş	384.069	285	5.334.29	11.25	Peg Prof.	-63.573	-209	-152.47	-19.35	
Çimsa	251.621	272	4.480.43	14.73	Petkim	-1.127.797	-45	-375.93	-8.91	
Çukurova	-554.804	-257	-1.109.61	-10.76	Petrol Of.	1.647.326	346	653.70	14.53	
Denizli C.	59.017	1.308	5.131.91	8.09	Pınar Et	13.073	42	87.15	40.73	
Deva Hol.	-97.457	-489	-580.10	-3.10	Pınar Su	2.994	493	272.18	50.52	
Doğan Hol.		VERİ YOK				Pınar Süt	-25.690	-198	-352.40	-17.88
Doğusan	-2.661	-128	-120.95	-16.54	Pınar Un	10.810	428	1.441.33	10.75	
Döktaş	106.938	135	712.92	26.65	Pimaş	-25.268	-287	-421.13	-9.63	
Ecz. İlaç	-371.155	-964	-438.72	-5.93	Raks El.	102.107	218	709.08	12.41	
Ecz. Yat.	88.130	254	728.59	8.78	Sabah Yay.	77.255	174	67.18	20.47	
Ege Bira	375.655	136	1.863.37	47.76	Sarkuysan	208.973	383	1.105.68	15.60	
Ege End.	-15.091	-164	-431.17	-13.45	Sun Elek.	1.385	-61	16.59	64.78	
Ege Gübre	40.610	83	752.04	6.32	Tat Kon.	301.727	543	1.676.26	25.95	
Ege Ser.	271.566	349	1.810.44	9.94	Teletaş	-121.760	-193	-608.80	-13.30	
Emsan 5*	14.481	65	762.16	13.45	Tire Kut.	96.312	551	1.642.01	8.53	
Enka Hol.	25.849	43	391.65	56.17	Tof. Oto Fab.	2.211.958	52	1.843.30	17.09	
Eroysan B.	257.978	373	1.719.85	37.79	Tof. Oto Tic.	-14.366	-109	-239.43	-142.00	
Erdemir	-357.196	-376	-155.03	-34.19	Trakya C.	295.117	189	381.78	28.16	
Finans F.K.	47.107	2	336.48	7.88	Transtürk H.	42.819	362	132.57	9.81	
Gentaş	26.664	250	2.083.13	13.20	Turcas	123.491	20	308.42	45.39	
Good-Year	149.954	76	631.68	22.16	Tüpraş	-3.097.569	-1.601	-1.657.52	-3.56	
Gübre Fab.	-186.589	-827	-323.94	-4.01	T.D. Doküm	-201.522	-336	-806.09	-12.72	
Güney Bra	68.328	396	903.81	47.58	T. Siemens	242.320	205	961.59	12.22	
Hektaş	-58.830	-572	-245.13	-3.98	T. Şişe Cam	152.851	55	88.40	31.68	
İçisat Fin.	14.850	-65	148.50	24.58	T. Tuborg	21.881	-2	218.70	112.03	
Intema	11.083	1.039	342.07	19.00	Usaş	414.274	471	20.713.70	11.35	
İzmir D.Ç.	146.749	288	108.98	19.50	Uşak Ser.	30.538	934	2.035.87	10.81	
İzocam	62.359	98	356.34	27.22	Unye Çim.	165.474	645	1.997.39	7.63	
Kartonsan	290.695	366	1.076.65	13.70	Vakol F.K.	71.442	26	396.90	15.12	
Kav	35.166	425	563.56	24.84	Vestel	-344.736	-1.253	-165.77	-2.27	
Kelebek M.	20.067	104	401.34	14.70	Yasaş	61.295	131	756.73	8.72	
Kepez Elek.	-276.425	-464	-2.303.54	-3.91	Yunsa	-286.387	-733	-477.31	-3.40	
Koç Hol.	1.405.688	204	702.84	41.26						
Koç Yat.	194.947	128	1.083.04	31.85						
					<b>ORTALAMA</b>		<b>114.78</b>	<b>1.087.78</b>	<b>22.09</b>	

tif veya negatif) KBO değerine sahip 8 şirket (Akçimento, Bolu Çimento, Denizli Cam, İntema, Kordsa, Marmaris M.O., Tüpray, Vestel) hariç tutulduğunda, ortalama % 95.00'e gerilemektedir. Negatif KBO değerine sahip 29 şirketten 8'inde kârlarda azalma gözlenirken, 19 tanesi geçen yıl kâr elde etmelerine karşın bu yıl zarar etmişler, Petkim ile Tüpraş ise daha önce de belirtildiği gibi zararlarını artırmışlardır. Pozitif KBO değerine sahip 70 şirketten 65'i kârlarını artırırken, Akçimento, Kav, Kordsa, Olmuksa ve Pınar Su geçen yılın 6 ayında zarar etmelerine karşın, 1994 yılının ilk 6 ayında kâra geçmeyi başaran şirketler olmuşlardır. Önemli kâr artışı sağlayan şirketler arasında Bolu Çimento (% 3020), Kordsa (% 1570), Akçimento (% 1370), Denizli Cam (% 1308), İntema (% 1039), Uşak Seramik (% 934), Ünye Çimento (% 645), Kütahya Porselen (% 635), Tire Kutsan (% 551) ve Tat Konserve (% 543) dikkat çekmektedirler.

Tablonun 3. sütununda, 6 aylık bilanço kârlarına göre, hisse başına düşen kâr rakamları verilmiştir. Hesaplar 29 Temmuz itibarıyla yapılmış olduğundan, 30 Hazirandan sonra yani Temmuz ayında yapılmış olan sermaye artırımlarına göre hisse senedi sayıları düzeltilmiştir. Ortalama olarak hesaplanan HBK değeri 1087.78 TL



E S Yayınları Sunar:

**Prof. Dr. Ünal TEKİNALP**

## SERMAYE PİYASASI HUKUKUNUN ESASLARI

xxviii + 185 sayfa (büyük boy)  
50.000.-TL (KDV dahil)

**İsteme Adresi:**

Ekonomik ve Sosyal Yayınlar A.Ş.  
Binbirdirek Mah., Suterazisi Sokak No. 6/2  
Sultanahmet - İstanbul  
Telefon: 518 17 32

**banka ve  
ekonomik  
yorumlar**

Aylık Dergi

•  
Ciltlenmiş  
eski sayıları:

•  
1990 Yılı Cildi: 120.000 TL  
1991 Yılı Cildi: 140.000 TL  
1992 Yılı Cildi: 150.000 TL  
1993 Yılı Cildi: 200.000 TL  
(Öğrencilere % 50 indirim)

•  
**İSTEME ADRESİ:**

Binbirdirek Mahallesi  
Suterazisi Sokak No. 6/2  
Sultanahmet - İstanbul  
Telefon: 518 17 32

hesaplanmış olup, hisse başına kârları çok yüksek olan Konya Çimento ve Uşak hariç tutulduğunda bu değer 663.82 TL'ye düşmektedir. Geçen yıl yapılan benzer hesaplamada ise 505.64 TL bulunmuştu. Konya Çimento ve Uşak dışında, Çimen-taş (5334.29 TL), Denizli Cam (5131.91 TL), Çimsa (4480.43 TL), Bursa Çimen-to (3911.03 TL), Mardin Çimento (3362.35 TL), Niğde Çimento (2598.34 TL), Ak-çimento (2592.03 TL), Gentaş (2083.13 TL), Aksa (2064.11 TL) ve Uşak Seramik (2035.87 TL), hisse başına 2.000 TL'nin üzerinde kâr elde eden diğer şirketler olmuşlardır. Sayılan 12 şirketten 7'sinin Çimento sektöründen olması, yılın ilk 6 ayında çimento sektörünün performansı en yüksek sektör olduğunu göstermekte-dir. En yüksek hisse başına zarar ise 2303.54 TL ile Kepez Elektrikte gerçekleşmiş-tir.

Tablonun son sütununda yer alan FK (Fiyat/Kazanç) değerleri, «29 Temmuz 1994, Cuma» gününe ait kapanış fiyatlarının, tablonun 3. sütunundaki HBK değer-lerine bölünmesiyle hesaplanmıştır. Bu işlem sırasında, bedelsizi üzerinde işlem görmekte olan hisseler için fiyat düzeltmesi yapılmıştır. Zarar etmiş 21 şirket için FK değeri de negatif hesaplanmaktadır. 99 şirket için bulunan basit aritmetik orta-lama 22.09 olmakla birlikte, artı veya eksi yönde 100'ün üzerinde FK değerine sa-hip 5 şirket (Arçelik, Beko, Olmuksa, Tofaş Oto Ticaret ve Tuborg) hariç tutuldu-ğunda ortalama değer 15.75'e düşmektedir. Bu değer geçen ve önceki senelerin değerlerine göre daha düşük olup, fiyatların uygun düzeylerde bulunduğuna işa-ret etmektedir. Zararda olan şirketler bir yana bırakılırsa, düşük FK değerine sahip hisselerin yükselme potansiyeli taşıdığı bilinmektedir. Bu açıdan en cazip hisseler, Ege Gübre, Kütahya Porselen, Net Holding, Ünye Çimento, Finans Finansal Kira-lama, Mardin Çimento, Denizli Cam, Anadolu Cam, Tire Kutsan, Yasaş ve Eczacı-başı Yatırım olarak sıralanmaktadır.

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

(Ocak 1974 = 100)

AYLAR	1986	1987	1988	1989	1990	1991	1992	1993	1994
Ocak	297.38	493.05	1711.69	714.75	6793.38	8224.39	12953.90	10382.15	46499.72
Şubat	325.71	658.37	1465.45	822.11	7402.13	10950.59	9572.27	14056.56	43685.74
Mart	316.36	619.21	1351.48	923.62	6957.24	9793.56	11006.98	13455.69	36336.97
Nisan	305.68	613.09	917.93	1009.89	7054.56	8814.38	10128.12	20399.46	37260.41
Mayıs	304.85	833.54	1005.71	1334.72	8438.48	7932.99	9067.92	21856.16	40688.45
Haziran	306.66	1050.91	924.97	1745.24	7573.16	8275.36	12297.79	26303.88	52300.27
Temmuz	323.22	1709.16	927.28	1554.78	10664.47	7533.47	11754.44	24501.68	59216.98
Ağustos	360.80	2290.94	816.29	1716.64	10166.14	7950.10	11314.53	27193.90	69147.24
Eylül	394.62	2015.20	881.71	2673.32	10907.66	6913.80	10310.15	33729.97	
Ekim	384.48	1548.75	734.01	3486.07	10596.87	6835.47	9077.97	34444.97	
Kasım	406.68	1374.18	777.53	3241.70	6955.17	10214.39	9344.20	44519.48	
Aralık	438.99	1202.28	722.21	4940.99	6750.24	11048.39	9744.28	51099.56	

Sıra No.	Kuruluşun Adı	Kayıtlı Sermaye (Milyon TL)	Çıkarılmış (Ödenmiş) Sermaye (Milyon TL)	Taksim Yılı Kâr (Net)			Dağıtılan Kâr Payı (%)			Piyasa Fiyatı (TL)			
				1991 (Milyon TL)	1992 (Milyon TL)	1993 (Milyon TL)	1991 (Net)	1992 (Net)	1993 (Net)	Ağustos 1993	Haziran 1994	Temmuz 1994	Ağustos 1994
1	AKÇİMENTO	150.000	84.658,3	48.795	87.500	131.034	30	50	75	11,750	43,500	47,500	59,000
2	ANADOLU CAM	250.000	108.000	30	18.847	44.731	-	15	25	3,350	4,800	8,800	12,000
3	ARÇELİK	8.000.000	1.600.000	367.714	588.565	1.118.954	143,60	77	100	12,250	11,250	11,000	15,000
4	BAĞFAŞ	200.000	200.000	44.738	103.047	192.442	15	30	60	8,000	6,600	6,100	7,600
5	BOLU ÇİMENTO	600.000	601.021,52	32.534	55.787	52.219	41,70	28	13,25	2,100	3,750	4,650	5,600
6	BRİSA	607.500	1.083.125	12.060	104.490	197.251	6	32,50	62	11,250	3,500	4,800	8,100
7	ÇELİK HALAT	2.000.000	174.860	9.319	22.875	18.606	20	40	30	9,300	3,200	4,900	4,500
8	ÇİMSA	200.000	56.180	37.433	101.528	245.957	32	85,50	220	27,500	62,000	68,000	78,000
9	ÇUKUROVA ELEKTRİK	1.500.000	500.000	202.004	514.857	590.165	80	100	120	12,250	8,700	11,500	8,500
10	DÖKTAŞ	250.000	150.000	34.476	63.764	124.386	56	67	90	13,000	14,000	19,000	16,000
11	EÇZACIBAŞI YATIRIM	250.000	120.860	16.414	38.368	44.543	50	30	25	4,200	5,000	8,400	10,500
12	EGE BİRACILIK	3.150.000	201.600	96.459	220.582	383.386	500	100	100	38,000	74,000	89,000	115,000
13	EGE GÜBRE	108.000	54.000	(6.029)	18.971	37.198	-	5	50	5,200	3,350	4,750	7,800
14	EREGÜ DEMİR ÇELİK	2.500.000	2.304.000	782.738	893.214	421.849	40	40	9	21,500	7,200	5,300	7,200
15	GOOD-YEAR	360.000	237.388,89	50.587	79.925	271.504	25	60	120	18,750	10,500	14,000	15,500
16	GÜBRE FABRİKALARI	480.000	576.000	4.664	4.369	100.333	-	1	20	4,300	1,350	1,300	2,900
17	GÜNEY BİRACILIK	1.000.000	219.240	31.500	37.686	95.404	240	40	55	16,500	48,500	43,000	18,750
18	HİKTAŞ	200.000	240.000	5.492	11.931	17.693	19,15	20,25	16,85	2,500	1,060	875	1,625
19	İZMİR DEMİR ÇELİK	1.346.625	1.346.625	(16.305)	52.437	111.169	-	-	6,50	1,525	1,775	2,125	3,050
20	İZOCAM	450.000	175.000	42.259	50.780	113.750	87,50	75	75	10,000	8,800	9,700	9,800
21	KARTONSAN	540.000	270.000	22.012	48.428	186.437	20	30	60	11,000	14,000	14,750	18,750
22	KAV	62.400	62.400	722	(7.863)	1.400	12	-	-	3,850	14,250	14,000	14,500
23	KOÇ HOLDİNG	4.000.000	2.000.000	346.586	445.676	1.019.330	53,50	35	75	16,250	23,000	29,000	25,000
24	KOÇ YATIRIM	400.000	180.000	61.683	108.253	176.059	100	100	110	24,500	32,500	34,500	30,500
25	KORDSA	300.000	212.625	73.987	59.393	69.889	25	20	21,50	3,000	10,500	12,750	13,000
26	MAKİNA TAKİM	250.000	248.917,5	(5.801)	(11.406)	5.779	-	-	-	2,000	1,100	1,575	2,650
27	MARSHALL	1.250.000	276.000	18.875	53.315	85.732	42	61	55	10,500	8,700	11,000	7,200
28	MİGROS	100.000	100.000	11.205	40.933	82.728	37,50	100	210	100,000	89,000	88,000	80,000
29	OLMLUKSA	500.000	254.100	4.371	11.008	3.650	4	10	-	3,000	1,775	3,350	4,450
30	OTOSAN	2.500.000	880.000	100.254	221.932	743.845	90	114	400	58,000	48,500	75,000	15,000
31	PETROL OFİSİ	3.000.000	2.520.000	277.192	546.913	1.171.665	61,29	86,30	211,34	14,000	41,500	9,500	15,000
32	PINAR SÜT	72.900	72.900	2.913	8.895	68.734	9,74	27,88	136	16,000	15,750	6,300	6,900
33	SARILYISAN	1.000.000	189.000	42.054	70.100	117.760	70	100	100	18,000	16,250	17,250	19,750
34	TLETAŞ	1.000.000	200.000	47.303	63.091	(5.653)	75	15	-	7,200	8,100	8,100	11,750
35	TÜRK DEMİR DÖKÜM	1.000.000	250.000	79.465	152.111	284.596	65	80	90	12,000	9,900	10,250	11,500
36	TÜRK SİEMENS	300.000	252.000	24.768	108.370	188.457	75	60	65	9,800	11,000	11,750	14,500
37	T. İŞ BANKASI - B-	-	30.000	477.147	843.397	2.516.752	74	41,66	108,93	35,500	18,500	23,500	23,500
38	TÜRKİYE ŞİŞE VE CAM	3.000.000	1.728.158	42.538	83.461	209.587	10	11	10	3,800	2,350	2,800	3,200
39	YAPI KREDİ B.	-	1.800.000	483.606	509.333	68.041	54,12	40	27,80	3,650	2,600	3,750	4,400
40	YASAŞ	162.000	81.000	4.374	24.434	72.123	13	25	50	8,100	4,800	6,800	10,500



# Görüşler

Dr. BURAK ATAMTÜRK

## Türkiye'de Kamu Finansman Politikası ve Kriz İlişkisi

**T**ÜRKİYE ekonomisinin bugün içinde bulunduğu krizin geciktirilmiş ve o derecede de ağırlaştırılmış bir kriz olduğu Türkiye ekonomisinin son 10 yıldır nabzını tutan herkes için sanırım aşikârdır.

Türk ekonomisinin bütçe açıklarını kısa dönemli yüksek faizli borçlarla daha büyük açıklara taşıdığı ve bunların sonucu olarak hızla bir finansman krizine doğru ilerlediği bilinen bir gerçektir. Bu dönemden itibaren Türkiye ekonomisinde devletin temel gelir kaynağı olan vergi gelirlerinin yeni bir vergi reformu gerektirecek şekilde düşük düzeyde kalması, artan harcamaların finansmanının iç kaynaklardan karşılanmasını zorunlu kılmıştır. Yerel ve genel seçimlerinin vaatleriyle oluşan destekleme alımları, sübvansiyonlar ve vergi muafiyetleri gibi eko-

nomi mantığı konusunda tartışmaya oldukça açık olan bütçe giderleri kamunun borçlanma gereksinimini arttırmıştır.

«Tablo 1»de 1980 – 93 yılları arasında Kamu Sektörü Borçlanma Gereği (KŞBG)'nin GSMH'ya oranları gösterilmiştir.

Türkiye ekonomisinin 1986 yılından itibaren giderek artan oranda bir finansman krizine doğru ilerlediği görülmektedir. Bu dönemden itibaren vergi gelirlerini artıramayan devlet, özel sektörün tasarruf fazlasını borçlanarak kendine transfer etme yoluna gitmiştir. Bu transfer, faiz oranını yükseltip borçlanmayı katlayarak artırmıştır. Bu dönemde devletin kamu açıklarının finansmanında, giderek artan oranlarda iç kaynakla-

ra yöneldiği görülmektedir (bkz.: Tablo 2).

Tablodan da izleneceği gibi, özellikle son yıllarda ekonominin Merkez Bankası'ndan kısa vadeli avans ve tahvil arzını artırarak kamu açıklarını kapatma çabasına yöneldiği görülmektedir. 1980 yılında kamu açıklarının finansmanında iç borçlanmanın payı % 30 oranında iken, son yıllarda ortalama % 80'lere ulaşmıştır. Bunda kısa vadeli ve yüksek faizle borçlanmanın yarattığı kısır döngünün payı olduğu söylenebilir.

Alınan borç, ekonomide net kaynak yaratmadan geri ödeme gününde

**TABLO 1**  
**Kamu Sektörü Borçlanma**  
**Gereği'nin GSMH'ye Oranları (%)**

Yıllar	KSBG/GSMH
1980	10,5
1981	4,9
1982	4,3
1983	6,0
1984	6,5
1985	4,8
1986	4,7
1987	7,8
1988	6,2
1989	7,1
1990	9,5
1991	14,4
1992	12,6
1993 (*)	16,3

(\*) Tahmin.

**Kaynak:** - Ercan Uygur.

- OECD, Economic Surveys, 1994.

faizi ile birlikte ekonomiye yük getirmiştir. Alınması gereken önlemleri ile ri bir tarihe erteleme çabası, ödemelerin yeni ve daha yüksek faizli kâğıtlarla yapılmasına yol açmıştır. Gelişmiş serbest piyasa ekonomilerinin kamu borcu/GSYİH oranlarına baktığımızda, Türkiye'deki oranlardan çok daha yüksek olduğunu görmekteyiz. Örnek olarak Belçika'da toplam kamu borçlarının GSYİH içindeki payı 1992 yılı itibariyle % 134,4, Hollanda'da % 78,3, Danimarka'da % 62,2, Yunanistan'da ise % 84,3 oranındadır.

Türkiye'nin toplam kamu borçlarının yıllar itibariyle milli gelire oranları «Tablo 3»de gösterilmektedir.

«Tablo 3»ü inceleyerek, 1980-92 yılları arasında bu oranların gelişmiş ülke ekonomilerindeki oranlardan düşük olduğu göze çarpmaktadır. Buradaki temel farklılık, borçlanmanın vade yapısı ile faiz oranında yatmaktadır.

Buradan hareketle, Türkiye'de kamu finansman politikasının, enflasyonist bir politikaya aracılık etmesine ve finansman krizine yol açmasına neden olarak 3 temel faktör sıralanabilir:

1. Borçlanma vadesinin kısalığı,
2. Borçlanmanın % 90'nının bankacılık kesiminden yapılması,

◆ Her insanın düşündüğünü söylemeye, her dinleyeninin de onu yere sermeye hakkı vardır.

*Samuel Johnson*

**TABLO 2**  
**Türkiye’de Kamu Açıklarının Finansmanı (%)**

Yıllar	Merkez Bankası Kaynaklarından	Dış Borç Kullanarak	İç Borç Kullanarak
1980	34,3	35,5	30,2
1981	20,0	62,8	17,2
1982	12,7	49,5	37,8
1983	9,8	21,0	69,2
1984	11,2	59,2	29,6
1985	27,3	15,3	57,4
1986	14,1	58,1	27,8
1987	12,9	44,2	42,9
1988	15,8	43,3	40,9
1989	3,8	15,6	80,6
1990	3,5	6,1	90,4
1991	16,4	3,8	79,8
1992	20,6	1,8	77,6
1993 (*)	32,0	6,6	61,4

(\*) Tahmin.

Kaynak: Bkz. Tablo 1.

**TABLO 3**  
**Türkiye’de Kamu Borçlarının Milli Gelire Oranı (%)**

Yıllar	Toplam Kamu Borcu	İç Borç	Dış Borç
1980	22.8	11.9	10.9
1981	23.7	11.6	12.1
1982	27.9	12.3	15.6
1983	43.8	27.5	16.3
1984	47.3	25.3	22.0
1985	49.9	25.6	24.3
1986	55.5	27.0	28.5
1987	61.9	31.0	30.9
1988	61.6	29.7	31.9
1989	53.7	25.3	28.4
1990	43.5	20.2	23.3
1991	43.7	20.0	23.7
1992	52.2	23.2	29.0

Kaynak: OECD, Economic Surveys, 1991/1992/1993/1994.

**TABLO 4**  
**İç Borçlanmanın Vade Yapısı (%)**

Vade	1986	1987	1988	1989	1990	1991	1992 (1)	1993 (2)
1 Yıl	31.4	20.9	24.4	22.2	13.7	18.2	21.2	23.8
1.5 Yıl	0.0	4.2	5.2	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
2 Yıl	0.8	3.8	3.5	18.6	22.6	3.2	1.4	0.1
3 Yıl	8.7	4.0	4.5	10.6	13.9	2.4	0.9	0.1
4,5,6 Yıl	0.0	0.0	3.9	1.2	8.1	0.1	0.0	0.0
Diğer	0.7	1.2	1.3	1.5	1.3	1.2	20.1	0.7
<b>Tahvil</b>								
Toplamı	41.5	34.1	42.7	54.1	59.6	25.1	43.7	24.7
1 Ay	-	-	-	4.1	-	-	0.0	0.0
3 Ay	23.4	27.7	18.6	14.0	13.6	37.3	35.4	21.0
6 Ay	30.4	19.3	20.0	13.8	15.2	22.8	10.9	24.5
9 Ay	4.7	18.9	18.7	14.1	11.6	13.6	6.7	10.1
<b>Bono Toplamı</b>	58.5	65.8	57.3	45.9	40.4	74.9	56.3	55.6
	100.0	100.0	100.0	100.0	100.0	100.0	100.0	100.0

(1) Geçici rakamlar. (2) Kasım ayı itibarıyla.

**Kaynak:** HDTM'nin «Başlıca Ekonomik Göstergeler»inden oluşturulmuştur.

3. Ödünç alınan fonun sadece kamu açıklarının kapatılmasında kullanılması.

İlk olarak, Türkiye'de 1986 yılından itibaren borçlanmanın vade yapısı incelendiğinde, gelişmeler şöylece özetlenebilir (bkz.: Tablo 4).

Kısa vadeli olarak nitelendirdiğimiz, 1 yıldan az vadeli borçların toplam borçlanma içinde büyük yer tuttuğunu görmekteyiz. 1991 yılında iç borçlanma içinde kısa vadeli borçların payı % 74.9, son iki yıl itibarıyla de % 56-60'lar düzeyindedir. Kısa vadeli olarak ödünç alınan fonlar, ödeme gününde yüksek faizleri oranında tekrar borçlanmayı kaçınılmaz kılarak, yeniden borçlanmayı beslemektedir. Bu kısır döngü Türk ekonomisini finansal krize taşımıştır.

Buna benzer bir sonuç, Türkiye'deki gibi ağır bir krizi getirmese bile ABD'de de yaşanmıştır. Dornbusch ve Fischer'in 1960-89 yılları arasında ABD'de borçlanma ve faiz ödemeleri üzerine yaptıkları incelemeden almış oldukları ampirik sonuçlara göre; ABD'de 1960-74 döneminde faiz ödemelerinin büyük bir kısmı bütçedeki Birincil Fazla (Primary Surplus)'dan karşılanmış ve sözkonusu dönem arasında toplam bütçe açığının GSMH'ya oranı ortalama 0,7'lik düzeyde seyretmiştir. Ancak, ABD'de 1975-1989 döneminde Birincil Açık (Primary Deficit) söz konusu olduğundan, artan faiz ödemeleriyle birlikte hesaplanan toplam kamu açığı önemli boyutlarda artmıştır. 1960-74 döneminde toplam bütçe açığının GSMH'ya oranı ortalama 0,7, faiz oranının GSMH'ya oranı

ise ortalama 1.3 iken; 1975-89 döneminde bütçe açığı/GSMH oranı ortalama 3,8; faiz oranı/GSMH oranı ise 2,6'ya yükselmiştir (\*).

Türkiye'de bütçe için taşınması güç bir yük oluşturan borç faizlerinin konsolide bütçe giderleri içindeki paylarını gösteren «Tablo 5»de, % 13-14 oranında seyreden bir faiz yükünün bütçe açısından vereceği sinyaller ortadadır. Bu nedenle, borçlanmanın miktarından çok vade yapısının ve faiz oranının önemli olduğu söylenebilir.

Gelişmiş ülke ekonomilerinde, toplam kamu borçlarının GSYİH'ya oranının % 100'lere varmasına karşın makro dengeler açısından Türkiye ekonomisindeki gibi hasar yaratmasının altında iki temel neden yatmaktadır. Birincisi, bu borçlar en az

10 yıl süreli borçlardır; ayrıca bunlar, vade bitiminde eşanlı olarak net kaynak yaratmaktadır. İkinci önemli faktör ise, makro dengelerin istikrarından ötürü düşük düzeyde seyreden enflasyon oranının, % 5-10'lar düzeyinden düşük bir reel faiz yükünü olanağı kılmasıdır. Buna rağmen bu ülkeler dahi, kamu borçlarının GSYİH'ye oranlarının yüksek olduğundan hareketle, içborçları besleyen kamu açıklarının milli gelire oranını, anlaşmalar çerçevesinde % 1-1,5'e çekmeye çalışmaktadırlar.

Borçlanmanın yapıldığı kaynak açısından bir değerlendirme yaptığımızda ise, Türkiye'de iç borçlanmanın daha çok bankalardan yapıldığı görül-

(\*) R. Dornbusch, S. Fischer; (1990).

**TABLO 5**  
**İç Borç Faiz Giderleri/Konsolide Bütçe Giderleri**

Yıllar	(1) İçborç Faiz Giderleri (Milyar TL)	(2) Konsolide Bütçe Giderleri (Milyar TL)	1/2 (%)
1980	21	1.076	2
1981	41	1.516	3
1982	34	1.602	2
1983	116	2.613	4
1984	156	3.784	4
1985	247	5.399	5
1986	649	8.561	8
1987	1.260	13.043	10
1988	3.159	21.447	15
1989	5.614	38.671	13
1990	9.614	68.355	14
1991	16.941	130.263	13
1992	30.545	223.055	14
1993 (*)	53.000	397.614	13

(\*) Program.

Kaynak: HDTM'nin «Başlıca Ekonomik Göstergeler»inden ve «Aylık Göstergeler»den oluşturulmuştur.

mektedir. Kanuni zorunluluk olarak bankalara uygulanan disponibiliteler oranı, borçlanmayı hükümet açısından kolaylaştırıp artırmaktadır. İç borçların alacaklılara göre dağılımına baktığımızda (Tablo 6), tahvil ve bono toplamının ortalama olarak % 85'inin bankaların elinde bulunduğu görülmektedir. Disponibiliteler tutma zorunluluğunun yanı sıra, kredilerden alıkonulan fonların, rizikosu olmayan yüksek faizli kamu borçlanma senetlerine plasmanını artırmıştır. Ayrıca, bu kâğıtlar üzerinden REPO yaparak ek gelir eldesi ile faiz gelirlerinin stopaj vergisi dahil olmak üzere vergiden muaf olması, bankalar açısından da borçlanmayı çekiçi kılmıştır.

Ancak, bankalar açısından cazip olan bu tür bir vergi muafiyeti, bütçe için önemli miktarlarda vergi kaybına neden olmuştur. Özellikle iç borçların

da tırmanışa geçtiği 1986 yılından itibaren, vergi kaybı ile artan borçlanmanın oluşturduğu yüksek faiz oranı arasındaki makas açılarak, bütçeye giderek taşınması olanaksız bir yük oluşturmuştur. Bunun üstüne bir de vergi gelir esnekliğinin 1'den küçük olduğu Türkiye ekonomisinde enflasyonun vergi gelirlerini aşındırması etkisini koyalarsak, yükün boyutu daha iyi anlaşılabilir. Bu yük «Tablo 7»de açıkça görülmektedir.

İç borç faiz giderlerinin vergi gelirlerine oranı 1980-85 arası dönemde % 3- % 7 arasında seyrederken, 1986 yılından itibaren artarak % 22'ler düzeyine ulaşmıştır. Bunda iç borç faiz oranlarının artması kadar vergi gelirlerinin artış hızının düşük olmasının da payı olduğu söylenebilir. Bunu Türkiye'de vergi yükü rakamlarından izleyebiliriz (bkz.: Tablo 8).

**TABLO 6**  
**İç Borçların Alıcılara Göre Dağılımı (%)**

	1987	1988	1989	1990	1991	1992	1993
<b>BONO</b>							
Bankalar	76.3	91.6	88.8	93.3	91.6	86.3	72.6
Kamu Sektörü	19.3	5.6	7.1	5.2	3.5	1.4	0.3
Özel Sektör	4.4	2.7	4.1	1.5	4.9	6.6	3.0
Tasarruf Sahibi	0.1	0.1	0.0	0.0	0.0	5.8	23.6
Toplam	100.0	100.0	100.0	100.0	100.0	100.0	100.0
<b>TAHVİL</b>							
Bankalar	80.4	89.0	91.4	81.0	89.7	70.5	87.9
Kamu Sektörü	15.9	8.1	5.9	18.2	8.5	27.7	8.4
Özel Sektör	3.4	2.9	2.7	0.9	1.7	1.6	2.5
Tasarruf Sahibi	0.3	0.0	0.0	0.0	0.0	0.2	1.2
Toplam	100.0	100.0	100.0	100.0	100.0	100.0	100.0

**Kaynak:** HDTM'nin «Başlıca Ekonomik Göstergeler»inden oluşturulmuştur.

TABLO 7  
İç Borç Faiz Giderlerinin Vergi Gelirlerine Oranı

Yıllar	(1) İç borç Faiz Giderleri (Milyar TL)	(2) Vergi Gelirleri (Milyar TL)	1/2 (%)
1980	21	750	3
1981	41	1.191	3
1982	34	1.305	3
1983	116	1.934	6
1984	156	2.372	7
1985	247	3.830	6
1986	649	5.972	11
1987	1.260	9.051	14
1988	3.159	14.232	22
1989	5.614	25.560	22
1990	9.614	15.399	21
1991	16.941	78.745	22
1992	30.545	141.868	22
1993	53.000	397.614	37

Kaynak: HDTM'nin «Başlıca Ekonomik Göstergeler»inden oluşturulmuştur.

TABLO 8  
Türkiye'de Vergi Yükü (%)  
(Parafiskal Gelirler Dahil)

	1982	1983	1984	1985	1986	1987	1988	1989	1990	1991	1992
Vergi											
Yükü	18.1	17.1	14.4	15.3	17.6	18.4	17.2	18.2	20.1	21.1	19.6

Kaynak: İSO ve HDTM verilerinden oluşturulmuştur.

Bu açıklamalar, Türkiye ekonomisinin bugün içinde bulunduğu finansal krizin son 1-2 yılın ürünü olmayıp 1980 sonrası dönemi kapsadığını ve özellikle 1986 yılından itibaren giderek ağırlaştığını göstermektedir.

Türkiye ekonomisi özellikle 1986 yılından itibaren, seçim ekonomileri ve bankaların oluşturduğu harcamaların da etkisi ile sürekli kamu kesimi açığı veren bir ekonomi durumuna dönüştü. 1986 yılında KSBG/GSMH

oranı % 4,7 iken, 1993 itibariyle bu oran % 16,3'ler düzeyine geldi. Gerçekleştirilemeyen vergi reformu ile vergi gelirlerinden de mahrumiyet, ekonominin Merkez Bankası ve iç kaynaklara sürekli ve artan oranlarda başvurmasını kaçınılmaz kılarak makro dengeleri bozdu. Yaşanan bu krizden çıkarılacak elbette birçok önemli dersler var. Kanımızca bunlardan en önemlisi, makro dengeleri bozulmuş, % 60-70'ler oranına oturmuş kronik

enflasyonu olan bir ekonominin sadece borçlanma politikası ile yeni dengeleri oluşturamayacağı, aksine süratle ekonomiyi krize sürükleyecektir. Yukarıda da değinildiği üzere birçok gelişmiş serbest piyasa ekonomisi büyük miktarlarda kamu borcu taşımaktadır. Önemli nokta, borcun miktarı değil, vadesi ve faiz oranıdır. Ancak yıllık % 60-70 kronik enflasyona sahip bir ülkede beklentilerin ve ulusal paraya güvenin zayıflaması, zorunlu olmayan borçlanmaya doğaldır ki şans tanımayacaktır. Bir tek istisna dışında, o da, çok kısa dönemli bir göz kamaştırıcı faiz oranları uygulanarak...

Türkiye ekonomisinde krize giden yolun çizimi böyle oluşmuştur. Bundan sonra, borçlanma ile finansman politikasından, yeni makro dengeler kuruluncaya dek vazgeçilmesi, yeni ve daha ağır bir krizin yaşanmaması için kaçınılmazdır. Çünkü, enflasyonu % 20-30'lar düzeyine çekmeyi amaçlamış bir politika için, % 100'leri aşan faiz oranlarıyla yapılan bugünkü borçlanma; Türkiye ekonomisini daha ağır krizlere taşıyacaktır. Sonuçta bugünkü kriz kendi daralmasını yaşatacaktır.

Trend yukarı doğru döndüğünde, yani Türkiye ekonomisi tekrar canlanmaya girdiğinde, uzun dönemli makro dengelerin oluşması; ciddi bir vergi reformu ile üretime dayalı geçici olmayan kaynaklardan beslenen bir ekonomi politikasına bağlı görünmektedir. Bu ise, ekonomi biliminin dayattığı tercihlere, siyasal tercihlerden daha fazla kulak verilmesi ile gerçekleştirilebilir.

## KAYNAKLAR

Robert J. BARRO; «Are Government Bonds Net Wealth?», Journal of Political Economy, December 1974.

R. DORNBUSCH, S. FISCHER; «Macroeconomics», New York 1990.

Ercan UYGUR; «Policy, Trade and Growth in Turkey: 1970-1990».

OECD, Economic Surveys; «Turkey, Organization for Economic Co-operation and Development, 1991-1992-1993-1994».

T.C. Başbakanlık Hazine ve Dış Ticaret Müsteşarlığı (HDTM); «Başlıca Ekonomik Göstergeler.»

İstanbul Sanayi Odası (İSO); Çeşitli Yayınlar.



◆ Çok yazmak, çabuk yazmak hiç de önemli değildir. Dünya «nasıl» yazdığına değil, «ne» yazdığına bakar.

*G. Henry Lewes*

◆ Gençlikte günler kısa, yıllar uzun; yaşlılıkta da günler uzun, yıllar kısadır.

*Panin*

◆ Yenilgi, bir umutsuzluk kaynağı değil, taze bir başlangıç olmalıdır.

*South*



# Görüşler

Dr. ARMAN T. TEVFİK – Dr. GÜRMAN TEVFİK

## A Tipi Yatırım Fonlarının 1993 Yılındaki Başarımı

### GİRİŞ

**F**ONUN ya da cüzdanın ortalama getirisi, faiz oranlarının yüksekliği, hisse senedi piyasasının yükselmesi gibi nedenlerle yüksek olabilir. Düşük bir betaya sahip olan düşük riskli bir cüzdanın getirisi, yükselen piyasada görece olarak düşük olacaktır. Bu ve benzeri nedenlerden ötürü cüzdan başarımını, cüzdanın ortalama getirisi ile değerlendirmek, ölçmek yanlış olacaktır.

Bir cüzdanın başarımını değerlemede üç önemli konu vardır. İlk olarak, yatırım, risk ve getiriye bağlı olan iki boyutlu bir süreç olduğu için; cüzdan yöneticileri ile yatırımcıların cüzdanlarını değerlendirirken bu iki etmeni ele almaları gerekir. Başka bir deyişle, cüzdan yöneticileri riske göre ayarlanmış yüksek bir getiri elde edip etmediklerine göre değerlendirilmelidir. İkinci olarak, bir cüzdanın başarımını piyasa cüzdanı endeksi gibi bir standartla karşılaştırmak gerekebilir. Üçüncü olarak, cüzdan yöneticisi, cüzdana sağladığı çeşitlendirme ölçüsü ve saptanan amaçlara ulaşip ulaşmadığı açılarından değerlendirilmelidir. Cüzdandaki çeşitlendirme arttıkça cüzdanın sistematik olmayan riskinden kaçınılacak, yalnızca sistematik risk sözkonusu olabilecektir.

Yukarıda sıralanan nedenlerden ötürü riske göre ayarlanmış başarımı ölçen iki yöntem geliştirilmiştir (1) [\*]: Her bir birim risk için getiri, farklılaştırılmış getiri.

Her bir birim risk için getiri yöntemi, bir fonun başarımını bir birim risk için getirisinin hesaplanmasıyla ölçer. Bu yöntemeye göre, bir birim risk için en çok getiri sağlayan fon, başarımı en iyi fon olarak algılanır. Bir birim risk için en düşük getiri sağlayan fon, başarımı en kötü fon olarak düşünülür.

[\*] Dipnotları yazının sonunda yer almaktadır.

Bir birim risk için getiriyl ölçen iki yöntem vardır: Sharpe oranı (2) ve Troyner oranı (3). Sharpe oranı (SO), şöyle hesaplanır:

$$SO = \frac{R_p - RF}{SD_p}$$

Troyner oranı (TO) da şöyle hesaplanır:

$$TO = \frac{R_p - RF}{b_p}$$

Burada,

- $R_p$  = p cüzdanının ortalama getirisini
- $RF$  = Risksiz faiz oranı ortalamasını
- $SD_p$  = Cüzdanın (fonun) standart sapmasını
- $b_p$  = Cüzdanın (fonun) betasını

temsil etmektedir.

Bu iki yöntem, riskin tanımı konusunda birbirinden ayrılır. Sharpe, riski toplam risk (standart sapma) olarak ölçerken; Troyner, riski piyasa riski (b) olarak ölçmektedir.

Finansal varlıkları değerlendirme modeline (FVDM) dayanan Sharpe oranı, iyi çeşitlendirilmiş cüzdanların; menkul değer piyasa doğrusuna dayanan Troyner oranı, iyi çeşitlendirilmemiş cüzdanların başarımlarını ölçmek için daha uygundur.

Jensen (4) tarafından geliştirilen Jensen ölçüsü olarak adlandırılan Troyner'in risk ölçüsüne benzer bir ölçü de farklılaştırılmış getiri, ya da alfa adıyla anılır. Gerçekte bu iki ölçü de cüzdan başarımında özdeş sıralamalar sağlar. Önceki iki ölçü cüzdan başarımlarını sıralamaya yönelik iken; bu ölçü, cüzdanın piyasayı geçip geçmediğini belirler. Bu ölçü de FVDM'ne dayanır. Bilindiği gibi, herhangi bir menkul değer (i) ya da cüzdanın (p) beklenen getirisi aşağıdaki gibi tanımlanır:

$$ER_p = RF + b_p [ER_M - RF]$$

Geleceğe yönelik olarak ortaya konulan denklem, yatırımcıların beklentileri gerçekleşmişse, geçmiş dönemlere de uygulanır. Bu durumda yukarıdaki denklem şöyle olacaktır:

$$R_{p1} = RF_t + b_p [R_{Mt} - RF_t] + E_{p1}$$

Burada,

- $R_{p1}$  = p cüzdanının t dönemindeki getirisi
- $RF_t$  = t dönemindeki risksiz faiz oranı
- $R_{Mt}$  = t dönemindeki piyasanın getirisi

$$E_{pt} = t \text{ dönemindeki } p \text{ cüzdanı için raslantısal hata terimi}$$

$$[R_{Mt} - RF_t] = t \text{ dönemi boyunca sağlanan piyasa risk primini}$$

göstermektedir.

Yukarıdaki denkleme göre,  $p$  cüzdanın herhangi bir dönemdeki gerçekleşmiş getirisi; risksiz faiz oranı, cüzdan risk primi ve hata teriminin toplamına eşittir. Piyasa risk priminin veri olması durumunda,  $p$  cüzdanının risk primi,  $p$  cüzdanının sistematik riskinin bir fonksiyonudur. Başka bir deyişle, sistematik risk ne denli büyükse, risk primi de o denli yüksektir.

Yukarıdaki denklem, risk primi ya da artık getiri cinsinden (eşitliğin her iki yanından  $RF_t$  çıkartılarak) yeniden şöyle yazılabilir:

$$R_{pt} - RF_t = b_p = [R_{Mt} - RF_t] + E_{pt}$$

Burada,

$$R_{pt} - RF_t = p \text{ cüzdanının risk primini}$$

temsil eder.

Denklem;  $p$  cüzdanının risk priminin, piyasa risk primi ile betanın çarpımı ve hata terimin toplamına eşit olduğunu, ortaya koymaktadır. Bir başka deyişle,  $p$  cüzdanın risk primi; FVDM doğru ve yatırımcıların beklentileri genel olarak gerçekleşiyorsa, piyasa cüzdanın risk primine eşit olmalıdır.

Denklem görgül olarak sınanabilir. Bu amaçla cüzdan artık getirileri (risk primleri) piyasanın artık getirileri (risk primleri) ile regrese edilir. Yöneticiler, üstlenilen riske oransal bir getiri elde ediyorsa, cüzdan başarımı ancak piyasa kadardır. Bu durumda regresyon doğrusunda sabit terim yoktur ve doğru orijinden geçmektedir.

Sabit bir terimin, alfanın, denkleme eklenmesi, başarılı ve başarısız cüzdanların belirlenmesi için gereklidir. Bu nedenle denklem aşağıdaki biçime dönüşecektir:

$$R_{pt} - RF_t = a_p + b_p [R_{Mt} - RF_t] + E_{pt}$$

Alfa, cüzdan yöneticisinin katkısını ölçer. Alfa pozitif ise, üstün başarıım sözkonusu olur. Alfa negatif ise, başarıım sözkonusu değildir. Alfa sıfırdan farklı değilse; yönetici, piyasa cüzdanına yakın bir başarıım sağlamış demektir. Farklılaştırılmış getirinin ölçülmesi dışında bu getirinin istatistiksel olarak anlamlı olup olmadığı da sınanabilir. Bu sınama işlemi  $t$  testi ile yapılır. Çünkü formüldeki değişkenler aşağıdaki regresyon denkleminde gelmektedir:

$$R_{pt} - RF_t = a_p + b_p [R_{Mt} - RF_t] + E_{pt}$$

Kuşkusuz,  $a_p$  ve  $E$  değerleri regresyon hesaplamaları sonucunda elde edilen değerlerdir. Alfa ( $a_p$ ) değeri için yüksek  $t$  (2 ya da daha yüksek) istatistiği, farklılaştırılmış getirinin şans eseri olmadığını ortaya koyacaktır.

Jensen ölçüsü, cüzdanın piyasayı geçip geçmediğini gösterir. Bu ölçü, cüzdan başarımlarını sıralamada yararlı değildir. Bu sıralama için değiştirilmiş Jensen ölçüsü ( $J_m$ ) (5) kullanılır. Bu ölçü şöyle hesaplanır:

$$J_m = \frac{a_p}{b}$$

Bu araştırma, yukarıda sıralanan yaklaşımlara (6) göre A tipi fonların ne ölçüde bir çeşitlendirmeyi gerçekleştirdiklerini belirlemek ve riske göre ayarlanmış getiri açısından başarımlarını sıralamak için yapılmıştır (7).

## YÖNTEM

Sermaye Piyasası Kanunu'nun 37. maddesine göre; «Halktan katılma belgeleri karşılığında toplanacak paralarla, belge sahipleri hesabına, riskin dağıtılması ilkesi ve inaçlı mülkiyet esaslarına göre sermaye piyasası araçları, gayrimenkul, altın ve diğer kıymetli madenler portföyü işletmek amacıyla kurulan mal varlığına yatırım fonu» adı verilir. A tipi yatırım fonları ise cüzdanın en az % 25'i oranında hisse senedi bulunan fonlardır.

Araştırma için 1993 yılının başından beri faaliyette bulunan 22 A tipi yatırım fonu belirlenmiştir. Bu belirlemeden sonra bu fonların, piyasanın (İMKB Kapanış Endeksi'nin) ve risksiz faiz oranını temsil ettiği varsayılan İMKB'de işlem gören hazine bonolarının 52 haftalık getirileri derlenmiştir. Fonların, piyasanın ve hazine bonolarının haftalık getirileri şöyle hesaplanmıştır:

$$\text{Fonun haftalık getirisi} = \frac{(\text{bir pay değeri}_t - \text{bir pay değeri}_{t-1})}{\text{bir pay değeri}_{t-1}}$$

$$\text{Piyasanın haftalık getirisi} = \frac{(\text{İMKB Endeksi}_t - \text{İMKB Endeksi}_{t-1})}{(\text{İMKB indeksi}_{t-1})}$$

$$\text{Bonoların haftalık getirisi} = \frac{1 - 30 \text{ günlük hazine bonolarının basit ağırlıklı ortalama getirisi}}{52}$$

52

Hazine bonolarının haftalık getirilerinin bulunmasında izlenen yol şöyle açıklanabilir: Her hafta için yayınlanan 1-30 günlük hazine bonolarının basit ağırlıklı ortalama getirisi 52'ye bölünerek her hafta için hazine bonolarının haftalık getirisi bulunmuştur. Daha sonra 52 haftadan oluşan 22 fon, 1 piyasa endeksi ve 1 hazine bonusu getiri serisi oluşturulmuştur.

Yazarlardan biri tarafından yazılan programlar kullanılarak aşağıdaki hesaplamalar yapılmıştır:

Her bir fon, piyasa endeksi ve hazine bonosu serileri için 52 haftalık getirinin aritmetik ortalaması alınmıştır.

Standart sapma, haftalık getiriden haftalık ortalama getirinin çıkarılması, kalanın karesi alınarak toplanması ve bu toplamın 51'e (dönem sayısı – serbestlik derecesi = 52 – 1) bölünmesiyle, bulunmuştur.

Her bir fon için kovaryans, fon ve piyasa getirileri arasında mutlak değişmeye ölçüsünü belirlemek için hesaplanmıştır.

Her bir fon için beta, fon ve piyasa getirileri arasında hesaplanan kovaryansın piyasa varyansına bölünmesiyle hesaplanmıştır.

Her bir fon için sistematik olmayan risk, hata terimleri varyansı hesaplanarak bulunmuştur.

$R^2$  (belirleme katsayısı), fon ile piyasa arasındaki korelasyon katsayısının karesi alınarak belirlenmiştir. Korelasyon katsayısı ise hesaplanan kovaryansın fon ve piyasa standart sapmalarının çarpımına bölünmesiyle bulunmuştur. Piyasanın (İMKB Endeksi'nin) en iyi çeşitlendirilmiş bir cüzdan ve  $R^2$ 'sinin 1 olduğunu bildiğimize göre; 1'e yakın bir  $R^2$ , fonun çok iyi çeşitlendirildiğini gösterir. Bu hesaplamalardan sonra, fonların ne ölçüde çeşitlendirmeye gittikleri belirlenmiştir.

Troyner ölçüsü, her bir fonun haftalık ortalama getirisinden ortalama haftalık risksiz faiz oranı çıkarılıp, kalanın kendi betasına bölünmesiyle bulunmuş; daha sonra fonlar başarımlarına göre sıralanmıştır.

Sharpe ölçüsü, her bir fonun haftalık ortalama getirisinden ortalama haftalık risksiz faiz oranı çıkarılıp, kalanın kendi standart sapmasına bölünmesiyle bulunmuş; daha sonra fonlar başarımlarına göre sıralanmıştır.

Son olarak, fon risk primleri piyasa risk primleri ile regrese edilerek her bir fon için Jensen ölçüsü ve değiştirilmiş Jensen ölçüsü hesaplanmış, daha sonra fonlar başarımlarına göre sıralanmıştır.

## BULGULAR

«Tablo 1» de fonların ne ölçüde çeşitlendirmeye gittiği belirlemek için kullanılan istatistikler sunulmaktadır:

Tablo incelendiğinde İş2 ve İktisat5 fonlarının diğerlerine göre iyi çeşitlendirilmiş fonlar olduğu görülecektir.

Bilindiği gibi beta ve  $R^2$ , fon getirileriyle piyasa getirileri regrese edilerek he-

saplanır. Basit regresyon yönteminin mantığından ötürü, hesaplanan ortalama getiri, katılma belgesinin yıllık fiyat artışının 52'ye bölünmesiyle bulunmaz. Ortalama getiri, her bir haftalık getirinin toplanması ve 52'ye bölünmesiyle hesaplanır. Bu nedenle haftalık ortalama getiriyi 52 ile çarparak fonun yıllık getirisi hesaplamak doğru değildir. Ancak, haftalık ortalama getiriden yıllık getiriyi yaklaşık olarak bulmak için aşağıdaki hesaplama yapılabilir:

$$\text{Yıllık getiri} = ( (1 + \text{haftalık ortalama getiri})^{52} ) - 1$$

Örneğin, Fon 2'nin yıllık getirisi formüle göre aşağıda hesaplanmaktadır:

$$\text{Yıllık getiri} = ( (1.02296)^{52} ) - 1 = 2.26 = \% 226$$

**TABLO 1**  
**Çeşitlendirme Açısından Fon Sıralamaları (\*)**

FON	ORT. GET.	STD. SAP.	BETA	S. OLM. RİSK	KOR. KAT.	R <sup>2</sup>
PİYASA	3.375	5.959	1.000	0.000	1.000	1.000
İKTİSAT5	2.363	3.241	0.446	3.511	0.820	0.672
İŞ2	2.352	2.633	0.329	3.143	0.745	0.555
YKB3	1.986	2.927	0.330	4.792	0.672	0.452
DIŞBANK2	1.577	1.843	0.194	2.103	0.627	0.393
EMLAK2	1.309	1.460	0.130	1.564	0.529	0.280
GARANTİ4	1.818	2.890	0.253	6.204	0.521	0.272
FİNANS4	1.318	1.248	0.106	1.181	0.507	0.257
DEMİR1	1.178	1.504	0.127	1.720	0.505	0.255
GARANTİ5	2.015	3.818	0.316	11.253	0.493	0.243
İKTİSAT4	1.389	1.321	0.108	1.359	0.486	0.236
DIŞBANK3	1.488	2.617	0.208	5.409	0.475	0.225
İNER5	1.842	2.615	0.202	5.490	0.461	0.213
DIŞBANK1	1.266	2.387	0.155	4.945	0.387	0.150
İMPEX2	1.321	1.213	0.071	1.320	0.347	0.120
TÜRKBANK	1.205	0.855	0.048	0.661	0.337	0.114
ESBANK3	1.385	1.254	0.060	1.472	0.285	0.081
İŞ3	1.275	0.713	0.030	0.487	0.247	0.061
TSKB	2.367	8.091	0.320	63.071	0.236	0.055
EGE2	1.199	1.513	0.053	2.232	0.209	0.044
VAKIF6	1.139	0.916	0.015	0.847	0.101	0.010
VAKIF3	0.973	0.118	0.002	0.014	0.076	0.006
İŞ1	1.142	0.356	0.004	0.129	0.075	0.006

(\*) Haftalık yüzde getirilerden oluşturulmuştur.

Ancak, örneğin, İŞ2'nin yıllık gerçek getirisi % 229.16, İktisat5'in yıllık getirisi % 228.23 olmuştur. Bu farklılığın nedeni ise haftalık verilerde yuvarlama yapılmasından (örneğin, 1.123 olan getiri 1.12, 1.126 olan getiri 1.13 olarak programa alınmasından) kaynaklanmaktadır. Bu nedenle, elde edilen istatistikler aritmetik olarak çok duyarlı değildir. Diğer fonların yıllık gerçek getirilerine ilişkin bilgiler, çalışmanın amaçlarına bir katkısı olmayacağı için verilmemiştir.

Bu arada, R<sup>2</sup>'si 0.12'nin altında olan fonlar analizden çıkarılmıştır. Fonlardaki düşük çeşitlendirme, varlıklarının küçük bir bölümünü (örneğin yalnızca % 25'ini) hisse senetlerine bağlamalarından, düşük betası olan hisse senetlerine yatırım yapmalarından ve 1 yıldan kısa bir süre için A Tipi fon olarak çalışmalarından kaynaklanabilir.

Daha sonra, bu fonlara ilişkin istatistikler Sharpe ve Troyner yaklaşımlarına göre hesaplanmış; fonlar, başarımlarına göre sıralanmıştır. «Tablo 2»de konuyla ilgili bulgular sunulmaktadır:

**TABLO 2**  
**Başarım Sıralamaları: Sharpe ve Troyner**

Fon	Ort. Getiri	Std. Sapma	Beta	R <sup>2</sup>	Sharpe	Sıra	Troyner	Sıra
İŞ2	2.352	2.633	0.329	0.555	0.430	1	3.438	1
İntER5	1.842	2.615	0.202	0.213	0.238	4	3.070	2
İKTİSAT5	2.363	3.241	0.446	0.672	0.353	2	2.564	3
GARANTİ5	2.015	3.818	0.316	0.243	0.208	5	2.517	4
GARANTİ4	1.818	2.890	0.253	0.272	0.207	6	2.364	5
YKB3	1.986	2.927	0.330	0.452	0.262	3	2.320	6
DIŞBANK2	1.577	1.843	0.194	0.393	0.193	7	1.838	7
İKTİSAT4	1.389	1.321	0.108	0.236	0.128	8	1.572	8
İMPEX2	1.321	1.213	0.071	0.120	0.083	10	1.432	9
DIŞBANK3	1.488	2.617	0.208	0.225	0.102	9	1.284	10
FİNANS4	1.318	1.248	0.106	0.257	0.079	11	0.925	11
EMLAK2	1.309	1.460	0.130	0.280	0.061	12	0.689	12
DIŞBANK1	1.266	2.387	0.155	0.150	0.019	13	0.299	13
DEMİR1	1.178	1.504	0.127	0.255	(0.028)	14	(0.334)	14

Tablo incelendiğinde İŞ2, Sharpe oranına ve Troyner oranına göre başarımları en iyi fon olarak belirlenmiştir. Bu iki ölçüye göre başarımları iyi olan diğer iki fon, İktisat5 ve İntER5 fonlarıdır.

Ayrıca, bu iki sıralama arasındaki ilişki, Spearman sıra korelasyon katsayısı hesaplanarak belirlenmeye çalışılmıştır. Spearman sıra korelasyon katsayısı şöyle hesaplanır:

$$r_s = 1 - \frac{6 \sum_{i=1}^n d_i^2}{n^2 - n} = 1 - \frac{6 \cdot 18}{2,744 - 14} = 1 - 0.39502 = 0.960$$

Burada,

$r_s$  = Spearman sıra korelasyon katsayısını

$d_i$  = Sıralamalar arasındaki farkı

$n$  = Gözlem (sıra) sayısını

temsil etmektedir.

İki sıralama arasındaki korelasyon katsayısının 0.96 gibi yüksek bir değer alması, herhangi bir istatistiksel testi gerektirmeyecek ölçüde korelasyon katsayısının anlamlı ve yüksek olduğunu göstermektedir.

Son olarak, bu fonlara ilişkin istatistikler Jensen yaklaşımına göre çıkarılmış, fonlar başarımlarına göre sıralanmıştır. Bu yaklaşıma göre Jensen ölçüleri pozitif olan fonlar, başarılı; negatif olan fonlar başarısızdır. «Tablo 3»de konuyla ilgili bulgular sunulmaktadır:

**TABLO 3**  
**Başarım Sıralamaları: Jensen**

Fon	R P Ort*	Beta	R <sup>2</sup>	Jensen**	Std. Hata	T-Değeri	D.Jen	Sıra
İŞ2	1.132	0.333	0.559	0.415	0.264	1.573	1.245	1
İTER5	0.622	0.206	0.220	0.179	0.346	0.516	0.868	2
İKTİSAT5	1.143	0.448	0.676	0.178	0.277	0.643	0.397	3
GARANTİ5	0.795	0.321	0.248	0.104	0.497	0.210	0.326	4
GARANTİ4	0.598	0.256	0.278	0.046	0.368	0.124	0.178	5
YKB3	0.766	0.333	0.457	0.048	0.324	0.147	0.143	6
DIŞBANK2	0.356	0.196	0.407	(0.067)	0.211	(0.315)	(0.339)	7
İKTİSAT4	0.169	0.111	0.253	(0.069)	0.169	(0.408)	(0.625)	8
İMPEX2	0.101	0.074	0.134	(0.058)	0.168	(0.347)	(0.788)	9
DIŞBANK3	0.268	0.212	0.232	(0.190)	0.344	(0.551)	(0.894)	10
FİNANS4	0.098	0.109	0.275	(0.137)	0.158	(0.868)	(1.257)	11
EMLAK2	0.089	0.133	0.296	(0.197)	0.183	(1.077)	(1.481)	12
DIŞBANK1	0.046	0.158	0.156	(0.293)	0.327	(0.898)	(1.861)	13
DEMİR1	(0.043)	0.130	0.270	(0.323)	0.191	(1.690)	(2.481)	14

(\*) Risk primi ortalaması = fonun ortalama getirisi - risksiz faiz oranı ortalaması.

(\*\*) Regresyon denkleminin sabit terimi.

Sıralamaların anlamlı olması için t değerlerinin yaklaşık 2 olması gerekmektedir. Ancak İŞ2, 0.1 anlamlılık düzeyinde başarılı olmuştur. Dolayısıyla, yukarıdaki sıralamanın istatistiksel olarak fazla bir anlamı yoktur.



Bu arada Jensen ölçüsü ile Troyner ölçüsünün aynı kuramdan (FVDM) çıkması nedeniyle sıralamaların özdeş olduğu vurgulanmalıdır.

## SONUÇLAR

Araştırma sonucunda ulaşılan genel sonuçlar aşağıda sıralanmıştır:

- Gerek ortalama gerekse bireysel olarak fonların ortalama getirileri piyasa- nın ortalama getirisi olan 3.375'i aşmamıştır.
- İki risk ölçüsü olan standart sapma ve beta sırasıyla 0.0356 – 8.0991 ve 0.002 – 0.446 aralıklarında çok dağınık değerler almıştır.
- Hiçbir fonun  $R^2$ 'si 1.0'e yaklaşmamıştır. Çeşitlendirme açısından hiçbiri pi- yasaya ulaşmamıştır.
- Üç başarımlı ölçüsüne göre yapılan sıralamalar büyük benzerlik göstermiş- tir. Hesaplanan korelasyon katsayısı yaklaşık 0.96 düzeyindedir.

Yukarıda tartışılan yöntemler, cüzdandan başarımının değerlendirilmesinde birta- kım sorunlar yaratabilir. Konu ile ilgili genel sorunlar aşağıda sıralanmıştır:

- Bu ölçüler, sermaye piyasası kuramı ve finansal varlıklar değerlendirme mode- linden çıkmış olup; bu kuramlardaki varsayımlara bağlıdır. Kuram gerçeği ne ka- dar iyi yansıtıyorsa, ölçüler de gerçeği o kadar iyi yansıtır. Kuramın gerçeği bütü- nüyle yansıtmadığı konusunda görüşler yaygındır.
- Piyasa cüzdancını piyasa endeksi ile temsil edilmesi sorunlara neden olabi- lir. Çünkü endeks piyasayı iyi bir biçimde temsil etmeyebilir.
- Beta uygun bir risk ölçüsü olmayabilir. Örneğin, pazar cüzdancının tanımı de- ğiştikçe, betalar da değişmektedir. Bu gerçek, başarımlı boylandırmalarını değiştire- bilir.
- Finansal varlıkları değerlendirme modelinin doğruluğu konusunda görgül bulgular, birbirini yalanlar niteliktedir.

Bu çalışmaya özgü bazı sorun ve sınırlıklar da sözkonusudur:

- Birincisi, fonların başarımını değerlendirmede kullanılan süre olan 1 yıl, ba- şarımlı değerlendirme için oldukça kısa bir süredir.
- İkinci olarak, hazine bonusu getirisi, risksiz faiz oranı için iyi bir örnek değil- se, başarımlı ölçülerine bu olgunun etkisi olacaktır. Ancak, yazarlar hazine bonusu getirisinin risksiz faiz oranını 1993 yılı için oldukça iyi bir biçimde temsil ettiği kanı- sındadır. Bununla birlikte, 1994 yılı için yapılacak bir çalışmada hazine bonusu getirisini risksiz faiz oranı olarak almak doğru olmayacaktır.
- Üçüncü olarak, sermaye piyasası kuramında kullanılan piyasa cüzdancını,

hisse senedi indeksleri ile temsil etmek sorun yaratabilir. Ayrıca bu fonları, hisse senedi piyasası ile ilişkili fonlar (çoğunun betası ve  $R^2$ 'si 0.5 altında olduğu için) olarak değil de para piyasa fonları olarak ele almak sözkonusu olursa, bu kez piyasa endeksi yerine başka bir endeks kullanmak gerekebilir. Ya da bütünüyle burada tartışılan yaklaşımların kullanılmaması gerekebilir.

## DİPNOTLARI – KAYNAKLAR

- (1) Cüzdan ya da fon başarımının değerlendirilmesi konusunda ayrıntılı bilgi için bkz.; Aydın Ayaydın; «Yatırım Fonları Performans Değerlemesi», İstanbul, 1993. Ünal Bozkurt; «Menkul Değer Yatırımlarının Yönetimi», İktisat Bankası Eğitim Yayını No. 48, İstanbul, 1988, ss. 282 – 325.
- (2) William F. Sharpe; «Mutual – Fund Performance», Journal of Business, 39, No. 1, Part 2, January 1966, ss. 119 – 138.
- (3) Jack L. Troyner; «How to Rate Management of Investment Funds», Harvard Business Review, 43, No. 1, January – February 1965, ss. 63 – 75.
- (4) Micheal C. Jensen; «The Performance of Mutual Funds in the Period 1945 – 1964», Journal of Finance, 23, No. 2, May 1968, ss. 389 – 416.
- (5) Keith V. Smith and Dennis Tito; «Risk Return Measures of Ex Post Portfolio Performance», Journal of Financial and Quantitative Analysis, 4, December 1969, ss. 449 – 471.
- (6) Bir başka başarıım ölçme yaklaşımı olan bileşenlerine ayırma yöntemi için bkz.: Eugene Fama; «Components of Investment Performance», Journal of Finance, June 1972, ss. 551 – 567.
- (7) Türkiye'de yatırım fonlarının 1988 – 1992 dönemi için başarımlarının değerlendirilmesine ilişkin araştırmalar için bkz.: Aydın Ayaydın; agk, ss. 142 – 158. ABD'deki yatırım fonlarının başarımlarının değerlendirilmesine ilişkin araştırmalar için bkz.: Aydın Ayaydın; agk, ss. 35 – 42. Ayrıca, İMKB'deki hisse senetlerinin 1986 – 1989 dönemi başarımlarını değerlendirmeye yönelik araştırma için bkz.: Mehmet Bolak; «Sermaye Piyasası, Menkul Kıymetler ve Portföy Analizi», Beta Basım Yayıncılık A.Ş. 1991, ss. 202 – 203.

## BANKA VE EKONOMİK YORUMLAR (AYLIK DERGİ)

İDARE YERİ : Binbirdirek Mahallesi, Suterazisi Sokak No. 6 Kat 2; 34400 Sultanahmet - İstanbul • TELEFON : (0-212) 518 17 32 • YAZIŞMA: P.K. 769; 80005 Karaköy - İstanbul • AÇIKLAMA : Dergi'deki yazılar kaynak göstermek koşuluyla alınabilir • KDV DAHİL 1994 İÇİN YILLIK ABONE : 360.000 TL; ÖĞRENCİLERE : 180.000 TL • BANKA HESAP NUMARALARI (İstanbul): Akbank Türbe Şubesi 443-2, İş Bankası Çağaloğlu Şubesi 256319, Yapı ve Kredi Bankası Çemberlitaş Şubesi 2269-9, Ziraat Bankası Beyoğlu Şubesi 768 • DİZGİ ve GRAFİK DÜZENLEME : Yazzevi, Telefon: 512 60 43 • BASKI : Kent Basımevi, Telefon: 528 08 15 • CİLT : Dostlar Ciltvi, Telefon: 526 59 24 • BASKI TARİHİ : 26 Eylül 1994 • GENEL DAĞITIM: YAYSAT •

# Görüşler

Dr. E. ERTUĞRUL KARSAK

## Özelleştirme Sürecinde Hedefler, Sorunlar ve Öncelikler

### GİRİŞ

**C**UMHURİYETİN ilk yıllarında, girişimci sayısının sınırlı, sermaye birikiminin yetersiz olduğu, sermaye piyasalarının oluşmadığı bir ortamda hızlı kalkınma hedeflerine ulaşabilmek için devlet tarafından farklı alanlarda yatırım yapılması gerekli olmuştur. Bunun sonucu olarak kurulan Kamu İktisadi Teşebbüsleri (KİT'ler) 1930'lerden itibaren ekonomik gelişmenin lokomotifleri olarak görülmüştür. KİT'lerin itici güç rolü oynamaları, uygulanan ithal ikamesi politikaların sonucu özel sektörün girdilerini sağlamaları da dikkate alındığında, 1970'li yıllara kadar süregelmiştir. Sınai ve ticari faaliyetlerinin yanısıra işsizliğin azaltılması ve enflasyonla mücadele konularında da KİT'lere bu dönemde önemli bir pay çıkarılması, KİT'lerin zaman içinde sosyal güvenlik kurumları gibi çalışmasına neden olmuştur.

KİT'lerde uygulanan fiyat, yatırım ve istihdam politikalarının hükümetler tarafından belirlenmesi, KİT'lerin piyasa koşullarına uygun hareket eden kurumlar olmasını engellemiştir. Hatalı istihdam ve özellikle 1980'li yılların sonlarından itibaren uygulanan yüksek ücret politikaları, beraberindeki yüksek faizli borçlanma ve tesislerin rehabilitasyonu için gerekli teknolojik yatırımların gerçekleştirilmemesi sonucu KİT'lerin zararlarında önemli ölçüde artış kaydedilmiştir. Buna bağlı olarak, yüksek faizle finansman sağlayarak ağır borç yükü altına giren tekel konumundaki KİT'lerin ürünlerini girdi olarak kullanan özel sektör kuruluşlarının da dış piyasalardaki rekabet gücü olumsuz yönde etkilenmektedir.

Özelleştirmenin temel amacı, devletin ekonomiden elini çekerek eğitim, sağlık, savunma, altyapı gibi asli görev alanlarına yönelmesidir. Devletin

sınai ve ticari faaliyetlerdeki payının en aza indirgenmesi, rekabet koşullarına dayalı serbest piyasa ekonomisinin işlerlik kazanması, sermayenin tabana yayılması, sermaye piyasalarının gelişmesi ve kamu borçlanma gereğinin azalması gibi olumlu sonuçları beraberinde getirecektir. Özelleştirme yalnızca kamu açıklarının kapatılması ve devlet gelirlerinin artırılması için gerekli olan bir süreç olarak düşünüldüğünde, kamuoyunun tepkisiyle karşılaşmaktadır. Esasen özelleştirmenin serbest piyasa ekonomisinin işleyişini güçlendiren, sermaye piyasalarının gelişimini ve atıl tasarrufların ekonomiye katılımını sağlayan, ekonomik verimliliği arttıran bir araç olarak görülmesi ve bu şekilde kabul edilmesi gereklidir.

Bu çalışmada, gelişmiş ve gelişmekte olan ülkelerdeki özelleştirme deneyimlerinden yararlanarak özelleştirmenin temel hedefleri ve özelleştirme sürecine ilişkin temel sorunlar sıralanıp, özelleştirme kapsamına giren kuruluşların önceliklerinin ve özelleştirme yönteminin belirlenmesi konusunda görüşler belirtilecektir.

### **Gelişmiş ve Gelişmekte Olan Ülkelerdeki Özelleştirme Deneyimleri**

Özelleştirme konusunda uygulamaya konan politikalar her ülkenin ekonomik ve siyasal yapısına bağlı olarak değişkenlik göstermektedir. Serbest piyasa ekonomisinin benimsendiği ve buna paralel olarak çok partili demokratik sistemin uygulandığı ülkelerde özelleştirme çalışmaları

rının daha hızlı geliştiği ve kapsamlarının daha geniş olduğu görülmektedir.

Gelişmiş ülkelerdeki özelleştirme çalışmalarına en iyi örnek İngiltere'de 1979 yılında iktidara gelen Thatcher Hükümeti'nin uygulamaya koyduğu özelleştirme programıdır. Özelleştirme, İngiltere'de 1970'li yıllarda yaşanan diğer gelişmiş ülkelere göre yüksek enflasyonun temel nedeni olarak görülen kamu borçlanma gereğinin düşürülmesine yönelik programın önemli bir parçasını oluşturmaktadır. Ancak, özelleştirme çerçevesinde, KİT'lerin özel sektöre devredilerek finansman yükünden kurtulması ve devlete ek kaynak sağlanması temel amaç olarak görülmemiş, tam rekabetçi serbest piyasa düzeninde verimliliğin artırılarak mülkiyetin tabana yayılması hedeflenmiştir. İngiltere'de yaşanan deneyimler, özelleştirmenin kamu kuruluşlarının performansını arttırdığı ve ekonomideki kaynakların daha etkin kullanımını sağladığını göstermektedir.

Örneğin, British Airways ve British Gas'da çalışan başına üretkenlik % 20 artmış, British Ports'da 1970'li yıllar ve 1980'lerin başında sık sık yaşanan işçi eylemleri son bulmuş ve British Telecom'da telefon başvurularındaki özelleştirme öncesi yaşanan bekleme ortadan kalkmıştır. Artan performans yanında mülkiyetin geniş Halk kitlelerine yayılması ve devletin ekonomiden elini çekerek asli düzenleyici görevlerine daha çok zaman ayırmasının sağlanması, İngiltere'de yaşanan özelleştirmenin diğer olumlu etkileridir. 1979'da nüfusun sadece %

7'si bireysel hisse senedi yatırımlarına sahipken, 1991'de bu oran % 25'in üzerindedir (1). İngiltere ve daha büyük kapsamlı özelleştirmenin yaşandığı Fransa ve İspanya gibi gelişmiş ülkelerdeki özelleştirme uygulamalarının ortak özelliği bu ülkelerde gelişmiş sermaye piyasalarının varlığıdır.

Öte yandan gelişmiş sermaye piyasalarının bulunmadığı ve birikimlerin yetersiz olduğu Güney Amerika ve Doğu Avrupa ülkelerinde ise özelleştirmenin etkileri farklı boyutlarda incelenmelidir. Örneğin Şili'de yaşanan özelleştirmenin ilk döneminde (1974-1981) kamu kuruluşlarındaki devletin çoğunluk hisseleri özel sektöre devredilmiş ve bu adımda yurt dışı piyasalardan finansman kaynağı sağlayabilecek az sayıda büyük özel sektör kuruluşuna satış gerçekleştirilmiştir. 1981-82 döneminde yaşanan resesyona ve yüksek seyreden faiz oranları, borç batağına saplanmış büyük özel sektör kuruluşlarının çökmesine neden olmuştur. Bunun sonucunda, devlet satılan kuruluşların büyük bir kısmını yeniden devletleştirmek durumunda kalmıştır. 1986 yılından itibaren başlayan ikinci özelleştirme dalgasında ise, özsermayesi güçlü olan kuruluşlara öncelik tanınmış ve daha konservatif borçlanma politikaları izlenmesine dikkat edilmiştir. Bunun yanında, aralarında birçok yabancı şirketin de yer aldığı alıcıların sayısındaki artışla, sermaye tabanının genişletilmesi ve yabancı sermaye girişinin sağlanması amaç edinilmiştir (2).

Politik kısıtların da ekonomik geçiş sürecinde önemli bir rol oynadığı görülmektedir. Özellikle Doğu Avrupa

ülkelerinde özelleştirme kararları ekonomik değil politik kısıtlara göre belirlenmektedir. Şok terapi uygulayan Polonya'da yaşanan geçiş sürecinde, çeşitli çıkar gruplarının finansal kısıtlamaların hafifletilmesi ve büyük ölçekli sübvansiyonların yeniden yürürlüğe girmesi gibi konularda hükümete yaptıkları baskılar, özelleştirme programında yavaşlamaya neden olmuş ve yüksek enflasyonun yeniden yaşanmasını gündeme getirmiştir (3). Polonya'da hükümetlerin iktidarda kalma süresi giderek azalmakta ve işçiler özelleştirme planlarına karşı greve gitmektedirler. Buna benzer olaylar, yabancı yatırımcıların, özelleştirilecek kuruluşların finansal göstergelerinin yanında politik istikrarsızlıkları da değerlendirmelerine katmalarına neden olmuştur.

İstikrarlı politik konumu ve reformlardaki görece başarısıyla Macaristan daha iyi bir noktada bulunmakta ve bu durum yabancı sermaye girişini de olumlu yönde etkilemektedir (4). Çin'de ise özel sektördeki hızlı gelişme ve istikrarlı ekonomik büyüme

(1) Moore, John; «British Privatisation - Taking Capitalism to the People», Harvard Business Review, January - February 1992, pp. 115-124.

(2) Perotti, Enrico C.; Sehat E. Güney; «The Structure of Privatisation Plans», Financial Management, Spring 1993, pp. 84-98.

(3) Sachs, Jeffery; «The Economic Transformation of Eastern Europe: the Case of Poland», Economics of Planning, 1992, pp. 5-19.

(4) Roland, Gérard; «The Political Economy of Restructuring and Privatization in Eastern Europe», European Economic Review 1993, pp. 533-540.

çerçevesinde reform sürecinde tedrici ilerlemeler yaşanmaktadır. Ancak, bu iki ülke reformlara daha erken başlamış ve daha ılımlı bir yaklaşım izlemiştir. Bu durum reformların hızı ve politik yapılabilirliği arasında bir «trade-off» olup olmadığı sorusunu gündeme getirmektedir.

Gelişmiş ve gelişmekte olan ülkelerdeki özelleştirme uygulamalarını inceleme sonucunda çıkarılacak en önemli dersler; özelleştirmenin başarılı olabilmesi için diğer politikalarla ve yasal düzenlemelerle desteklenmesinin gerekliliği, özelleştirme sürecinde çalışanların ve kamuoyunun desteğinin sağlanması ve özelleştirmenin tüm safhalarında şeffaflık ilkesinin tam olarak yerine getirilmesidir. Bunların yanında özellikle Doğu Avrupa ülkelerinde gerçekleştirilen özelleştirme uygulamalarında, mevcut tekellerin yabancıların eline geçmesini önlemek koşuluyla geçerli bir teknolojik birikim ve yönetim kalitesine sahip yabancı kuruluşların da özelleştirilen kuruluşların yönetiminde yer almasının olumlu etkiler yarattığı görülmektedir (5).

### Özelleştirmenin Temel Hedefleri ve Özelleştirme Sürecine İlişkin Sorunlar

Özelleştirmenin başarılı olarak gerçekleştirilmesi için ilk etapta özelleştirmenin temel hedeflerinin belirlenmesi ve kamuoyunun bu hedefler konusunda bilgilendirilmesi gereklidir. Kişisel görüşlerim doğrultusunda belirlediğim özelleştirme sürecinin temel hedefleri, aşağıda öncelik sırasına göre verilmiştir.

- Serbest piyasa ekonomisine işlerlik kazandırılması.

- Gelişmiş teknoloji ve yönetim teknikleri kullanarak verimliliğin artırılması.

- Sunulan ürünlerin ve hizmetlerin, kalite ve çeşitliliğinin artırılması.

- Kamu ve özel sektör kuruluşları arasındaki dengenin özel sektör lehine değiştirilmesi.

- Sermaye piyasalarının güçlenmesinin ve gelişmesinin sağlanması.

- KİT'lerin bütçeye getirdiği yükün en aza indirgenmesi.

- Çalışanlara hisse senedi vererek motivasyon ve beraberinde verimlilik artışı sağlanması.

- Yabancı yatırımcıların ülkemizde yatırım yapması sağlanarak döviz girdisi elde edilmesi ve uluslararası ilişkilerin geliştirilmesi.

- Kamu hisselerinin satışından devlete ek finansman kaynağı sağlanması.

Görüldüğü gibi devletin ek finansman kaynağı sağlaması öncelikler arasında en son sırada yer alırken, serbest piyasa ekonomisine işlerlik kazandırılması ve verimliliğin artırılması ilk sıraları almaktadır. Özelleştirmenin yalnızca halen oldukça yüksek oranlarda seyreden ve enflasyonun temel nedeni olarak kabul gören kamu açıklarını azaltmak için gerekli bir politika olarak vurgulanması, özelleştirmeyi

(5) McDonald, Kevin R.; «Why Privatization Is Not Enough», Harvard Business Review, May - June 1993, pp. 49 - 59.

amacından saptırmakta ve özellikle KİT'lerde çalışan kesim üzerinde tedirginlik yaratmaktadır.

Özelleştirme uygulamalarını hayata geçirmeden önce özelleştirmenin temel hedeflerinin yanında özelleştirme sürecine ilişkin sorunlar tanımlanmalı ve sorunların çözümüne yönelik önlemler konusunda konsensüs sağlanmalıdır. Özelleştirme sürecine ilişkin temel sorunlar aşağıda sıralanmıştır:

- Özelleştirme öncesi gerekli yasal altyapı çalışmalarının (özelleştirilecek KİT'lerde çalışanlara özel kıdem tazminatı, emeklilik, işsizlik sigortası ve rekabeti sağlamaya yönelik yasal düzenlemeler gibi) yetersiz olması.
- Kamuoyunun özelleştirmenin sağlayacağı yararlar konusunda yeterince aydınlatılmamış olması.
- Özelleştirme sonrası istihdam konusundaki belirsizlikler sonucu çalışanların huzursuzluğu ve bu nedenle özelleştirme çalışmalarına olumsuz yaklaşımları.
- İstenilen şeffaflık düzeyinin sağlanamaması ve özelleştirme kapsamına alınan kuruluşların ekonomik ve sosyal ölçütler dikkate alınarak belirlenmek yerine tamamen siyasi kararlarla belirlenmesi.
- KİT'lerin anonim şirket statüsüne dönüştürülmesinin zaman alması.
- KİT'lerin muhasebe kayıtlarının uluslararası standartlara uygun ol-

maması nedeniyle yaşanan güçlükler.

- Siyasi engellemeler sonucu özelleştirme çabalarının hız kazanamaması.
- Özelleştirme sürecinde birimler arasında yetki karmaşası olması ve gerekli yetkilerle donatılmış bir kurumun bulunmaması.
- Yeterli sermaye birikiminin olmaması.

### **Özelleştirilecek Kuruluşların Önceliklerinin ve Özelleştirme Yönteminin Belirlenmesi**

Özelleştirme sürecinde karşılaşılan sorulardan en önde geleni özelleştirme kapsamına giren kamu kuruluşlarının ve öncelik sıralarının belirlenmesidir. Bu aşamada özen gösterilmesi gereken ölçütlerin başında özelleştirilecek KİT'lerin stratejik konumda bulunmaması gelmektedir. Örneğin, 1994 yılı özelleştirme programında bulunan Petrol Ofisi ve TÜPRAŞ stratejik önem taşıyan bir sektörde yer aldıklarından, özelleştirilmelerinin çeşitli sorunlar doğurabileceği düşünülmektedir. Benzer şekilde uçak ve silah sanayiinde bulunan kuruluşların da özelleştirilmesinin uygun olmadığı düşünülmektedir. Özelleştirilecek kuruluşlar arasında öncelik sırasının belirlenmesine etki eden bir diğer faktör de kuruluşların bulunduğu sektörlerdeki rekabet düzeyidir. Bankacılık, turizm, tekstil, giyim ve gıda gibi rekabet koşullarının sağlandığı sektörler bu ölçüte göre özelleştirme sürecinde ilk sıraları alabilecek konumdadır. Ayırı-

ca, ilk etapta özelleştirilecek kuruluşların çok büyük ölçekli olmamasının ve PETKİM gibi bu sınıfa giren kuruluşların özelleştirilmesinin zaman içinde deneyim kazanıldıktan sonra gerçekleştirilmesinin daha uygun olacağı düşünülmektedir.

Kamu kuruluşlarının özelleştirilmesinde uygulanacak yöntemin seçimi de önemli bir konu olarak belirmektedir. Gelişmiş ülkelerdeki özelleştirme sürecinde basamak yöntemi uygulanmıştır. Öncelikle küçük ölçekli kamu kuruluşları özelleştirilmiş, büyük ölçekli kamu kuruluşlarının ise hisselerinin bir bölümü satılmıştır.

Küçük kamu kuruluşlarının (SEK ile Et ve Balık Ürünleri A.Ş.'ye ait işletmeler gibi) özelleştirilmesinde en uygun yöntem minimum bedel üzerinden teklif isteme ya da minimum bedel belirlemeksizin teklif alma yoluyla ihale açılmasıdır. İhale yönteminin diğer yöntemlere göre avantajları arasında daha kolay gerçekleştirilebilmesi ve kuruluşların yaklaşık piyasa değerinin belirlenmesi yer almaktadır. Daha büyük ölçekli kuruluşlarda ise yönetimin, güçlü finansman yapısına sahip, gerekli teknolojik yatırımları gerçekleştirebilecek, gerekli deneyim ve kaliteli yönetici kadrolarına sahip yerleşmiş özel sektör kuruluşlarına blok satış yoluyla devredilmesi; mülkiyetin geniş halk kitlelerine yayılması prensibiyle çelişse de kuruluşların yaşaması için en etkin çözüm olarak düşünülmektedir.

Türkiye'de özellikle rehabilitasyon yatırımları gerektiren kuruluşlarda mülkiyetin aşırı derecede yayılmasının

olumlu sonuçlar vereceği düşünülmektedir. Bu aşamada kaynak ve teknoloji transferi gerçekleştirmek amacıyla yabancı kuruluşların yönetimde yer alması da avantajlı olabilir. Ancak, yabancıların stratejik öneme sahip sektörlerde kontrolü sağlamalarının engellenmesine ve yabancı tekellerin pazarı ele geçirmelerinin önlenmesine özen gösterilmelidir.

Bütün olarak düşünüldüğünde yatırımcılara çekici gelmeyen, ancak belli üniteleri yatırımcıların ilgisini çeken çeşitli sektörlerde faaliyet gösteren kamu kuruluşlarında, bağımsız ünitelere ayırma (reorganization into component parts of fragmentation) yöntemiyle özelleştirme gerçekleştirilebilir. Demiryolu işletmeciliği yanında, feribot, otelcilik, reklam ve danışmanlık gibi özel sektörle rekabet halinde olan sektörlerde de faaliyet gösteren British Rail'in özelleştirilmesinde yaşandığı gibi, devletin kamu kuruluşunun belli bölümlerindeki hisselerini satmak isteyip, temel işlevi yerine getiren bölümleri elinden tutmak istemesi halinde bu yöntem izlenmektedir. Türkiye'de Etibank gibi geniş bir yelpazede faaliyet gösteren kuruluşlarda, özellikle sigortacılık ve bankacılık sektörlerindeki ünitelerin özelleştirilmesi, bu yöntemin uygulanmasıyla sağlanabilir.

Kamu kuruluşlarının varlıklarının mülkiyetinin özelleştirilmesinin uygun olmadığı durumlarda leasing alternatif bir yöntem olarak belirmektedir. Leasing sözleşmelerinde, kiracı varlıkların işletimine ilişkin tüm ticari riskleri üstlenmektedir. Bu nedenle kiraladığı te-



sisleri verimli bir şekilde işletemez ve etkin bir yönetim sağlayamazsa, finansal kayıplara uğrayacaktır. Leasing gelecekte hedeflenen bir batışı gerçekleştirebilmek için bir ara çözüm olarak da düşünülebilir.

Ayrıca, yönetime ve çalışanlara özel koşullarda hisse senedi satışı gerçekleştirilmesinin özellikle motivasyonu artırıcı yönü itibarıyla yararlı sonuçlar getireceği açıktır.

## SONUÇ

Dünyadaki özelleştirme uygulamalarından edinilen deneyimler, özelleştirme girişimlerinin başarıya ulaşması için özelleştirmenin bir siyasi tercih olarak değil, ekonomik tercih olarak belirlenmesi gerekliliğini ortaya koymaktadır. Bu şekilde siyasi iktidar değişikliklerinde özelleştirmenin hız kesmesi önlenmiş olacaktır.

Türkiye'deki özelleştirme süreci, yasal altyapının oluşturulmaması, kamuoyuna gerekli tanıtım ve bilgilendirmenin yapılmaması, siyasi iradelerdeki görüş farklılıkları gibi nedenlerle zaman içinde kesintilere uğramış ve istenilen sonuçlara ulaşamamıştır. Bu aşamadan sonra zaman kaybedilmeden yapılması gerekenler arasında ilk etapta sosyal güvenlik sisteminin oluşturularak özelleştirilecek KİT'ler-

de çalışanların güvenceye alınması ve antitekel ve antitröst yasaları çıkarılarak rekabet ortamının yaratılması gelmektedir. Bunun yanında özelleştirilecek kuruluşların en pahalı teklif veren yatırımcılara satılarak devletin sağlayacağı gelirin en büyüklenmesi yerine, modern sistem ve teknoloji, deneyim ve yönetim kalitesi yönünden sağlanacak katma değer dikkate alınarak değerlendirme yapılmalıdır. Yabancı sermayenin özendirilerek kaynak ve teknoloji transferinin sağlanması, yabancı tekelin oluşmasını önleyici yasalarla birlikte yürütülmelidir.

## YARARLANILAN KAYNAKLAR

McDonald, Kevin R.; «Why Privatization Is Not Enough», *Harvard Business Review*, May - June 1993, pp. 49 - 59.

Moore, John; «British Privatisation - Taking Capitalism to the People», *Harvard Business Review*, January - February 1992, pp. 115 - 124.

Perotti, Enrico C.; Sehat E. Güney; «The Structure of Privatisation Plans», *Financial Management*, Spring 1993, pp. 84 - 98.

Roland, Gérard; «The Political Economy of Restructuring and Privatization in Eastern Europe», *European Economic Review*, 1993, pp. 533 - 540.

Sachs, Jeffrey; «The Economic Transformation of Eastern Europe: the Case of Poland», *Economics of Planning*, 1992, pp. 5 - 19.

Sayın Okurumuz,

1994 yılı ikinci dönem aboneniizi yenilediğiniz için

teşekkür ederiz...



# "Biz Halkbank'tan destek aldık"



- Esnaf ve Sanatkâr Kredileri
- Genç Girişimci ve Ev Hanımı Kredileri
- Küçük, Orta ve Büyük Ölçekli İşletme Kredileri
  - Şoför Esnafı Kredileri
  - Sosyal Amaçlı Krediler
  - Ticari İşletme Kredileri

En uygun ödeme koşulları ile en büyük olanakları yaratan bu kredilerle ilgili ayrıntılı bilgi için her zaman ALO HALKBANK'a başvurabilirsiniz: (312) 417 17 47

***İstek sizden, destek bizden.***



**HALKBANK**  
TÜRKİYE HALK BANKASI

**AKIŞA, ÖZENE KAPAK**

## Dış Basından

Derleyen: Doç. Dr. NİLSEN ALTINTAŞ

### İşsize Bedava Yemek Yok (\*)

**İ**ŞSİZE evde otursun diye para vermek yerine niçin aynı parayı onları işe alabilecek firmaları sübvansiyeye etmek için ödemeyelim.

Hükümetlerin işsizlerin maaşlarını sübvansiyeye etmeleri işsizliği azaltmak için uygun bir çözüm şekli olarak görülmektedir. Bu çekici bir teoridir. İşsiz işçiler iyi hayat standartlarını koruyabilecek bir para yardımı almak yerine iş bulmaları halinde devletin onların maaşlarının bir kısmını ödemeyi taahhüt ettiği bir işsizlik belgesi alabilirler. Böylece işçi maliyeti düşeceğinden işveren ilave işçi çalıştırmaya teşvik edilmiş olur. Sübvansiyon sonucunda doğan maliyet işsizlere yapılan ödemelere eşit olduğundan, bu ödemelerin hükümete ek bir maliyeti yoktur.

Keşke hayat o kadar basit olsaydı. Son 20 yıldır bu konuda birçok ülkede yapılan denemeler hüsrana verici oldu ve işlerde çok küçük bir artış gözlemlendi. Maaş sübvansiyeye eden sistemler en az üç konuda açığı vermektedir:

**Hareketsiz Maliyet:** Bazı işçiler sübvansiyona ihtiyaç kalmadan da iş bulabilmekte. Bu durumda sübvansiyonun hareketsiz bir maliyet olduğunu söylemeye gerek yok. Çalışmalar Avustralya ve İrlanda'daki işsizlerin ilk uygulamalarda üçte ikisinin sübvansiyona gerek kalmadan iş bulduklarını göstermiştir.

**Yer Değiştirme:** Maaş sübvansiyonu işverenleri mevcut işçilerini çıkarıp sübvansiyeye edilenleri istihdam etmeye teşvik etmektedir. Buna rağmen işsizlik belgesi sübvansiyon alacak kadar kalifiye olmayan işsizleri eleme bakımından faydalı olmamaktadır. Almanya'daki sistemde sübvansiyeye edilen işsizlerin dörtte üçünün diğer işsiz işçilerin giderlerine eşdeğer maliyette boşlukları doldurdukları tespit edilmiştir.

**Kısa Vadeli:** Sübvansiyonlar sonsuza kadar süremez. Sübvansiyon kalktığı

(\*) The Economist, 20 Ağustos 1994.

anda iŐverenin iŐçiyi işten çıkarması riski vardır (birçok Amerikalı patron bunu ilk denemede yapmıŐlardır).

OECD tarafından yapılan çalışmalar sonucunda, hareketsiz maliyet ve yer deŐiŐtirmenin maaş - sübvansiyon sisteminin % 80 - % 90'ına tekabül ettiğini göstermiştir. Buna rağmen, bu düşünce bir kere daha denenmeye değerdir. İngiliz Hkmeti geçen sene bazı pilot uygulamalar yapmıŐtır. Mayıs ayında Avustralya Hkmeti iddialı yeni bir sübvansiyon sistemi ilan etmiştir.

Londra'da Birkbeck Kolej'i de ekonomist olan Dennis Snower, bu tür sistemlerin baŐarisının anahtarının sübvansiyon hedeflerinin iyi seçilmesi olduğu konusunda hemfikiridir. Snower, özellikle uzun vadeli işsizliği yönlendirme açısından işsizlik belgesini desteklemektedir. Snower'un sistemine göre; bu belgenin değeri işsiz birinin işsizlik süresi göz önünde tutulunca artabilir, ancak istihdam edilmesiyle düŐürülebilir. Buradaki mantık bir iŐçinin işsizliği uzadıkça gitgide iş yapabilmek yeteneklerinin azalacağı ve onun daima daha zor iş bulacağıdır. Sbvansiyonun işsizlik sresinin uzunluğuna göre artması, hareketsiz maliyeti minimize edebilir. Buna benzer Şekilde, bir iŐçinin istihdam süresi artıkça firmanın o kiŐiyi ful maaŐla istihdam etmesi Őansı artar; bunun sonucu olarak gerekli sübvansiyon miktarı da azalır.

Snower ayrıca, eğitim için para harcayan firmalara işsizlik belgesinin limitlerinin daha bonkr verilmesini önermektedir. Bu, hem yer deŐiŐtirmeyi hem de kısa vadelliliği azaltmaya yardımcı olabilir. Firmalar eĐitilmiŐ işçilerini kaybetmek istemeyeceklerdir. Bununla beraber bu durum kendi kendine ters yönde bir tercih yaratmaktadır. Őayet, yeni işsiz işçi, 6 ay için sbvansiye edileceğini bilirse, iş aramasını erteleyebilir ya da daha fazla sübvansiyon için bekler.

Yer deŐiŐtirmeyi sınırlamak için Snower, firmadan ayrılan her iŐçinin yerine tam maaŐlı bir iŐçinin istihdam edilmesini önermektedir. Ancak, bu durumda hile yapan firmalar sübvansiyonu geri vermek ve bir ceza ödemek zorunda kalacaktır. Bu takdirde yöneticilerin işçi havuzundan yararlanmaları mümkün olacaktır. Bu durumda işçilerin Őirketlere maliyeti, uygulamaya katılan firmaların hareket serbestiyetini kısıtlamaktadır. Sonuç olarak daha önce sübvansiyonlu iŐçiye sıcak bakan küçük firmaların cesareti kırılmaktadır.

Kontrollu incelemelerde ekonomistler, işsizlik belgesi verilen Amerikalı işçilerin koğunlukla bundan utanç duyduklarını ve bunu diğer iŐçilerden sakladıklarını saptamıŐlardır. Washington'daki Brookings Enstitüsü'nün ekonomistlerinden Gary Burtless iŐvereni by-pass ederek iŐçiye Amerika'nın kazanılmıŐ gelir vergisi kredisi gibi geri ödenebilir vergi kredisi verilmesini önermekte, bunun iŐçiyi düşük ücretli işler aramaya daha fazla teşvik edileceğini belirtmektedir.

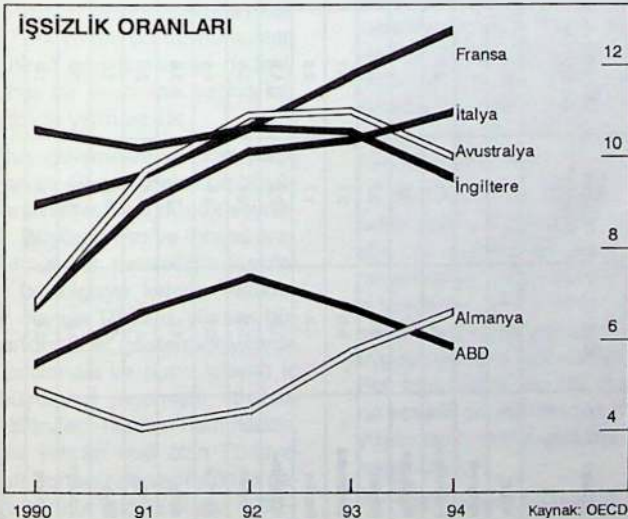
Snower iş sübvansiyon programından bazı kazançlar beklemektedir. Bunun da ortalama ücretlere göre işsizlere yapılan yardımların çok olduğu (Avrupa'daki gibi) lkelerde fazla olduğunu düŐünmektedir. Sbvansiyonun % 50'sinin hareketsiz maliyet ve yer deŐiŐtirme için ziyan olduğu varsayılırsa, İngiltere'deki işsizliğin % 22, Amerika'dakinin % 35 ve İŐpanya'dakinin % 50 oranına kadar daha azaltıla-

bileceğini açıklamaktadır. Bununla beraber diğer ekonomistler sübvansiyonun ziyan olan kısmının çok daha yüksek oranda olacağını ileri sürmektedir.

İngiltere'deki pilot uygulamalardan gelen ilk neticeler Snower'in tahminleri doğrultusunda olmamıştır. Bununla beraber son zamanlarda Avustralya'da açıklanan iş sübvansiyon programı ideale yaklaşmış gibi görünmektedir. Bu programa göre, bir yıldan daha fazla süreyle işsiz kalanlar bu program için yeterlilik almaktadır ve sübvansiyon işsizlik süresine orantılı olarak artmakta ve işçi istihdam edildiği sürece azalmaktadır. Sübvansiyon sadece 6 ay devam etmekte, ancak bu işçileri bir seneden daha fazla çalıştıran firmalara ek ödeme yapılmaktadır. Ayrıca, işçilerin verilen işleri kabul etmeleri için yeni bir teşvik geliştirilmiştir. Şöyleki, işçiler işi reddederlerse bir süre için kendilerine yapılan yardım da kesilmektedir.

Bazı eleştirmenler uzun süre işsiz kalan işçileri hedef almanın, işsizler potansindeki işçileri karıştırmaktan başka bir şey olmadığı konusunda hemfikirlerdir. Çünkü bu şekilde kısa süredir işsiz kalan işçilere de haksızlık yapıldığına inanmaktadır. Ancak, bu doğru olsa dahi bu program uygulanmaya değer. Uzun süredir işsiz kalan işsizlerin, işçi pazarıyla temas halinde olmaları, ücretlerin aşağı çekilmesini sağlayacak, bunun sonucu olarak da işsizliği azaltacaktır.

İşsizlerin bu şekilde hareketlendirilmesi sonucunda işçi pazarı daha etkin bir şekilde çalışacağı gibi suç işlemeyi de azaltacağından, sosyal bir fayda da sağlayacaktır. Ancak bu, bedava yemek yemek değildir. Kişilerin yaratılan her iş için vergilerini ödemeleri gerekir. Avustralya Hükümeti bu program için 6.5 trilyon Avustralya Doları (5 trilyon Amerikan Doları) bütçelemiştir.



## EKONOMİK GÖSTERGELER DIŞ DÜNYA (AĞUSTOS 1994)

Ülkeler	GSYİH*	Tüketici Fiyatları*	Ücretler Kazançlar*	İşsizlik Oranı (%) (En Son)	Dış Ticaret Dengesi** (Milyar \$) (Son 12 Ay)	Cari İşlem Dengesi (Milyar \$) (Son 12 Ay)	Falz Oranları (%)	
							Para Piyasası (Son 3 Aylık)	Bankalar
								Kredi
A.B.D.	4.0	2.8	2.8	6.1	-148.4	-115.9	4.91	7.75
Almanya	1.6	2.9	1.3	8.3	41.9	-26.3	4.95	7.50
Avustralya	5.0	1.7	2.5	7.5	-0.4	-11.1	5.68	9.00
Avusturya	3.0	2.8	4.1	5.4	-9.1	-0.6	4.81	8.75
Belçika	-1.3	2.7	2.3	14.1	-1.9	11.0	5.69	9.25
Danimarka	5.0	2.1	3.1	12.3	5.7	5.3	6.50	7.25
Fransa	0.8	1.7	2.6	12.6	15.7	12.5	5.50	7.70
Hollanda	1.9	2.7	1.6	7.3	13.6	6.7	4.95	7.00
İngiltere	3.3	2.3	3.8	9.3	-18.4	-12.3	5.44	6.25
İspanya	0.8	4.8	5.4	24.6	-17.6	-1.8	7.94	7.35
İsveç	1.5	2.7	3.9	8.8	8.9	b.d.	7.77	9.50
İsviçre	1.1	0.6	2.5	4.6	2.4	18.6	4.38	6.00
İtalya	0.6	3.6	3.0	11.6	23.8	8.3	8.94	8.88
Japonya	b.d.	0.6	3.0	2.9	144.9	132.9	2.28	3.00
Kanada	3.4	0.2	1.0	10.2	6.6	-22.7	5.45	7.25

**Açıklamalar:** (b.d.) = Belli Değil. **Kaynak:** The Economist, 27 Ağustos - 3 Eylül 1994.

(\*) Yıllık Yüzde Değişim.

(\*\*) Avustralya, Fransa, İngiltere, Japonya, A.B.D. ve Kanada için İthalat F.O.B., İhracat F.O.B.; Diğerleri için C.I.F / F.O.B.

# Görüşler

EMRE ALKİN

## 1994 ve 1995 Yıllarında İmalat Sektörünün Olası Performans Analizi

**İ**KİNCİ Dünya Savaşı'nın bitiminden 1970'lere kadar ciddi bir ekonomik kriz yaşamayan dünya, önce iki petrol şoku ve daha sonra 1990'daki Körfez Krizi ile uzun bir durgunluk sürecine girdi. Türkiye'nin bu durgunluktan nasibini biraz geç almasının nedeni, kendine has bir ekonomik yapıya sahip olmasında yatmaktadır.

Türkiye geliştirmekte ve sanayileşmekte olan bir ülkedir. Fakat bu büyüme ve sanayileşme içe dönük seyretmektedir. Büyüme hızı ve ihracat arasında istikrarlı bir paralelliğin kurulmaması, bu olguyu kanıtlamaktadır. Diğer bir deyişle Türkiye, yüksek büyüme performansı gösterdiği yıllarda iç talep patlaması ve bunu izleyen iç piyasa büyümesi yaşamıştır. İthalatının % 85'inden fazlası hammadde, aramalı ve yatırım malı olan Türkiye, durgunluk sonucu daralan dünya pazarı için bir umut ışığı olmuştur. 1990-

1993 yılları arasında talep patlaması gerçekleştiren Türkiye, bu durumu ile başka bir gezegenin ülkesi görünümünde idi. Demir-çelik ürünlerinden otomotive, inşaattan çimentoya, petrolden elektroniğe, beyaz eşyaya, havacılığa kadar yabancı sermayenin ve hammaddenin en çok talep edildiği ülkelerden biri olan Türkiye, bu tutumunu 26 Ocak 1994'den sonra değiştirmek zorunda kaldı.

26 Ocak 1994 devalüasyonu genelinde finans piyasasını vururken ağır ağır reel piyasayı da olumsuz etkilemeye başladı. Döviz borçlu olan sanayi kuruluşları ve hazırlıksız yakalanan sektörler, bu gerekli ama zamansız uygulamadan büyük zarar gördüler. Pek tabii olarak, bu olayın arkasında on senedir parasallaşamayan ama büyüyen ekonominin yarattığı olumsuzluklar vardı.

1983'lerde büyüme ve kalkınma

hamlesi başlatıldığında, projenin mimarları bu hamlenin finansmanını doğal olarak dış borçla ve halkın elinde atıl bulunan tasarruflarla sağlamayı düşünüyorlardı. Bu düşüncelerinde haklı olduklarını kabul etmekle beraber, iktisadi anlamda teoride ve pratikte bazı hatalar yaptıkları da açıktır. Bu hatalardan belki de en büyüğü, kur-faiz makası ile döviz akışı tatminkâr bir düzeye çıkarılmak istenirken, uzun vadede Türkiye'nin dış borç, döviz darboğazı ve kısır ihracat üçgenine sokulması oldu. Faturası ise durgunluk olarak kesildi.

Bu bilgiler ışığında yapılan değerlendirmelerde, genelde ihracat yapan sektörlerin 1994 ve 1995 için umut verdiği görülüyor. Durgunluk içerisinde, bir döviz kaynağı olan ihracatın önemi her geçen gün artmaktadır. Tabii bu değerlendirme imalat sanayii içerisinde faaliyet gösteren bazı sektörler için geçerlidir. Bu arada ihracat yaptığı halde üretimde dışa bağımlı olan sektörler de gecikmeli bir şekilde durgunluktan etkilenecekmiş gibi gözüküyor.

Değerlendirmede ikinci kriter, sözkonusu sektörlerin ürettiği mal ve hizmetlerin talep durumu, fiyata ve gelire bağlı talep elastikiyetleridir. Gıda, enerji, kağıt, bira, ilaç, petrokimya gibi sektörler ilk bakışta özelliklerinden ve zorunlu mal üreten bir konuma sahip olduklarından olumlu sinyaller vermektedirler. Buna rağmen bu sektörlerin bazıları, dışa bağımlılıkları yüzünden bu olumlu görünümünü kaybetmektedirler.

Fiyat istikrarının bozulduğu bir

ekonomide hangi sektörlerin ayakta kalacağı açıktır. Sözkonusu sektörlerden hangileri fiyata karşı talebini koruyan mal veya hizmetler sunuyorsa, onlar ayakta kalacaktır. Teknik dille, üretilen mal veya hizmetlerin fiyata bağlı talep elastikiyetleri sıfıra yakınsa, yani fiyat ne olursa olsun talep edilen miktar enstantane olarak değişmiyorsa ya da çok az değişiyorsa, bunları üreten sektörler fiyat istikrarı bozulmuş bir ekonomide avantajlı sayılmaktadır.

Ayrıca, üretilen mallar başka bir sektörün ara mallarını oluşturuyorsa, sözkonusu sektörün ekonomik performansı ara malı üreten sektörü aynı paralelde etkileyecektir. Örneğin, inşaat-çimento, otomotiv-lastik, beyaz eşya-boya, otomotiv-boya, medya-kağıt vbg.

Ekonominin makro düzeydeki seyrinden en az etkilenen sektörler, yapılacak bir performans sıralamasında kuşkusuz en yukarılarda yer alacaklardır. Böyle, bir sıralamanın yöntemi önce, muhtemel bir durgunluk, hatta durgunluk içinde enflasyon (stagflasyon) halindeki bir ekonomide zorunlu mal ve hizmetleri üreten sektörleri belirlemektir. Bundan sonra da geriye iç ekonomi ile en az bağlantılı sektörleri keşfetmek, istikrarlı üretim yapmak zorunluluğunda olan sektörleri bulmak ve ülke için hayati önem taşıyan sektörleri sıralamanın en üstüne koymak kalmaktadır.

Sonucu kriter, sektörler verilen teşvikler ve koruma oranları olarak belirlenebilir. Bu bilgiler ışığında seçilmiş 18 sektör için bir sıralama yapıla-



bilir. 10 puanın tam puan olduğu bir sektörler karnesinde, sınıfı geçecekler ve sınıfta kalacaklar şöyle belirlenebilir:

1. Enerji	10
2. Petrol ve Petrokimya	9.5
3. Gıda	9.5
4. Tarım ve Gübre	8
5. Turizm	7
6. Haberleşme	6
7. Biracılık	6
8. İlaç	4.5
9. Metal	4
10. Tekstil	4
11. Medya	4
12. Kağıt - Orman	4
13. İnşaat Malzemeleri	3.5
14. Çimento	3.5
15. Cam-Seramik	3.5
16. Beyaz Eşya	2
17. Elektronik	2
18. Otomotiv	1.5

10 puanın tam puan olduğu varsayılarak başlanan sıralamada her dezavantaj eksi 1.0 puan olarak kabul edilmiştir. Örneğin, dışa bağımlılık, döviz borçlu olmak, fiyata karşı fazla duyarlı olmak, olumsuz seyretmesi beklenen bir sektörün alt sektörü veya tamamlayıcı sektörü olmak vs.; dezavantajlar olarak kabul edilmiştir. Bu arada sektör için geleceğe yönelik olumlu veya olumsuz beklentiler, verilen teşvikler, muafiyetler, bulunduğu bölgenin konumu da kanaat notu olarak kullanılmıştır.

Bir örnek olarak, ilaç sektörünün notunu şöyle belirleyebiliriz: «Dışa bağımlılık + Döviz borçlusu olmak + Genel kâr - Zarar seyri + Devir ala-

cak seyri yüksek olması (ortalama 95 gün) + Üretilen malın temel gıda maddesi olmaması.  $1 + 1 + 1 + 1 + 1 = 5$ ;  $10 - 5 = 5$ .» Bu arada sektörün finansal güçlükleri, notunu 0.5 puan daha düşürmekte ve nihai not 4.5 olmaktadır.

Yapılan notlamada dikkat edilen başka bir konu, sektörlerin ürettikleri malların gelire bağımlılıklarıdır. Elektroniğin otomotivden önde olmasının nedeni bu şekilde açıklanabilir. Otomobil, bir fırın ya da buzdolabına göre daha az zorunlu ve daha pahalı bir maldir. Dolayısıyla bir tercih yapma durumunda otomotiv belki de son tercih olacaktır. Tabii bu saptama Türkiye ekonomisinin makro değişkenlerinin seyri doğrultusunda, spekülatif ve siyasal etkiler gözardı edilerek yapılmıştır.

Yukarıda anlatılan kısıtlı sayıdaki değişkenler ışığında, ekonomik durumun en az etkilenecek sektörün enerji sektörü, en çok etkilenecek olanın da otomotiv sektörü olacağı anlaşılmaktadır. Sıralamada önde olanlar enerji, petrol ve petrokimya, gıda, tarım ve gübre, turizm, haberleşme, biracılık ve belki de ilaçtır.

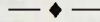
Şirketler bazında inceleme yapıldığında, bu not sıralamasında bazı sapmalar olacağı açıktır. Şirketlerin tek tek kârlılıkları, borçları, performansları, satış hâsılatları ve finansal yapıları gözönüne alındığında; inceleme daha değişik bir boyut kazanabilir ama makro boyutunu kaybeder. Bazı otomotiv ve beyaz eşya firmalarının üretimi yavaşlatma kararı almaları şimdilik bu sıralamayı doğrulamaktadır.

Sıralamada önde bulunan sektör-  
lere bir göz atıldığında, bunların, Türk  
Halkı'nın tüketim eğilimine ve nüfus  
artış hızına bağlı olarak artan taleble-  
rini karşılayacak kapasiteye sahip ol-  
dukları anlaşılmaktadır. Örneğin, fizi-  
ki talebi en az nüfus artışı kadar geniş-  
leyen gıda sektörü, ithal hammad-  
deye son derece az bağlı olmasın-  
dan dolayı avantajlı olarak gözükme-  
tedir.

Gıda sektöründen başka, teşvik-

lerden önemli pay alan enerji, petrol  
ve petrokimya, turizm sektörleri; dış  
bağımlılığı sifıra yakın olan tarımla iliş-  
kili diğer bazı sektörler için oldukça  
pozitif beklentiler mevcuttur.

Sonuç olarak, arz - talep dengesi-  
nin doğa kanunları kadar katı ve de-  
ğişmez olduğu düşünüldüğünde, ge-  
leceği tahmin etmek için mikro boyut-  
taki hareketlerden çok, makro ekono-  
mik dengelere dikkat etmek gerektiği  
ortaya çıkmaktadır.



**KEMAL KURDAŞ**

**EKONOMİK POLİTİKA ÜZERİNE**  
**İncelemeler-Yorumlar**

«Öyle görünmektedir ki, fırsatçı popülist politikacı takımı,  
dışarda ve içerde borçlanıp günün gün etmek olanağı mevcut olduğu sürece,  
ekonomik politikada kendiliklerinden hiç bir zaman bilimsel ve ciddi  
politika ve tedbirlere başvurmayacaklardır. Böyle bir tutuma girmeyeceklerdir.  
Oysa devlet gemisi, fırtınalı bir denizde kayalıklara doğru hızla sürüklenmektedir.»

Fiyatı 150.000 TL / Öğrencilere indirimli

**İsteme Adresi**

Binbirdirek Mah. Suterazisi Sokak No. 6/2; Sultanahmet - İstanbul  
Telefon: (0-212) 518 17 32

## Ayın Ekonomik Olayları

Dr. YILDIRIM KILKIŞ

**İ**KLİM bakımından uzun ve sıcak bir yazı geride bıraktık. Ekonomik olaylar bakımından durgun geçen bu mevsimin, bazı olumlu rakamları da taşıdığını belirtmek gerekir. Örneğin, 1994 Ocak ayından sonra hızla azalarak 6,220 milyar dolardan Mart sonunda 3,29 milyar dolara inen Merkez Bankası döviz rezervleri, Nisan ayından itibaren artmaya başlamış ve 16 Ağustos 1994 akşamı itibarıyla 6,245 milyar dolara yükselmiştir. Aynı dönemde 3,881 milyar dolarlık dış borç ödemesi de gerçekleştirilmiştir. Emisyon hacmi 100-105 trilyon TL civarında kontrol altında tutulmuş bulunmaktadır.

Dış ticaretimizdeki rakamlar da geçen yıla göre olumlu gelişmeler göstermektedir. 1993 Ocak-Haziran rakamlarına nazaran ihracatımızda % 6.81 artış olmuş, ithalatımız ise % 20.87 azalmıştır. Bu durumda ihracatımızın ithalatı karşılama oranını % 18 artış göstererek % 77'ye yükselmiştir. 1994 yıl sonu ihracat hedefi 17,4 milyar dolar olarak belirlenmiştir. Yılın ilk 6 ayında ancak 7,15 milyar dolara ulaşmış olan ihracatımızın bu hedefi tutturması zordur. Ancak; döviz, nakit ve üretim bakımlarından darboğazları aşmanın en önemli yolunun ihracat olduğunun bilincine varmış olan iş âleminin, kazandığı momentum ile, bu hedefe yaklaşılacağını ümit ediyorum.

Bunun nedeni, hiç şüphesiz yükselen döviz kurlarıdır. Serbest piyasada 31.000-32.000 TL civarında seyreden doların 33.000-34.000 TL civarına ulaşması, ihracatı teşvik eden en önemli etken olmaktadır. Döviz kurlarında bir miktar daha yükselme beklentisi vardır.

5 Nisan ekonomik istikrar önlemlerinin etkisi, gayri safi milli hâsılada % 10.6 oranında küçülmeye yol açmıştır. Özellikle sanayi, ticaret, ulaştırma ve haberleşme sektörlerinde büyüme hızı, 1994'ün ilk yarısında sırasıyla - % 11.9, - % 16 ve

– % 8.2 olmuştur. Bu daralmanın önemli bir etkisi de kendisini çalışanların sayısında % 6.5 azalma şeklinde göstermiştir.

Piyasalar 1994 Nisan'ından sonra önemli bir durgunluğa girmişse de, Ağustos ayı ile birlikte nispi bir canlanma gözlenmektedir. Bu durumu belirten önemli gösterge, fiyat indeksleridir. Tatil ve eğlence yerleri Ağustos'da çok canlanmıştır. Bu canlılığın Eylül sonuna kadar süreceği anlaşılmaktadır.

Haziran ve Temmuz aylarında sırasıyla % 1.9 ve % 0.9'a gerileyen toptan eşya fiyat indeksleri, Ağustos'da % 2.7'ye yükselmiştir. Eylül'den itibaren canlanmas beklenen piyasalar dolayısıyla enflasyonun da artması tabiidir.

Geride bıraktığımız bir aylık dönemde görülen en önemli olay, Hazine'nin iç ve dış borç ödemeleri ile ilgili gelişmelerdir. Hazine'nin iç borçlarını karşılamak için Hazine bonusu satma yöntemi olumlu sonuç vermektedir. 10 Ağustos'da satışa arz olunan Hazine bonolarının 8,8 trilyon liralık kısmı hemen satılmıştır. Hazine'nin Eylül 1994 sonuna kadar olan ödemeleri için hazırlıklı olduğu anlaşılmaktadır. Yıl sonuna kadar iç borç stokunun 476 trilyon TL'ye, dış borç stokunun ise 70 milyar dolara ulaşacağı hesaplanmaktadır. Dış borçlanmanın yavaşladığı, iç borçların ise yeniden iç borçlanma ile ödenmeye çalışılacağı anlaşılmaktadır.

Bilindiği gibi, ülkemizde devlet fakir, fakat vatandaş zengindir. Bu durumda devletin mali kaynak ihtiyacının «nereden» karşılanacağı bellidir. Ancak, «nasıl» karşılanacağı belli değildir. Kayıt dışı ekonominin çok büyük boyutta olduğu, uzmanlar tarafından açıklanmaktadır. Ayrıca, tahsil edilemeyen kamu alacakları da, devletin fakir kalmasının diğer bir nedenidir. Gerçek bir mali reform uygulanmadığı sürece, bu durum devam edecektir.

## Destekleme Alımları

Hükümetin, ekonomik istikrar önlemleri ile ilgili olarak, IMF'ye taahhüt ettiği konulardan birisi de, Hazine ve Merkez Bankası kaynaklarını tarımsal sübvansiyonlarda kullanmamaktır. Ancak, üreticilerin baskısı ile, ve bir görüşe göre de erken seçim nedeniyle, Hükümet 7 tarım ürününe destekleme alımı uygulayacağını ilan etmiştir. Başlangıçta sadece hububat, tütün ve şeker pancarı için olan destekleme alımları kapsamına, daha sonra pamuk, kuru üzüm ve ayçiçeği de alınmıştır. Söz konusu tarım ürünleri alımlarının finansmanında Ziraat Bankası kaynaklarının kullanılacağı anlaşılmaktadır. Bu uygulama, 5 Nisan kararlarından sapıldığını ortaya koymaktadır.

## Faizlerin Düşmesi Devam Ediyor

Hükümet, mevduat faizlerinin düşürülmesi suretiyle, bankaların kaynaklarını üretime yönlendirmek istemektedir. Bu nedenle Merkez Bankası, faiz oranlarını sınırlayarak, mevduatı şişen bankaları sanayiye kaynak aktarmaya zorlamaktadır. Di-

ğer taraftan Hazine de, iç borçlanma faizini düşük tutmaya çalışmaktadır. Bunun gerçek nedeni, devletin iç borçlanma yükünü azaltma arzusudur.

### İhracatı Teşvik Kararnamesi

16 Ağustos 1994 tarihli Resmi Gazete'de yayınlanarak yürürlüğe giren İhracatı Teşvik Kararnamesi, şu teşvik tedbirlerini getirmektedir:

- Vergi, resim ve harç istisnası;
- Gümrük vergisi ve fon bağıışıklığı;
- Enerji teşviki;
- Geçici kabul yolu ile yapılacak ithalatta gümrük muafiyeti;
- Konut Fonu muafiyeti;
- İhracat dövizlerinden mahsup uygulaması.

Uzun süreden beri beklenen ihracatın teşviki tedbirlerinin ülke için yararlı olmasını diliyoruz.

### Merkez Bankası Duyuruları

TC Merkez Bankası'nın 24 Ağustos 1994 tarihli basın duyurusunda; «bazı gazetelerde Merkez Bankası'nın döviz fiyatlarını yükseltmek için döviz alışı yaptığı, Hazine ve Dış Ticaret Müsteşarlığı ile Merkez Bankası Başkanlığı arasında yapılan gizli toplantıda Türk Lirası değerinin % 7.5 – 10 oranında devalüasyonla düşürülmesinin kararlaştırıldığı, Merkez Bankası'nın doların satış kurunu 32.648 TL olarak kendisinin belirlediği» şeklinde haberlerin yer aldığı ifade edilerek özetle şöyle denilmektedir: «Haberler gerçek dışıdır. Merkez Bankası son günlerde piyasaya döviz alışı ya da döviz satışı suretiyle hiçbir müdahalede bulunmamıştır. Hazine ve Dış Ticaret Müsteşarlığı ile Merkez Bankası arasında döviz kurları ile ilgili gizli ya da açık hiçbir toplantı yapılmamıştır. Ülkemizde döviz fiyatları piyasada serbestçe belirlenmektedir. Merkez Bankası açıkladığı referans kurunu, bilinen 15 bankanın döviz kurlarının ortalaması olarak sadece bir matematik hesabı yaparak açıklamaktadır.»

TC Merkez Bankası'nın 25 Ağustos 1994 tarihli basın duyurusunda ise; «Bazı basın organlarında; Merkez Bankası'nın döviz fiyatını faizle değil para miktarı ile kontrol etme politikasından ödün verdiği, Interbank faizinin kapanışa yakın % 20'ye çekilmesinin döviz fiyatlarını artırdığı, Interbank'da faizin % 80'den % 100'e çıkması ile bazı bankaların kâr edebildiği» şeklinde haberler ve «bazı bürokratların dövizdeki yükselişi Merkez Bankası'nın başlattığı yönündeki demeçleri»nin yer aldığı belirtilerek; «bu tahmin ve haberler gerçek dışıdır.» denilmektedir. Duyuruda özetle; «Bundan önceki durumların aksine Merkez Bankası piyasada net alıcı değil, net verici durumundadır. Dolayısıyla, faiz aracını piyasaya verdiği para miktarını kontrol etmek amacıyla kullanmaktadır.» Ayrıca, «Dövizdeki yükselişi Merkez Bankası başlatmamıştır.» denilmektedir.



**“BİRA”  
BU KAPAĞIN  
ALTINDADIR.**

# Yeni Yayınlar

M. TARIK YAŞA

## Uygulama Örnekleriyle

### İŞ KURMA ve YÖNETME KILAVUZU

ÖZMEN, Selâhattin; Beta Basım Yayım Dağıtım A.Ş.; Yayın No. 431, İş Ekonomisi Dizisi No. 38, İstanbul 1994, (büyük boy) xvi + 628 sayfa, (KDV dahil) 200.000 TL (\*).

Sayın Selâhattin Özmen ile son görüşmemizde, her zamanki alçak gönüllülüğü ile; «Artık idareciliğe paydos. Evde oturup kitap yazacağım.» demişti. Oysa çalışma yaşamını sürdürürken de çeşitli konularda kaleme aldığı kitaplar yayınlamış, değişik yayın organlarında çok sayıda yazısı çıkmıştır. Özellikle uzmanlık dalları olan «Kamu İktisadi Teşebbüsleri» (KİT'ler) ve «Özelleştirme» konularında yayımlanan kitapları, ilgili çevrelerde geniş yankılar uyandırmıştır. Bir başka deyişle yazmak, «Mülkiye» orijinli Sayın Özmen'in «hobi»sidir.

Nitekim yukarıda sözünü ettiğimiz görüşmeden kısa bir süre sonra, aşığıda tanıtmaya çalışacağımız kitabı geldi. Kitabın içeriğine şöyle bir göz attım. Şaşırmadım desem, doğruyu söylememiş olurum. Çünkü bu; işletme, maliye, muhasebe, hukuk gibi disiplinleri bir arada işleyen ayrıntılı ve geniş hacimli çalışmayı; bir kişinin tek başına yürütüp kısa sürede tamamlamış olmasına, insanın inanası geliyor. Eğer kitabın kapağında yazarın adını görmeseydim; «Böyle bir çalışma, ancak, anlaşmış bir ekibin ortak ürünü olabilir.» diye düşünürdüm. İyi ki, zoru başaran bir kişiliğe sahip olan yazarı tanıyorum.

Kitap hazırlanırken ülkemizde «İş Kurma ve Yönetme» ile ilgili tüm ya-

(\*) Kitabı almak isteyenler şu adrese başvurmalıdır: «Beta Basım Yayım Dağıtım A.Ş., Himaye-i Etfal Sokak Talas Han No. 13 - 15; Cağaloğlu - İstanbul.» Telefon (0-212) 511 54 32 - 528 13 20.

sa, tüzük ve yönetmelikler göz önünde tutulmuştur. Kitap, 150 yasa ile 50 kadar tüzük ve yönetmeliğin ışığı altında kaleme alınmıştır. Ayrıca, yazarın 10 yıllık maliyecilik, 40 yıllık iş kurma-yönetme deneyim ve birikimlerinin ürünüdür. Kitabın «Önsöz»ünde yazar bu noktayı içtenlikle açıklamaktadır: «Yazar 10 yıllık Maliye Müfettişliği'nden sonra, 1953 yılından itibaren, ithalat, ihracat, sanayi, bankacılık, müşavirlik alanlarında; girişimci, yönetici, denetçi olarak çalışmış, kuruluşlar yapmış, başarıların keyfini ve tükenişlerin acısını yaşamıştır. Üretim alanlarındaki çabaların nasıl başladığını, başlaması gerektiğini, nasıl yürütüldüğünü, yürütülmesi gerektiğini, işletmelerin neden, nasıl çöktüğünü, çöküşte çalışanın, ortağın, borçlunun, alacaklının nasıl davrandığını öğrenmiştir.»

Yazarın da belirttiği gibi; «Bu kitabın amacı; iş kurmak, ortaklık yapmak, pay edinmek, iş yönetmek isteyenlere, deneyim ve birikimlerin ışığında, uygulamanın öğretilerini de sergileyerek yardımcı olmaktır.» Bu amaca uygun olarak, kitabın; herhangi bir alanda derin uzmanlık bilgisi, tek çözüm ya da her kapıyı açan bir anahtar vermek gibi bir iddiası yoktur.

Gerçekten de; «Yatırım yapmak, işletmeyi verimli olarak kurup işletmek, çeşitli yetenek ve güçlerin beraberliğini ve belli bilgilere sahip olmayı icap ettirir.» Yüksek öğretim kurumlarında okutulan «İşletme Ekonomisi, Hukuk, Maliye, Muhasebe gibi disiplinler, hatta psikoloji bilgileri bir arada 'işletmeciler' kişiliğinin oluşumunu sağla-

maktadır.» Kitap; 'işletmecilik' öğrenimi görenlerden çok, girişim gücü olan kişilere, 'teknik bilgi' vermeyi ön plana almakta; işletmecilik eğitimi alanlara da uygulamadan örnekler vererek 'fikir' ve 'eylem'i birleştirmeyi amaçlamaktadır.

Kitap, «Önsöz»ü ve «Giriş»i izleyen dokuz bölümden oluşmaktadır. «Yatırımcıya ve İşletmeciye Temel Hukuk Bilgileri» başlıklı birinci bölümde; Türk Ticaret Kanunu'nun, Borçlar Kanunu'nun, İcra ve İflas Kanunu'nun yatırımcıya ve işletmeye ilişkin hükümleri alt başlıklar olarak verilmiştir. Ayrıca; genel esaslarının bilinmesi gereken mevzuat, işletmeleri doğrudan ilgilendiren yasalar; işletmelere, yöntem, yükümlülük ve olanak getiren özel yasalar incelenmektedir.

İkinci bölüm «Teşebbüsler ve İşletmelerin Kamu Otoriteleri ile İlişkileri»ne ayrılmıştır. Bu arada; Hazine ve Dış Ticaret Müsteşarlığı, gümrükler, Çalışma ve Sosyal Güvenlik Bakanlığı, Sosyal Sigortalar Kurumu ile ilişkiler üzerinde durulmakta; özel iş alanlarında işletme-kamu ilişkileri açıklandıktan sonra; yerel idareler ve meslek kuruluşlarıyla ilişkiler incelenmekte; vergi, resim, harç gibi yükümlülük ilişkilerine değinilmektedir.

«İşletmenin Oluşumu» başlıklı üçüncü bölümde, alt başlıklar olarak; iş kurma kararı ve ortamı, teşebbüs ve niteliği, yapılabirlik araştırması, anonim şirket, yabancı sermaye ile işbirliği ele alınmaktadır. «İşletmenin Gerçekleşmesi» başlıklı dördüncü bölüm şu ayrımlardan oluşmaktadır:



«Başlama», «Oluşturmaya Geçiş», «İşletmenin Kuruluş Yeri», «Donatım ve Tesisat Tedariki».

«İşletmecilik veya İşletmenin Çalışması» başlıklı beşinci bölüm, kitabın en ağırlıklı bölümüdür. Burada sırasıyla: «İşletmenin Yönetimi», «Örgütlenme ve Sistem Kurma», «Finansal İşler», «Personel İşleri», «Girdiler», «İmalat-Üretim», «Pazarlama ve Satış», «Haberleşme ve İletişim», «Denetim» üzerinde durulmaktadır. «Kamu ile İş Yapmak» başlıklı altıncı bölümde; «Devlet İhale Kanunu», «Döner Sermayeli İdareler ve Fonlar», «Fiyatları Ayarlama Formülleri» anlatılmaktadır.

«İşletmelere Kendi Dışından Sağlanan Olanaklar» başlıklı yedinci bölüm, şu altbaşlıklardan meydana gelmektedir: «Devlet Destekleri», «Serbest Bölgeler Kurulması», «T. Sınai Kalkınma Bankası, Sınai Yatırım ve Kredi Bankası, T. Halk Bankası ve TC Ziraat Bankası'nın Sağladığı Destekler», «Avrupa Ortak Pazar Olanakları». Sekizinci bölümde «Verimlilik ve Kârlılık Artırma Yolları» incelenmektedir. Sonuncu ve dokuzuncu bölüm ise «Bunalım, Kurtulma veya Son Bulma»ya ayrılmıştır. Burada sırasıyla; «Bunalım Nedenleri», «Bunalıma Çareler», «Bunalımın Hukuksal Çözümü: Konkordato», «İşletmenin Tükenmesi: İflas», «Fesih, İnfisah ve Tasfiye» anlatılmaktadır.

Kitap, incelenen konuları tamamlayan çok yararlı gördüğümüz «Ekler» ve «Alfabetik Fihrist» ile son bulmaktadır. «Ekler»; incelenen kanunlar, tüzükler, yönetmelikler ve reklamcılar

listeleri ile sair 42 kalemden oluşmaktadır. İş hayatımızı ilgilendiren, çoğu unutulmuş ya da girişimcilerin büyük çoğunluğunun bilemeyeceği, kolayca bulamayacağı mevzuat; kitaba tam metin veya özet olarak eklenmiştir.

Yazarın da ifade ettiği gibi; «Kitap, açıklanan niteliği ile iş kurma ve yönetmeye» ışık tutmakla «beraber, ağırlık yönetime verilmiştir. İş kurmada, özellikle etkili olan bazı konularda bir ölçüde ayrıntılara girilerek, «genelde çevrelerin ve esasların verilmesi ile yetinilmiştir. Yönetenlere ilişkin bilçlerde ayrıntılara girilmiş ve örnekler vermeye özenilmiştir.»

Öte yandan kitabın bütününde «olabildiğince teorik bilgilerden sakınılmıştır. Klasik bir ders kitabından çok farklı düşünüldüğü ve çok geniş bir alanı kapsadığı için, aşırı» hacimli «olmaması düşünülerek bazı içerikler ihmal edilmiştir.» Uygulama örnekleri de ister istemez sınırlı tutulmuştur.

Yazara göre; «Acılı-tatlı kişisel ve çevresel deneyimlere ve uzun birikimlere dayalı olmasına rağmen, kitap 'reçeteler kitabı' olarak okunmamalıdır. Tecrübe edilen şeyler hayatta çoğu kez aynen tekrarlanmaz. Tecrübenin değeri ilgili kişilerle, oluşum zamanı ve yeriyle de bağlantılıdır. Ancak, her tecrübe olasılık, olabilirlik için bir mantık oluşturabilir. Bu noktayı gözeterek, işletme-yönetme ile ilgili konularda verilen bilgiler, düşünülen-tasarlanan duruma göre ayarlanmalıdır. Verilen örneklerin, işin yönetimini üstlenen Baş Yönetici'nin iyi se-

çilmiş ve kendisine güvenen, çalışkan ve açık bir kişi olması halinde yararı vardır. Eğer bu yönetici tembel, kapalı ve kompleksli bir kişi ise örnekler hiç işe yaramayacaktır. Daha doğrusu onun elinde işe yaramayacak, fakat onu gözetmesi gereken iş sahipleri veya diğer ortaklar için yararlı hatta zorunlu olacaktır. Çünkü bu tür yönetici çok iyi izlenmeli ve yönlendirilmelidir.»

Yazarı bu ayrıntılı ve sabır isteyen çalışması için yürekte kutlarız. Bunu yeni çalışmalarının izlemesini dileriz. Hoş, biz bu dilekte bulunurken, Sayın

Özmen bir sonraki kitabının çatısını da çatmış olabilir!..

Arı bir dille kaleme alınmış, lâke bristol karton kapak içinde, birinci hamur kâğıda basılmış kitap, ilgili olanlar için çok yararlı bir kaynak ve yol gösterici niteliğindedir. Kitabı edinmelerini ve okumalarını tüm okurlarımıza salık veririz. Kitabın, iktisat ve işletme dallarında lisans öğrenimi görmekte olan fakülte ve yüksek okul öğrencileri için, teorik bilgilerini pratikle bütünleştirerek geleceğe hazırlanmaları açısından da çok yararlı olacağı kanısındayız.

---

## Selâhattin Özmen'den Girişimcilere ve Yöneticilere Öğütlemeler:

- İş yapan her kişinin bir büyük ajandası olmalıdır. Her gün için bir tam sayfa ayrılması yararlıdır. İşe başlarken, o gün yapılacak işler düşünülmeli ve bu ajandaya mümkünse önem sırasına göre yazılmalıdır. İş sahibinin yapması gereken tüm çabaların bir listesi da-ima göz önünde yazılı bulunmalıdır.
- Gün boyunca yapılacak işlerin zamanlaması da düşünülmelidir. Sekreter varsa, söz konusu listenin bir kopyasının ona verilmesi uygundur. Yeni işler çıktığında listeye eklenmelidir. Öncelikler de gözetilmelidir. Biten işin özeti listeye başka bir renk kalemle işlenirse iyi olur.
- Gün boyu yapılan her iş için başka bir deftere özet olarak not düşmelidir. Unutmalar olağandır. En güçlü hafızalar da unutulabilir veya yanlış yansıtılabilir. Önemli görüşmelerin yeri ve zamanı, görüşülen kişiler ve ortaya koydukları görüşler, yeterince bilgi içerecek ve hatırlanacak biçimde not edilmelidir.
- Emrinizde çalışan her kişinin size kâğıt kalemle gelmesi usul olmalıdır. Talimatınız not edilmelidir. Bir iş için talimat verirken; yapılacak iş, zamanı, amacı, muhatabı, yeri, çalışma sonuçlarının bildirilmesi ortaya konmalıdır. Yardım alınabilecek veya işbirliği yapabilecek kişiler söylenmelidir.

### Not:

Öğütlemelerin devamı için kitaba başvurulmalıdır.

---

# İŞ İŞTEN GEÇMEDEN... OYAK SİGORTA



► Tüm Konut Sigortası ► Tüm İyileri Sigortası ► Tüm Otel Sigortası ► Kiri Kaybı Sigortası ► Kira Kaybı Sigortası ► Kasko Sigortası ► Trafik Sigortası ► Yurtdışı Kasko Sigortası ► Yeşil Kart Sigortası ► Otobüs Koltuk Sigortası ► Taşınan Yük Sigortası ► Bağlı Sigortası ► Mülki Sorumluluk Sigortası ► Fırdı Kazı Sigortası ► Hırsızlık Sigortası

► Taşınan Para Sigortası ► Emreyeti Süretilmiş Sigortası ► Cam Kırılması Sigortası ► Uçak Sigortası ► Halklaştırmalı Sigortası ► Telne sigortası ► Yatı sigortası ► Tefne ve Yal İnşaat Sigortası ► Marinu Sigortası ► Nakliyat Sigortası ► Harp Sigortası ► Lisans Kaybı Sigortası ► CMR Sigortası ► İnşaat Sigortası ► Montaj Sigortası

► Makine Kırılması Sigortası ► Elektronik Cihaz Sigortası ► Sağlık Sigortası ► Yarıkların Zemin Sigortası ► Kredi Hayat Sigortası ► Zevce Ürün Sigortası ► Sora Sigortası ► B. Baş Hayvan Sigortası ► M. Baş Hayvan Sigortası ► KÜHÜLİ Balıkçılığı Sigortası

## OYAK SİGORTA

Meclisi Mebusan Cad. Oyak İş Hanı No: 81 Salıpazarı - İST.  
Tel: (212) 251 98 04 (5 hat) Ankara: (312) 418 03 35 - 418 03 36  
İzmir: (232) 403 39 96 - 422 67 86 Adana: (322) 457 19 65 - 457 22 62  
Oyak Sigorta bir Oyak Yardımlaşma Kurumu ve Emlak Bankası kuruluğudur.

# RENAULT 9 FAIRWAY



Keyifli ve renkli bir dünya... Hani şu, bir an için bile  
olsa kendinizi duyguların akışına bırakıp ulaşmak  
istediğiniz dünya... Bir güvercinin kanadına tutunup  
uçup gitmek istediğiniz dünya...

Şimdi Fairway'le o dünyaya çok yakınsınız...

- 1600 cc motor hacmi ● Aerodinamik yapılı ön panjur ● Ön ve arkada kasa renginde, darbe emici özellikli ve spoiler'lı aerodinamik geniş tamponlar
- Merkezi kilit, renkli camlar, elektrikle kumandalı ön camlar
- Kasa rengi aerodinamik arka ruzgarlık.

RENAULT  
TARDIM  
0800 211 41 00

**BİLGİ**  
RENAULT-MAİS  
(212) 293 26 26

Renault 9 Fairway ile ilgili  
daha ayrıntılı bilgi almak için  
BİLGİ RENAULT-MAİS'i arayın,  
sıra sıyyla 1-1-1-1 no'lu tuşlara basın

EMNİYET KEMERİNİZİ BAĞLAYIN  
YAŞAMA BAĞLAYIN

  
**RENAULT**  
YAŞANACAK  
OTOMOBİLLER