

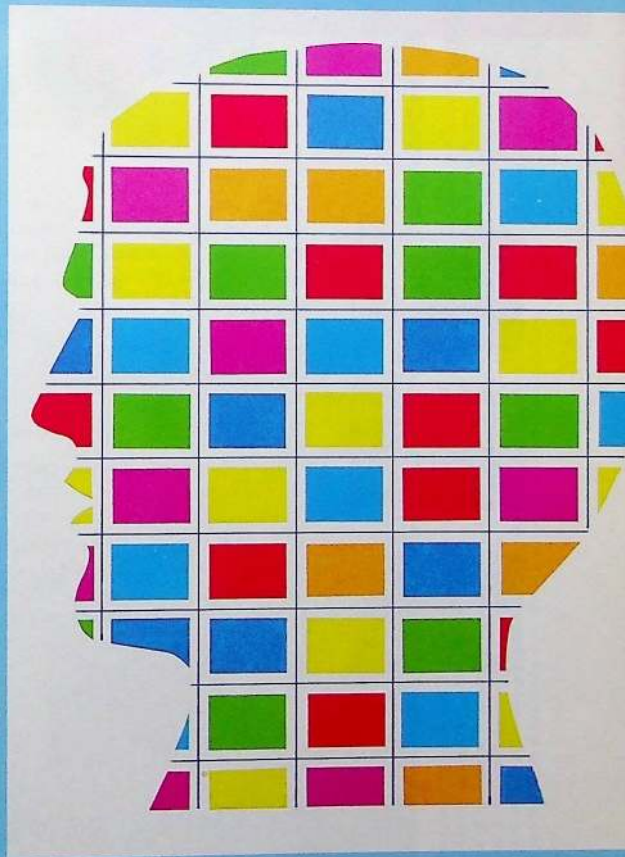
# EKONOMİK YORUMLAR

# 2

ŞUBAT 1995  
YIL : 32  
60.000 LİRA

•  
AYLIK DERGİ

- Okurlara Mektup / 3
- Ekonomik Göstergeler (İç) / 4  
**Prof. Dr. Dündar Sağlam**
- Sermaye Piyasası / 19  
**Doç. Dr. Mehmet Bolak**
- Gümrük Birliği ve Ötesi / 25  
**Doç. Dr. Türkel Minibaş**
- Doğu Asya Ülkelerinin  
Hızlı Büyümeleri / 31  
**Yrd. Doç. Dr. Nalân Gürel**
- Ekonomik Göstergeler (Dış) / 40
- Yatırımları Değerleme  
Yöntemleri / 47  
**Yrd. Doç. Dr. E. Ertuğrul Karsak**
- Borsa İçin Doğru  
Bilginin Önemi / 47  
**Şevket Sayılğan**
- Ayın Ekonomik Olayları / 55  
**Dr. Yıldırım Kılış**
- Yeni Yayınlar / 59  
**M. Tarık Yaşa**



- ENDÜSTRİLEŞME STRATEJİLERİ • GÜMRÜK BİRLİĞİ VE ÖTESİ  
• DOĞU ASYA ÜLKELERİNİN HIZLI BÜYÜMELERİ

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 bölümlerde hemen yerinizi alın Türkiye'nin mutlu ailelerine siz de katılın.

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

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



BİLKENT II



KONUTKENT II



ELVANKENT



BAĞÇEŞEHİR



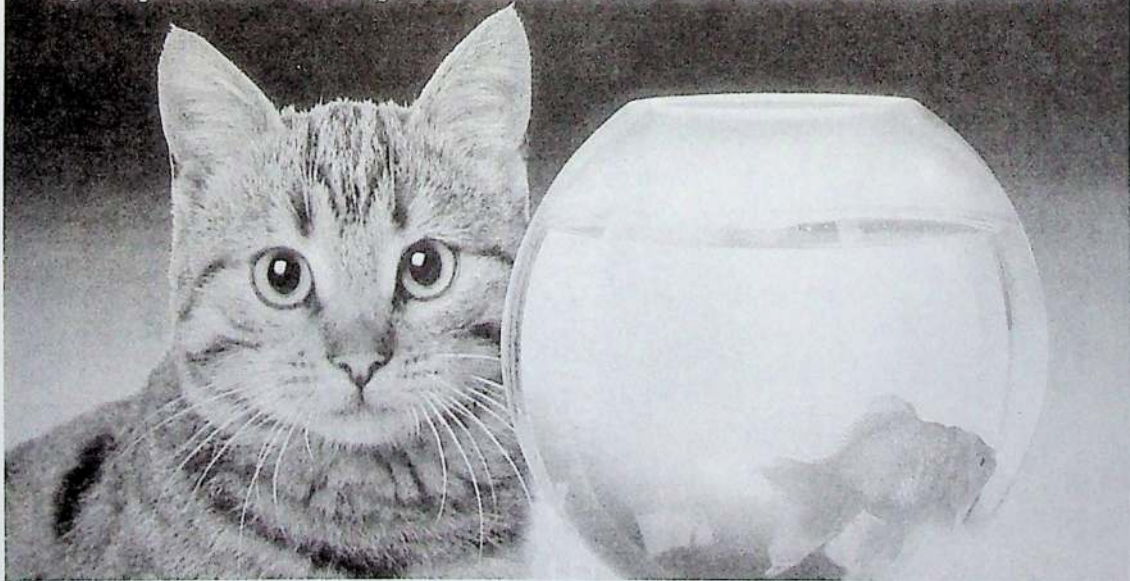
## EMLAK BANKASI

"Daha Uygar Bir Yaşam İçin"

EMLAK BANKASI PAZARLAMA DAİRE BAŞKANLIĞI

İstanbul Pazarlama Müdürlüğü Tel: 0(312) 376 58 74 - 385 19 10 - Ankara Pazarlama Müdürlüğü Tel: 0(312) 476 04 06 - 477 52 22 - 427 58 50 / 13 - 34 - 35  
İzmir Pazarlama Müdürlüğü Tel: 0(232) 441 90 44 - 314 07 54 - 231 36 44 - 351 36 04 Galleria Show - Beşiktaş Tel: 0(212) 559 48 22 - 551 46 22 - 560 45 41  
Bağçeşehir Hizmet ve İşletme A.Ş. Tel: 0(212) 596 10 41 - 596 17 26 - 596 14 32

# İŞ İŞTEN GEÇMEDEN... OYAK SİGORTA



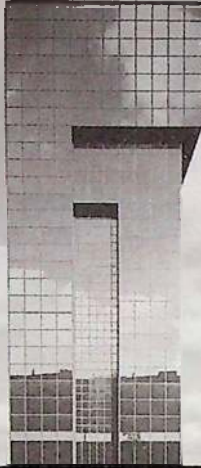
- Tüm Konut Sigortası ► Tüm İşyeri Sigortası ► Tüm Otel Sigortası ► Karı Kaybı Sigortası ► Kira Kaybı Sigortası ► Kasko Sigortası ► Trafik Sigortası ► Yurtiçi Kasko Sigortası ► Yeşil Kart Sigortası ► Otobüs Koltuk Sigortası ► Taşınan Yük Sigortası ► Bağlı Sigortası ► Mali Sorumluluk Sigortası ► Ferdi Kazza Sigortası ► Hesişik Sigortası ► Taşınan Para Sigortası ► Emniyeti Suistimal Sigortası ► Cam Kırılması Sigortası ► Uçak Sigortası ► Helikopter Sigortası ► Tekne Sigortası ► Yat Sigortası ► Tekne ve Yat İnşaat Sigortası ► Marina Sigortası ► Nakliyat Sigortası ► Harp Sigortası ► Lisans Kaybı Sigortası ► CMR Sigortası ► İnşaat Sigortası ► Montaj Sigortası ► Makine Kırılması Sigortası ► Elektronik Cihaz Sigortası ► Sağlık Sigortası ► Hayat Sigortası ► Yarınamanın Sigortası ► Kredi Hayat Sigortası ► Zira Ürün Sigortası ► Sera Sigortası ► Kümes Hayvanları Sigortası ► Büyük Bay Hayvan Sigortası ► Küçük Balık İçi Sigortası

## OYAK SİGORTA

Genel Müdürlük: Marmarış Mülhürleri Cad. Oyak İş Hanı No: 81 - 80040 Samsun - İSTANBUL  
İstanbul: (212) 252 60 20 (4 hat) Fax: 243 48 28 Ankara: (312) 232 20 30 Fax: 232 17 24  
İzmir: (232) 464 33 00 Fax: 463 33 87 Adana: (322) 457 19 65 Fax: 457 45 10  
Bursa: (224) 250 40 60 Fax: 250 40 62 Samsun: (367) 234 15 55 Fax: 230 20 42

"Oyak Sigorta bir Ordu Yardımlaşma Kurumu ve Emeklilik Bankası kuruluşudur."





# Bize güven veriyorsunuz!

Tütünbank, size güvendiğiniz hizmetler sunar.

Onun için Tütünbank'ın

hizmetlerini



seçiyorsunuz.

Tütünbank'a

güveniyorsunuz.

Hizmetlerimizin

karşılığını

güveninizle alıyoruz. Tam 70 yıldır.

İşte, sizdeki bu güven duygusudur bizi

yücelten; bize güven veren.

Büyüten...



**tütünbank**

"İlkemiz, Güven Ve Dostluk"

# 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 • Tefvik Altınok • Prof. Dr.  
Mustafa A. Aysan • Prof. Dr. Ömer Faruk Batirel  
• Dr. Metin Berk • Prof. Dr. Ünal Bozkurt •  
Prof. Dr. Kenan Bulutoğlu • Prof. Dr. Nasuhi Bur-  
sal • Yavuz Canevi • Ege Canşen • Halûk Cey-  
han • Mehmet Gün Çalıka • Özer U. Çiller • Bü-  
lend Çorapçı • Ahmet Demirel • Zeki Döşlüoğlu  
• Neeled Durakbaşa • A. Aydın Dündar • Gazi  
Erçel • Kaya Erdem • Tarhan Erdem • Oktay Er-  
soy • Prof. Dr. Cümhur Ferman • Prof. Dr. Atilla  
Gönenli • Prof. Dr. Emre Günensay • Doç. Dr.  
Seyfettin Gürsel • Prof. Dr. Zeyyat Hatiboğlu • Er-  
han Işıl • Prof. Dr. Halûk A. Kabaalioğlu • Prof.  
Dr. Müh. Kemal Kafalı • Adnan Başer Kafaoglu •  
Y. Doç. Dr. Ahmet S. Kalın • A. Nazif Keyman •  
Prof. Dr. Yıldırım Kılış • Prof. Dr. Tamer Koçel  
• Kemal Kurdaş • Prof. Dr. Kemal Kurtuluş •  
Prof. Dr. Erol Manisalı • Prof. Dr. Orhan Morgil  
• Prof. Dr. Erdoğan Moroglu • Ziya Nebioğlu •  
Ergin Neng • Alp Orçun • Rahmi Önen • Prof.  
Dr. İsmail Öztaşlan • M. Celâlettin Özgen • Ertan  
Özgür • Tuncay Özilhan • Selâhattin Özmen • Er-  
tuğrul İhsan Özal • 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 • Nezihtunçşiper • Prof. Dr.  
Gül G. Turan • Doç. Dr. Şeref Türen • Doç. Dr.  
T. Güngör Uras • İbrahim Ülkem • Dr. Cüneyt Ül-  
sever • 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

İdare Müdürü

MUSTAFA BARIŞ

## OKURLARA MEKTUP

Sevgili Okurlarımız,

Dergi'nin bu sayısında «Ekonomik Yorumlar» bölümü yer almıyor. Bunun nedeni, gerektiğinde açıkladığımız gibi, yayım için gönderilen yazılardan bir kısmının bu sayıdan önceki sayılarda yer aldığıdır. Bu yazılardan bir bölümü, uzun süre bekletildiğinde, güncelliğini yitiriyor. Bunu önlemek, emek ve düşünce ürünü olan değerli çalışmalara yayın olanağı sağlamak amacıyla, bu sayı da sadece yazılara ayrılmıştır. Dergi'nin sayfaları sınırlı, gelen yazılardan sayısı çok olunca, zaman zaman bu yola başvuruyoruz. Okurlarımız, bu davranışımızı iyi niyetimize bağlayarak bizi anlayışla karşılayacaklardır. Ancak, hemen belirtelim ki, Dergi'nin Mart sayısında çıkacak olan «Açık Oturum» metni, tüm okurlarımızın ilgisini çekecektir. Değerli bir bilim adamımızın yöneteceği «Sermaye Piyasasında Son Gelişmeler» konulu toplantıya, Sermaye Piyasası Kurulu Başkanı, İstanbul Menkul Kıymetler Borsası Başkanı ile iki büyük aracı kurumun tepe yöneticileri katılacaktır.

Öte yandan, hoşgörünüze bir kez daha sığınarak, bizi gerçekten üzen bir nokta üzerinde durmak istiyoruz. Bu, 1995'de Dergi fiyatının (KDV dahil) 60.000 TL'ye, yıllık abone bedelinin ise 720.000 TL'ye çıkmış olmasıdır. 12 aylık enflasyon oranının yaklaşık % 150 gibi üç rakamlı düzeye ulaştığı bir ortamda yapılan böyle bir fiyat ayarlaması ile maliyetlerdeki büyük artışları karşılamak olanaksızdır. Buna karşın öğrencilere % 50 indirim uygulaması da sürdürülmektedir. Belirli konularda sürekli yayın yapan kuruluşlar, giderek artıran ekonomik koşullar nedeniyle çok zor durumdadırlar. Kimi bilimsel ve mesleki yayın organları, arka planında güçlü kuruluşlar olduğu halde kapanmıştır. Dergi'niz ise, okurlarının ve reklam veren kuruluşların desteği sayesinde, tüm ekonomik güçlüklerin üstesinden gelerek yaşamını sürdürmektedir. Yine de bu fiyat artışı için okurlarımızdan özür diliyoruz.

Dergi'de sunulan yazılardan, her zaman olduğu gibi, ilginizi çekeceğini umuyor, bu nedenle de tümünü okumanızı arzu ediyoruz. Ancak; «Endüstrileşme Stratejileri: Latin Amerika ile Güneydoğu Asya Arasında Bir Kıyaslama», «Gümrük Birliği ve Otesi», «Doğu Asya Ülkelerinin Hızlı Büyüme ve Batıdaki Etkileri» başlıklı yazılardan okumanızı özellikle salık veririz.

Saygılarımızla,

# Ekonomik Göstergeler (İç)

## Şubat/1995

	1992	1993	1994		
			Ağustos	Eylül	Ekim
<b>T.C. MERKEZ BANKASI</b>					
Döviz ve Altın Mevcudu (milyon \$)	7564.0	7759.0	7948.0	8164.0	8125.0
Banknot Miktarı (milyar TL)	36838.1	63103.9	112340.4	118135.3	116839.1
T.C. Merkez Bankası İç Kredileri (milyar TL)	51528.3	100583.3	118003.2	131577.2	143551.6
Hazineye Kısa Vadeli Avans (milyar TL)	30983.1	70420.7	83234.9	97000.4	106848.3
<b>BANKALAR (milyar TL)</b>					
<b>Toplam TL Mevduat</b>	<b>192987.5</b>	<b>330005.6</b>	<b>515053.3</b>	<b>535583.6</b>	<b>526093.3</b>
Ticari Kuruluşlar Mevduatı	36247.5	56864.2	80182.9	79789.2	87708.4
Tasarruf Mevduatı	90906.0	123429.8	300591.6	303815.5	291598.5
Vadesiz Tasarruf Mevduatı	12173.6	19345.2	28986.7	29593.7	29031.7
Vadeli Tasarruf Mevduatı	78732.4	104084.6	271604.9	274221.8	262566.7
Mevduat Sertifikası	3708.7	3064.2	4809.6	5069.6	4337.8
Resmî Kuruluş Mevduatı	6612.9	12591.7	29256.1	28079.4	35142.1
Bankalar Mevduatı	20433.0	78407.3	25708.5	46302.5	31287.0
Diğer Kuruluşlar Mevduatı	35079.4	55648.5	74503.5	72527.3	76019.7
Döviz Tevdiatı	112501.5	214960.2	483717.4	534709.1	595806.1
<b>Toplam Krediler</b>	<b>231532.1</b>	<b>433706.9</b>	<b>623762.4</b>	<b>593133.9</b>	<b>619255.0</b>
Tanım	39221.8	59155.7	60028.6	62498.2	66551.4
Kalkınma ve Yatırım Bankaları	22692.4	42417.3	73431.3	76417.2	80979.9
Mesleki (Küçük Esnaf ve Sanatkar)	5354.00	8817.1	11759.8	12316.2	12941.6
Gayrimenkul	16515.54	33615.3	40742.3	40689.6	41171.4
Denizcilik	66.67	103.1	-	288.8	331.5
Turtizm	2431.54	3894.4	6166.9	5378.0	5767.5
Diğer İhtisas Kredileri	186.17	236.7	222.4	324.1	340.2
Ticari, Sınal, Sair	145064.1	285467.1	431410.9	395211.7	411171.5
<b>PARA ARZI (milyar TL)</b>	<b>81493.0</b>	<b>132309.0</b>	<b>191614.0</b>	<b>205485.0</b>	<b>209760.0</b>
<b>FİYATLAR (DİE Toplan Eşya 1987 = 100, Tüketici Fiyatları 1987 = 100)</b>					
Toplan Eşya Fiyatları İndeksi (Genel)	1299.3	2082.2	4001.1	4217.4	4507.4
Tanım (Genel)	1186.6	2083.2	3131.8	3553.2	4074.9
İmalat Sanayii (Genel)	1320.0	2040.5	4204.9	4371.1	4611.2
Tüketici Fiyatları (Türkiye)	1588.3	2717.2	4543.1	4868.3	5330.4
Tüketici Fiyatları (İstanbul)	1525.0	2626.3	4296.0	4617.3	5068.4
<b>DIŞ ÖDEMELER (milyon \$)</b>					
Dışalım (CIF)	22871.5	29429.4	14337.9	16265.1	18316.8
Dışsatım (FOB)	14715.4	15349.4	10753.4	12472.6	14143.3
İşçi Dövizleri	3008.0	2919.0	1895.0	2093.0	2423.0

Notlar: (1) TCMB altın ve döviz mevcuduna, altın stokunun yeniden değerlendirilmesinden doğan değer artışları dahildir. (2) TCMB kredilerine, borç tahkimleri (konsolide edilen krediler) dahil değildir. (3) Para arzı (M<sub>1</sub>) dar anlamıdır.

# Görüşler

Prof. Dr. DÜNDAR SAĞLAM

## ENDÜSTRİLEŞME STRATEJİLERİ: Latin Amerika ile Güneydoğu Asya Arasında Bir Kıyaslama (\*)

### Giriş

**S**ON yıllarda Latin Amerika ile Güneydoğu Asya'nın ekonomik gelişmeleri arasındaki büyük farklılık, kalkınma iktisadı alanında bir çok yeni araştırmanın yapılmasına neden olmuştur. Güneydoğu Asya'da uygulanan ihracata dayalı sanayileşme stratejisi (İDSS)'nin bir sonucu olarak hızlı bir kalkınma görülürken, Latin Amerika çok daha düşük kalkınma hızları ile yetinmek zorunda kalmıştır.

Acaba Latin Amerika niçin çok uzun süre ithalat ikamesine dayalı bir sanayileşme stratejisini (İİSS) uygulamıştır? IMF'nin müdahalelerine ve sık sık ortaya çıkan kambiyo krizlerine rağmen bu stratejiyi uygulamakta niçin ısrar edilmiştir? Bu konuda genel kabul gören açıklama, sendikalar ile büyük sanayicileri koruyan ve bürokrasi çarklarını güçlendiren devlet politi-

kalarının bu ülkelerde sürekli olarak uygulandığı biçimindedir. Bir diğer açıklama ise, dış güçlerin, özellikle ABD'nin yanlış müdahalelerinin bu sonucu doğurduğu şeklindedir. Bu yazı, sorunun diğer bir boyutunu da ortaya koymayı amaçlamıştır. Bu da gelişmekte olan orta gelirli ülkelerin sanayi ürünleri ihracında karşılaştıkları yapısal engellerin neler olduğudur. Bu incelemede her iki bölgede harp sonrasında uygulanan sanayileşme

(\*) Bu yazının hazırlanmasında, *Problèmes Economiques*'in 11 Kasım 1992 tarihli sayısında yer alan James E. Mahon'un «Stratégies d'Industrialisation: Une comparaison entre l'Amérique Latine et l'Asie du Sud-Est» adlı makalesinden geniş ölçüde yararlanılmıştır. Yazının sonuna geniş bir bibliyografya eklenmiştir.

Yazı, Türk ekonomi tarihini inceleyenler açısından çok faydalı bilgiler ve benzerlikler içermektedir. Bu nedenle yazının geniş bir özetinin dergimizde yayınlanmasının yararlı olacağı inancındayım.



stratejilerine kısaca değinildikten sonra ortaya çıkan diğer ekonomik ve sosyal farklılıkların analizine ağırlık verilecektir.

### **Latin Amerika'da Kambiyo Politikası ve Kalkınma: İthalat İkamesine Dayalı Sanayileşme Politikasının Başarısızlığı**

İkinci Dünya Savaşı, Latin Amerika ülkelerinde, çelişkili bazı problemlerin doğmasına yol açmıştır. 1945 yılına kadar bu bölgedeki ülkeler önemli ölçüde döviz rezervleri biriktirmişlerdi. Fakat, bu rezervler, geniş ölçüde konvertibl olmayan dövizlerden oluşuyordu. Diğer yandan bu ülkelerde, tüketim ve yatırım mallarına dönük çok büyük bir iç talep fazlalığı görülüyordu. Bu talep, özellikle geniş işgücü potansiyeline sahip ve yakın geçmişte zengin olmuş sanayicilerden kaynaklanıyordu.

Harp esnasında enflasyon, her tarafta reel ücretleri düşürmüştü. Hükümetler işçilerin ücret arttırma taleplerine, genellikle harbin olağanüstü şartlarını bahane ederek olumsuz cevap veriyorlardı. Arjantin dışındaki Latin Amerika ülkelerinde fiyat artışları 1940-1946 arasında, ABD'yi aşmasına rağmen döviz kuru sabit kalmıştı. O yıllarda IMF'nin, Latin Amerika ülkelerinde aşırı değerli kur politikasına müsamaha gösterdiği bilinmektedir. Çünkü IMF için kambiyo kurlarında istikrar sağlamak o dönemde öncelik taşıyordu. Bu nedenledir ki Amerikan malları ulusal para cinsinden çok ucuza ithal edilme şansına sahip olmuştur. Harp sonrasında, Latin Amerika ekonomileri çeşitli sorunların ağırlığı

altında eziliyordu. Bu sorunlar, döviz rezervlerinin hızla azalışı, enflasyondan kaynaklanan ücret artışı talebinin yoğunlaşması, ithalat ikamesine dayalı bir stratejinin ticari yönden korumacılık ve devlet subvansiyonlarına dayalı biçimde uygulanmaya konulması olarak özetlenebilir.

Ekonomi politikası, döviz kısıtlamasının bir fonksiyonu olarak düzenlenmiştir. Uygulanan politikalar, bütün Latin Amerika ülkelerinde benzer nitelikler taşımıştır. Gerçekten bu dönemde, döviz rezervlerindeki yetersizliğin, ithalatı ikame eden bazı endüstrilerin teşvik edilmesi suretiyle giderileceği düşünülmüştür (Baer, 1972). Bir çok büyük Latin Amerika ülkesi, katlı kur kambiyo sistemi diyebileceğimiz bir döviz rejimini uygulayarak ithal ikamesi endüstrilerini subvansiyonlaştırmıştır (König, 1968). Doğaldır ki bu destekleme, geleneksel ihracat malları üreten ve rekabet gücü bulunan sektörlerin zararına olarak yapılmıştır. 1950'li yılların sonlarında, endüstriye ayrıntılı subvansiyonlar verilmesinin sorunları çözmediği, aksine arttırdığı anlaşılmıştır. Altmışlı yılların başında ve ikinci yarısında ihracat gelirleri durağanlaşıp ya da azalırken ithalat gereksiniminin azalmadığı, aksine arttığı görülmüştür. Örneğin, Arjantin'de ihracat gelirleri 1951'deki düzeyine ancak 1963 yılında erişmiştir. Şili, bakır fiyatlarının 1960'lı yıllarda olumlu seyretmesine rağmen 1955 yılı ihracat düzeyine ancak 1963 yılında ulaşmıştır. Aynı şekilde Kolombiya'da ihracat, 1954'deki seviyesine, ancak 1969'da erişmiştir. En kötü durum Brezilya'da görülmüştür. 1951'deki ihracat gelirleri düzeyine ancak 1969 yılında ulaşmıştır (IMF,



Statistiques financieres internationales).

Ödemeler bilançosu dengesizlikleri, Arjantin, Brezilya, Şili ve Kolombiya'da 1950'li yılların ortalarından başlayarak, 1960'lı yılların sonlarına kadar sürüp gitmiştir.

İthalat ikamesine dayalı sanayileşmenin ekonomiyi tam bağımsız hale getireceği düşünülürken aksine dış ülkelere daha fazla bağımlı hale getirdiği görülmüştür (Felix, 1968). Ham madde, ara malları ve makine-teçhizat üretimi tüketim malları aleyhine desteklenirken, istihdam ve kalkınmanın ödemeler dengesinin kısıtlarına bağımlı hale geldiği unutulmuştur. İthalat malları tüketen zengin sınıflar yanında ithalata dayalı olarak üretim yapan sanayi kesimi de bu döviz krizi şoklarından payına düşeni almıştır (Baer, 1972, s. 106). Bu gelişmelerin ikinci kötü sonucu, Latin Amerika ülkelerinin kaderinin bir kaç geleneksel ürün ihracına bağımlı hale getirilmiş olmasıdır. Kambiyo kontrolleri ve dış ticaret kısıtlamaları yoluyla desteklenen aşırı değerli kur politikası, ihracatı destekleyip sadece iç pazara yönelik çalışan bazı sanayi tesislerini teşvik etmiştir. İhracatı desteklemek için bazı mallara uygulanan özel kambiyo kuruları ulusal bütçeye ağır bir yük oluşturduğu gibi, sık sık değiştirilmesi belirsizliği artıran diğer bir faktör olmuştur. Ekenominin ithal kapasitesinin sınırlı sayıdaki ihraç ürünlerine bağımlı hale gelmesi nedeniyle kötü bir mahsul yılı veya dış ticaret hadlerinin ülke aleyhine bozulduğu yıllarda döviz gelirlerinin hızla azaldığı, dolayısıyla sanayi kesiminde bunalımların patladığı görülmüştür (\*). İthalat ikamesine dayalı sanayileşmenin ülkeyi yabancı ya-

tırmıçların sömürsünden ve içerdeki oligarşik grupların baskısından kurtaracağını umanlar derin bir hayal kırıklığına uğramışlardır.

### Latin Amerika'da İİSS Politikasında Reform Çabaları

Latin Amerika ihracata dayanan sanayileşme modeline geçmek için hiç bir zaman İİSS politikasından tamamen vazgeçmemiştir. Fakat sürekli tekrarlanan döviz krizlerinin ardından bir çok ülke kambiyo rejimlerini değiştirmeye ve dış ticaretlerini kısmi olarak serbestleştirmeye yönelmişlerdir. Şüphesiz bu liberalleşme girişiminde Şili başı çekmiş ve en köklü önlemleri almıştır. Kambiyo konusunda en sık rastlanılan reform, katlı kur mekanizmasının yürürlüğe konulması olmuştur. Bu sistemin amacı reel kurları istikrarlı kılmak suretiyle ihracatı teşvik etmek ve sermaye akımlarına egemen olmak şeklinde özetlenebilir. Döviz piyasasındaki dalgalanmaları azaltmak için belirli bir kambiyo kontrolü bu reformlarda daima öngörülmüştür. Bu önlemler, 1970'li yılların sonundaki borç bunalımına kadar uygulanmıştır. Bu dönemde Latin Amerika ülkelerinin döviz spekülasyonundan ve sermaye kaçışlarından daha az zarar gördüğü söylenebilir (Mahon, 1989).

Fakat bölgenin büyük bir kısmında, döviz kıtlığı sık sık boy gösterdiğinden dış borçlanmaya ağırlık veril-

(\*) Yukarıdaki sonuçların 1980 öncesi Türkiye ekonomisine ne kadar benzediği insanı şaşırtmaktadır. 1950-1980 döneminde bakıldığında Türk Parasının Kıymetini Koruma Kanunu ve her yıl düzenlenen dış ticaret rejimlerinin yürürlüğe koyduğu müdahalelerin ihracatı teşvik yerine gümrük duvarları himayesinde iç pazara yönelik üretim yapan sanayi kesimini desteklediği bütün çevrelerce bilinmektedir.

miş ve İİSS politikalarına sık sık dönüş yapmıştır. Dış ekonomik ilişkileri değiştiren hiç bir reformun sınai ürünlerin ihracını radikal biçimde düzeltmediğini unutmamalıyım. Brezilya gibi iç pazarın büyük olduğu Latin Amerika ülkelerinde hem ihracatı artırıcı bazı önlemler alınmış hem de ithal ikamesine dayalı sanayileşme stratejisi benimsenmiştir. Bu reformların tarımsal ürün ihracını çeşitlendiren eski toprak sahiplerini ve ihracata yönelmiş sahayicileri desteklediği kuşkusuzdur. Venezuela ve Meksika gibi ülkelerde uygulanan İİSS politikaları daha çok gümrük korumacılığı şeklinde yürütülmüştür. Ancak bu politikanın hammadde fiyatlarındaki değişmeler ve uluslararası sermaye hareketleriyle büyük ölçüde zayıflatıldığı bilinmektedir.

### Tayvan ve Güney Kore'de İİSS'den İDSS'ye Geçiş

İthalat ikamesine dayalı sanayileşme stratejisi (İİSS), 1950'li yıllar boyunca, yalnız Latin Amerika ülkelerinde değil Güney Kore ve Tayvan'da da uygulanmıştır. İkame politikası söz konusu iki ülkeden Güney Kore'de 1953-1960, Tayvan'da ise 1953-1961 tarihleri arasında uygulanmıştır. Her iki ülkede ithalatı ikame edici politikalar, geniş şekilde uygulanan subvansiyonlar, aşırı değerli kambiyo kurları, koruyucu gümrük oranları, ucuz faizli kredi tahsisleri biçiminde olmuştur. Güney Kore'de bu sistem, son derece karmaşık idari düzenlemelerle yürütüldüğünden yolsuzluk ve rüşvet yaygın biçimde kendini göstermiştir. Güney Kore'de 1953-1960 yılları arasında uygulanan kambiyo kurlarının çokluğu ve döviz tahsis usullerinin

karmaşıklığı insanı şaşırtacak düzeylerde (Frank, Kim and Wetsphal, 1975). Her iki ülkenin ihracatçılarına yukardaki teşviklerden bazıları sağlanmış olmakla birlikte, ithalatın büyük ölçüde Amerikan yardımlarına bağımlı olarak yürütüldüğü bilinen bir gerçektir. Bununla beraber 1965 yılında Güney Kore ve Tayvan'ın, endüstriyel ürün ihracatına ağırlık veren bir politika benimsediğini görüyoruz. Ucuz işgücü fazlasının her iki ülkede bol miktarda bulunması ihracat için önemli bir avantaj sağlıyordu. Her iki ülke paralarını önemli ölçüde devalüe ettiler. Güney Kore 1961 yılında parasını iki kere devalüe etmiştir. Bunu 1964 yılında % 95 oranında yapılan bir devalüasyon daha izlemiştir. Tayvan ise 1960 yılında tek bir devalüasyon yapmıştır. Her iki ülke parasını devalüe ederken kambiyo rejimini de basitleştirmiştir. Bu yolla döviz kuru, ithalatı ferenleyici, ihracatı teşvik edici rolünü daha iyi oynar hale gelmiştir. Her iki ülke devalüasyon sonucu yükselen fiyatları kontrol altına almak için faiz oranlarının artmasına göz yummuştur.

1960 yıllarının sonuna doğru, evvelce çok az olan yabancı direkt yatırımlarda önemli artışlar görülmüştür. Bunda en önemli rolü, işçi ücretlerinin düşük olması oynamıştır.

Bu önlemler sonucu her iki ülkede, reel ücretlerde ve istihdamda hızlı artışlar görülmüştür. Nitekim 60'lı yılların sonuna doğru Tayvan'da bir süre sonra da Güney Kore'de işgücü kıtlığı ortaya çıkmıştır. 1970'li yıllarda ve 80'li yılların başında ihracat yapan firmaların durumlarını sağlamlaştırdıkları ve katma değer oranı yüksek oto-

mobil, bilgisayar gibi ürünleri ihraç etmeye başladıklarını görüyoruz. 80'li yılların sonunda İDSS politikasında bazı problemlerin (Bello ve Rosenfeld, 1990) ortaya çıktığı görülmekle birlikte her iki ülkede üretim ve refah hızla artmıştır.

### Latin Amerika Niçin Güneydoğu Asya'nın Yolunu İzlemedi?

Güney Kore'de son yıllarda görülen sosyal karışıklıklara rağmen, 1990 yılında, hızla kalkınan Güneydoğu Asya ile aşırı derecede borçlu Latin Amerika arasındaki kalkınma farkı büyüktür. Bugün Güney Kore ve Tayvan'da reel ücretler önemli oranda arttığı halde Latin Amerika'da kişi başına gelir 1970'li yılların düzeyine düşmüştür. Kişi başına reel GSYİH artışı yönünden iki bölge arasındaki fark, özellikle 1986-1989 döneminde iyice açılmıştır.

Acaba Güneydoğu Asya İİSS'den İDSS'ye rahat bir geçiş yapabilirken Latin Amerika bu geçişi niçin yapamamıştır?

Bu soruya cevap verebilmek için dört noktayı açıklığa kavuşturmak gerekmektedir:

Birincisi toplumdaki çeşitli çıkar gruplarının her iki bölgede farklı konumda olmalarıdır. Özellikle şehirli gruplar karşısında tarım kesiminin güçlü ve çok uluslu şirketlerin rolü bunlar arasında sayılabilir. İkincisi bu çıkar grupları karşısında devletin güçlü olup olmadığıdır. Burada devletin kurumsal bağımsızlığı, baskı yapma kapasitesi ve sağladığı dış destek önem taşımaktadır. Üçüncüsü, yaşanan ekonomik krizlerin süresi ve derinliğidir. Dördüncüsü ise strateji değişikliğinin topluma ve ekonomiye olan maliyetidir.

Güneydoğu Asya'da ihracata dayalı sanayileşme politikasına geçiş; ülke içinde muhalefet eden grupların güçsüz olması, devlet örgütünün sağlam biçimde kurulmuş olması ve karşılaştıkları ekonomik krizlerin daha şiddetli olması gibi nedenlerle kolay olmuştur. Bu arada Amerika ve diğer Birleşmiş Milletler gücünün ekonomi politikası üzerindeki etkisini ihmal etmemek gerekir.

Yukarıda sayılan dört faktör üzerinde daha ayrıntılı biçimde duralım.

### Sivil Toplum Yapısındaki Farklılıklar

Evvla sivil toplum içindeki çıkar gruplarının ağırlığı ve özellikleri üzerinde duralım. Jeffrey Sachs (1989)'a göre burada temel değişken, ihracat yapan tarım sektöründeki zenginliğin ne ölçüde eşit dağıtıldığı olgusudur. Latin Amerika ülkelerinde iç pazara yönelik olarak çalışan sanayi kesimi güçlü biçimde korunurken, uygulanan aşırı değerli kambiyo politikası makine-techizat ve ara mal ithalini teşvik etmiştir. Oysa Güneydoğu Asya ülkelerinde ihracat yapan tarım kesimi topraklarının daha adil biçimde dağılmış olması aşırı değerli kambiyo kuru politikasına şiddetle muhalefet eden bir grubun doğmasına yol açmıştır. Latin Amerika ülkelerinde ise devalüasyon çalışan kesimin gelirlerinin çok küçük bir azınlığa transferine yol açtığı gerekçesi ile uygun karşılanmamıştır. Güney Kore ve Tayvan 1960 yılının ortalarında, İİSS'den ve aşırı değerli kur politikası uygulamasından vazgeçerek ihracatı teşvik eden bir stratejiye yönelmişlerdir.

Bir diğer iktisatçı (Lin, 1989), iki bölge arasındaki farklılığın doğal kay-



nak zenginliği ile nüfus baskısından doğduğunu ileri sürmüştür. Güneydoğu Asya ülkelerinin daha küçük olmasına karşın daha fazla nüfus barındırması, onları sanayileşmeye ve daha fazla ihracata zorlamıştır. Bu ülkelerin Latin Amerika ülkeleri gibi temel mallar ihraç olanakları bulunmadığından istihdam ve ihracat gücü yüksek sanayi mallarına yönelmelerini doğal karşılamak gerekir. Güneydoğu Asya'da, hükümetler büyük toprak ve çiftlik sahipleri ile işçi sendikalarının baskısı altına girmemişlerdir. Çünkü evvelce yapılan toprak reformu onların gücünü kırmıştır. İşçi sendikaları ise Konfüçyüs geleneğine uygun olarak işverenler ile uyum içinde çalışmayı ilke edinmişlerdir. Ayrıca 1940'lı yıllarda ekonomide yaşanan hiperenflasyon bu ülkeleri, deflasyonist istikrar politikası önlemlerini daha kolaylıkla uygulamaya yöneltmiştir. Bütün bu nedenler, Güneydoğu Asya'da ihracata yönelik bir stratejiye geçişi kolaylaştırmıştır.

Burada iktisatçı Jeffrey Sachs'ın Güney Kore ile ilgili olarak ileri sürdüğü bir diğer argümana daha dikkat etmek gerekir. 1960 yılında Güney Kore'de, Syngman Rhee Hükümeti ile iş çevreleri arasındaki sıkı ilişkiler İİSS stratejisinin bir sonucu gibi değerlendirilip şiddetle eleştirilmiştir. Hatırlanacağı üzere bu dönemde öğrenciler, mevcut siyasi rejime ve onun izlediği İİSS'ye karşı ayaklanmışlardı. Şehirlerde yoğunlaşmaya başlayan sanayileşme yalnız öğrencilerin değil geniş çiftçi kesiminin de muhalefetine neden oluyordu. Nitekim 1961 yılındaki hükümet darbesine katılanların büyük çoğunluğunu çiftçi kökenli insanlar oluşturmuştur. Bu insanlar popülist bir

politikanın uygulanmasını istiyorlardı. Onlar zenginliğin çiftçiler yararına yeniden dağıtılmasından yana idiler. 1963 yılında Park Chung Hee başkanlığa adaylığını koyduğunda ilk sözü «Tarım her şeyden önce gelir» cümlesi almıştır (Cole et Lyman, 1971).

Latin Amerika'nın 1950 sonundan borç krizine kadar geçirdiği tecrübe iktisatçı Sachs'ın ileri sürdüğü görüşleri doğrulamaktadır. Gerçekten toprakların önemli ölçüde bölündüğü Kolombiya'da, güçlü bir kahve üreticileri örgütü (FEDE - CAFE) bulunmaktadır. Bu ülkede tarım kesimine dayanan iki siyasi parti tarımsal ürün ihracatçıları desteklemeyi ilke edinmiştir. 1967'de yapılan kambiyo rejimi reformu bu ülkede tarım ürünleri ihracatını desteklediği için geniş halk yığınlarından hiç bir tepki görmemiştir. Oysa toprakların adaletsiz biçimde dağıldığı Şili ve Brezilya'da tarım ürünleri ihracatını destekleyen bir kambiyo rejimini yürürlüğe koymak mümkün olmamıştır. İhracatı destekleyen kambiyo politikalarının seçilmiş hükümetler döneminde yürürlüğe konulması çok daha güç olmaktadır. Çünkü devalüasyonun yararlanacak kesimler küçük bir oligarşik grup ile bazı yabancı büyük firmalar olmaktadır.

### Devletin Gücü ve Otonomisi

Güneydoğu Asya ile Latin Amerika ekonomik kalkınması kıyaslandığında, strateji değişikliklerinin başarılı sonuçlar vermesi büyük ölçüde devletin ekonomide oynadığı role bağlı olmaktadır (Evans, 1987). Güneydoğu Asya'da devletin güçlü olması, ihracata dayalı sanayileşme politikasına geçişte büyük kolaylıklar sağlamıştır. Aynı



ca bu dönemde devlet yabancı sermayenin, ülkede yatırım yapmasına elverişli bir ortam hazırlamıştır. Tabii Japon koloni döneminden kalan sağlam bir devlet idaresi geleneği ve endüstriyel altyapı, devletin gücünü takviye eden diğer unsurlar olmuştur. Tayvan'da yöneticilerin Kıta Çin'inden gelen işbirliği ruhu ve politik formasyon ihracata yönelik stratejiyi yürürlüğe koymada etkili rol oynamıştır. Devletin güçlü olması yabancı kuruluşlarla ve büyük toprak sahipleri ile olan müzakerelerde kesin sonuçlar alınmasında yararlı olmuştur. Bu ülkelerde uygulanan tarımsal reform ve tarım kalkınması politikaları şehirli işgücünün piyasada daha önemli rol oynamasını ve reel ücretlerde bir artışın gerçekleşmesini sağlamıştır. Bu suretle Tayvan'da evvelce görülen eşitsizlikler büyük ölçüde azalmıştır. Bazı yazarlar iki bölgede devletin sivil toplum üzerindeki farklı ağırlığına dikkati çekmişlerdir. Gerçekten devlet örgütünün çeşitli çıkar grupları karşısında bağımsız hareket etmesi çok büyük önem taşımaktadır. Bu yolla devlette çalışan teknokratların, halka sevimli gelmeyen bazı reformları uygulama şansını doğmuştur. Oysa aynı nitelikli reformları Latin Amerika'da gerçekleştirmek mümkün olamamıştır. Bunlar arasında toprak reformunu, reel kambyo kurunda şiddetli indirimleri sayabiliriz. Devalüasyonların reel ücretleri kısa dönemde düşürdüğü için çalışan kesimlerce benimsenmediğini biliyoruz. Güneydoğu Asya'da Amerikan işgal güçlerinin bulunması, devletin içerdeki baskı grupları karşısında daha bağımsız hareket etmesini sağlamıştır. Nitekim Tayvan'da 1958 yılında

yürürlüğe sokulan İDSS, geniş ölçüde Amerikan baskısı ile gerçekleştirilmiştir. Güney Kore'de 1963 yılında kabul edilen istikrar politikası da öyle olmuştur.

Kısaca özetlemek gerekirse, Güneydoğu Asya kalkınmasında devlet önemli rol oynamıştır. Özellikle Güney Kore ve Tayvan'da bu açık biçimde görülmektedir. Ayrıca, her iki ülkede gerçekleştirilen ve İkinci Dünya Savaşı'ndan sonra ABD işgal kuvvetlerinin yaptığı müdahaleler bu dönüşümde önemli rol oynamıştır. Japon koloni dönemi, Kore'de büyük toprak sahiplerinin gücünü büyük ölçüde kırdığından, 1948-50 döneminde gerçekleştirilen toprak reformu hiç bir dirençle karşılaşmadan yapılabiliştir.

Aynı şekilde Çan Kay Şek komutasındaki birlikler Tayvan'a geldiğinde yerli toprak sahiplerinin gücü kalmadığından yapılan toprak reformu önemli bir muhalefetle karşılaşmamıştır. Aksine onlar Kıta Çin'indeki başarısızlıklarının toprak reformu yapmalarından ileri geldiğine inanıyorlardı.

### Ödemeler Dengesi Krizlerinin Şiddeti ve Süresinin Farklı Oluşu

Bu bölgede karşılaşılan döviz krizlerinin şiddeti ve sürekliliği orada uygulanan ekonomi politikalarına önemli ölçüde etki yapar. Kore'de ve Tayvan'da yaşanan acı olaylar ve döviz kıtlığının derecesi İİSS'ye geçişte önemli rol oynamıştır. O dönemde âdeta ihracata yönelik politikalar uygulama dışında başka alternatif kalmamış gibi idi. Harp sonrasında bu ülkelerde geleneksel ürün ihraç eden sektörler çalışamaz durumda idi. Ve yabancı sermaye yatırımları yok dene-

cek kadar azdı. Bu durum Amerikan yardımlarına kesin bir bağımlılık yaratmıştır. Oysa Latin Amerika, dış finansman açısından, hiçbir zaman böyle bir durumla karşılaşmamıştır. Latin Amerika ülkelerinde dış ticaret hadlerinde görülen bozulmalar nedeniyle sık sık döviz krizleri yaşanmıştır. Ancak, bu çeşit kısa vadeli döviz krizleri, hiç bir zaman bu ülkeleri radikal bir strateji değişikliğine götürmemiştir.

Güney Kore ve Tayvan'a yapılan Amerikan yardımlarının 1959-1960 yıllarına doğru kesileceğinin kesin bir biçimde anlaşılması, bu ülkeleri İDSS'a geçişte itici bir rol oynamıştır. Oysa Latin Amerika'da, dış ticaret hadlerinde görülen bozulmalar nedeniyle ortaya çıkan döviz krizleri bu ülkeleri politika değiştirmeye zorlamamıştır. Nitekim 1960 başında dünya kahve fiyatlarının çöküşü Brezilya ve Kolombiya gibi ülkelerde köklü politika değişikliklerine yol açmamıştır.

### İDSS'ne Geçişin Maliyeti

Dördüncü nokta, İİSS'den İDSS'ye geçişte politika değişikliğinin topluma maliyetidir. Bu konuyu açalım.

Latin Amerika ülkelerinde dikkati çeken en önemli özellik, üretim yapısının dengesiz oluşudur. Gerçekten bu ülkelerde, geleneksel ihraç malları sektörü ile sanayi malları sektöründe önemli produktivite farklılıkları bulunmaktadır. İlk maddeler ihracatının toplam ihracat içindeki payının çok yüksek olması nedeniyle denge döviz kuru çoğunlukla aşırı değerli bir hale gelmektedir. Bu döviz kuru ile imalat sanayi ürünlerinin uluslararası pazarda rekabet şansı önemli ölçüde azalmak-

tadır. Bütün bu açıklamalar endüstriyel malların uluslararası pazarda rekabet edebilmesi ve korumanın kaldırılabilmesi için İDSS'nin uygulamaya konulmasının zorunlu olduğunu göstermektedir. Latin Amerika ülkelerinde ilk maddeler ihraç sektöründe produktivite yüksek olduğu için düşük ücretlerle çalışan sanayi malları ihracatına yönelik politikaların uygulamaya konulması zor olmaktadır. Eğer geleneksel ihraç malları sektöründe produktivite düşük olsa idi, o ülkenin sanayi mallarının uluslararası pazarlarda rekabet gücü, İİSS politikası içinde bile normal bir döviz kuru ile mümkün olurdu. Böyle bir durumda paranın reel olarak değer kaybı ve onun sebebiyet verdiği kayıplar (reel olarak ücret düşüşü ve ithal mallarının maliyetinin yükselişi) daha az olacağından, İDSS'ne geçiş daha kolaylıkla mümkün olurdu.

Güneydoğu Asya ülkelerinin doğal kaynaklar yönünden ne kadar fakir olduğuna yukarıda değinmiştik. Ancak bu fakirliğin ihracata dayalı bir kalkınma stratejisi için bir avantaj oluşturduğuna, ilk defa Ranis (1988) isimli iktisatçı değinmiştir. Gerçekten kaynaklar yönünden fakirlik o ülkeye sanayi malları ihracatında avantaj sağlamak-tadır.

### İDSS'ne Geçişin Ücret Olarak Maliyeti

Ihracata yönelik bir stratejinin benimsenmesinin ücretler üzerindeki etkilerinin incelenmesi için daha ayrıntılı çalışmalara gereksinim vardır. Her iki bölgede saat ücretlerinin cari dolar kurundan kıyaslanması «Tablo 1» de gösterilmiştir. Bu tabloda çeşitli döviz

kurlarının değerlendirilmesinde paralel piyasada doların değeri esas alınmıştır. Bu suretle aşırı değerli döviz kuru politikası uygulayan ülkelerdeki yapay dolar kuru hesap dışı bırakılmıştır. Ayrıca ünlü Heckscher-Ohlin varsayımı esas alınarak, her iki bölge ülkelerinde verimliliğin eşit olduğu kabul edilmiştir.

«Tablo 1» de, iktisatçı Marcello Diamand'ın (1986) Güney Amerika ülkeleri için ileri sürdüğü «dengesiz üretim yapısı» tezinin Venezuela'da açık biçimde kanıtlandığı görülmektedir. Bilindiği üzere M. Diamand, Latin Amerika ülkelerinin kalkınmada geri kalışlarını, ekonomide geleneksel hammadde ihraç eden verimliliği yüksek bir sektör ile koruma altında yaşayan verimsiz sanayi kesiminin yan yana bulunmasından kaynaklandığını ileri sürmüştü. Venezuela'da harpten sonra görülen hızlı kalkınma, petrol gelirlerinin bu dönemde büyük oranda artmasından kaynaklanmıştır. Sanayi malla-

rının uluslararası piyasada rekabet gücü kazanması, sabit döviz kuru altında, mümkün değildi. 1965 yılı rakamlarına baktığımızda Venezuela'da saat ücretleri Tayvan'daki ücretlerin 7 katı, Şili'nin 5 katı, Arjantin'in 2.5 katı, Brezilya'nın 3.5 katı yüksek düzeydedir. 1970 yılında, dolar olarak saat ücretleri Japonya gibi sanayileşmiş bir ülke ile eşit durumdadır. Paralel piyasadaki döviz kurları hesaplara esas alınmasına rağmen, Latin Amerika ülkelerinde yüksek ücret politikası ısrarla sürdürülmüştür. Bazı ülkelerin saat ücretlerindeki hızlı iniş ve çıkışlar, politik ve ekonomik kriz dönemlerinde karbor-sa dolar kurunun değişmesinden ileri gelmektedir. Güney Kore'de saat ücretleri 1950'li yılların sonu ile 1970 arasında çok hızlı değişimlere konu olmuştur.

Latin Amerika ülkelerinin sanayi mallarının Güney Kore ve Tayvan ürünleri ile rekabet edebilmesi için paralarını IMF'nin tavsiye ettiği oranlar-

**TABLO 1**  
**Endüstride Saat Ücretleri (1955 - 1970)**  
(Cari Dolar Kuru ile ve Sektörlerin Tümü İçin)

Ülkeler	1955	1958	1959	1960	1961	1962	1963	1964	1965	1970
Arjantin	0.20	0.32	0.25	0.36	0.32	0.27	0.30	0.33	0.25	0.41
Brezilya	0.19	0.20	0.20	-	-	0.19	0.21	0.24	0.26	0.36
Şili	-	-	-	0.26	0.30	0.21	0.16	0.16	0.20	0.23
Kolimbiya	0.17	0.14	0.12	0.23	0.22	0.23	0.29	0.33	0.19	0.27
Meksika	0.22	0.28	0.30	0.34	0.36	0.38	0.45	0.50	0.54	0.70
Venezuela	-	-	-	-	-	-	-	0.82	0.87	1.07
Güney Kore	0.08	0.09	1.00	0.80	0.90	0.10	0.70	0.60	0.70	0.19
Tayvan	0.06	0.07	0.06	0.08	0.10	0.10	0.11	0.11	0.11	0.19
Japonya	0.22	0.24	0.25	0.28	0.31	0.34	0.38	0.44	0.49	1.06
Amerika	1.86	-	-	2.26	-	-	-	-	2.61	3.36

**Kaynak:** Problèmes Economiques, 11 Nov. 1992. Tablonun hazırlanmasında yararlanılan kaynaklar: Fonds monétaire International, Statistiques financières internationales'in çeşitli sayıları, Bureau international du travail, Annuaire statistique yayınları.



dan çok daha fazla devalüe etmesi gerektiği böylece anlaşılmaktadır. Ayrıca, sanayi malları ihracının ilk madde ihracına nazaran daha güç olduğu da unutulmamalıdır. Bütün bu unsurlar dikkate alındığında, Latin Amerika ülkelerinde ihracata dayalı bir sanayileşme politikasının yürürlüğe konmasının girişimciler açısından cazip olmadığı anlaşılmaktadır. Ayrıca, o dönemde, IMF'nin, rekabeti destekleyen bir devalüasyon politikasını uygun görmemiş olması da olasıdır. Bu noktada, çok uluslu şirketler ihracata dayalı bir sanayileşme stratejisini nasıl karşılarlar sorusu akla gelmektedir. Latin Amerika ülkelerinde çok uluslu şirketlerin yatırımlarının uzun yıllardır mevcut olduğu bilinmektedir. Güneydoğu Asya ülkeleri stratejilerini ihracata yönelik biçimde değiştirmeye kadar çok uluslu şirketlerin bu bölgede en küçük bir yatırımı yoktu. Çok uluslu firmalar eskiden beri hayatlarını kolayca sürdürdükleri bu ülkede, sanayi malları ihracına yönelirler mi? Burada firmaların yatırım kararlarını etkileyecek en önemli faktör işgücü maliyetlerinin ucuzluğu olacaktır. Oysa yukarıdaki tabloda, işgücü saat ücretlerinin Latin Amerika ülkelerinde çok yüksek olduğu görülmektedir.

Bu açıklamalar, işçi ücretlerinin yüksek olduğu az gelişmiş ülkelerde yerleşik yabancı sanayi şirketlerinin ihracata yönelik strateji değişiklikleri karşısında kayıtsız kaldıklarını göstermektedir.

### **Dengesiz Üretim Yapısı ve Bağımlılık**

Latin Amerika'nın 20 nci yüzyılda ki ekonomik ve politik gelişmesini analiz edenler, ilk madde ihracına ve top-

rak sahipleri oligarşisine dayanan bir ekonomik yapının değiştirilmesinin çok güç olduğunu göz önünde tutmak zorundadırlar. Üretim cihazı ve tüketiciler üzerinde etkili olan çıkar grupları ile politik sınıflar her zaman endüstrileşmeye karşı koymuşlardır. Bilindiği üzere ekonomik bunalımlar söz konusu çıkar gruplarının pozisyonlarını zayıflatarak ekonomiyi değiştirmeye daha açık hale getirmektedirler. Çıkar grupları, devletin subvansiyonlarına dayanarak, ithal ikamesine dayalı bir sanayileşme stratejisini sürdürmekten yana tavır almışlardır. Paranın hızlı değer kaybettiği İkinci Dünya Savaşı yıllarında dış ticaretin önemli ölçüde kısıtlanması, Latin Amerika'da sanayiın bir miktar güçlenmesini sağlamıştır. Bununla birlikte ülkede yaşayan geleneksel oligarşi, toplumda gücünü her zaman korumuştur. Özellikle militer kesimle işbirliği yaparak anti demokratik hükümetlerin iş başında kalmasına destek sağlamıştır. Buradan şunu çıkarmak mümkündür: Latin Amerika'da endüstriyel kalkınmanın önündeki en büyük engel, ilk madde ihracında uzmanlaşmış bir sektörün bulunması ve onu temsil eden oligarşik bir grubun hükümet üzerinde ağır bir baskı kurmuş olmasıdır.

İktisatçı Diamand'ın «dengesiz üretim yapısı» tezi Latin Amerika'nın İİSS çerçevesi dışına çıkamayışını açıklamakta çok yararlı olmuştur. Gerçekten bir ülke dünya ham madde piyasasında ne kadar güçlü bir rol oynuyorsa, onun sanayi malları ihraç etmesi o kadar zor olmaktadır. Bunun en önemli nedeni, ham madde ihraç sektöründe görülen yüksek prodüktivitenin kambiyo kuru üzerinde etkili olmasıdır. Bu da o ülkede döviz kurunun



değerli hale gelmesine yol açmaktadır. Ayrıca, geleneksel olarak toplumda güçlü olan sınıfların İİSS çerçevesinde yaratılan sanayi işletmelerinin uluslararası düzeyde rekabetçi duruma gelmesini engelledikleri de bilinmektedir.

Bu açıklamalar Latin Amerika'nın harp sonrası kalkınma tarihini aydınlatmakta yararlı olmuştur. 30'lu yılların büyük krizi, bu bölgedeki önemli ülkeleri, ithalatı ikame eden bir sanayi politikası izlemeye yöneltmiştir. Çünkü bu dönemde ulusal paranın döviz karşısında reel olarak değer kaybetmesi ithalatı önemli ölçüde pahalı kılıyordu. Harp sonrasında (1945-1955) İİSS politikası daha çok dış ticaret hadlerinin lehte seyretmesinden yararlanılarak ithal mallarının satın alıcılara düşük fiyatla sunulmasını sağlamıştır.

Latin Amerika'da harp sonunda uygulanan söz konusu politikalar, ekonomik ve ideolojik açıdan gittikçe güçlenen bu yeni sanayi burjuvazisinin çıkarlarına uygun düşmüştür. Fakat bu politikaların geleneksel ihracat ürünleri sektörünün çıkarlarına uygun olmadığını biliyoruz. Aslında sanayicilerin sosyal orijinlerinin büyük toprak sahipleri ile aynı olduğunu da unutmamak gerekir. İthal ikamesi politikasını destekleyenler sadece sanayiciler değildir. Ordunun, aydınların ve aktif nüfusun büyük çoğunluğunun bu politikaları benimsediğini biliyoruz. Devletteki bürokrat ve teknokratlar da sürekli olarak devalüasyon karşıtı bir davranış sergilemişlerdir. Kambiyo kontrolünden çıkar sağlayan sanayiciler ile yüksek ücret artışından yararlanan işçi sendikaları devalüasyonun baş düşmanı olmuşlardır.

İktisatçılar devalüasyona direnmek için birçok teknik gerekçe de bulmuşlardır: Bunlardan en önemlisi devalüasyon karşısında ilk madde arz ve fiyat esnekliklerinin düşük oluşu ile ilgili iddiadır (\*). (Diaz Alejandro, 1965). Oysa bu dönemde geleneksel ihracat sektörlerinin temsilcileri ve uluslararası finans grupları, ısrarla kambiyo rejiminin liberalize edilmesini ve önemli oranda bir devalüasyonun yapılmasının ülkeye yararlı olacağını ileri sürmüşlerdir. Yabancı yatırımcıların ise böyle birbirine zıt görüşlerin çatıştığı bir ortamda uzun vadeli yatırımlara girişmeyeceği aşîkârdır.

Bu dönemde endüstriyel kalkınmayı sürekli olarak kambiyo krizleri izlemiştir. Döviz krizlerinin ardından yapılan reformlar ise İİSS taraftarlarının yeniden güç kazanmalarına yol açmıştır.

Çok sayıda resmi yetkili, sorunun dış satım sektöründen kaynaklandığını anlamışlardı. İlk madde ihracat gelirinin sonsuza dek artmayacağını kabul eden sorumlular onun diğer yeni ihracat malları ile ikame edilmesi gerektiğine inanıyorlardı. Fakat ilk madde sektöründe gözlenen yüksek verimlilik yeni girişimlerin yapılmasına izin vermemiştir. Oysa Tayvan ve Güney Kore'nin geçmişinde ilk madde dışsatımı hiçbir zaman önemli tutarlara ulaşmamıştır. 1945 yılından sonra

(\* ) Türkiye'de aydınlar, 1980 öncesi dönemde, devalüasyonun incir, üzüm, tütün, fındık gibi ürünlerin arzına etki yapmayacağını, ülkenin bunlar dışında ihracat edebileceği başka ürünlerinin olmadığını ısrarla savunmuştur. Teknik deyimle bu ürünlerin fiyat ve arz esnekliklerinin düşük olduğu savı ileri sürülmüştür.

bu iki ülkenin dışsatımı tamamıyla çökmüştür. Bu açıdan Güneydoğu Asya ülkeleri ile Latin Amerika arasında ihracat ortamı bakımından, çok önemli farklılıklar vardır.

1954 yılında, Latin Amerika, dış ticaret hadlerinin lehte gelişmesinin sonuna gelmişti. Kahve fiyatları gene yüksek düzeyde idi, ancak metal fiyatları Kore harbinin bitmesinden sonra inişe geçmişti.

Buna karşılık Güney Kore'de ihracat kesimi çok kötü durumda idi. 1956 yılında bu ülkenin ihracatı 1950 yılındaki ihracatının reel olarak yarısı kadardı. Tayvan'a gelince, Japonya'ya yapılan tropikal gıda maddeleri ihracatının sona ermesi bu ülkedeki hiperenflasyonu arttırıcı etki yapmıştır. Ayrıca 1945-1949 dönemindeki iş savaşı Tayvan parasının reel olarak çöküşüne neden olmuştur.

Bu gelişmeler her iki ülkeyi ithalat finansmanı açısından Amerikan yardımına bağımlı hale getirmiştir. Ayrıca, bu yardıma rağmen paralel döviz kurları ortaya çıkmıştır. Diğer taraftan, ilk madde ihracatının düşük miktarda oluşu, sosyal nitelikli bazı sorunların doğmasına da yol açmıştır. Ekonomilerin bu durumu Arjantin'de olduğu gibi İİSS uygulanmasını olanaksız kılmıştır. Çünkü bu ülkede iç pazar çok küçüktü.

Latin Amerika'da politik sorumlular, hiç bir zaman Tayvan ve Güney Kore'de görülen ilk madde ihracatının çöküşüne benzer bir durumla karşılaşmamışlardır. Bütün bu açıklamalar, ilk madde ihracatına dayanan ve dünya ile bütünleşmiş bir ekonominin sanayileşme stratejisini değiştirmekte neden zorlandığını bize açıkça göstermektedir. Latin Amerika'da popülist ik-

tidarlar şehirli tüketicilerin devalüasyonlardan zarar göreceğini düşünerek ihracata yönelik politikaları cesaretle yürürlüğe koymamışlardır. Bu bakımdan Güneydoğu Asya'da İDSS'ye geçiş Latin Amerika'ya kıyasla çok daha kolay olmuştur.

### **Latin Amerika Bugün Güneydoğu Asya'nın Başarısını Taklit Edebilir mi?**

Yukarıda yapılan tahliller, Latin Amerika'nın, harpten sonra sanayi malları ihracatına yönelik politikalar uygulamakta neden başarısız kaldığını yeterince açıklamaktadır. Latin Amerika'da son derece verimli çalışan bir hammadde sektörü vardı. Asırlar boyunca Latin Amerika, dünyanın en büyük hammadde ihracatçısı unvanını elinde tutmuştu. Oysa İkinci Dünya Savaşı'nı izleyen on yıl boyunca, Güney Kore ve Tayvan ekonomisi tam bir ekonomik çöküş içinde bulunuyordu. Reel ücretler bütün bölgede çok düşük düzeylere inmişti. Her ne kadar Arjantin, Brezilya, Peru gibi ülkelerde yaşanan hiperenflasyonlar ve yapılan devalüasyonlar reel ücretlerin bir miktar düşmesine yol açmışsa da durum hiçbir zaman Güney Kore ve Tayvan'a benzememiştir.

Latin Amerika devletin popülist taleplere teslimiyet açısından Güneydoğu Asya ülkelerinden önemli ölçüde farklı durumdadır. Latin Amerika ülkelerinde gelir dağılımı yönünden görülen eşitsizlik her zaman popülist isteklere açık kapı bırakmıştır. Oysa Güney Kore ve Tayvan'da özellikle 1950'li yıllarda yaşanan yoksulluğu toplumun büyük çoğunluğu yüklenmiştir. Yapılan toprak reformları bu ülkelerdeki büyük toprak sahipliğini or-

tadan kaldırdığından, sanayi malları ihracatı çok geniş bir kitleye refah getirmiştir. Ayrıca, Latin Amerika'da görülen sermaye kaçıışı olgusu halkı ihracata yönelik politikalara karşı tavır almaya yöneltmiştir. Sermayenin kıt oluşu yüksek faizlerin uygulanmasına imkân hazırladığından, kamu borçlanma senetlerine sahip küçük bir azınlık yüksek gelirler sağlamışlardır. Devlet borçlarının yüksekliği ülkedeki gelir dağılımını sürekli bozan ana neden durumunda olmuştur. Bütün bu nedenler, Latin Amerika'nın Güneydoğu Asya mucizesini niçin taklit edemeyeceğini açıkça göstermektedir.

### KAYNAKLAR

1. Baer W., 1972, «Import Substitution and Industrialization in Latin America: Experiences and Interpretations», Latin American Research Review, Vol. 7, No. 1.
2. Köning W., 1968, «Multiple Exchange Rate Policies in Latin America», Journal of Inter - american Studies Vol. 10.
3. Felix D., 1968, «The Dilemma of Import Substitution - Argentina», Development Policy Theory and Practice, Cambridge, Harvard.
4. Mahon J. E., 1989, «Capital Flight and the Politics of Exchange Policy in Six Latin

American Countries, 1930-83», University of California, Berkeley.

5. Frank C.R., Kim K.S. and L. E. Westphal, 1975, «Foreign Trade Regimes and Economic Development: South Korea», Volume VII, National Bureau of Economic Research.

6. Bello W. et S. Rosenfeld, 1990, «Dragons in Distress: The Crisis of the NICs», World Policy Journal, pp 431 - 68.

7. Sachs J., 1989, «Social Conflict and Populist Policies in Latin America», NBER Working Paper 2897, Cambridge.

8. Lin C. Y., 1989, «Latin America versus East Asia: A Comparative Development Perspective», Armonk N.Y.: M.E. Sharpe.

9. Cole D.C. et P.N. Lyman, 1971, «Korean Development: The Inter play of Politics and Economics», Cambridge, MA: Harvard University Press.

10. Evans P., 1987, «Class, State and Dependence in East Asia: Lessons for Latin Americanists», Cornell University Press.

11. Ranis G., 1988, «The Evolution of Policy in a Comparative Perspective: An Introductory Essay», New Haven, Yale.

12. Diamond M., 1986, «Overcoming Argentina's Stop - and - Go Economic Cycles», West view Press.

13. Diaz Alejandro C. F., 1965, «Exchange Rate Devaluation in a Semi Industrialized Country: The Experience of Argentina 1955 - 61», Cambridge MIT Press.

### 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 ● FAX: (0-212) 518 66 43 ● YAZIŞMA: P.K. 769; 80005 Karaköy - İstanbul ● AÇIKLAMA : Dergi'deki yazılar kaynak göstermek koşuluyla alınabilir ● KDV DAIİİL 1995 İÇİN YILLIK ABONE : 720.000 TL; ÖĞRENCİLERE : 360.000 TL ● BANKA HESAP NUMARALARI (İstanbul): Akbank Kumkapı Şubesi 11720-0, İş Bankası Çarşafoluğu Şubesi 256319, Yapı ve Kredi Bankası Çemberlitaş Şubesi 2269-9, Ziraat Bankası Beyoğlu Şubesi 768 ● DİZGİ ve GRAFİK DÜZENLEME : Yazıcı, Telefon: 512 60 43 ● BASKI : Kent Basımevi, Telefon: 528 08 15 ● CİLT: Düstlar Ciltivi, Telefon: 526 59 24 ● BASKI TARİHİ: 22 Şubat 1995 ● GENEL DAĞITIM: YAYSAT ●





## Kalabalıkta yönünüzü şaşırmayın.

Tasarruflarınıza en verimli yatırımı seçmek,  
bugünlerde her zamankinden daha zor.

Mevduatınızın yönünü belirlemek için Türkiye'nin  
önemli sanayi ve ticaret merkezlerindeki 50 Esbank  
şubelerinden birine gelin. Kısa ya da uzun vadeli  
yatırımlar için en uygun seçenekler Esbank'ta.

Geleceğinizin güvençesi birikimlerinizi  
67 yılın tecrübesine sahip tedbirli ve  
kararlı bir bankaya emanet edin,  
güvenle kazanın.

**ESBANK**  
TİCARİ VE SANATİ

ESBANK T.A.S. GENEL MÜDÜRLÜK  
Mirasîyet Caddesi 141, Tepebaşı, 60090 İstanbul  
Telefon: (212) 251 72 70 (19 hane)  
Faks: (312) 241 23 96 Telex: 25558 erbu tr



# Sermaye Piyasası

Doç. Dr. MEHMET BOLAK

(İstanbul Teknik Üniversitesi İşletme Fakültesi Öğretim Üyesi)

## Sosyal Demokratlar Borsaya Karşı

**Y**ENİ yılın ilk ayında, geçmiş yıllarda olduğu gibi bir «Ocak ayı yükselişi» bekleyen yatırımcılar hayal kırıklığına uğramışlardır. Gerçekten de bilanço beklentileriyle ve özelleştirme rüzgârıyla önemli bir atak yapacağı tahmin edilen borsa, Ocak ayını büyük bir durgunluk içinde geçirmiş, zaman zaman rastlanan büyük düşüşlerin ardından gelen küçük çaplı toparlanmalar, ay boyunca Borsa Birleşik İndeksi'nin sinsi sinsi gerilemesini engelleyememiştir.

Ocak ayında, beklentilerin aksine yaşanan bu gelişmenin en önemli nedeni, siyaset gündeminde yer alan, soldaki iki parti SHP ve CHP'nin bütünleşme girişiminin sürekli bir siyasi tedirginlik yaratması olmuştur. Bu iki partinin 28-29 Ocak günlerinde toplanarak bütünleşme kararı almış olmaları, ancak bu bütünleşmenin hangi parti çatısında ve hangi liderin önderliğinde gerçekleşeceğini somutlaşmaması, çeşitli soruları beraberinde getirmiştir. Bu bütünleşme süreci sonrasında mevcut koalisyonun devam edip etmeyeceği, yeni bir hükümet kurulmasının gerekip gerekmeyeceği, birleşecek partilerin başına Sayın Mümtaz Soysal'ın gelmesi halinde özelleştirme çabalarının sekteye uğrayıp uğramayacağı, yatırımcıları temkinli davranmaya sevkeden soruları teşkil etmiştir. 29 Ocak sonrasında sislerin dağılacağı ve herkesin önünü daha iyi görebileceği beklenir ve bu beklentiyle 28 Ocak öncesinde borsada bir kıpırdanma gözlenirken, sosyal demokratların tam bir kargaşa ve hayal kırıklığına dönüşen bütünleşme kurultayları borsanın önünü bir kere daha tıkamış, sislerin dağılması Şubat ayına kalmıştır. Sosyal demokrat iki partinin yarattığı hayal kırıklığının sadece borsacıları değil, tüm ülke vatandaşlarını etkilediğini belirtmekte de yarar vardır. 18 Şubat'ta yeniden denenecek olan bütünleşme girişiminde genel başkan adayı olarak SHP'nin eski Dışişleri Bakanı

Sayın Hikmet Çetin'in isminin ortaya atılmış olması, genel olarak her kesimce olumlu karşılanan bir gelişme olmuştur.

Ocak ayında, sosyal demokratların bütünleşememe kurultayı dışında, borsayı etkileyen diğer bazı gelişmelerden de söz etmek mümkündür. Örneğin, yıl sonu hedefleri belirlenmiş ve bir ölçüde tutturulmuş olan döviz kurları yeni yılla birlikte belli bir serbestiye kavuşmuşlar ve yükselme eğilimine girmişlerdir. Merkez Bankası'nın sürekli müdahaleleriyle döviz fiyatlarının fazla tırmanmasına izin verilmemiş olmasına rağmen, yabancı yatırımcıların da arbitraj amaçlı satışları borsada düşüş eğilimlerini körüklemiştir. Öte yandan, son zamanlarda bankacılık sisteminde, borsa üzerinde ters yönlü etki yapacak iki önemli karar alınmıştır. Bunlardan biri mevduata % 100 garanti uygulamasının sona erdirilmesi, diğeri ise daha önce belli bir sınırlamaya tabi tutulmuş olan faiz oranlarının serbest bırakılmasıdır. Her ikisinin de serbest piyasa kuralları açısından doğru olduğuna inandığımız bu kararlardan ilki, mevduatın cazibesini azaltıcı, ikincisi ise arttırıcı niteliktedir. Faizlerin serbest bırakılmasından sonra bir miktar artış olmasına rağmen, çılgın bir faiz yarışının başlamamış olması sevindirici bir gelişmedir. Aylardır içinde seyrettiği dar aralığı kırabilmesi halinde, Mart ayında Gümrük Birliği konusunda atılabilecek önemli adımların da katkısıyla, özellikle ihracat potansiyeli yüksek tekstil, dondurulmuş gıda, cam-seramik ve kâğıt sektörlerinin sürüklemesiyle borsada ciddi bir yükselişin yaşanabilmesi mümkündür. Ancak, bunun için siyasi arenada belli bir istikrarın sağlanabilmesi ve IMF ile ilişkilerde tatminkâr sonuçlar elde edilebilmesi gerekmektedir.

Ocak ayında Borsa Bileşik İndeksi % 7.44 oranında düşüş kaydeder ve «31 Ocak 1995, Salı» günü kapanış fiyatları itibarıyla 25.228,78 puana gerilerken, Banka ve Ekonomik Yorumlar Dergisi İndeksi de % 6.83 oranında gerilemiş ve 66.641,02 puana inmiştir. İndeks kapsamındaki hisselerden yalnızca 4 tanesi, Ocak ayında pozitif verim sağlarken, 36 hisse, yatırımcısına zarar ettirmiştir. Gübre Fabrikaları hisseleri olağanüstü bir performans göstererek % 100 oranında prim yaparken, T. Şişe Cam (% 9.41), Erdemir (% 7.14) ve Kav (% 5.48) ufak çapta prim yapan diğer hisseler olmuşlardır. Ay içinde % 15'den fazla değer kaybeden hisseler ise Çelik Halat (% 28.81), Olmuksa (% 23.68), Makina Takım (% 22.54), Koç Yatırım (% 20.00), Kordsa (% 19.67), Akçimento (% 19.35), Anadolu Cam (% 18.72), İzmir Demir Çelik (% 17.86), Döktaş (% 16.67), Siemens (% 16.67) ve Kartonsan (% 16.22) şeklinde sıralanmıştır. Borsa Birleşik İndeksi'nde yer alan diğer hisseler arasında da ay içinde prim yapanlar Net Turizm (% 31.08), İhlas Holding (% 24.00), Doğan Holding (% 18.33), İntema (% 15.46), Petkim (% 11.11), Aksa (% 5.77), Denizli Cam (% 1.43) ve THY (% 1.23) olurken; kayda değer düşüş kaydeden hisseler Tofaş Oto Ticaret (% 32.75), İktisat Finansal (% 30.56), Finans Finansal Kiralama (% 27.00), Net Holding (% 26.00), Vestel (% 25.00), Esbank (% 23.08), Emek Sigorta (% 22.86), Sabah Yayıncılık (% 22.64), Ünye Çimento (% 21.51), Borusan (% 21.43), Kütahya Porselen (% 21.35) ve Gentaş (% 20.29) olmuşlardır.

### Sermaye Artırımları

«Tablo 1»de Ocak ayı içinde yapılan sermaye artırımları listelenmiştir. Tablodaki şirketlerden Deva Holding'de rüçhan hakları 1500 liradan kullanılmış, Konya Çimento'da bedelli artırım karşılığı hisseler dağıtılmış, bedelsiz hisseler dağıtılmadığından, hisseler «bedelsiz üzerinde» olarak işlem görmeye başlamışlardır. Sermaye artırımını daha önce gerçekleştirmiş olan Gorbon İşil'da bedelsiz hisselerin dağıtımı da yine Ocak ayı içinde yapılmıştır.

**TABLO 1**  
**Ocak Ayında Sermaye Artırımları**  
(Milyon TL)

Şirket	Eski Sermaye	Bedelli	%	Bedelsiz	%	Yeni Sermaye
Anadolu Cam	108.000	-	-	29.160	27,00	137.160
Demirbank	1.250.000	750.000	60,00	-	-	2.000.000
Deva Hol.	336.000	164.000	48,81	120.000	35,71	620.000
Good-Year	237.389	-	-	118.694	50,00	356.083
Intema	32.400	32.400	100,00	-	-	64.800
Konya Çim	6.248	249.920	4.000,00	149.952	2.400,00	406.120
Tofaş oto Tic.	60.000	-	-	180.000	300,00	240.000
Trakya Cam	773.000	-	-	448.340	58,00	1.221.340
Tüpraş	1.868.800	445.709	23,85	2.357.491	126,15	4.672.000

Ay içinde iki şirket kayıtlı sermaye sistemine geçmiş, Sabah Pazarlama'da kayıtlı sermaye tavanı 500 milyar lira, Güneş Sigorta'da ise 1 trilyon lira olarak belirlenmiştir. Yine Ocak ayı içinde, Sermaye Piyasası Kurulu, Kav'ın kayıtlı sermayesinin 100 milyar liradan 500 milyar liraya, THY'nin kayıtlı sermayesinin 6 trilyon liradan 10 trilyon liraya yükseltilmesini uygun görmüştür. Çok sayıda firma da kayıtlı sermaye tavanı artırımı için kurula başvuruda bulunmuş olup, başvuruların önümüzdeki ay içinde sonuçlanması beklenmektedir.

### Yatırım Araçlarının 1994 Yılı Getirileri

Geçen ayki yazımızda da belirtmiş olduğumuz gibi, 1994 yılında İMKB Bileşik İndeksi'ndeki artış oranı % 31.79, Banka ve Ekonomik Yorumlar Dergisi İndeksi'ndeki artış oranı ise % 39.97 olmuştur. Öte yandan dergimiz indeksi kapsamındaki hisselerle eşit tutarlarda yatırım yapmış bir yatırımcının 1994 yılında sağladığı getiri oranı (aritmetik ortalama) % 55.95, İMKB İndeksi kapsamındaki hisselerle eşit tutarlarda yatırım yapmış bir yatırımcının sağladığı getiri oranı da % 42.19 olmuştur. Bu rakamlar, 1994 yılı enflasyon oranı dikkate alındığında gerçekten de son derece düşük kalmaktadır. «Tablo 2» de diğer bazı yatırım araçlarının 1994 yılı getirileri verilmiştir.

**TABLO 2**  
**1994 Yılında Çeşitli Yatırım Araçlarının Sağladığı Verim**

Yatırım	Verim (%)	Yatırım	Verim (%)
Hisse Senedi		Yatırım Fonları (En Yüksek ilk 10)	
Banka ve Ek. Yor.	55,95	Koçbank Fon 1	320,53
İ.M.K.B.	42,19	Körfezfon 1	225,48
Döviz (Serbest Piy.)		Finansfon 3 (*)	192,59
Dolar	161,88	Koçbank Fon 2 (*)	178,00
Mark	193,50	Global Fon	166,29
Sterlin	179,08	Ziraat Fon 4 (*)	163,41
İsviçre Fransı	195,00	Dışbank Mavi	161,55
Fransız Fransı	188,84	YKB Fon 8 (*)	155,47
Altın		YKB Fon 7 (*)	154,40
Cumhuriyet	159,35	Koçbank Fon 3	153,14
Külçe	159,29		
Hazine bonusu (Ort.)		(*) B tipi	
3 aylık (bileşik)	168,00		
6 aylık (bileşik)	156,00		
Devlet Tahvili (Ort.)	89,00		

Tablodan görüleceği gibi, genel olarak borsanın 1994 yılı performansı çok düşük olmakla birlikte, bazı A tipi yatırım fonları (Koçbank 1 ve Körfezfon 1) yılın en iyi verim sağlayan yatırım araçları olmuşlardır. Geçen ayki yazımızda yayınlanmış olduğu gibi, hisse senetleri arasında 1994 yılında çok yüksek verim sağlayanların da bulunduğu unutulmamalıdır. Geçmiş yılların aksine bu yıl döviz kurlarında enflasyon oranını aşan artışlar olmuş, İsviçre Fransı (% 195.00) ve Alman Marka (% 193.50) en yüksek verim sağlayan döviz çeşitleri olmuştur. Üç ve altı aylık hazine bonoları için verilen rakamlar ortalama rakamlar olup, yıl içinde çok daha yüksek faizli kamu kâğıtları tedavül etmiştir. Bunların arasında, 5 Nisan kararlarının hemen arkasından ihraç edilen, 3 ay için net % 50 faiz veren (bileşik olarak yılda (% 406.25) hazine bonoları başta gelmektedir. Sonraki dönemlerde faiz oranlarının hızla aşağıya çekilmesi, ortalama oranların düşük gerçekleşmesi sonucunu doğurmuştur. Altın fiyatları da son birkaç yılın aksine, enflasyon oranını aşacak ölçüde getiri sağlamıştır. Banka mevduat faizlerindeki dalgalanma oranı da çok büyük olmuş, yılın ilk yarısında özellikle üç aylık mevduat faizleri çok yükselmiş, hatırlanacağı üzere üç bankanın tasfiyesine karar verildikten sonra mevduata garanti getirilmiş, izleyen aylarda da banka mevduat faizleri belli ölçüde bir sınırlamaya tabi tutulmuş, bankalararası faiz oranı farklılıkları azaltılmaya çalışılmıştır. Yıl içinde gözlenen büyük dalgalanmalar nedeniyle, banka mevduat faizleri tabloya alınmamıştır. Son olarak, 1993 yılında gelişmekte olan borsalar arasında dolar bazında en yüksek getiriye sağlayan İstanbul Borsası'nın 1994 yılında son sıraya düşmüş olduğunu belirtmekte yarar vardır.

### İMKB İndeksi'nde Değişiklik

Borsa Yönetim Kurulu'nun 27 Aralık 1994 tarihli toplantısında, 1995 yılından itibaren İMKB indekslerinde yer alacak şirketlerin üç ayda bir belirlenmesine ve



**TABLO 3**  
**İMKB İndeksi'nde Yer Alacak Şirketler**  
**Sınai İndeks Kapsamındaki Şirketler (78 Şirket)**

Adana Çim (A, C)	Deva Holding	Konya Çimento	Sarkuysan
Akal Tekstil	Eczacı İlaç	Kordsa	Sifaş
Aksa	Ege Biracılık	Kütahya Por.	T. Siemens
Aksu	Ege Gübre	Makina Takım	T. Tuborg
Aktaş Elektrik	Ege Seramik	Maret	Tat Konserve
Alarko Sanayi	Ege Plast	Metaş	Tofaş Oto Tic.
Altinyıldız	Emsan Beşyıldız	Migros	Tofaş Oto Fab.
Anadolu Cam	Erciyas Bira	Milliyet Gaz.	Trakya Cam
Arçelik	Erdemir	Mardin Çim.	Tüpraş
Aselsan	Gentaş	Net Turizm	Turcas
Aygaz	Gübre Fabrikaları	Netaş	THY
Bağtaş	Hektaş	Olmuksa	Tire Kutsan
Bolu Çimento	İhlas Holding	Otosan	Ünye Çimento
Borusan	Interna	Niğde Çim.	Usaş
Brisa	İzmir D. Çelik	Petkim	Uşak Seramik
Bursa Çimento	İzocam	Petrol Ofisi	Vestel
Çukurova Elek.	Kartonsan	Pınar Et	Yasaş
Çimentaş	Kav	Pınar Süt	Yünsa
Dardanel	Kepez Elek.	Raks Elek.	
Denizli Cam	Kerevitaş	Sabah Yay.	

**Mali İndeks Kapsamındaki Şirketler (22 Şirket)**

Akbank	Doğan Hol.	Garanti Ban.	Net Holding
Aktif Finans	Eczacı Yat.	Global Yat.	T. Şişe Cam
Alarko Hol.	Emek Sigorta	İktisat Fin. Kır.	Transtürk Hol.
Anadolu Sig.	Esbank	İş Bankası (A, B, C)	Yapı Kredi B.
Atlas Yat. Or.	Finans Fin. Kır.	Koç Holding	
Dişbank	Finansbank	Koç Yatırım	

1995 yılının ilk üç aylık döneminde İMKB indekslerinin «Tablo 3» de gösterilen şirketlerden oluşmasına karar verilmiştir.

İndeks kapsamındaki şirketler her üç ayda bir gözden geçirilecek olmakla birlikte, kanımızca indeks kapsamındaki şirket sayısının 100 olarak korunmasında ve çıkarılacak hisseler yerine aynı sayıda hissenin indekse dahil edilmesinde yarar olacaktır.

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

AYLAR	1987	1988	1989	1990	1991	1992	1993	1994	1995
Ocak	493.05	1711.69	714.75	6793.38	8224.39	12953.90	10382.15	46499.72	66641.02
Şubat	658.37	1465.45	822.11	7402.13	10950.59	9572.27	14056.56	43685.74	
Mart	619.21	1351.48	923.62	6957.24	9793.56	11006.98	13455.69	36336.97	
Nisan	613.09	917.93	1009.89	7054.56	8814.38	10128.12	20399.46	37260.41	
Mayıs	833.54	1005.71	1334.72	8438.48	7932.99	9067.92	21856.16	40688.45	
Haziran	1050.91	924.97	1745.24	7573.16	8275.36	12297.79	26303.88	52300.27	
Temmuz	1709.16	927.28	1554.78	10664.47	7533.47	11754.44	24501.68	59216.98	
Ağustos	2290.94	816.29	1716.64	10166.14	7950.10	11314.53	27193.90	69147.24	
Eylül	2015.20	881.71	2673.32	10907.66	6913.80	10310.15	33729.97	68630.14	
Ekim	1548.75	734.01	3486.07	10596.87	6835.47	9077.97	34444.97	66413.15	
Kasım	1374.18	777.53	3241.70	6955.17	10214.39	9344.20	44519.48	74373.54	
Aralık	1202.28	722.21	4940.99	6750.24	11048.39	9744.28	51099.56	71525.29	

Sıra No.	Kuruluşun Adı	Kayıtlı Sermaye (Milyon TL)	Çıkarılmış (Ödenmiş) Sermaye (Milyon TL)	Takvim Yılı Kâr (Net)			Dağıtılan Kâr Payı (%)			Piyasa Fiyatı (TL)			
				1991 (Milyon TL)	1992 (Milyon TL)	1993 (Milyon TL)	1991 (Net)	1992 (Net)	1993 (Net)	Ocak 1994	Kasım 1994	Aralık 1994	Ocak 1995
1	AKÇİMENTO	150.000	84.656,3	48.795	87.500	131.034	30	50	75	27.500	58.000	62.000	50.000
2	ANADOLU CAM	250.000	137.160	30	16.847	44.731	-	15	25	5.800	13.750	11.250	7.200
3	ARÇELİK	8.000.000	2.500.000	367.714	588.565	1.118.954	143,60	77	100	18.000	10.750	10.000	8.700
4	BAGFAŞ	200.000	200.000	44.738	103.047	192.442	15	30	60	7.600	8.400	8.100	7.700
5	BOLU ÇİMENTO	601.021,52	601.021,52	32.534	55.787	52.219	41,70	28	13,25	5.000	6.000	5.500	5.400
6	BRISA	1.063.125	1.063.125	12.060	104.490	197.251	6	32,50	62	27.500	7.700	6.500	5.700
7	ÇELİK HALAT	2.000.000	174.960	9.319	22.875	18.606	20	40	30	5.400	6.600	5.900	4.200
8	ÇİMSA	200.000	56.160	37.433	101.528	245.957	32	85,50	220	50.000	90.000	99.000	90.000
9	ÇUKUROVA ELEKTRİK	1.500.000	500.000	202.004	514.857	590.165	80	100	120	14.250	8.700	10.000	9.600
10	DOKTAŞ	250.000	150.000	34.476	83.764	124.386	56	67	90	17.000	12.250	12.000	10.000
11	ECZACIBAŞI YATIRIM	250.000	120.960	18.414	38.368	44.543	50	30	25	7.900	9.000	8.800	7.500
12	EGE BİRACILIK	3.150.000	685.440	96.459	220.582	383.386	500	100	100	34.000	27.000	24.500	22.500
13	EGE GÜBRE	108.000	54.000	(6.029)	16.971	37.198	-	5	50	6.200	9.500	12.500	11.750
14	EREGÜ DEMİR ÇELİK	20.000.000	6.336.000	762.738	693.214	421.849	40	40	9	7.200	3.600	3.500	3.750
15	GOOD-YEAR	380.000	356.083,33	50.587	79.925	271.504	25	60	120	30.500	18.250	18.250	11.250
16	GÜBRE FABRİKALARI	576.000	576.000	4.664	4.369	100.333	-	1	20	4.600	3.950	4.350	8.700
17	GÜNEY BİRACILIK	1.000.000	219.240	31.500	37.686	95.404	240	40	55	22.000	14.500	15.000	13.750
18	HEKTAŞ	600.000	240.000	5.492	11.931	17.693	19,15	20,25	16,85	3.350	2.650	2.850	2.500
19	İZMİR DEMİR ÇELİK	2.500.000	1.939.140	(18.305)	52.437	111.169	-	-	6,50	2.250	2.550	2.100	1.725
20	İZOCAM	450.000	175.000	42.259	50.780	113.750	87,50	75	75	12.000	8.700	8.500	7.900
21	KARTONSAN	540.000	270.000	22.012	48.428	186.437	20	30	60	15.500	21.000	18.500	15.500
22	KAV	500.000	62.400	722	(7.863)	1.400	12	-	-	7.100	21.000	18.250	18.250
23	KOÇ HOLDİNG	4.000.000	2.000.000	348.596	445.676	1.019.330	53,50	35	75	30.000	27.000	28.500	26.500
24	KOÇ YATIRIM	400.000	180.000	61.683	106.253	176.059	100	100	110	38.500	29.000	30.000	24.000
25	KORDSA	300.000	212.625	73.987	59.393	69.889	25	20	21,50	9.000	17.250	15.250	12.250
26	MAKİNA TAKİM	250.000	248.917,5	(5.801)	(11.406)	5.779	-	-	-	3.450	2.100	1.775	1.375
27	MARSHALL	1.250.000	276.000	18.875	53.315	85.732	42	61	55	10.250	8.800	8.100	6.900
28	MİGROS	100.000	100.000	11.205	40.933	82.728	37,50	100	210	200.000	82.000	74.000	73.000
29	OLUKSA	500.000	254.100	4.371	11.008	3.650	4	10	-	6.000	7.900	7.600	5.800
30	OTOSAN	2.500.000	880.000	100.254	221.932	743.845	90	114	400	110.000	9.500	9.600	8.500
31	PETROL OFİSİ	3.000.000	2.520.000	277.192	546.913	1.171.665	61,29	86,30	211,34	29.000	16.500	13.750	13.000
32	PINAR SÜT	72.900	72.900	2.913	8.895	68.734	9,74	27,88	136	44.000	9.400	8.100	6.900
33	SARKIYSAN	1.000.000	189.000	42.054	70.100	117.760	70	100	100	29.000	27.000	22.500	21.500
34	TELETAŞ	1.000.000	200.000	47.303	63.091	(5.653)	75	15	-	17.500	13.250	14.500	13.250
35	TÜRK DEMİR DÖKÜM	1.000.000	600.000	79.465	152.111	284.596	65	80	90	18.500	6.100	7.200	6.700
36	TÜRK SİEMENS	2.000.000	252.000	24.769	108.370	188.457	75	60	65	17.500	19.000	18.000	15.000
37	T. İŞ BANKASI -B-	-	30.000	477.147	843.397	2.516.752	74	41,66	108,93	38.500	36.000	35.500	33.500
38	TÜRKİYE ŞİŞE VE CAM	3.000.000	1.729.158	42.538	83.461	209.587	10	11	10	7.200	3.750	4.250	4.650
39	YAPI KREDİ B.	-	3.780.000	463.606	509.333	66.041	54,12	40	27,80	4.250	3.400	3.350	2.850
40	YASAŞ	162.000	81.000	4.374	24.434	72.123	13	25	50	6.300	18.750	14.250	12.250

## Görüşler

Doç. Dr. TÜRKEK MİNİBAŞ

*İstanbul Üniversitesi İktisat Fakültesi Öğretim Üyesi*

### Gümrük Birliği ve Ötesi

#### 1 - Avrupa Birliği'ne Giden Yolda Gümrük Birliği

**T**ÜRKİYE ile AET arasındaki ortaklığı simgeleyen Ankara Antlaşması'nın yürürlüğe girdiği «1 Aralık 1964» ten bu yana 30 yıl geçmiştir. Bu süre içinde gerek Avrupa platformunda meydana gelen siyasi gelişmeler, gerekse Türkiye'de yaşanan siyasi ve ekonomik istikrarsızlıklar; Avrupa Topluluğu (AT)'na, bugünkü adıyla Avrupa Birliği (AB)'ne üyeliğin önünde çeşitli engellerin oluşmasına neden olmuştur.

Bu noktada Gümrük Birliği, sadece Türkiye'nin tam üyeliğe geçişini sağlayacak bir aşama değil, uluslararası pazarda rekabet gücü açısından da önemli bir sınav niteliği taşımaktadır.

Bilindiği gibi gerek 1961 Atina, ge-

rek 1963 Ankara Antlaşması uyarınca Gümrük Birliği, Avrupa Topluluğu (AT)'na tam üyeliğin ön koşulu gibi görülmektedir. Topluluk'ta yer alan gelişmiş ülkelerle aradaki farkın kapatılması amacıyla konulan bu koşulun İngiltere, İrlanda, Danimarka ve Yunanistan örneklerinde yer almadığı da bir gerçektir. Diğer bir deyişle, Türkiye karar mekanizmalarında yer alma hakkını elde edemeyecek, ama Gümrük Birliği ile ilgili tüm kararlara uymakla yükümlü olacaktır.

Dolayısıyla, Türkiye ekonomik gelişmesinde motor işlevi gören sektörlerin dayanıklılık ölçüsünü ve rekabet gücünü yeniden gözden geçirmek durumundadır. Aksi takdirde, sadece mikro bazda değil, makro dengeler açısından da önemli sorunlarla karşılaşılması kaçınılmazdır. Zira Ankara Antlaşması'nın 10'uncu maddesinde tarif

edildiği üzere, Türkiye için Gümrük Birliği'nin; (i) Topluluk üyesi ülkelerle olan dış ticaret ilişkileri, (ii) üçüncü –yani Topluluk çevresinde yer alan– ülkelerle olan dış ticaret ilişkileri; olmak üzere iki önemli boyutu vardır.

Topluluk üyesi ülkelerle yapılacak dış ticarete ilişkin işlemlerin, Antlaşma hedeflerine aykırı olarak korumacı (gümrük vergilerinden kaynaklanan) ve/veya benzeri (miktar kısıtlamaları gibi) öğeler taşıması kesinlikle yasaklanmıştır. Topluluk dışı ülkelerle olan ticarete ise, Topluluğun ortak gümrük tarifesine ve mevzuata uyulması zorunluluğu getirilmiştir.

28'inci madde ile de, «Antlaşma'nın işleyişi Topluluğu kuran Antlaşma'dan doğan yükümlülüklerin tümünün Türkiye'ce üstlenilebileceğini gösterdiğinde, âkit taraflar, Türkiye'nin Topluluğa katılması olanağını inceleyin.» denilerek Gümrük Birliği'nin aksaksız işleminin tam üyelik için yeterli olmayacağı vurgulanmaktadır.

Dahası, son gelişmeler Avrupa Birliği'nin, Gümrük Birliği'ne yeni bir tanımlama getirmek üzere olduğunu göstermektedir. İç pazara uyum sağlamayı amaçladığı ileri sürülen bu tanımlamaya göre, AB mevzuatının kabul edilerek uygulamaya konulması Gümrük Birliği'nin ön koşulu haline sokulmaktadır. Böylelikle rekabet unsurlarından fikri ve sınai mülkiyete, standartların tespitinden ortak ticaret politikasına kadar her alanda AB mevzuatında yer alan koşullar geçerli olacaktır.

Ankara Antlaşması'nın 10'uncu maddesine aykırı olan bu durum, yasal açıdan uyumsuzluklara neden ola-

cağı gibi, önemli gelir kayıplarıyla karşılaşılması sonucunu doğuracaktır. Bu noktada, AB'nin öncelikle kendi üstüne düşen yükümlülükleri yerine getirmesinin sağlanması gerekmektedir.

## 2 – Geçiş Dönemi Yükümlülükleri ve Gümrük Birliği

Bilindiği gibi Türkiye, 1973'de Katma Protokol ile Topluluğa tam üyelik için gerekli olan geçiş sürecine girmiştir. Topluluk ve Türkiye arasında belirlenen karşılıklı yükümlülüklerin yerine getirilmesini içeren bu sürecin en önemli yanı Gümrük Birliği ile son bulmasıdır. Bu noktada Gümrük Birliği sadece geçiş dönemi ile nihai dönem arasındaki bir sıçrama taşı değil, Türk ekonomisi ile Avrupa Birliği'ne üye ülkeler arasındaki gelişmişlik farkının kademesi olarak giderilmesi işlevini de taşımaktadır.

### 2.1. Avrupa Birliği'nin Yükümlülükleri

Gümrük Birliği, Türkiye'ye olduğu kadar Avrupa Birliği'ne de bazı temel yükümlülükler getirmektedir. Ne var ki;

- mali işbirliğinden yararlanma,
  - işgücünün serbest dolaşımı,
  - gümrük vergilerinin sıfırlanması,
  - eş etkili vergilerin kaldırılması,
- olarak özetleyebileceğimiz bu yükümlülükler, zaman içinde yerine getirilmediği gibi, tam üyelik için pazarlık konusu edilmiştir. Daha açık bir deyişle;
- 1980 sonrasında işletilmeyen mali protokollerin güncelleştirilerek yeniden yürürlüğe konulması,



- 1986'da tamamlanmasına rağmen yürürlüğe sokulmayan işgücünün serbest dolaşımının sağlanması,
  - Gümrük Birliği ilkelerine aykırı olarak uygulanan kotaların kaldırılması ve anti dumping yasasının işletilmemesi,
- gerekmektedir.

Her ne kadar 1971'le birlikte sınıai mallardaki gümrük vergileri sıfırlama yoluna ve miktar kısıtlamalarının kaldırılmasına gidilmişse de, uygulamaların üçüncü ülkeleri de kapsaması nedeniyle Türkiye için ayrıcalıklı bir durum oluşmamıştır. Aynı şekilde, tekstil ürünlerindeki kotaların devam ediyor olması, anti dumping yasaların gündeme gelmesi, Avrupa Birliği'nin yükümlülüklerini ters yönde işlettiğini göstermektedir.

## 2.2. Türkiye'nin Yükümlülükleri

Ortaklık antlaşmasının gerekleri doğrultusunda Türkiye, 22 yıllık listede % 80, 12 yıllık listede ise % 90 oranında gümrük indirimi gerçekleştirmiştir. Böylelikle, üye ülkelere yönelik yükümlülüklerinin büyük kısmını yerine getirmiştir. Üçüncü ülkelere karşı Topluluğun gümrük tarifesinin uygulanmasında ise 22 yıllık listede % 70, 12 yıllık listede % 80 oranına ulaşmıştır.

Ayrıca, 2600 maddede Toplu Konut Fonu tamamen kaldırıldığı gibi, diğer kalemlerde de % 3-94 arasında indirimle gidilmiştir. Özetle, Avrupa Birliği'ne karşı koruma oranı % 18.4'den % 12.8'e, üçüncü ülkelere karşı da % 22.2'den % 17.2'ye düşürülmüştür.

Ne var ki, Avrupa Birliği'nin hukuki düzenine uyum sağlayabilmek için

gerekli tüm yasal düzenlemelerin yapıldığını söylemek olanaksızdır. Tüketicinin korunması, kamu ihaleleri ve rekabetle ilgili yasalar halen Meclis'ten geçmemiştir. Siyasi önceliklerin ekonomik önceliklerin önüne geçtiği bir süreçte makro ekonomik dengelelerin ne ölçüde sağlanabileceği ise tartışmalıdır.

## 3 – Gümrük Birliği'nin Etkileri

Hatırlanacağı gibi, Avrupa ile bütünleşme çabaları başlangıçta ekonomik bir birlikteliği hedef almaktaydı. Dahası, Ankara Antlaşması bu doğrultuda bir bütünleşmeyi hedeflemekteydi. 90'lı yıllarda Doğu Avrupa'daki çözülme «Birleşmiş Avrupa» modelini gündeme getirmiş, böylelikle ekonomik bloklaşma siyasi boyut kazanmıştır. Dolayısıyla, Gümrük Birliği örneğinde olduğu gibi, salt ekonomik içerikli gibi görünen yapılaşmanın, siyasi sonuçları ve bağlayıcı özellikleri açısından da değerlendirilmesinde yarar vardır.

İki Almanya'nın birleşmesi, SSCB ile Varşova Paktı'nın dağılması ve de Doğu Avrupa'daki çözülme sonucu, Kıta Avrupası'nın siyasi coğrafyası ile birlikte ekonomik ve kültürel taleplerin boyutları da değişmiştir. Avrupa Topluluğu'nu Avrupa Birliği'ne dönüştüren bu değişimde, AB'ye üyelikleri söz konusu olan eski Doğu Bloku ülkelerinin Gümrük Birliği'ne dayalı bir mekanizmaya tabi olmayacakları tahmin edilmektedir.

Öte yandan, ekonomik gelişme düzeylerinin ve üyelik süreçlerinin ülkeden ülkeye farklılık göstermesi, Gümrük Birliği'nin ulusal ekonomiler üzerinde yarattığı etkilerin de farklılık

göstermesine neden olmaktadır. Dolayısıyla, kısa vadede statik özellikler gösteren etkenler, orta ve uzun vadede dinamik etkenler haline dönüşmektedir.

Ölçek ekonomisi yaratma özelliği ise, teknolojik yoğunluk ve sermaye birikim süreçlerinin sektörden sektöre farklılık göstermesi nedeniyle her zaman olumlu sonuçlar vermemektedir.

Bilindiği gibi rekabet süreci, sermaye birikimi ile teknolojik gelişmenin birlikte gerçekleştirilmesini gerektirmektedir. Bu birlikteliğin sonucunda ortaya çıkan ölçek ekonomilerinde; (i) ürün maliyetlerinin azalması, (ii) kâr oranlarının artması, olmak üzere iki temel sonuç ortaya çıkmaktadır. Bütünlüğün sağlanamaması halinde ise, kârlar azalmakta ve sermaye birikimi tıkanma noktasına gelmektedir. Bu nedenle rekabet süreci, firmalar açısından kritik öneme sahiptir.

Sermaye birikimi ile teknolojik gelişme arasındaki karşılıklı bağımlılık ilişkisi, sektörlerin kendi dışındaki sanayi kollarında da teknolojik gelişmeye neden olarak ölçek ekonomisi yaratma şansı doğurmaktadır. Diğer taraftan da, firmalar arasındaki büyüme oranlarının farklılaşmasına, dolayısıyla tekellerin oluşmasına neden olmaktadır. Her yeni teknikle birlikte girdilerin nitelikleri ve son kertede ürünün niteliği de değişmekte, bu da ölçek büyüklüklerinin etkilerinin ölçülmesini güçleştirmektedir.

Gümrük Birliği'ne geçiş ile birlikte ekonomide başlıca şu etkiler meydana gelmektedir:

- Yabancı sermaye girişini teşvik etmesi nedeniyle faktör donanımını

artırırken, faktör bileşiminde de farklılıklara neden olmaktadır.

- Mal ve faktör piyasalarında mobilitenin artması, üretim faktörlerinin bileşimi ve teknolojinin yoğunluğu üzerinde etkili olmaktadır.

#### 4 – Gümrük Birliği ve Olası Sorunlar

Bugün Türkiye'nin önündeki sorun, tam üyelikten ziyade Gümrük Birliği karşısında pazarlık gücünü arttıracak mekanizmaların oluşturulmasıdır. Avrupa Birliği ülkelerindeki rekabet ilişkilerine göre yapılacak düzenlemeler, Türkiye için belli avantajların ortaya çıkmasına neden olacaktır.

Türkiye, Gümrük Birliği ile birlikte kalkınma politikalarının niteliğinde de önemli bir değişime gitmektedir. Zira, Avrupa Birliği ile kurulan ortaklık ilişkisinin gümrük birliği esasına dayanması, Türkiye'yi tam üyeliğe sahip ülkelerin verdiği kararların uygulayıcısı konumuna sokmaktadır. Bu da Türkiye'nin sadece üye ülkeler karşısında değil, üçüncü ülkeler karşısında da korumasız duruma düşmesine neden olacaktır.

Mal bazında ise, Avrupa Birliği standartlarına uyum sorunuyla karşılaşılacaktır. İç piyasada üretilen malların gerek iç gerekse dış piyasada pazarlanabilmesi, ancak standartlara uygun olarak üretilmesi ve belgelenmesiyle mümkün olacaktır. Üretim faktörlerinin niteliği ve mevcut üretim yapısıyla AB standartlarına uyum sağlama ya çalışan Türk sanayicisinin zaman ne ölçüde lehine çevirebileceği soru işaretidir.

Diğer bir önemli sorun ise, hassas sektörlerle ilgilidir. Ekonomi için stratejik öneme sahip ve rekabet karşısında çökme tehlikesi geçirebilecek sektörler Katma Protokol'un 60'ıncı maddesine göre hassas sektörler olarak nitelendirilmektedir. Aslında 60'ıncı madde özenle yaklaşılması gereken bir maddedir. Zira, sektörlerarası karşılaştırmalı ölçüm zorlukları olması nedeniyle hangi sektörlerin daha hassas olabileceğini belirlemek güçtür. Ayrıca, bu madde uyarınca bazı sektörlerin kapsam dışı tutulması veya belli ölçülerde de olsa korumacılığın devamı, bu sektörlerde tekeli eğilimlerin hızlanmasına neden olacaktır.

Görüldüğü gibi, Türkiye'nin Gümrük Birliği'ne girişini, genellikle kamu oyununda anlaşıldığı gibi, sadece gümrük korumalarının kalkmasıyla sınırlamak olanaksızdır. Gümrük Birliği'ne giriş, uygulamada olduğu kadar yasalar önünde de bir dizi değişimi gerektirmektedir. AB mevzuatına uyum için yapılması gereken düzenlemeleri şu şekilde özetleyebiliriz:

- Rekabet hukuku.
- Rekabetin bozulmaması için Topluluk vergi politikaları.
- Topluluk standartlarına uyum.
- Şirketler hukuku.
- Fikri ve sınai mülkiyet hukuku.
- Tüketicinin korunması.
- Devlet yardımlarının yeniden yapılandırılması.
- Kamu ihaleleri.
- Ulaştırma.
- Dış ticaret alanında Topluluk mevzuatına uyum.

Ne var ki, ekonomik içerikli bu yasaların yaşama geçirilebilmesi, liberal

demokrasinin her alanda ayrıcalıksız uygulanmasına da bağlıdır.

## 5- Gümrük Birliği'ne Alternatif Oluşumlar

60'lı, 70'li yıllara göre farklı bir seriyi izleyen 90'lı yılların dünyasında, siyasi coğrafyadaki değişikliklerle birlikte ekonomik taleplerin boyutları da farklılaşmış; iletişim teknolojisindeki hızlı gelişme dünya ticaretinde de yeni bloklaşmalara neden olmuştur.

Bir tarafta coğrafi yakınlığa dayanan, geleneksel bağları bulunan ülkeler ekonomik işbirliğine giderken; diğer tarafta da bu tür klasik birleşmelerin ötesinde farklı coğrafi bölgelerde olmalarına rağmen birbirine benzer özellikler gösteren ülkelerin oluşturduğu serbest ticaret bölgeleri oluşmaya başlamıştır.

Bu yeniden yapılanma sürecinde Avrupa Birliği;

- ulusal politikaların etkinliği,
- ulusal politikaların etkileri ve bu politikalardaki değişikliklerin etkileri konusunda bilgi eksikliği,
- Birlik içindeki yasa koyucular arasında güven azalması

gibi sorunlarını halihazırda çözememiştir. Diğer bir deyişle, üye ülkeler tam rekabet ortamının düzenlenmesi için alınan önlemlere uyum sağlamakta zorlanmaktadır. Bu da ülkeler arası yakınlaşma hedefinin kısa dönemde gerçekleşmeyeceğini göstermektedir.

Bu noktada, Karadeniz'e kıyısı olan ülkelerin oluşturduğu KEİB gibi modeller özel bir önem kazanmaktadır. Zira, coğrafi yakınlık kadar kültü-

rel özellikler açısından da karşılıklı etkileşim içinde olan ülkeler arasında kurulacak işbirlikleri, ekonomik ve sosyal gelişmenin bütünlük kazanmasını sağlayacaktır. Örneğin, Karadeniz Ekonomik İşbirliği Bölgesi ile sadece yeni pazar olanakları değil, üye ülkelerin sahip olduğu maden ve enerji kaynaklarıyla da güç alanı oluşturması hedeflenmektedir.

Bilindiği gibi, her ekonomik birlik zorunlu olarak işbölümünü de beraberinde getirmektedir. Ne var ki, farklı gelişmişlik düzeyine sahip olan üye ülkelerin benzer malları üretmesi ve satın alma gücünün düşük olması, işbölümünü olumsuz etkilemektedir.

Ayrıca, SSCB'nin dağılmasıyla ortaya çıkan ülkelerde piyasa ekonomisi

koşullarının ve yasal düzenlemelerin yeterince bulunmaması, KEİB örneğinin yaşama geçirilmesini zorlaştırmaktadır.

Bunların dışında; mevcut yasalar-daki boşluklar, fiyatlandırmadaki farklılıklar, yatırımları finanse edecek kaynakların yetersizliği, mal ve hizmet bazında standardizasyonun olmaması; Birliğin önündeki sorunları oluşturmaktadır.

KEİB, Türkiye için alternatif olmaktan çok bir ön çalışma alanıdır. Avrupa Birliği'nde liderlik tartışmalarının, üye ülkeler arasındaki uyum sorunlarının sürdüğü düşünüldüğünde; serbest ticaret bölgelerinin giderek daha fazla önem kazandığı görülmektedir.



## 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



# Görüşler

Yrd. Doç. Dr. NALÂN GÜREL

Marmara Üniversitesi Sosyal Bilimler Meslek Yüksek Okulu  
İktisadi ve İdari Programlar Bölümü Öğretim Üyesi

## Doğu Asya Ülkelerinin Hızlı Büyümeleri ve Batıdaki Etkileri

### GİRİŞ

**H**IZLI büyüme ile dikkati çeken Doğu Asya Ülkeleri, sömürgecilik dönemlerindeki kimliklerini silerek güçlü ve istikrarlı bir Asya yaratma çabası içerisinde. Batılı Ülkeler ise bu gelişmelerden giderek daha fazla etkilenmektedirler.

Japonya bölgenin en gelişmiş ülkesi olmakla birlikte Çin ve dört kaplan Güney Kore, Tayvan, Singapur ve Hon Kong da ağırlıklarını hissettirmektedirler. Çin 21. yüzyılda Japonya'nın ekonomik liderliğine rakip olabilecek duruma gelmiştir.

Yakın geçmişte fakirlik içinde bulunan Güney Kore bugün televizyon, video, otomobil gibi malların ihracatında ABD ve Japonya ile rekabet edebilmektedir.

Güney Kore, Tayvan, Singapur

ve Hong Kong başlangıçta ekonomilerini ucuz emeğe dayandırmışlardır. Bugün ise bilgisayar ve teknik aletlerin üretimine ve bilgi ekonomisine yönelmişlerdir. Bugün Tayland, Malezya, Endonezya ve Filipinler'de de ekonomi ucuz emeğe dayandırılmış olup 21. yüzyılda bu ülkelerin de anılan dört kaplan gibi bilgi ekonomisine yöneleceği düşünülmektedir.

Bu ülkelerde sosyal ve kültürel yapı, gelişmişlik düzeyi ve uygulanan ekonomik politikalar homojen değildir. Bu ülkelerin gösterdikleri gelişmelerin homojen, tek ve basit bir ekonomik modeli yoktur. Bununla birlikte gösterdikleri bu hızlı büyümlerin ardında yatan bazı temel gerçekler vardır:

- Devletin ekonomiye müdahalesi,
- Serbest piyasa politikaları,

- Sıkı mali politikalarla sağlanan düşük enflasyon,
- İç tasarrufların yüksekliği,
- Eğitime verilen önem ve eğitime yoğun yatırım yapılması,
- Ekonomilerin yabancı teknolojiye açık tutulması,
- Yabancı sermayenin varlığı,
- Dışa açılma,
- Ekonomilerinin ucuz emeğe dayandırılması.

Devletin ekonomiye müdahalesi ve serbest piyasa politikalarından sapmalar bu ülkelerin her birinde farklı boyutlardadır.

Asya Ülkeleri dünya nüfusunun yarısından fazlasına sahiptir. Bu nüfusun dünya nüfusu içindeki payının giderek arttığı da düşünüldüğünde, Asya'nın dünyanın pazarı olma açısından da önemi ortaya çıkmaktadır.

Dünyanın ticaret merkezi Asya Ülkeleri'ne doğru kaymaktadır. Bu kaymanın ve bu ülkelerin hızlı büyümelerinin itici gücü, sadece ekonomik değil aynı zamanda kültüreldir. Bu ülkelerde binin üzerinde dil konuşulmakta, çeşitli dinsel ve kültürel gelenekleri bünyesinde barındırmaktadır. Eğitime verdikleri önem ekonomik gelişimlerini hızlandırmaktadır (Naisbitt, Aburdene, 1990, s. 163-164). Bu ülkeler diğer ülkelerden farklı olarak meslek ve beceri kazandıran eğitim yatırımlarına ağırlık vermektedirler (Ganti Bankası, 1993, s. 7). Mesleki eğitim ülkeye giren yabancı sermaye ve yabancı teknolojiden yararlanabilme açısından önem taşımaktadır. Mesleki eğitime verilen ağırlık yabancı teknoloji ile ülkeye giren yabancı yatırımcılara

olan bağımlılık süresini kısaltmaktadır. Bu yatırımcıların ülkeden çekilmeleri halinde aynı teknolojiyi kullanabilme yeteneklerini kazanmış olmaktadır.

Bölgenin ekonomik lideri Japonya olmakla birlikte Çin, Güney Kore, Tayvan, Hong Kong ve diğer Doğu Asya Ülkeleri de hızlı büyüme ile dünya ülkelerinin dikkatini çekmektedirler. Bu dört ülke geleneksel ölçek ekonomileri stratejisine son verip bilgi toplumuna doğru yönelmektedirler. Tayland, Endonezya, Malezya ve Filipinler de süratle büyüme çabaları içerisindeyler. Hindistan da aynı kervana katılmak için reform çabalarını yoğunlaştırmaktadır.

ABD'nin ve AB'nin bu ülkelere dinamik açılımları ve bu bölgede ekonomik faaliyette bulunmaları bölgenin gelişimini daha da hızlandırmaktadır.

### **Devletin Ekonomiye Müdahalesi ve Serbest Piyasa Ekonomisinden Sapmalar**

Doğu Asya Ülkeleri'nin çoğu tam bir serbest piyasa politikası izlemediler. Zaman zaman müdahaleci politikalara yer verdiler. Bu müdahalelerin miktar ve nitelikleri ülkeden ülkeye farklılıklar göstermektedir.

Bu ülkeler arasında Hong Kong en fazla serbest piyasa politikalarını izleyen ülkedir. Hong Kong Konfüçyüsçülük ve Laissez Faire Ekonomisi'nin mükemmel bir bileşimini sağlayan ülke olarak anılmaktadır. Güney Kore ve Japonya ise en fazla müdahaleci iki ülke olarak görülüyor. Müdahaleler bu iki ülkede de çok başarılı sonuçlar vermiştir. Uzak Doğu'nun yeni kap-

lanları Endonezya ve Tayland da mühadaleci politikalar izlemektedirler. Fakat Güney Kore ve Japonya'ya göre daha az aktif olarak müdahalelere yer vermektedirler.

Hong Kong ve Singapur dışındaki Doğu Asya ülkeleri gelişmenin başlangıcında ithalata engeller koymuşlardır. Hatta Güney Kore 1980'li yılların başında sanayiini tarife ve tarife dışı kısıtlamalarla koruma altında tutmuştur. Malezya, Tayland ve Singapur ise gelişmenin başlangıcında ithal ikame politikalarını izlemiştir (Garanti Bankası, 1993, s. 5-6).

Doğu Asya Ülkelerinin uyguladığı ekonomi politikaları zaman içinde değişim göstermektedir. Örneğin, Güney Kore 1960'larda ihracatı arttırmaya yönelik politikalar izlerken, çok fazla seçici davranmayıp genel ihracatı arttırmaya yönelmiştir. 1970'lerde ise seçici davranarak ağır sanayi ürünleri ihracatına yönelik politikalar izlemiştir. 1980 sonrası ise teknoloji geliştirmeye önem vermiştir (Garanti Bankası 1993, s. 6).

Sanayileşme hamlesi 1960'larda

başlayan Singapur ise başlangıçta iç piyasa için mal üreten emek yoğun strateji izlemiş ve ithal ikame politikasına ağırlık vermiştir. 1960'ların sonuna gelindiğinde yine emek yoğun strateji izlenmiştir; fakat ihracata ağırlık vermeye başlanmış ve tarife engelleri önemli ölçüde azaltılmıştır. Ekonomik yapı emek yoğun sanayi üzerine kurulmuştur. Sınai yapının gelişiminde yabancı sermayenin önemli bir rolü olmuştur. 1980 sonrası ise sermaye yoğun ve teknolojik açıdan gelişmiş sanayilerin teşvikine yönelinmiştir.

Bu ülkelerin ortak özelliklerinden biri gelişmenin başlangıcında ekonomilerin ucuz emeğe dayandırımlarıdır. Ayrıca, hızlı büyümelerinde, ekonomilerini yabancı teknolojiye açık tutmaları ve Ar-Ge'ye önem vermeleri önemli rol oynamıştır.

### Dünya Ticaret Blokları İçinde Doğu Asya Ülkelerinin Yeri

Dünya ticaret bloklarının hâkimiyetine geçerken, ihracat ağırlıklı ekonomileri ile hızlı büyüme kaydeden

**TABLO 1**  
**Avrupa Birliği Ülkelerinde Büyüme**

AVRUPA BİRLİĞİ Ülkeleri	Nüfus (Milyon)	Kişi Başına		İşsizlik (Yüzde)	Büyüme Hızı (Yüzde)	Enflasyon (Yüzde)
		Gelir (Dolar)				
Almanya	81	22.432		6.3	-1.2	3.1
Belçika	10	22.400		10.0	-1.3	2.4
Danimarka	5	29.200		10.5	0.2	1.8
İspanya	39	15.358		23.1	-0.9	4.9
Yunanistan	10	8.200		7.2	0	10.4
Fransa	57	24.158		11.3	-0.7	1.7
İrlanda	4	12.250		17.9	2.2	1.7
İtalya	58	17.500		11.5	-0.7	4.1
Lüksemburg	0.4	21.700		3.3	1.9	2.1
Hollanda	15	22.200		10.0	0	2.8
Portekiz	10	8.500		6.2	-2	6.0
İngiltere	58	18.482		9.9	1.9	2.6

**TABLO 2**  
**NAFTA Ülkelerinde Büyüme**

NAFTA Ülkeleri	Nüfus (Milyon)	Kişi Başına Gelir (Dolar)	Büyüme Hızı (Yüzde)
Kanada	27.4	20.710	1.8
Meksika	85.0	3.470	-0.2
ABD	255.4	23.240	1.7
Şili (*)	13.6	2.730	3.7

(\*) NAFTA, Şili'nin üye olması için çağrıda bulundu.

**TABLO 3**  
**Pasifik'teki APEC Ülkelerinde Büyüme**

Pasifik'teki APEC Ülkeleri	Nüfus (Milyon)	Kişi Başına Gelir (Dolar)	Büyüme Hızı (Yüzde)
Avustralya	17.5	17.260	1.6
Y. Zelanda	3.4	12.300	0.6
P. Yeni Gine	4.1	950	2.3

**TABLO 4**  
**Asya'daki APEC Ülkelerinde Büyüme**

Asya'daki APEC Ülkeleri	Nüfus (Milyon)	Kişi Başına Gelir (Dolar)	Büyüme Hızı (Yüzde)
Brunei	0.3	15.640	-
Çin	1.162.2	470	7.6
Hong Kong	5.8	15.360	5.5
Endonezya	184.3	670	4.0
Japonya	124.5	28.190	3.6
Malezya	18.6	2.790	3.2
Filipinler	64.3	770	-1.0
Singapur	2.8	15.730	5.3
Güney Kore	43.7	6.790	8.5
Tayvan	20.8	10.163	7.8
Tayland	58.0	1.184	6.0

Kaynak: Yeni Yüzyıl Ekonomi, 18.12.1994, s. 9.

Doğu Asya Ülkeleri APEC adında bir blok oluşturmuşlardır.

Yukarıdaki tablolarda da görüldüğü gibi Asya'daki APEC Ülkeleri di-

ğer ticaret bloklarını oluşturan ülkelerden çok yüksek büyüme sağlamışlardır. Örneğin, Güney Kore'nin % 8.5, Tayvan'ın % 7.8, Çin'in % 7.6, Tay-



land'in % 6, Hong Kong'un % 5.5, Singapur'un % 5.3, Endonezya'nın % 4 gibi büyüme oranları diğer blokları oluşturan ülkelerde görülmemektedir. Diğer bloklarda en yüksek büyümeyi % 3.7 ile Şili sağlamıştır. Bu oran Asya'daki APEC Ülkelerinin sağladıkları ortalama büyümenin çok altındadır.

Kuzey Amerika Serbest Ticaret Bölgesi (NAFTA) Ülkeleri, Asya'daki APEC Ülkeleri ve Pasifik'teki APEC Ülkeleri, 18 ülkeden oluşup dünya ticaretinin % 40'ını kontrol etmektedir (Yeni Yüzyıl, 1994, s.9).

Yukarıdaki tabloları incelediğimizde, Asya'daki APEC Ülkelerinde kişi başına düşen gelirin diğer bloklardaki ülkelerin çoğundan daha düşük olduğunu görüyoruz. Bununla birlikte tablolarda bu ülkelerin nüfuslarının diğer ülkelere göre çokluğu da dikkati çekmektedir. Zaten kişi başına gelirin düşük olmasının sebeplerinden biri de budur.

Bu ülkeler büyümede olduğu gibi bölüşümde de belli bir başarı sağlamışlardır. Gelirdeki eşitsizliği giderek azaltan bir rotaları vardır. Örneğin, Malezya'da mutlak yoksulluk içinde olanların toplam nüfus içindeki payı 1960 yılında % 37 iken, bu oran 1990 yılında % 5'in altına düşmüştür. Oysa Brezilya'da yoksulluk içinde yaşayanların toplam nüfus içindeki payı aynı dönemde % 50'den % 21'e düşebilmiştir. Güney Kore'de en zengin % 20'ye giren hanehalkı gelirleri en yoksul % 20'nin 8 katı fazladır. Brezilya ve Meksika'da bu fazlalık 20 kattır (Garanti Bankası, 1993, s. 4). Gelir dağılımındaki eşitsizliğin azalan bir seyir izlemesi bu ülkelerin ortak özellikleri arasındadır.

Asya Pasifik Ekonomik İşbirliği (APEC), üye ülkeler arasındaki ticare-

tin serbestleştirilmesini amaçlıyor. APEC üyesi ülkeler çok hızlı büyüme oranlarına sahiptirler. 30 yıl önce Asya dünya ekonomisinin % 4'ünü temsil ederken, bugün bu oran % 25'e çıkmış olup, 2000 yılında % 33'e ulaşacağı düşünülmektedir.

ABD büyük boyutlara ulaşan ticaret açıklarını Asya Ülkelerine olan ihracatını arttırmakla kapatmayı düşünmektedir. APEC üyesi ülkelerde serbest ticaret bölgesi kurulmasını ısrarla istemesi de bunu kanıtıyor.

Dış ticaret açıklarını kapatabilmek için yeni pazarlara girmeye çalışan ABD'nin Asya ülkeleri ile olan ilişkilerinde değişim görülmektedir. Örneğin, ABD daha önceleri Çin'de insan haklarının ihlal edildiği, demokrasiye özen gösterilmediği gibi gerekçelerle Çin ile ticaretini sınırlamıştı. ABD'nin gelişiminin Asya Ülkeleri'ndeki hızlı büyümeden önemli ölçüde etkilenebileceğini gören ABD yönetimi; Çin, Endonezya, Malezya, Tayvan ve diğer Asya Ülkeleri'ne müdahalelerini hafifletip, ticari ilişkilerini genişletme çabası içine girmiştir.

Yeni dış pazarlara gereksinimi olan ABD'nin 2020 yılından önce Asya Pasifik'te serbest ticaret bölgesi kurulması konusundaki ısrarları, bu ülkelerce ihtiyatla karşılanmaktadır. Asya Pasifik Ülkeleri sanayi, teknolojik gelişme ve ihracat ile ekonomik kalkınmalarını gerçekleştirmişlerdir. Tek adımda serbest ticaret bölgesinden yana olmayan bu ülkeler bölgede ticaretin yavaş yavaş ve uzun vadede serbest hale getirilmesini amaçlamaktadırlar. Bu ülkeler bu amaçlarını 15 Kasım 1994 APEC zirvesinde de belirtmişlerdir.

Anılan zirvede APEC'in sanayileşmiş üyelerinin en geç 2010 yılına ka-

dar, gelişmekte olan ülkelerinin ise 2020 yılına kadar ticaret engellerini kaldırmaları öngörülmüştür.

### Doğu Asya'nın Güçlenmesinin Batıdaki Etkileri

Doğu Asya Ülkeleri'nin yükselişi bu ülkelerle iş yapmak isteyen batılılara yeni ticari olanaklar sağlamaktadır. Batı'daki satıcılar, bilgiyi yeterli bir şekilde kavramaları halinde, ürün ve hizmetleri için yeni pazarlar yaratacaklardır.

Gelişmekte olan ülkelerde orta sınıfın güçlenmesi, tüketim eğilimlerini arttırdığından çokuluslu şirketler için uygun ortamlar doğmaktadır. Hızlı büyüme ile dikkatleri çeken bu ülkeler, özellikle Çin, çokuluslu şirketler için cazip ortamlar haline gelmiştir. Bu ülkelerin çoğu kapılarını Batı'nın ürünlerine açmışlardır.

Doğu Asya'da 1983-1993 yılları arasında kişi başına düşen gelir yıllık bazda % 6 civarında artış göstermiştir. Çin'de ise bu oran % 8.5'tur.

Çokuluslu şirketler gelişmekte olan ülkelerde gelişmiş ülkelerde kazandıklarından daha fazla kâr elde edebilmektedirler.

Büyüme ve ardından orta sınıfın yaşam şekli değiştiğinde, evlerin dekoru, evlerde kullanılan eşyalar ve tüketilen yiyecekler de değişmektedir. Değişen zevklere ayak uyduran Asya, dünya konyak tüketiminin % 40'ını gerçekleştirmektedir. Dünya çelik tüketiminde de ağırlıklı paya sahiptir (Dünya, 1994, s. 13).

Yüksek tasarruf oranlarına sahip olan Asya Ülkeleri'nin zenginleşmesi, kullanılabilir gelirin hükümetin de yardımıyla yaygınlaşmasına yol açmaktadır. Birikmiş zenginlikleriyle Japonya ve dört kaplan daha olgun ve tüketici tarafından yönlendirilen ekonomilere

dönüşmeye hazır durumdadır (Naisbitt, Aburdene, 1990, s. 190). Mobilya ve ev eşyaları, moda uyumlu kıyafetler, özel yiyecekler gibi üst gelir düzeyine hitap eden malların gelecekte bu ülkelerde çok fazla satılabileceği düşünülmektedir. Güney Kore'de lüks ithal malları talebi giderek artmaktadır. Özellikle Japonya kökenli müzik araçları bu ülkede çok fazla rağbet görmektedir.

Batı Avrupa ve ABD'deki orta sınıflara göre gelişmekte olan ülkelerde orta sınıfın alım gücü daha azdır. Bunun bilincine varan çokuluslu şirketler değişik stratejiler izleyerek satışlarını arttırmayı başarmaktadırlar. Bu ülkelerde yapılacak en büyük yenilik tüketicilerin finanse edilmesidir.

Batılı ülkeler, Doğu'nun artan ekonomik gücünü bu artan gücün yarattığı olanakları kavramışlardır. Bu yüzden Batı'dan Doğu'ya sermaye akımı giderek hızlanmaktadır. Bu artışın önümüzdeki yıllarda da süreceği tahmin edilmektedir.

Asya'daki yabancı yatırımlar 47.5 milyar dolara yükselmiştir. Yabancı yatırımcılar yatırımlarının büyük bir kısmını daha fazla kâr elde ettikleri Çin'e yöneltmektedirler. 1992 yılı itibarıyla Çin'e yapılan yatırımlar 11 milyar dolardır. Uluslararası Ödemeler Bankası'na göre Çin'de yaşanan ekonomik canlılık büyük oranda yabancı sermaye tarafından desteklenmiş olup, yabancı sermayenin büyük oranda Çin'e yönelmesi Malezya ve Endonezya'ya sermaye akışını azaltmıştır (Dünya (b), 1994, s. 13). Bu ülkelerde istikrar ve reformlar beraberlerinde ekonomik gelişimi de arttırmaktadır.

Ernst and Young şirketinin ABD, Japonya ve Avrupa'daki 230 çokuluslu şirket üzerinde yaptığı bir araştırmanın sonuçlarına göre (Dünya (c), 1994, s. 9):

● Gelişmekte olan pazarlar Çin, Hindistan, Endonezya, Meksika, Tayland, Brezilya, Malezya, Arjantin, Hong Kong ve Tayvan olarak sıralanıyor.

● Şirketlerin % 57'si önceliği Çin pazarlarına veriyor.

● ABD'li şirketler Çin, Meksika ve Brezilya'ya daha fazla ilgi duyuyorlar.

● Çokuluslu şirketlerin yatırım yapacakları ülkeleri belirleyen olgu düşük iş gücü maliyeti değil, büyük pazar potansiyelidir.

● Şirketlerin 9/10'u yatırım yapacakları ülkelerde politik istikrara önem veriyor.

● Yasal altyapı, döviz kurlarının kontrolü, stratejik iş merkezlerinin kurulması, rakiplerden önce işe başlama vb. diğer etkenler arasındadır.

Japonya ile aralarında ticari sorunlar bulunan pekçok gelişmekte olan ülke Amerikan mallarını tercih etmektedir. Örneğin, Tayvan Hükümeti Japonya ile arasındaki ticaret açığı sebebiyle tüketicileri ABD ürünleri almaya yönlendirmiştir. Hatta bir dönem Japon yapımı otomobil satılmasını yasaklamıştır.

Hem nüfus açısından hem de ekonomik büyüme açısından Doğu geniş pazar olanakları sağlamaktadır. Avrupa Ülkeleri'nde nüfus artış hızının düşüklüğünü gözönüne alırsak, gelecekte hem ABD, hem de Batı ülkeleri için Asya daha da önemli bir pazar haline gelecektir.

«2000 yılına gelindiğinde, Avrupa'da net olarak 11 milyonluk yeni müşteri bulunacak, yalnızca pasifiğin en varlıklı ülkelerinde (Japonya ile dört kaplanda) ise 13 milyon. Gelişmekte olan ülkelerden Tayland, Malez-

ya, Endonezya ve Filipinlerden gelecek olan 68 milyonluk bir tüketici dalgası bu sayıyı daha da arttıracaktır. Çin'de ise bu sayının 100 milyona ulaşması bekleniyor» (Naisbitt, Aburdene, 1990, s. 190).

Doğu Asya Ülkeleri, Batı ile yaptıkları ticaret anlaşmalarında sosyal sorunlarının çözümüne ilişkin maddelere yer verilmesine gittikçe artan bir tepki göstermektedirler. Bu ülkeler, sosyal sorunlar üzerinde bu şekilde yoğunlaşılmasının dünya ticaretinin liberalleşmesini engelleyeceğini ileri sürmektedirler.

Ticari ilişkiler aracılığı ile bu ülkelere yapılan müdahaleler, bu ülkelerin ekonomik gelişimlerine paralel olarak azalmaktadır.

## SONUÇ

1950'li yılların başında bütün gelişmişlik ölçütlerine göre Türkiye'nin altında yer alan Doğu Asya Ülkeleri, az gelişmişlik olgusunu kıırarak bugün Türkiye'yi ve pek çok ülkeyi geride bırakmışlardır.

Doğu Asya Ülkeleri'nin pek çok ortak özellikleri olmakla birlikte gösterdikleri hızlı büyümeyi açıklayan tek ve basit bir ekonomik model yoktur. Ancak, bu ülkelerde kamu açıklarının bulunmaması ve fiyat istikrarı kanımca başarılarının temel anahtarı olmuştur. Başlangıçta ekonomilerini ucuz emeğe dayandırmışlar, ekonomilerini yabancı sermaye ve yabancı teknolojiye açık tutarak Ar-Ge ile hızlı büyümeyi başarmışlardır. Bu ülkelerde uygulanan ekonomi politikaları farklılıklar göstermekle birlikte devlet müdahalesi farklı dozlarla da olsa hepsinde vardır. Devlet ekonomide aktif rol oynamakta ve etkin olmaktadır. Uygulanan



makro ekonomi politikalar bütçe ve dış ticaret açıklarını denetim altında tutmada başarılı olmakta ve dış borç yükü getirmemektedir. Ekonomide sağlanan istikrar, tasarrufçulara güven vererek, riske girmelerini ve yatırımları teşvik etmektedir. Bu da büyümeye hız kazandırmaktadır.

Doğu Asya Ülkeleri arasında Japonya müdahaleye en fazla yer veren ülke olarak tanınmaktadır. Hatta Japonya dünya ticaretinin liberalleşmesini engelleyecek şekilde korumacı düzenlemelere yer verdiği gerekçesiyle eleştirilmektedir. Japonya'nın dış ticaret fazlasının en önemli sebeplerinden biri olarak bu müdahaleci düzenlemeler gösterilmektedir. Japonya'nın dış ticaret fazlasını özellikle ABD ile olan dış ticaret fazlasını azaltmak için iç fiyatlarla dış fiyatlar arasında denge kurarak ithalatını arttırması, yabancı ülkelere pazarlarını geniş ölçüde açması beklenmektedir. Japonya'nın pazarlarını yabancı ülkelere açmasıyla birlikte, Asya'nın dünya ekonomisinin de önemli bir merkezi haline geleceği düşünülmektedir.

Japonya, Asya Ülkeleri'nin çoğunun en önemli ticaret ortağıdır. Gelişmekte olan ülkelere yapılan yardımlar konusunda ABD'ni geride bırakmakta ve bu yardımların büyük bir kısmını Asya Ülkeleri'ne yöneltmektedir.

Japonya'nın İkinci Dünya Savaşı sırasında Asya Ülkeleri'ne verdiği zararın etkilerinin bugün bile devam ettiği düşünülmektedir. Kore, Çin ve Tayvan yıllardır Japonya ile ilişkilerini mesafeli olarak düzenlemiştir. Ancak, ekonomik gelişimin İkinci Dünya Savaşı'ndan kalan düşünceleri yok edeceği, Japonya'nın daha fazla Doğu Asya Ülkeleri'ne yöneleceği düşünülebilir.

Çin'in hızlı büyümesi devam ettiği taktirde, 21. yüzyılda bölgenin ekonomik liderliğini Japonya'nın elinden alabileceği de düşünülmektedir.

Bugün Doğu Asya Ülkeleri'nin hızlı büyümeleri ve ihracat artışları diğer ülkelerdeki tüketicilere daha ucuz, daha kaliteli mallar sağlamaktadır. Bu ülkelerin zenginleşmeleri dünya ülkelerinin pazar olanaklarını arttırmaktadır. Bu ülkelerdeki hızlı büyüme, insan kaynaklarının iyi değerlendirilmesi halinde, yeterli doğal kaynaklar olmaksızın da kalkınmanın gerçekleşebileceğini, kalkınmada insan kaynaklarının önemini ortaya koymaktadır.

## YARARLANILAN KAYNAKLAR

ÇAPOĞLU, Gökhan; «Türkiye İstikrar İçinde Nasıl Kalkınır?», Adım Yayınları, Yayın No. 31, Ankara 1992.

Dünya Gazetesi; 2 Haziran 1994 (a), İstanbul.

Dünya Gazetesi; 22 Haziran 1994 (b), İstanbul.

Dünya Gazetesi; 5 Kasım 1994 (c), İstanbul.

Garanti Bankası Dergisi; Kasım 1993, Sayı: 69, İstanbul.

İTO; İstanbul Ticaret Odası, Singapur Ülke Etüdüleri Dizisi, No. 16, Yayın No. 1984-9.

LESTER; Thurow; «Kıran Kırana. Japonya, Avrupa ve ABD Arasında Yaklaşan Ekonomik Savaş», Çeviren: Ayşe Karasu, AFA Yayınları, Yayın No. 280, İstanbul 1994.

NAISBITT, John ve PATRICIA, Aburdene; «Değişen Dünya'da 1990'ların On Yeni Hedefi, Megatrends 2000», Çeviren: Erdal Güven, Form Yayınları, İstanbul 1990.

ÖĞÜTÇÜ, Mehmet; «Türkiye ve Asya'nın Asyalaşması (Makale)», Yeni Forum, Ocak 1995, Sayı, 308, Ankara.

Yeni Yüzyıl Gazetesi; 18.12.1994, İstanbul.



Denim  
by  
**ordenim**®



**ORTA ANADOLU**  
TİCARET ve SANAYİ İŞLETMESİ T.A.Ş.

Yapı Kredi Plaza Büyükdere Cad. C. Blok Kat 11 80620 Levent/İstanbul  
Tel: (1) 279 89 79 9 Hal: Telex: 26749 Orms Tr Fax: (1) 266 30 70

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

## EKONOMİK GÖSTERGELER DIŞ DÜNYA (OCAK 1995)

Ülkeler	GSYİH*	Tüketici Fiyatları*	Ücretler Kazançlar*	İşsizlik Oranı (%) (En Son)	Dış Ticaret Dengesi** (Milyar \$) (Son 12 Ay)	Cari İşlem Dengesi (Milyar \$) (Son 12 Ay)	Faiz Oranları (%)	
							Para Piyasası (Son 3 Aylık)	Bankalar
								Kredi
A.B.D.	4.4	2.7	2.7	6.4	-162.8	-142.5	5.51	8.50
Almanya	2.5	2.7	-0.1	8.1	43.6	-33.4	5.10	7.50
Avustralya	6.4	2.6	3.3	10.6	-2.7	-13.9	8.50	11.50
Avusturya	2.7	2.6	6.6	6.9	-9.5	2.5	5.09	8.75
Belçika	2.5	1.9	1.7	14.0	10.6	7.8	5.31	8.75
Danimarka	5.8	2.1	3.6	12.4	5.6	3.4	6.10	7.25
Fransa	3.0	1.7	2.2	12.4	15.9	11.2	5.65	8.25
Hollanda	1.9	2.6	0.5	7.1	12.0	6.2	5.10	6.50
İngiltere	4.0	2.9	3.8	9.8	-15.0	-5.5	6.69	7.25
İspanya	2.3	4.3	4.5	23.0	-19.0	-6.5	8.78	8.50
İsveç	0.4	2.5	4.3	8.0	9.1	0.2	8.03	9.50
İsviçre	2.4	0.4	2.5	5.1	2.0	17.6	3.88	5.63
İtalya	3.7	4.1	1.9	11.2	23.6	10.4	9.00	9.38
Japonya	1.1	1.0	3.9	2.8	145.2	129.6	2.31	3.00
Kanada	4.8	0.2	0.6	11.2	10.9	-20.8	8.20	9.25

Açıklamalar: (b.d.) = Belli Değil. Kaynak: The Economist, 28 Ocak 1995

(\*) 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

Yrd. Doç. Dr. E. ERTUĞRUL KARSAK

Galatasaray Üniversitesi Öğretim Üyesi

## Reel Opsiyonlar İçeren Yatırımları Değerleme Yöntemleri

### GİRİŞ

**B**İR işletme, maddi varlıkların yanında maddi olmayan varlıklar ve mevcut varlık yapısına ek olarak büyüme fırsatları da içerebilmektedir. Maddi olmayan varlıklar ve büyüme fırsatları hisse senedi fiyatlarına açıkça yansımakta ve temelde sermaye bütçeleme aşamasında değerlendirilebilmektedir. Günümüzde akademisyenler ve uygulamacılar, iskontolanmış nakit akışı yöntemlerinin yanlış olarak uygulandığında reel opsiyonlar ve diğer stratejik özellikleri bulunan projeleri gerçek değerlerinin altında değerlendirdiği görüşünü benimsemektedir. Gerçek hayatta birçok yönetici pasif olarak nitelenen iskontolanmış nakit akışı analizini bir kenara bırakıp, geleceğe yönelik yönetim esnekliğini içgüdü ve subjektif karar mekanizmasını kullanarak değerlendirmektedir. Iskontolanmış nakit akışı analizinde gelecekteki yatırım fırsatlarının değerini sonuç değeri (terminal value) hesaplamasına yansıtma, şirketlerin büyük çoğunlu-

ğunun elden çıkarma değerini ya da projeksiyon yapılan en son dönemin nakit akışının sonsuza kadar devam etmesi varsayımını dikkate alarak sonuç değerini hesaplaması sonucu yeterli bir çözüm olarak görünmemektedir. Alternatif analiz yöntemi olarak düşünülen karar ağacı analizi de karar noktaları ve olasılıkları şema üzerinde tanımlamayı gerektirdiğinden temelde bir çözüm olarak görülmese de, yalnızca birkaç proje için bile içinden çıkılması oldukça karmaşık bir hal alabileceği için yaygın kabul görmemektedir. Sadece kalitatif analiz yapmak da «stratejik önem» kavramının zayıf projelerin kabulü için kötüye kullanılması sonucunu vermektedir.

Finansman teorisini işletme stratejisi kavramları ile bütünleştirmek isteyenler için reel opsiyonları değerlendirme yöntemlerini geliştirmek önemli bir konu olarak belirmektedir. İskontolanmış nakit akışı yöntemleri için standart prosedür, beklenen nakit akışlarının tahmin edilmesi ve daha sonra bu nakit akışlarının sermaye mali-

yeti kullanılarak iskonto edilmesini gerektirir. Opsiyonları değerlemede ilk adım zor ama yapılabilir olarak tanımlanır, ancak opsiyonun riski ilgili olduğu menkul kıymet fiyatı hareket gösterdiği her durumda değiştiğinden ve opsiyonun ömrü süresince rassal yürüyüş şeklinde hareket edeceğinden, opsiyonları değerlemek için kullanılacak sermaye maliyetini hesaplamak mümkün değildir. Opsiyon bazlı yaklaşımın, yatırım yapmanın zamanını bir kayba uğramadan bir süre erteleme (bekleme ve öğrenme) opsiyonunu değerlemede, işlemin devam etmesi için olumsuz koşullar varolduğunda tesisi geçici süre ile kapatma ya da projeyi tamamlanmadan önce sona erdirmeye opsiyonlarını dikkate almakta ve mevcut faaliyetler sonucu gelecekte ortaya çıkabilecek büyüme opsiyonlarını değerlemede klasik iskontolanmış nakit akışı bazlı yöntemlere göre uygulama şansı daha yüksek görünmektedir.

İşletme gelirlerinin değişken maliyetlerden düşük olduğu durumda tesisin kapatılmasının gerekliliği bilinen bir gerçektir. Bu nedenle belirsizlik ortamında, yatırımın tamamlanmadan önce sona erdirilebilmesi opsiyonunun projeyi değerlendirme aşamasında analize katılması gereklidir. Bir yatırım projesini tamamlanmadan önce sona erdirmeye opsiyonunu içeren finansal analiz özellikle çevresel belirsizlikler, teknolojik gelişmeler, stratejik esneklik, hükümet müdahalesi ve/veya işletmenin kontrolü dışındaki diğer etmenlerle karşı karşıya olan projeler için önemi daha da büyüktür (1).

Yatırım projesini tamamlanmadan önce sona erdirmeye opsiyonu ilk olarak dinamik programlama yöntemi kullanılarak değerlendirme sürecinde dikkate alınmıştır (2). Dinamik programlama yöntemi kullanıldığında olası sonuçlar kümesinin büyüklüğü, basit bir durum analizini bile oldukça karmaşıklaştırabilir. Bir diğer çalışmada, belirsizlik ortamında, değişken maliyet işletme gelirlerini aşığına üretimi geçici ve maliyetsiz olarak durdurma

opsiyonunu dikkate almak için fiyat ve maliyetlerin sürekli zamanlı stokastik süreçte göre hareket etmesi varsayımını yapan bir metodoloji uygulanmıştır (3). Opsiyon fiyatlama yönteminin yatırım projesini tamamlanma zamanından önce sona erdirmeye opsiyonunu değerlendirme problemi-ne yakın zamandaki bir uygulamasında ise yatırımın uygulama süresindeki değeri ve tamamlanmadan önce sona erdirmeye değerindeki belirsizliklerin ve bu değişkenler arasındaki korelasyonun, yatırımı sona erdirmeye değeri üzerindeki etkileri araştırılmıştır (4).

Madencilik ve diğer doğal kaynak projelerinin değerlendirilmesi çıktı fiyatlarındaki yüksek belirsizlikten dolayı büyük sorun çıkarmaktadır. Sürekli zamanlı arbitraj ve stokastik kontrol teorisi yöntemlerinin bu tip projeleri değerlemek yanında bu projeleri geliştirmek, yönetmek ve gerektiğinde durdurmak için optimum politikaların belirlenmesinde de kullanılabilirliği görülmektedir. Bu konuda yapılan bir çalışmada, bir maden ocağı yatırımına girmek sözkonusu değerli taştan bir fiziksel opsiyon satınalmaya eşdeğer olarak kabul edilmiştir (5). Bu durumda yönetim, herhangi bir zaman döneminde maden ocağını açık tutma ve işletme sonucu ortaya çıkan giderleri ödeyerek, değerli taşı satılma opsiyonunu kontrol etmektedir. Opsiyon satın alındığında belirsiz olan sözkonusu giderler opsiyonun kullanma fiyatını (exercise price) göstermektedir. Değerli taşın gelecekteki fiyatı kazı çalışmalarını kârlı yapacak şekilde yüksekse maden ocağı açık kalacak aksi

(1) Aggarwal, R. and L.A. Soenen (Fall 1989); pp. 39 - 54.

(2) Bonini, C.P. (March 1977); pp. 39 - 54.

(3) McDonald, R. L. and D.R. Siegel (June 1985); pp. 331 - 349.

(4) Schnabel, J.A. (Winter 1992); pp. 172 - 177.

(5) Brennan, M. J. and E.S. Schwartz (1985); pp. 135 - 157.



halde ise maden ocağı belli bir süre için kapatılabilecektir. Bu reel opsiyonlar, Black-Scholes opsiyon fiyatlama modelinin bir uyarlaması kullanılarak değerlendirilmekte.

Reel opsiyonlar uluslararası şirket birleşmelerini içeren yatırımlarda da karşımıza çıkmaktadır. Örneğin Çin'de yapılan Amerikan yatırımları, yatırımı yapan şirketlere kısa vadede nakit akışı sağlamayabilir; ancak, şirketlerin gelecekte kârlı tamamlayıcı yatırımları yapmasını sağlayacak opsiyonları ortaya çıkarır. Çin'le ilişkilerindeki yüksek düzeydeki belirsizlik Amerikan şirketleri için bu opsiyonları daha değerli kılmaktadır<sup>(6)</sup>. Düşük işçilik maliyeti ve yerel ortakların Çin'deki iş ortamını tanımaları, sermaye, teknoloji ve Amerikan şirketlerinin yönetim becerileri ile birlikte sinerji yaratacaktır. Ancak sinerjinin sağlayacağı yarar, yatırım yapan şirketlerin karşılaştıkları yüksek maliyetler karşısında yetersiz kalabilir. Bu durumda, büyük miktarda getiri sağlayacak etmen olarak reel opsiyonlar gündeme gelmektedir.

Reel opsiyonların değerini esneklik, zamanlama ve kazanç ve kayıplar arasındaki asimetri oluşturmaktadır. Orta düzeyde bir ilk yatırım opsiyonlarının değerini korumaktayken, önemli bir miktar fonun gereğinden erken tahsis edilmesi bu değeri yektemektedir. Şirketlerin fonları tahsis etmek için son ana kadar bekleyerek maliyetli ve önlenilebilir hatalar yapmaktan korunması reel opsiyonların değerini ortaya çıkarır<sup>(7)</sup>. Fonların gerek duyulan andan önce tahsis edilmesi reel opsiyonların değerinin kaybolmasına neden olacaktır. Bu karar, bir alma opsiyonunu (call option) o anda kullanma kararına eşdeğer bir özelliği taşımakta ve dolayısıyla esnekliği yok etmektedir<sup>(8)</sup>.

### İskontolanmış Nakit Akışı Bazlı Yöntemler ile Opsiyon Fiyatlama Yöntemlerinin Karşılaştırılması

İskontolanmış nakit akışı analizi do-  
laylı olarak işletmelerin reel varlıkları

planlama ufku süresinde pasif bir yaklaşımla ellerinde bulundurduklarını kabul etmektedir. Söz konusu analiz yöntemi, yönetimin reel varlıkları değerlendirmesiyle katabileceği ek değeri dikkate almamaktadır. İskontolanmış nakit akışı analizi, tahvilleri ve diğer sabit getirili menkul kıymetleri değerlemede en uygun yöntem olarak belirlemektedir. Benzer şekilde, düzenli olarak temettü dağıtan göreceli olarak sağlam hisse senetlerini değerlemede de yaygın kullanım görmektedir. İskontolanmış nakit akışı yöntemlerinin, önemli büyüme fırsatlarına sahip şirketleri değerlemede ise o kadar kullanışlı olmadığı görülmektedir. Bu durumda söz konusu analiz yöntemi, büyüme fırsatlarının net bugünkü değerini dikkate alacak şekilde yeniden düzenlenmelidir.

Öte yandan, opsiyonlar ve hisse senedine dönüşebilir tahviller gibi opsiyon içeren menkul kıymetler temelde diğerlerinden farklılık göstermektedir. Opsiyonları ellerinde bulunduran yatırımcılar pasif hareket etmek zorunda değildir. Bu yatırımcılara, özellikle belirsizlik ortamında değer kazanacak, kendilerine kâr ya da zarar sağlayabilecek bir karar verme hakkı tanınmıştır. Ancak söz konusu değeri hesaplamak iskontolama teknikleri ile mümkün olmamakta ve opsiyon fiyatlama yöntemlerine gereksinim göstermektedir. Örneğin bir işletmenin yönetimi değişen ekonomik koşullar karşısında gerekli önlemleri alarak ve değişiklikleri yaparak söz konusu varlıkların değerini arttırabilir. İskontolanmış nakit akışı analizi, işletmeyi pasif bir yatırımcı olarak kabul ettiği için bu ilave değeri gözardı etmektedir.

Yukarıda incelenen menkul kıymetlerin şirketler düzeyindeki analogları analiz edildiğinde, iskontolanmış nakit akışınınin göreceli ve sağlam olarak tanımla-

(6) Chen, H., M.Y. Hu and J.C.P. Shieh (Winter 1991); pp. 31 - 41.

(7) Kester, W.C. (March - April 1984); pp. 153 - 160.

(8) Bierman, H. and S. Smidt (1990); Chapter 21.

nan ve stratejik değerinden çok yarattıkları ivedi nakit miktarı ile değeri ifade edilebilen şirketlere uygulandığında, daha az sayıda problemle karşılaşıldığı görülmektedir. Ayrıca donanım yenileme gibi temel yararın önceden tanımlanmış bir zaman süresinde düşük maliyet olarak tanımlandığı mühendislik yatırımlarında da sözkonusu yöntem rahatlıkla kullanılabilir. Ancak iskontolanmış nakit akışı analizinin, maddi olmayan varlıklar veya önemli ölçüde büyüme fırsatlarına sahip işletmeleri ya da iş alanlarını değerlemedeki kullanım alanı daha sınırlıdır. İskontolanmış nakit akışı yöntemleri, araştırma ve geliştirme projeleri için hiç kullanışlı değildir, çünkü araştırma ve geliştirme projelerinin değerinin yaklaşık tamamı opsiyon değeridir.

Bir işletmenin cazip görünen bir pazara girebilmek için negatif net bugünkü değerli bir projeye yatırım yaptığını varsayalım. Halihazırda mevcut olan projeyi kabul etmeye neden olarak bir sonraki aşamadaki yüksek değerli bir yatırım gösterilebilir. Bir sonraki aşamadaki yatırım fırsatı bugün verilen karara bağımlıysa, projeler arasında bir zaman serileri bağlantısı olduğu sonucuna varılabilir. İlk bakışta, her iki aşama için de nakit akışlarının tahmin edilebileceği ve net bugünkü değeri hesaplamak için iskontolanmış nakit akışı yöntemlerinin uygulanabileceği düşünülebilir. Ancak ikinci aşama bir opsiyon olduğundan ve klasik iskontolanmış nakit akışı yöntemleri opsiyonları uygun şekilde değerlendirmekte yeterli olmadığından bu şekilde doğru bir yanıt alınamayacağı açıktır. İşletme ancak ilk kademedeki öngörülen sonuç elde edildiğinde ve pazarın uygun koşulları süregeldiğinde ikinci aşamaya devam edeceğinden, ikinci aşama bir opsiyondur. İlk kademe başarısız olursa ya da pazar koşulları tatmin edici özelliğini yitirirse, işletme ilk kademe sonrası yatırımlarını durdurabilir ve kayıplarını sınırlamış olur. İlk kademeye yatırım yapmakla bir maddi olmayan varlık (ikinci aşama için bir alma opsiyonu) satın alınmış olur. Eğer opsiyonun net bugünkü değeri

ilk kademenin negatif olan net bugünkü değerini karşılırsa, ilk kademe onaylanır.

Belirsizliğin olmadığı durumda yatırımın optimum zamanlamasını belirlemek oldukça kolaydır. Gelecekteki farklı yatırım tarihleri için projenin beklenen bugünkü değeri hesaplanır ve en yüksek bugünkü değeri sağlayan tarihte yatırım yapılmasına karar verilir. Ancak ne yazık ki, bu basit kural belirsizlik ortamında çalışmamaktadır. Pozitif beklenen bugünkü değeri olan bir projeye yatırım yapmak, kârda (in the money) bir alma opsiyonu satın almaya eşdeğerdir. Optimum yatırım zamanlaması alma opsiyonunu en uygun zamanda kullanmaktır. İşletme yatırım kararını bir süre erteleyebiliyorsa negatif net bugünkü değeri olan bir yatırım projesi bile değerli bir zararda (out of the money) büyüme opsiyonu olarak nitelendirilebilir. Gelecekte projeyi daha değerli kılacak olayların varolma şansı yüksek olduğunda, işletme bu çeşit zararda opsiyonları mühendislik, ürün geliştirme, pazar araştırması gibi sürekli harcamalar gerektirse de elinde tutabilir.

Yönetimin esnekliği ya da gelecekteki belirsiz gelişmelere bağlı olan opsiyonların varoluşu net bugünkü değerinin olasılık dağılımında asimetri veya çarpıklığa neden olmaktadır. Bu asimetri zararı sınırlayıp, kâr potansiyelini iyileştirerek alternatifi gerçek değerini pasif net bugünkü değere göre arttırmaktadır. O halde gerçek anlamda bir değerlendirme, beklenen nakit akışlarının pasif net bugünkü değeri ve projenin reel opsiyonları ile ifade edilen esnekliğin değer bileşenini içeren genişletilmiş bir net bugünkü değer ifadesine gereksinim göstermektedir. Reel opsiyonları gözardı eden ya da bu çeşit yatırım alternatiflerini sabit bir iskonto oranı kullanarak değerlendirmeye çalışan geleneksel değerlendirme yöntemleri önemli hatalara neden olabilir.

Ancak sözkonusu probleme opsiyon bazlı bir yaklaşım, esnekliğin çok küçük olasılıkla tek bir opsiyon olarak belirdiği ve genellikle opsiyonların bir bileşimi ola-

rak ifade edildiği gerçeğini gözardı etmemelidir. Bu nedenle gerçekçi bir analiz birden çok opsiyon arasındaki olası etkileşimleri de dikkate almalıdır.

### Reel Opsiyonlar Arasındaki Etkileşimin İncelenmesi

Günümüze kadar gelen reel opsiyonlar literatürü bireysel opsiyonları değerlendirme üzerine yoğunlaşmıştır. Ancak yatırım projelerindeki yönetim esnekliği gerçekçi olarak reel opsiyonlar topluluğu ile ifade edilebilmektedir. Burada gündeme gelen önemli bir nokta, reel opsiyonların arasındaki etkileşimlerin bazı özel haller dışında toplanabilir olmadığıdır. Bu konuyu örnek bir problem üzerinde incelemekte fayda vardır.

Bir uluslararası kozmetik şirketinin, patentine sahip olduğu ürünlerinden birininin üretimine yeni bir ülkede başlamak istediğini varsayalım. Şirketin yönetimi, patentin kullanım süresinin bitimine  $t$  yıl kalıncaya kadar sözkonusu ürünün bu ülkedeki üretimine başlamayı erteleyebilir. Projenin ilk kademesinde arsa alımı için  $A_1$  tutarında ve bu arsa üzerinde bir üretim tesisi yapımı için  $A_2$  tutarında bir yatırım gerekmektedir. Üretim tesisinin tamamlanmasından sonra şirketin yönetimi  $A_3$  tutarında bir reklam kampanyası yapmayı düşünmektedir. Ancak ürünün pazar payının sınırlı kalacağı düşünülürse reklam harcamaları yüzde  $x$  pazar payı kaybı göze alınarak  $A_3$ 'e düşürülebilir. Öte yandan ürünün yeni ülkenin pazarında beklenenden daha büyük bir ilgi toplaması durumunda ise şirketin yönetimi üretim tesisine, ürün geliştirme ve tevisi yatırımı adı altında  $A_4$  tutarında ek yatırım yaparak kapasiteyi yüzde  $y$  artırabilir. Herhangi bir dönemde yeni ülkedeki pazar koşullarının beklenenin ötesinde kötüleşmesi durumunda, şirketin yönetimi üretim tesisi ve donanımları satarak yaptığı yatırım miktarının belli bir oranını geri alabilir.

Burada incelenen yatırım projesinin

birden çok reel opsiyon içerdiği görülmektedir. Bunlar aşağıda tanımlanmıştır:

- i. Yatırım projesine başlamayı ertelemek opsiyonu, kullanma fiyatı (exercise price) gerekli yatırım harcamalarına eşit olan bir Amerikan tipi alma opsiyonu olarak değerlendirilebilir.
- ii. Planlanan yatırım miktarını azaltarak projenin boyutunu küçültme opsiyonu, kullanma fiyatının harcamalardan yapılacak potansiyel tasarrufa eşit olduğu bir Avrupa tipi satma opsiyonu (put option) olarak değerlendirilmektedir.
- iii. Ek yatırım yaparak projenin boyutunu büyütme opsiyonu, yapılan ek harcamanın kullanma fiyatı olduğu Avrupa tipi alma opsiyonuna eşdeğerdir.
- iv. Üretim tesisini belli bir hurda değer karşılığında başka bir kullanıma tahsis etmek opsiyonu ise kullanma fiyatının üretim tesisinin hurda değerine eşit olduğu bir Amerikan tipi satma opsiyonu olarak değerlendirilebilir.

Sözkonusu yatırım projesinde tanımlanan reel opsiyonlardan birini kullanmanın, aynı proje üzerindeki diğer opsiyonların değerini etkileyeceği açıktır. Örneğin, harcamaları kıskarak küçülme opsiyonu operasyonlarda daralmaya neden olarak, ek yatırım yaparak genişleme opsiyonu ise projenin boyutunu büyüterek, proje üzerindeki diğer opsiyonların değerini etkiler. Ayrıca bir reel opsiyonunun varlığında daha sonra gelen bir reel opsiyonu kullanmanın koşullu olasılığı, önceki opsiyonun aynı ya da karşıt tip olmasına bağlı olarak opsiyonu yalnız başına kullanmanın marjinal olasılığından sırasıyla daha büyük ya da daha küçük olur. Opsiyonların, Avrupa tipi ya da Amerikan tipi olmaları ve göreceli olarak kârda (in the money) ya da zararda (out of the money) olma dereceleri de opsiyonlar arasındaki etkileşimin derecesi ve dolayısıyla opsiyon değerlerinin toplanabilirliği konusunu etkilemektedir.



## SONUÇ

Araştırma ve geliştirme projelerini, büyüme fırsatları içeren projeleri ve doğal kaynak yatırımlarını değerlemede iskontolanmış nakit akışı yöntemlerinin yetersiz kaldığı görülmektedir. Opsiyon fiyatlama yöntemleri, yatırımlar arasındaki zaman serileri bağlantılarını modellemeye olanak tanımaları nedeniyle stratejik analiz için gelecek vadetedir. Bu şekilde standart iskontolanmış nakit akışı yöntemlerinin, büyüyen ve kârlı olması beklenen iş alanlarının opsiyon değerlerini düşük gösterme eğilimi ortadan kaldırılmış olacaktır.

Özellikle, ürünlerin girdi ve çıktı fiyatları arasındaki ilişkinin volatilitesi arttığında, projenin yenilikçi olması ve potansiyel rekabetçilerin pazara girişi için kuvvetli engeller bulunması durumunda, satın alınması düşünülen sistemin başka bir işletmedeki işlevinin yanında ek bir isteme tabii kullanım olanağı olması durumunda (bir başka deyişle sistemin daha esnek kullanımı olması halinde) projenin reel opsiyonları dikkate alarak hesaplanan gerçek net bugünkü değer ile iskontolanmış nakit akışı analizi sonucu elde edilen net bugünkü değeri arasındaki fark büyümektedir<sup>(9)</sup>.

Reel opsiyonların değerini gözardı etmek projelerin ekonomik değerini olduğundan düşük göstereceği gibi, sözkonusu opsiyonların değerlerini basit olarak birbirine ekleyerek sağlanan esnekliği dikkate almak da projenin değerini yanıltıcı şekilde yüksek gösterebilecektir. Sonuç olarak reel opsiyonların aşağıdaki koşullar sağlandığında toplanabilir olma özelliğine daha çok yaklaştıkları söylenebilir:

- i. Sözkonusu opsiyonlar karışık tipli olduklarında (örneğin, alma opsiyonu koşullar iyiye gittiği durumda ve satma opsiyonu koşullar kötüleştiğinde optimum şekilde kullanılır);

- ii. İki farklı opsiyonun olası kullanma zamanları birbirine yakın olduğu durumda (örneğin, aynı zamanda vadesi dolan iki Avrupa tipi opsiyon, farklı vadederi olan iki Amerikan tipi opsiyona göre toplanabilir olma özelliğine daha yakındır);
- iii. Opsiyonların daha çok zararda olduğu durumlarda ki, bu da alma opsiyonları için göreceli olarak yüksek kullanma fiyatları ve satma opsiyonları için düşük kullanma fiyatları olması gerektirir.

## YARARLANILAN KAYNAKLAR

Aggarwal, R. and L.A. Soenen; «Project Exit Value as a Measure of Flexibility and Risk Exposure», *The Engineering Economist*, Vol. 35, No. 1, Fall 1989, pp. 39-54.

Bierman, H. and S. Smidt «The Capital Budgeting Decision», New York, Macmillan Publishing Company, 1990.

Bonini, C.P.; «Capital Investment Under Uncertainty with Abandonment Options», *Journal Financial and Quantitative Analysis*, March 1977, pp. 39-54.

Brennan, M.J. and E.S. Schwartz; «Evaluating Natural Resource Investments», *Journal of Business*, Vol. 58, No. 2, 1985; pp. 135-157.

Chen, H., M.Y. Hu and J.C.P. Shieh; «The Wealth Effect of International Joint Ventures: The Case of U.S. Investment in China», *Financial Management*, Winter 1991, pp. 31-41.

Kensinger, J.W.; «Adding the Value of Active Management into the Capital Budgeting Equation», *Midland Corporate Finance Journal*, Spring 1987, pp. 31-42.

Kester, W.C.; «Today's Options for Tomorrow's Growth», *Harvard Business Review*, March-April, pp. 153-160.

McDonald, R.R. and D.R. Siegel; «Investment and the Valuation of Firms When There is an Option on Shut Down», *International Economic Review*, Vol. 26, No. 2, June 1985, pp. 331-349.

Schnabel, J.A.; «Uncertainty and the Abandonment Option», *The Engineering Economist*, Vol. 37, No. 2, 1992, pp. 172-177.

(9) Kensinger, J.W. (Spring 1987); pp.



# Görüşler

ŞEVKET SAYILGAN

Marmara Üniversitesi İletişim Fakültesi Araştırma Görevlisi

## Ekonominin Barometresi Borsa İçin Doğru Bilginin Önemi

### GİRİŞ

**G**ÜNÜMÜZ ekonomileri çok karmaşık yapıya sahiptirler. Bu karmaşık yapının genel durumu hakkında bilgi sahibi olunabilmesi ve gelecekle ilgili projelerin oluşturulabilmesi için genel makro dengelerin kolayca görülebileceği bir laboratuara ihtiyaç vardır. Bu işlevi günümüzde borsa görmektedir. Gelişmiş ekonomilerin en önemli izlenme yerleri borsalardır. Bu nedenle borsalar için «ekonominin barometresi» deyimini kullanılmaktadır. Yapısı gereği borsada, tek firmadan başlayıp sektör bazında özel ve kamu kuruluşlarıyla ilgili bilgiler ortaya konulmaktadır. Sonuç olarak ülke ekonomisinin durumu, sorunları ve ihtiyaçlarına ilişkin veriler elde edilebilmektedir. Bütün bu veriler siyasi otoritenin doğru karar vermesinde önemli bir kaynağı oluşturmaktadır.

Siyasi otoritenin karar verme aşamasında etkili olan borsaların, genel sonuçlarının sağlıklı bir şekilde kamuoyuna duyurulması büyük önem kazanmaktadır. Bu bilgilerin doğruluğunun bir şekilde sağlanması gerekmektedir. Burada karşımıza «Bağımsız Dış Denetim» kurumu çıkmaktadır. Çünkü verilecek kararlar, borsadan sağlanacak bilgilerin doğruluğu ölçüsünde sağlıklı olacaktır. Bireysel yatırımcı için de büyük önem taşıyan bu bilgiler, bağımsız dış denetimden geçtikten sonra bir anlam ifade edecektir. Çünkü bireysel yatırımcı tasarrufunu değerlendirirken iki şeye çok dikkat eder; verimlilik ve güven (!) [\*]. Bunların sağlanması da gerçekten doğru yapılmış bağımsız dış denetimle olabilir.

[\*] Dipnotlar yazının sonunda yer almaktadır.

● **Verimlilik:** Toplumların kalkınması için gerekli olan en önemli süreç üretimdir. Ancak, üretim için gerekli fakat kısıtlı olan sermaye ihtiyacı, büyük bir sorun olarak karşımıza çıkmaktadır. Bir ekonominin sermaye ihtiyacını karşılamak için başvurabileceği en büyük kaynak tasarruflardır. Burada devreye bankacılık sektörü girmektedir. Bu ilişki karşılıklı olarak belli yükümlülükleri ve maliyetleri beraberinde getirmektedir. Bu aşamada borsanın ekonominin sermaye ihtiyacını karşılama fonksiyonu çok daha kolay ve ucuz olacaktır. Bununla beraber, borsadaki verimlilik düzeyinin spekülasyonlardan etkilenmemesi gerekir. Borsada dengeli bir verimliliğin sağlanmaması, güven ortamını etkileyecektir.

● **Güven:** Borsanın bu işlevi yerine getirebilmesi için borsa içinde yer alacak yatırımcıların güven ortamına sahip olduklarını bilmeleri büyük önem taşımaktadır. Bu güven ortamı sağlandığı ölçüdedir ki, borsa gerçek işlevini yerine getirecektir. Yoksa borsa yatırımcının gözünde «kumarhane» görünümünden kurtulamayacaktır. Yukarıda değinilen verimlilik düzeyi güven ile çok yakın ilişki içindedir. Doğaldır ki, spekülatif kazanç kapısı olması, kısa süreli büyük iniş ve çıkışlar yaşanması, gerçek anlamdaki yatırımcının borsaya gelmemesine neden olacaktır. Çünkü gerçek yatırımcı için güven belki de verimlilikten de önce gelmektedir.

Bu iki kavram, ekonomik dengeler içinde büyük öneme sahip borsanın sağlıklı gelişimi için vazgeçilmezdir. Borsadaki verimlilik ve güvene ilişkin bilgilerin objektif bir değerlendiri-

me ile kamuoyuna iletilmesi gerekmektedir. Bunu sağlayacak kurum ise bağımsız dış denetimdir. Bu sağlanmadığı zaman borsa toplum için ekonomik sorunlar yanında sosyal sorunların da sebebi haline gelebilir. Böyle bir durumun borsanın itibarını sarsıcı etkisi olacağı şüphesizdir.

## 1 – Bağımsız Dış Denetim ve Medya

Bağımsız dış denetim; şirketlerin, bankaların, iktisadi kamu kuruluşlarının, kendi iç bünyelerindeki denetim organlarının dışında, genel güven duyulan bağımsız kuruluşlar tarafından denetlenmesi ve düzenlenen raporların kamuoyuna açıklanmasıdır (2). Aslında yukarıda belirtilen kurumların hepsinin kendi iç bünyelerinde denetçilik, müfettişlik gibi denetim mekanizmaları mevcuttur. Ancak, kamuoyuna iletilecek bilgiler söz konusu olduğundan, kurum içi denetimin objektifliği tartışılabilir. Böyle olunca da bağımsız dış denetim ihtiyacı ortaya çıkmıştır. Bağımsız dış denetimi yapanlar, aslında bir kamu görevi yürütmektedirler. İnanlılıkları da yaptıkları işin objektifliği ile doğru orantılıdır.

Örneğin, hisse senetlerinin halka arzıyla ilgili olarak Sermaye Piyasası Kanunu'nda «halka yapılacak ilanlar ve açıklamalar, gerçeğe uymayan, abartılmış veya yanıltıcı bilgiler içeremez» hükmü yer alır (m. 47/a). Burada borsada hisse senetleri işlem gören kuruluşların halkı aydınlatma ilkesi doğrultusunda yapmaları ve uymaları gereken kurallar bulunmaktadır. Kanuni zorunluluk olan izahname ve sirkülerde bulunan bilgiler dışında, kitile iletişim araçlarının hepsi kullanılabilir-

mektedir. Ancak, kitle iletişim araçlarını kullanırken gerçek dışı bilgiler vererek kamuoyunu yanıltmaya yönelik davranışlar bugün için tam anlamıyla kontrol altında değildir.

Gazetelere verilen ilanlar, televizyonlardaki reklamlarda kullanılan sözcüklerin çoğunlukla abartılı ve makyajlı oluşu, yatırımcıların karar verme aşamasında yanıltmalarına neden olmaktadır. Ülkemizde halen yatırım danışmanlığının gerçek anlamda yaygınlaşmadığı göz önüne alınırsa, bu tip yayınların ne kadar tehlikeli sonuçları da beraberinde getirdiği açıktır.

Üzerinde durulması gereken önemli bir nokta da, objektif ve kamuoyunu aydınlatıcı işleve sahip olması gereken büyük basın kuruluşlarının da, finans ihtiyaçlarını artık borsadan sağlama yolunu seçmiş olmalarıdır. Böylesi bir durum, basın kuruluşlarının ve genelde onların uzantısı durumunda bulunan özel televizyonların, denetim ve kamuoyunu aydınlatma görevlerini gerektiği şekilde yapıp yapmayacakları konusunda kuşku duyulmasına neden olmaktadır. Çünkü günümüzde medyanın genellikle kâr amaçlı holdinglerin bir bölümü olarak karşımıza çıktığını görmekteyiz. Bu durum insanları kamu yararı ve kurumsal çıkar ikilemi ile karşı karşıya getirmektedir.

Yukarıda belirtilen görüş, olayın karamsar bir gözle değerlendirilmiş şekli olarak algılanabilir. Olaya iyimser bir anlayışla baktığımız zaman da şunu görebiliriz: Basın denetim ve kamuoyunu aydınlatma işlevini yaparken, borsa gemisine kendisi de binerse, sistemin sağlıklı işlemesi için daha fazla özen gösterecektir. Yani kendi

hisse senetlerinin işlem gördüğü bir borsaya karşı, medya daha duyarlı ve karşılaşılabilecek sorunların çözümü için de daha gayretli olacaktır.

## 2 – Bağımsız Dış Denetimin İşlevleri ve Önemi

Bağımsız dış denetimin önemi, başlıca işlevleri (3) göz önünde tutularak, aşağıda satır başlarıyla belirtilmektedir:

- Bir kamu kuruluşu denetleniyorsa, bağımsız denetim, kuruluşun durumunun siyasi otoriteye ve kamuoyuna aynen yansıtılmasına yarar.

- Bankalar en önemli güven kuruluşlarıdır. Burada karşımıza mevduat sahipleri, siyasi otorite, banka hissedarları vb. çıkmaktadır. Ulusal ve uluslararası ilişkilerde bulunan bankalar için, doğru bilgilere özellikle ihtiyaç vardır. Bunu da ancak bağımsız dış denetim sağlayabilir.

- Devletin en önemli gelir kaynağı vergilerdir. Bu kaynak vergilerin doğru tahakkuk ve tahsil edilmesiyle verimli olabilir. Bunun sağlanması ise, kurumların bağımsız dış denetimden geçmiş olması ile mümkündür.

- Finans piyasasının en önemli kurumları olan bankaların, kredi verecekleri müşterilerinin kredibilitésini anlamaları için bağımsız dış denetim vazgeçilmez bir koşuldur. Çünkü verilen kredinin riski bağımsız dış denetimden geçmekle azaltılmış olur.

- Uluslararası sermayenin bir ülkede yapacağı yatırımlar için, öncelikle o ülkeyi tam anlamıyla tanıması gerekmektedir. Bir ülkenin bağımsız dış denetimden geçmesine «rating» denmektedir (4). Yabancı sermayenin gittiği ülkede ortaklık kuracağı yerli kuru-

luşları objektif biçimde tanınması da bağımsız dış denetim ile mümkün olacaktır.

- Bağımsız dış denetimin en önemli işlevi, sermaye piyasası ve onun alt bölümleriyle ilgilidir. Örneğin, bir menkul kıymetin halka sunulması sırasında, kamuoyu menkul kıymeti çıkaran kurumun gerçek durumunu öğrenmek isteyecektir. Kararı da buradan aldığı bilgilere göre verecektir.

Yukarıda belirtilen işlevlerin gerçek anlamda uygulanabildiği oranda, ekonomik sistem verimli ve güvenli çalışacaktır. Bir sistemin sağlamlığı, o sistem içindeki kurumların kamuoyu tarafından rahatça denetlenebilmesi ile mümkündür. Bu denetimin sağlanmasında da bağımsız dış denetime büyük görevler düşmektedir.

Bağımsız dış denetim kuruluşu gerçekten bağımsız ise, denetlediği kurumun durumunu hiçbir etki altında kalmadan açıkça ortaya koyar. Denetim sonucunda belki de bazı grupların çıkarları ile oynayacaktır. Ancak, bağımsız dış denetim kurumlarının yaşamalarını sürdürbilmeleri, objektif olmalarına bağlıdır (5). Burada kamuoyuna da büyük görevler düşmektedir. Öncelikle bilgilerin bağımsız dış denetimden geçmesine önem verilmesi gerekmektedir. Bu sağlandığı ölçüde, kendi çıkarlarının da güvence altına alındığının kamuoyunca bilinmesi gerekmektedir.

Bir mal alırken onun kalitesini belirleyen bir standart ararız. Örneğin, bir tüketim malı alırken TSE damgasının, yünlü bir kumaş alırken de Woolmark damgasının olup olmadığına ba-

karız. Bunlar aslında birer denetim mekanizmalarıdır. Aynı şey finans piyasaları için de söz konusudur. Burada araç bağımsız dış denetim kuruluşlarıdır. Bu kuruluşların en önemli sikhahları isimleridir. İsimlerini uzun dönemde güven ortamı yaratarak elde ederler. Sanlarını kaybetmeleri ise daha kolaydır. Bu sebeple bu kuruluşların varlık nedenleri, finans piyasasının güvencesi olmanın yanı sıra, borsa için vazgeçilmez değerdedir.

Öte yandan bağımsız dış denetimin kamuya açıkladığı bilgilerde belli standartlar aranır (6). Bunları özetle belirtelim:

- Kamuoyuna açıklanan bilgiler yatırımcılar için gerekli ve önemli olmalıdır. Gereksiz bilgilerle gerçekler saklanıyor olmamalıdır.

- Açıklanan bilgilerin objektif, güvenilir ve yansız olması büyük önem taşımaktadır. Bu sağlanmadığı takdirde bağımsız dış denetimin bir anlamı kalmayacaktır.

- Açıklanan bilgilerde kullanılan dilin kamuoyunca anlaşılır olması da amaca ulaşmak için ayrıca önem taşımaktadır. Dilin teknik ağırlıklı olması ve yatırımcı tarafından anlaşılabilmesi, belli çıkar çevreleri tarafından rahatlıkla kötüye kullanılabilir.

- Kamuoyuna açıklanan bilgilerin yeni tarihli ve geçerliliğini kaybetmemiş olması da çok önemlidir. Çünkü verilen bilgilerin zamanaşımına uğramış olmaları, sonuçlar üstünde büyük değişikliklere neden olabilir.

- Açıklanan bilgilerde tutarlılık olmalıdır. Kamuoyuna açıklanan bilgiler arasındaki çelişkilerin genel sonuç üzerinde güvensizlik yaratıcı etkisi ola-



çaktır. Bu da amaca ulaşmamıza yol açacaktır.

- Bağımsız dış denetim için kullanılacak mali tabloların aynı standartta hazırlanmış olması ve aynı kavramları içermesi de büyük önem kazanmaktadır. Çünkü bu durum sağlandığı ölçüde karşılaştırmalar yapılabilir ve sağlıklı bilgilerle sonuca varılabilir. Kısacası, mali tabloların «genel kabul görmüş muhasebe ilkeleri»ne uygun olması gerekmektedir.

### 3 – Açıklanan Bilgilerin Güvenilirliği ve Bağımsız Dış Denetime İlişkin Görüşler

Sürekli sözünü ettiğimiz gibi, borsa güvenilirlik üstüne kurulmuş ve hayatiyetini buna bağlamış bir piyasadır. Bağımsız dış denetim ise bu güvenilirliği sağlamaya çalışan bir kurumdur. Ancak, bağımsız dış denetimden sağlıklı sonuçların alınabilmesi, dış denetim kurumlarının sağlıklı bilgiler kullanmaları ile mümkündür. Bu nedenle kurum içi denetimin de etkin olması gerekmektedir. Bu sağlanmadığı, ilk süzgeç olarak kabul edebileceğimiz iç denetim görevini yapmadığı takdirde, bağımsız dış denetimin etkinliği azalacaktır. Böylesine çift taraflı bir denetim mekanizmasının kurulması ve işlerliğinin sağlanması, kamuoyunun güvenini de artıracaktır. Öte yandan şirket yöneticileri de kurumlarının iç denetim organizasyonlarının doğruluğunu, bağımsız dış denetim sayesinde öğrenebileceklerdir (7). Günümüzde iç denetimin sonuçları genellikle şüpheli karşılanmakta, böyle durumlarda bağımsız dış denetimin önemi daha fazla hissedilmektedir.

Bağımsız dış denetim ile ilgili olarak karşımıza beş görüş çıkmaktadır (8):

(i) **Kesin görüş:** Denetçinin herhangi bir şart veya kayıt ileri sürmeden malî raporların doğruluğu, uygunluğu ve yeterliliği hakkında olumlu görüş bildirmesi. Bu tür bir görüş bildirme için iç denetimin de sağlıklı yapılmış olması, işlemlerin tam anlamıyla kontrol edilmiş olması gerekmektedir.

(ii) **Şartlı görüş:** Mevcut durumun belli şartlara uyularak ve aksaklıkların giderilmesi ile istenen seviyeye geleceğinin bildirildiği görüştür. Böyle olmasına rağmen olumlu nitelikte bir görüştür. Ancak, şartlar düzeltilirse, daha olumlu sonuçların alınabileceği de belirtilmektedir.

(iii) **Kesin olumsuz görüş:** Kesin görüşün aksine, mevcut durumun ancak köktenci çözümlerle düzeltilebileceğini belirtir.

(iv) **Görüş bildirmekten kaçınma:** Eldeki verilerin ve mevcut durumun çok kötü olması durumunda, verilecek rapor da olumsuz olacağı için, görüş bildirmekten kaçınılan bir durumdur.

(v) **Kısmi görüş bildirme:** İnceleme sonucunda, eldeki verilerden belli konuların olumlu, belli konuların ise olumsuz sonuçlar içerdiği anlaşılmaktadır.

### 4 – Türkiye’de Bağımsız Dış Denetim

Bağımsız dış denetim, Türkiye’de yeni bir kavram olarak karşımıza çıkmaktadır. Geç çıkmasının bir sebebi de mevcut ekonomik sistem içerisinde bağımsız dış denetime ihtiyaç ol-

mamasıdır. Bağımsız dış denetim ekonomide bireyselleşme ve birey olarak kendi çıkarlarını gözetme ihtiyacı sonucu doğmuştur. Bireyler yapacakları her türlü ekonomik faaliyet için sağlıklı ve objektif bilgiye ihtiyaç duyacaklardır. Sonuçta da bu bilgiler doğrultusunda ekonomik faaliyetlerini yönlendireceklerdir. Ancak, bireyselleşmenin ve bireysel ekonomik faaliyet anlayışının olmadığı ortamlarda, objektif ve sağlıklı bilgi ihtiyacı pek de gerekli olmayacaktır. Çünkü başkaları birey için düşünecek ve karar verecektir. Doğaldır ki, verilecek kararın doğruluğu ve faydası tartışılabilir.

Ülkemizde bireysel ekonomik faaliyet imkânlarının artması, bağımsız dış denetim kurumunun da gelişmesini beraberinde getirmiştir. Dolayısıyla yerli bağımsız dış denetim kuruluşlarının sayısı ile birlikte, uluslararası geçerliliği olan bağımsız dış denetim kuruluşlarının faaliyetlerinin de giderek arttığını görmekteyiz. Hemen bir noktayı belirtmek faydalı olacaktır. Uluslararası bağımsız dış denetim kuruluşlarının bir ülkede faaliyete başlamaları, o ülkenin istemesiyle olmamaktadır. Bu kuruluşlar, kendi standartlarına uygun buldukları takdirde, o ülkede faaliyete geçmektedirler.

Türkiye'de bağımsız dış denetim kuruluşları ile ilgili hukuki düzenleme Sermaye Piyasası Kanunu içinde yapılmıştır. Anılan kanunun 16. maddesinin son fıkrasına göre, Sermaye Piyasası Kurulu (SPK), bilanço ile kâr ve zarar cetvelinin ilandan önce yönetmelikte tespit edilecek mercilerce incelenerek tasdikini isteyebilir. Aynı maddenin ilk fıkrasına göre, SPK denetimindeki şirketler, mali raporlarını ku-

rul tarafından tespit olunacak şekil ve esaslar dahilinde düzenlemek zorundadır. Böylece Sermaye Piyasası Kanunu bu maddesiyle bağımsız dış denetim konusunda ilk adımı atmıştır (9). Ayrıca, kanunun verdiği yetki üzerine, SPK çıkardığı bir tebliğ ve yönetmelik ile bazı düzenlemeler getirmiştir (Sermaye Piyasasında Bağımsız Dış Denetleme Hakkında Yönetmelik, R.G., 13.12.1987/19663).

Bu yönetmelik 5. maddesinde bağımsız dış denetimi şöyle tanımlamaktadır (10): «Bağımsız denetleme, ortakların ve yardımcı kuruluşların hesap ve işlemlerinin, yetkili denetleme elemanları tarafından bu kuruluşlar adına, denetleme ilke, esas ve standartlarına göre incelenmesi ve bu inceleme sonuçlarına dayanılarak düzenlenenmiş mali tabloların 2499 sayılı Kanun çerçevesinde gerçeği yansıtıp yansıtmadığının tespiti ve rapora bağlanmasıdır.»

Yönetmeliğin 6. maddesine göre; denetleme sonucunda denetçiler «olumlu», «olumsuz», «şartlı» raporlar düzenleyebilirler. Olumlu raporlar kayıtların mali rapor ve tabloların 2499 sayılı Kanun çerçevesinde gerçeği yansıttığının tasdiki anlamındadır. Olumsuz rapor bunun aksini ifade eder. Bu tür raporun yatırımcı açısından da tehlike anlamında bir mesaj olarak kabul edilmesi gerekmektedir. Şartlı rapor ise, bir bütün olarak mali tabloların güvenilirliğini bozmayacak aksaklıkların var olması halinde düzenlenir. Bu tür rapor yatırımcı için bazı aksaklıkların mevcut olduğu, ancak bunların düzeltilme imkânının da bulunduğu şeklinde bir mesaj içermektedir. Özetleyecek olursak, ilgili

mevzuat raporları olumlu, olumsuz ve şartlı olmak üzere üç gruba ayırmıştır. Böylece bağımsız dış denetim raporlarına bir standart getirilmiş, kurumlar arasında mukayese yapabilmeye imkânı doğmuştur. Şunu da belirtmekte yarar vardır: SPK bağımsız dış denetim kuruluşlarının raporlarını yeterli görmezse, kendisi de denetleme hakkına sahiptir (m. 7).

Kanunda, bağımsız dış denetim, yapıma sürelerine göre; «sürekli», «özel» ve «isteğe bağlı» olmak üzere üç gruba ayrılmaktadır (11). Sürekli denetim, her yıl yapıma anlamındadır. Böylece kurumların yıllara göre ekonomik durumlarının ortaya konması sağlanacaktır. Bu duruma tabi kurumlar ise, direkt kamuoyu ile ilgili olan, özellikle de kamuoyunu bilgilendirmekle yükümlü bulunan borsada işlem gören kuruluşlardır. Özel denetleme ise, ilk defa halka açılacak olan ve bunun için izin alması gereken kurumlar için geçerlidir. Ayrıca, devir, tasfiye gibi durumlarda da özel denetleme istenebilir. Bunun dışında kurumlar, istedikleri takdirde de denetleme isteyebilirler.

## 5 – Bağımsız Dış Denetime Tabi Kuruluşlar

Kanunda belirtilen esaslara göre bağımsız dış denetime tabi olan kuruluşlar, SPK'nun yayınladığı tebliğde belirtilmiştir (R.G., 18.12.1987/19588).

«Sermaye Piyasasında Bağımsız Dış Denetleme Hakkında Yönetmelik»in 8. maddesinde tanımlanan sürekli denetlemeye, aşağıdaki kuruluşlar, bu niteliklerini kazandıkları tarihi izleyen hesap dönemi başından itibaren tabidirler (12):

- a) Aracılık faaliyetlerine ait olmak üzere bankalar.
- b) Aracı kurumlar.
- c) Menkul kıymet yatırım fonları.
- d) Menkul kıymet yatırım ortaklıkları.
- e) Hisse senetleri İstanbul Menkul Kıymetler Borsası'nda işlem gören anonim ortaklıklar.
- f) Kayıtlı sermayeleri 5 milyar TL'yi aşan anonim ortaklıklar.

## SONUÇ

Günümüzde ekonomilerin gelişmesi için gerekli en önemli ihtiyaç sermayedir. Giderek artan ihtiyaçlar karşısında eldeki kaynakların sınırlı olması, toplumları maliyeti düşük ve sürekli kaynak aramaya yöneltmiştir. Gittikçe çapraşık hale gelen ekonomik sorunlar, bireyin faaliyetlerine öncelik veren bir ekonomik anlayışın genel kabul görmesine neden olmuştur. Günümüzde kabul gören ekonomik sistem, piyasa sistemidir. Bu sistemin en önemli aracı da borsalardır. Borsa deyince de ilk akla gelen menkul kıymet borsalarıdır.

Gelişmiş ekonomilerin can damarını oluşturan borsa, işleyişi itibarıyla bir barometre görevini görmektedir. Ekonomiler gelişip karmaşık yapılar haline geldikçe, izlenmeleri ve kontrol edilmeleri de zorlaşmaktadır. Makro dengelerin rahatlıkla izlenebildiği borsada sistemin ihtiyaçlarını kolaylıkla görmek mümkündür. Ancak, ekonomi hakkında geniş bilgiler edinebildiğimiz borsanın işleyişinin sağlıklı olması gerekmektedir. Borsalarda belli kurallara uyulması, sağlıklı gelişim için büyük önem taşımaktadır. Borsanın kamuoyunu aydınlatma işlevini olabil-

diğince mükemmel yerine getirmesi gerekir. Kamuoyunu aydınlatma işlevi iki yönden incelenebilir. Birincisi, kamuoyunu oluşturan, yönlendiren ve bugün çok büyük güçlere sahip olan medya (şözlü, görüntülü, yazılı basın)'nın üstlendiği görevdir. İkincisi, borsanın işleyişinin ve kamuoyu ile olan ilişkilerinin mevzuat çerçevesinde düzenlenmesidir.

Borsa açısından medyanın kontrolü zordur. Hukuki anlamda ise borsanın kamuoyunu aydınlatma işlevi ve yükümlülükleri yazılı kurallar haline getirilmiştir. Bu yazılı kurallar içinde, kamuoyunu aydınlatma işlevinin önemli bir parçasını oluşturan «Bağımsız Dış Denetim» yer almaktadır. Bu araç bize modern ekonomilerde bireyin korunması ve sömürülmemesi için bir emniyet supabı olarak ortaya çıkmıştır.

Yaşadığımız dönemin en önemli aracı olan bilginin parayla eşdeğer olduğu bir gerçektir (13). Bu nedenle bilginin dolaşımı ve doğruluğu her zamankinden daha büyük bir önem taşımaktadır. Bireylerin doğru ve çabuk bilgiye ulaşabilmeleri, kişisel kazançlarını da etkilemektedir. Bağımsız dış denetim bireylerin bu kişisel kazançlarının spekülatif olaylar karşısında yipranmaması için bir güvencedir.

Günümüz insanının amacı, güvenli bir ortamda yaşamak ve yüksek kazanç sağlamaktır. Bu iki olgunun gelişmesiyle birlikte ekonomik sistem hareket dinamiğine kavuşmuştur. Bu dinamizm, ekonominin ihtiyacı olan sermayenin elde edilmesinde büyük rol oynamaktadır. Ancak, kamuoyunun doğru bilgilendirilmesi ve aydınlatılması, bu amaca ulaşılmasında en önemli araçtır. Elimizdeki aracı, ba-

ğımsız dış denetim kılıfı ile korumamız toplumsal çıkarımız gereğidir.

**Son söz:** Bilgi dağılımındaki bozukluk, gelir dağılımı bozukluğunun da kaynağı olacaktır.

## DİPNOTLAR – KAYNAKLAR

(1) Halûk Kabaalioğlu; «Sermaye Piyasasında Kamuyu Aydınlatma İlkesi», Ege Matbaası, İstanbul 1986, s. 148.

(2) Muharrem Karslı; «Borsa», Beta Yayını, İstanbul 1989, s. 471.

(3) Edited by Jules Bogen; «Financial Handbook», New York 1982, s. 524.

(4) Bogen; a.g.e., s. 261.

(5) Hurd Barruch; «Wall Street: Security Risk», Baltimore 1971, s. 122.

(6) Karslı; a.g.e., s. 480.

(7) Miles Taylor; «General Financial Knowledge», Sixth Edition, England 1982, s. 93.

(8) Karslı; a.g.e., s. 480.

(9) Yaşar Karayalçın; «Muhasebe Hukuku», Banka ve Ticaret Hukuku Araştırma Enstitüsü, Ankara 1988, s. 221.

(10) Karayalçın; a.g.e., s. 217.

(11) Karslı; a.g.e., s. 475.

(12) Karayalçın; a.g.e., s. 222.

(13) Alvin Toffler; «Yeni Güçler Yeni Şoklar», Çeviren: Belkıs Çorakçı, Altın Kitaplar, İstanbul 1992, s. 27.

---

◆ Gelecek, umut sahibi olanlar için vaatlerle doludur.

*Goethe*

◆ İstatistikler, muhakemenin yerini almazlar.

*Henry Clay*

◆ Unutulmak korkusu, aydınları daha çok korkutan ikinci ölümdür.

*Goethe*



## Ayın Ekonomik Olayları

Dr. YILDIRIM KILKIŞ

### Bu Ekonominin Neresinden Tutulur?

**Ü**LKE ekonomisinin 1995 sonundaki rakamları, 1995'in geleceği hakkında da karamsar olmaya yol açıyor. Büyüme oranı 1994'de eksi % 5 olmuş, Toptan Eşya İndeksi Devlet İstatistik Enstitüsü (DİE)'ne göre % 149.6'ya, İstanbul Ticaret Odası (İTO)'na göre % 120.5'e fırlamıştır. Tarımsal üretimin geçen yıla nazaran daha iyi olması halinde dahi, 1995'de büyüme oranının, Sayın Demirel'in arzu ettiği gibi % 5'e çıkması veya Hükümet'in öngördüğü gibi % 4'e ulaşması, bazı uzmanlarca beklenmemektedir.

5 Nisan 1994 kararları uyarınca alınan ek vergilerin bu yıl da uygulanması pek olası görülmemektedir. Hükümet'in böyle bir niyeti olması ve IMF'in önerilerini göz önünde tutarak tekrar ek vergiler getirmesi ihtimali, iş âleminde şimdiden tepkiler uyandırmıştır. Sermaye azalması ve üretim azalması nedenleriyle oluşan tepkileri haklı gösteren diğer bir gösterge, enflasyon oranıdır.

1995 Ocak ayında DİE rakamlarıyla toptan eşya fiyatları % 8.4, tüketici fiyatları % 6.8 artmıştır. Son 12 aylık rakamlarla enflasyon toptan eşya fiyatlarında % 156.8'e, tüketici fiyatlarında % 130.6'ya ulaşarak Cumhuriyet tarihinin en yüksek düzeyine çıkmıştır. Hükümet'in 1995 enflasyon tahmini % 22.5'tir. Ancak, bu oranın 3 rakamlı olabileceği kuvvetle muhtemel görülmektedir. Nitekim, TÜSİAD Hükümet'in 1995 programının gerçekçi olmadığını ifade etmekte ve ekonominin 1995 yılında da olumsuz gidişini sürdüreceği görüşünü desteklemektedir.

Öte yandan dış borçlarımız 66 milyon dolara, iç borçlar ise 680 trilyon TL'ye çıkmıştır. Bu borçların içinde 36 trilyon TL ihracatçıların, 6 trilyon TL de yatırımcı-

nın alacakları bulunmaktadır. 1995'de dış borç ödemesi 11.4 milyar dolardır. IMF bu borcun ödenmesinden pek ümitli olmadığından, üçüncü dilim kredi olan 340 milyon dolar ödemeyi yeni tedbirlerin alınması şartına bağlamıştır. Bu konuda Hükümet'in ve IMF'nin tutumu herhalde Mart ayında belli olacaktır.

Hükümet'in hem devlete yüklenen bütçe açıkları dolayısıyla hem de gelir sağlamak amacıyla giriştiği özelleştirme çabaları sürmektedir. Şimdilik Karabük Demir-Çelik Fabrikalarının işçilere ve yöre esnafına, Et ve Balık Kurumu'nun ise Hak-İş'e bağlı Özgıda-İş Sendikası'na satılması karara bağlanmıştır. Ancak, Devlete Karabük Demir-Çelik'in satışından 15,3 trilyon, Et ve Balık Kurumu'nun satışından ise 9.5 trilyon borç yüklenmiş durumdadır. Özelleştirmede yapılan iş «sat ve kurtul» formülü çerçevesinde yürütülmekle beraber, bunun «ne pahasına» yapıldığı da gözden uzak tutulmamalıdır.

Alt ve üst sınırları serbest bırakılan mevduat faizleri, faiz yarışına yol açmaktadır. Bunun sonucunda kredi faizleri de artacağından, iş âleminin uzun vadeli plan yapması kısıtlanacaktır. Bu durum, belki bir süre döviz kurlarının artışını frenleyecektir; ancak, ne faiz artışı devam edebilecek, ne de Türk Lirası'nın kıymetini yüksek tutma politikası sürebilecektir.

İşte, yukarıda sıralanan nedenlerle, «Bu ekonominin neresinden tutulur?» sorusu, yazımızın başlığını oluşturmuştur.

Geçtiğimiz bir aylık dönemde, sonuçları uzun vadeli de olsa, iç açıcı iki olay dikkatleri çekmiştir. Birinci olay, Türkmenistan doğal gazının Türkiye üzerinden Avrupa'ya ulaşmasıyla ilgilidir. Bu konuda hazırlanan projede Türkiye'nin rolünün ve ağırlığının ne olacağı henüz kesinlik kazanmamıştır. İkinci olay ise, Azerbaycan'da Hazar Denizi kıyısından başlayacak petrol boru hattının Türkiye'den geçerek Akdeniz'e ulaşması projesine ilişkindir. ABD'nin desteklediği bu proje ile ülkemizin hem ekonomik yararları artacak, hem de yıllık petrol ihtiyacımızın önemli bir kısmı karşılanmış olacaktır.

Aşağıda geçen bir ay içinde gelişen başlıca ekonomik olaylar kısaca açıklanmaktadır.

### **Disponibilite Tebliği ile Bankaların Yükü Arttırdı**

T.C. Merkez Bankası Ocak ayında Resmi Gazete'de yayınladığı tebliğlerle bankaların yükümlülüklerini arttırmıştır. Disponibilite tebliğleriyle getirilen yeni düzenlemeler şöyledir:

- TL mevduat munzam karşılık oranları artırılmıştır. Bu oranlar; vadesiz ve 1 ay vadeli mevduatta % 16'dan % 17'ye, 3 aydan 1 yıla kadar olan vadeli mevduatta % 7.5'ten % 8.5'e, 2-3 yıl vadeli değişken faizli mevduatta % 6'dan % 7'ye, 4-5 yıl vadeli mevduatta ise % 2'den % 3'e çıkarılmıştır.
- Döviz tevdiat munzam karşılık oranları, 31 Mart 1994 tarihi itibarıyla düzenlenecek munzam karşılık cetvelinde mevcut döviz tevdiat hesapları tutarı sabit kabul edilerek, vadelerine göre birer puan artırılmıştır.

- Disponibilite tebliğinde yapılan değişiklikle, 31 Mart 1994'den sonra artan mevduat dışı TL ve yabancı para pasif hesaplarındaki taahhütler için uygulanacak disponibilite oranları da 1 puan artırılmıştır.

- Yabancı para taahhütleriyle ilgili olarak, bankaların uyacakları disponibilite oranının % 12'si Merkez Bankası nezdinde, % 3'ü ise Merkez Bankası'nda serbest olarak bulunan bankalara ait 1 yıl veya daha uzun vadeli TEFE veya dövizde indeksli iç borçlanma senetleri için uygulanacaktır.

- Özel finans kurumlarına uygulanan blokaaj oranları, kasa ve bankalarda bulundurulacak cari hesaplarda % 10'dan % 4'e indirilmiştir. Merkez Bankası'nda bulundurulacak bölüm için ise % 10'dan % 20'ye çıkarılmıştır.

Disponibilite oranlarındaki bu artışlar, bankaların tepkisini çekmiş ve sektörün 20 trilyon civarında külfet yüklendiği, bunun kredi faizlerine yansıyacağı ifade edilmiştir.

### **Mevduat Faizleri Artıyor**

Mevduat faizlerinde alt ve üst sınırlamalar kaldırıldıktan sonra, faiz oranları hızla artmaya başlamıştır. Buna göre, yıllık faiz oranları % 90 ile % 130 arasında değişmektedir. Bu durum özellikle vadeli mevduat hesaplarında önemli artışlara yol açmıştır.

### **Teşvik Kararnameleri Yayınlandı**

1995 yılında yatırım ve ihracat alanları ile ilgili yeni teşvikler bekleniyordu. Hükümet tarafından hazırlanan ve Resmi Gazete'de yayınlanan kararnamelere göre, ihracat teşvikleri şu hususları kapsamaktadır: Araştırma-geliştirme yardımları, ihtisas fuarlarına ilişkin yardımlar, pazar araştırmaları yardımları, yurt dışı büro-mağaza işletme ve tanıtma yardımları, eğitim yardımları, tarımsal ürünlerde ihracat iadesi.

«Yatırımlarda Devlet Yardımları Hakkında Karar» başlığı altında yayınlanan Bakanlar Kurulu kararı ile yatırımlar; özel önem taşıyan sektör yatırımları, kalkınmada öncelikli yörelerdeki yatırımlar (asgari 6 milyar TL) ve diğer yörelerdeki yatırımlar (asgari 10 milyar TL) olarak belirlenmiştir.

Teşvikler; gümrük muafiyeti, fon muafiyeti, teşvik belgesi kapsamında muafiyetlerle ithali uygun görülen mallar için CIF bedel üzerinden tahsil edilecek fon oranlarını; AR-GE, çevre koruma, yöresel el sanatları, KOBİ'ler, makina ve teçhizat alımları, finansal kiralama, taşıma desteği, kalite ve standart sağlama konularını kapsamaktadır.

Yatırım teşviklerinde fon kaynaklı kredilerin faizi % 40 olarak belirlenmiştir. Bunlarda vade 4 yıla çıkarılmıştır. Ayrıca; dış kredi teminat mektubu masraflarına katkı, makina ve teçhizat alımlarında KDV desteği, arsa ve enerji desteği, ithal teminatından istisna desteklerine de yer verilmiştir.

## Yeni Vergi Düzenlemeleri

1995 Şubat başında Resmi Gazete'de yayınlanarak yürürlüğe giren yeni vergi düzenlemeleri aşağıda kısaca belirtilmektedir.

- Tütün ürünlerinden alınan KDV ek vergi oranları, ithalde sıfırdan % 20'ye, içeride ise % 80'den % 90'a çıkarılmıştır.
- Mükelleflerce, Gelir ve Kurumlar Vergileri'nden ayrı olarak bu vergiler üzerinde hesaplanan fon payı, % 7'den % 10'a çıkarılmıştır.
- Gelir Vergisi ile ilgili olarak, gayri menkul sermaye iratlarından yapılan vergi tevkifat oranları artırılmış ve yapılan değişiklikle ticari işyeri kiralınmasında uygulanan stopaj oranı % 20'den % 25'e çıkarılmıştır.

## Zamlar Devam Ediyor

Geride bıraktığımız bir aylık dönem içinde, ekonomiyi ve günlük yaşantıyı etkileyen bazı önemli zamlar yapılmıştır. Bunların bir bölümünü aşağıda özetle belirtiyoruz:

- Akaryakıt fiyatlarına % 7.6 ile % 23.2 arasında değişen oranlarda zam yapılmıştır. İstanbul için akaryakıt fiyatları bir önceki ile mukayeseli olarak şöyledir:

	Yeni Fiyat (TL)	Eski Fiyat (TL)	Artış Oranı (%)
Normal benzin	23.480	21.580	8,8
Süper benzin	25.980	23.890	8,7
Kurşunsuz benzin	25.730	23.660	8,7
Gazyağı	19.850	18.320	8,4
Motorin	16.640	15.470	7,6
Kalorifer yakıtı	9.830	7.980	23,2
Fuel oil (no. 6)	7.060	5.740	23,0

- Tüpgaz fiyatları % 17 ile % 23 arasında değişen oranlarda artırılmıştır.
- Şeker fiyatları 31 Ocak 1995 gününden itibaren % 18 oranında zamlanmıştır.
- 28 Ocak 1995'den itibaren Erdemir ürünlerinden sıcak ve soğuk saçlar ile tenekenin fiyatına % 20 zam yapılmıştır. Ayrıca, inşaat demiri fiyatları da Ocak başından itibaren % 12 artırılmıştır.
- Otosan'ın ürettiği otomobillerin fiyatlarına % 6.5 oranında zam yapılmıştır.
- Devlet Demiryolları İşletmesi tarafından İstanbul - Ankara arasındaki yolcu ücretine % 28.57 oranında zam yapılmıştır. Böylece taşıma ücreti 175.000 TL'den 225.000 TL'ye çıkarılmıştır. Ayrıca Ankara, İstanbul ve İzmir banliyo trenleri ücretleri de 10.000 TL'ye yükseltilmiştir.



# Yeni Yayınlar

M. TARIK YAŞA

## EKONOMİ ve DEMOGRAFİ ÜZERİNE İKİ KİTAP (\*)

**D**OKUZ Eylül Üniversitesi İktisadi ve İdari Bilimler Fakültesi öğretim üyesi Sayın Prof. Dr. Koray Başol'un daha önce yayımlanmış olan iki kitabının gözden geçirilip genişletilmiş yeni baskıları çıktı. Genellikle yaptığımız gibi önce yazardan kısaca söz etmek, sonra da aşağıda tanıtıma çalışacağımız kitaplarla ilgili genel bilgiler vermek istiyoruz.

1943 yılında İzmir'de doğan Koray Başol, 1973'de İktisat Doktoru, 1980'de Doçent ve 1988'de Profesör olmuştur. Değişik yıllarda Fransa'da INED, INSEE ve CEDIMES'de konuk araştırmacı olarak çalışmıştır. Halen yukarıda anılan yüksek öğretim kurumunda İktisat Politikası Ana Bilim Dalı Başkanı'dır. Basılı yayın ve araştırmalarının sayısı 60'ı aşmıştır. Tanıtacağımızın dışında; «Ulusal ve Uluslararası Kısaltmalar» ve «Doğal Kaynaklar – Enerji ve Çevre Sorunları» adlı kitapları vardır.

Konusu «Türkiye Ekonomisi» olan birinci kitabın ilk baskısı 1983 yılında gerçekleşmiş, bunu 1985, 1992, 1993 ve 1994'de yapılan baskılar izlemiştir. Bu kitapta; Türkiye ekonomisinin tarihsel gelişimi, yapısı, işleyişi, sektörlerin analizi, sorunları üzerinde durulmakta ve sorunların çözümü için önerilerde bulunmaktadır.

«Demografi» konulu ikinci kitabın ilk baskısı ise 1984 yılında gerçekleşmiş, bunu 1988, 1989 ve 1994'de yapılan baskılar izlemiştir. Bu kitapta, genel tanımlar ve teoriler verildikten sonra; ekonomik dengelerin aşırı nüfus artışından olumsuz etkilendiği Türkiye'de, demografik yapı analiz edilmekte ve ekonomik kalkınma ile nüfus arasındaki ilişkiler üzerinde durulmaktadır.

Her iki kitap, yüksek öğretim kurumlarının ilgili dallarında lisans ve lisansüstü öğrenim görmekte olan

(\*) Kitapların ederi ve nasıl alınacağına ilişkin bilgi edinmek isteyenler; «Prof. Dr. Koray Başol, Mitatpaşa Caddesi No. 763/5, Valikonağı – İzmir» adresine başvurmalıdır.

öğrenciler kadar, özel ve kamu kesimi kuruluşlarında görevli yöneticiler ile araştırmacılar için de yararlı birer kaynak niteliğindedir.

Bu son baskılarının da öncekiler gibi ilgiyle karşılanacağını ve kısa sürede tükeneceğini sandığımız kitapları edinmelerini ve okumalarını tüm okurlarımıza salık veririz. Her yeni baskılarında gerekli değişiklikleri yaparak yapıtlarını güncelleştiren yazarı kutlar, çok yararlı bulduğumuz yayın çalışmalarını sürdürmesini dileriz.

## TÜRKİYE EKONOMİSİ

**BAŞOL, Prof. Dr. Koray; genişletilmiş beşinci baskı, Anadolu Matbaası, İzmir 1994, (Büyük boy) xvi + 339 sayfa.**

Yazar «Önsöz»de haklı olarak; «Türkiye gibi gelişmekte olan bir ülkenin ekonomik yapısını incelemek, devamlı değişen verileri toplamak, değerlendirmek, kuruluşlar arasındaki farklı yaklaşımları bilim süzgecinden geçirmek ve nihayet kaleme almak oldukça güçtür.» demektedir. Görüldüğü kadarı ile yazar, yapıtının her baskısına, yeni verileri kullanarak ve yeni eklemeler yaparak bu güçlüğü aşmıştır. Türkiye ekonomisini incelerken, dünyada yaşanan sosyal, ekonomik ve siyasi gelişmeler, küreselleşme ve bölgeselleşme hareketleri ile bir bütünlük ve güncellik sağlamaya çalışmıştır. Ayrıca, Türkiye ekonomisinin yapısı ve sorunları tanıtılırken, teorik yaklaşımlar yerine uygulamalardan geniş ölçüde yararlanılmıştır.

Ondört bölümden oluşan kitabın sonunda, incelenen konuyla ilgili oldukça geniş bir «Yararlanılan Kaynaklar» ve «Diğer Yayınlar» ayrımları yer almaktadır.

Birinci bölümde ne olduğu ve önemi açılarından «Türkiye'nin Doğal Yapısı»; ikinci bölümde nüfusun miktarı, artış hızı, özellikleri, istihdam, çalışma hayatı, sosyal güvenlik, insan gücü ayrımlarında «Türkiye'nin Demografik Yapısı» incelenmektedir. «Genel Ekonomik Konular» başlıklı üçüncü bölümde, özetle şu ayrımlar yer almaktadır: Ekonomi politikasına genel bakış, Türkiye'de ekonomik sistem ve uygulanan ekonomi politikalarının tarihsel gelişimi, Türkiye'de planlama, milli gelir, yatırımlar, KİT'ler, gelir dağılımı. Dördüncü bölümde «Türkiye'de sektörlerin yapısı, analizi ve sorunları»; sektör kavramı ve ayrımı göz önünde tutularak ele alınmaktadır.

Beşinci bölümde «Tarım Sektörü», altıncı bölümde «Madencilik Sektörü», yedinci bölümde «Enerji Sektörü», sekizinci bölümde «Sanayi Sektörü», dokuzuncu bölümde «Ulaştırma Sektörü», onuncu bölümde «İnşaat Sektörü» ve onikinci bölümde «Turizm Sektörü» üzerinde durulmaktadır.

«Dış Ticaret, Dış Ödemeler ve Dış Ekonomik İlişkiler» başlıklı onüçüncü bölümde, Türkiye ile ilgili olarak şu ayrımlar verilmektedir: Dış ticaret, ekonomideki yeri, yapısı; ihracat ve ithalatın ticaret bölgelerine göre dağılışı; ödemeler dengesi; dış ticaret politikası ve tarihsel gelişimi; yabancı sermaye; dış borçlar; yurt dışı müteahhithlik hizmetleri; işçi döviz gelirleri, serbest bölgeler; dış ekonomik ilişkiler; üyesi olunan uluslararası kuruluşlar; dış ticaret sektörünün sorunları.

Ondördüncü ve sonuncu bölüm Türkiye'de «Mali Sektör»e ayrılmıştır. Bu bölümde; parasal göstergeler, fi-

nans piyasaları, bunların gruplandırılması ve finansal araçlar; bankacılık ve sermaye piyasası; fiyat hareketleri; mali sektördeki sorunlar açıklanmaktadır.

## DEMOGRAFI

**BAŞOL, Prof. Dr. Koray; genişletilmiş dördüncü baskı, Anadolu Matbaası, İzmir 1994, (birinci hamur kâğıda basılmış büyük boy) xii + 220 sayfa.**

Yazarın da «Önsöz»de belirttiği gibi; «Günümüzde gerek dünyada gerekse Türkiye'de aşırı nüfus artışları tüm ülkenin ekonomik dengelerini alt üst etmektedir. Nitekim özellikle gelişmekte olan ülkelerde yaşanan enfrastüktür yatırımların fazlalığı, enflasyon oranının yüksekliği, işsizliğin artışı, kent hizmetlerinin giderek içinden çıkılmaz bir hal alışı, ekolojik ortamın aşırı bir biçimde tahrip edilmesi, besin maddelerine talebin artışı, eğitim, sağlık hizmetlerinin bozulması, enerji sorunları, hızlı nüfus artışından kaynaklanmaktadır.»

Dokuz bölümden oluşan kitabın sonunda, konuya ilgi duyanlar açısından çok yararlı bulduğumuz, oldukça geniş tutulmuş bir «Demografik Teoriler Sözlüğü» yer almaktadır. «Yararlanılan Kaynaklar» ile son bula kitabın bölümlerinde işlenen konuları kısaca belirtelim:

«Tanımlar ve Teoriler» başlıklı birinci bölümde; «demografiye giriş, kapsam ve önemi», «demografik tanımlar», «nüfus hakkındaki görüşler ve nüfus teorileri» incelenmektedir. «Nüfus Sayımları, Nüfus Analiz Metodları ve Projeksiyonlar»a ayrılan ikinci bölümde; «nüfus sayımlarında kullanılan metodlar», «nüfus projeksiyonla-

rı», «dünyada ve Türkiye'de nüfus sayımları», «Türkiye'de nüfus hareketlerinin tarihsel gelişimi» ele alınmaktadır. Üçüncü bölüm «Nüfus Politikaları»na ayrılmıştır. Burada; «dünyada nüfus politikaları», «Türkiye'de uygulanan nüfus politikaları» ve «Türkiye'nin kalkınma planlarında nüfus» üzerinde durulmaktadır.

Dördüncü bölümde «Dünyanın Demografik Yapısı» verilmektedir. Sırasıyla; «dünya nüfusunda gelişmeler», «dünya nüfusunun yapısı» ve «dünya nüfusunun dağılışı» açıklanmaktadır. Beşinci bölümde, «Türkiye'nin Demografik Yapısının Analizi» başlığı altında; «nüfus miktarı ve artış hızı», «nüfusun yaş yapısı», «nüfusun cinsiyet, milliyet, din, ana dil, sakatlık, medeni hal, göçler ve yerleşme durumları», «nüfus yoğunluğu ve ekonomik sonuçları» incelenmektedir. «Ekonomik Kalkınma ve Nüfus İlişkisi» başlıklı altıncı bölümde; «nüfusun ekonomik önemi», «nüfus ve istihdam», «nüfusun eğitim durumu ve insan gücü», «nüfus ve gelir dağılımı», «Türkiye'de hızlı nüfus artışının ekonomik etkileri» ele alınmaktadır.

Yedinci bölümde «Nüfus Artışının Üretim Faktörleri Üzerindeki Etkisi», «sermaye birikimi», «işgücü ve istihdam», «doğal kaynaklar» ve «teknolojik gelişme» açılarından anlatılmaktadır. Sekizinci bölümde, «Nüfus Artışının Diğer Alanlara Etkisi»ne değinilmektedir. Sırasıyla; «milli gelir», «kamu harcamaları», «konut talebi», «beslenme», «iç göç ve kentleşme» ve «çevre» ele alınmaktadır. Dokuzuncu ve sonuncu bölüm, «Hızlı Nüfus Artışına Karşı Alınması Gereken Önlemler»e ayrılmıştır. Burada sırasıyla; «ekonomik», «sosyal» ve «tıbbi» önlemler açıklanmaktadır.



**“BİRA”  
BU KAPAĞIN  
ALTINDADIR.**



# SİZ DE ABONE OLUN!

«Banka ve Ekonomik Yorumlar Dergisi»ne abone olanlar,  
«Banka ve Ekonomik Yorumlar Dergisi»ni önce okuyanlardır.

Adı Soyadı : .....

Firma Adı : .....

Adres : .....

Posta Kodu : ..... Tel : .....

Abone olmak istiyorum.

Yeniden abone olmak istiyorum.

Lütfen temsilcinizi gönderin (İstanbul'da oturanlar için).

«BANKA VE EKONOMİK YORUMLAR DERGİSİ» 1995 Yılı Abone Koşulları;

## YURT İÇİ

6 Aylık : 360.000.-TL

1 Yıllık : 720.000.-TL

## YURT DIŞI

6 Aylık : 15 \$

1 Yıllık : 30 \$

**Not:** Öğrencilere % 50 indirim yapılmaktadır.

Abone bedeli (.....) TL, aşağıdaki işaretli banka hesabını-  
za havale edilmiştir.

T. İş Bankası  
Cağaloğlu Şubesi  
Hesap No. 256319

Akbank T.A.Ş.  
Kumkapı Şubesi  
Hesap No. 11720-0/DHN01

Yapı Kredi Bankası  
Çemberlitaş Şubesi  
Hesap No. 2269-9

Ziraat Bankası  
Beyoğlu Şubesi  
Hesap No. 768

«EKONOMİK VE SOSYAL YAYINLAR A.Ş.» adına, abone bedeline ilişkin, bankaya yatırdığınız mak-  
buzun (ve öğrenci iseniz, öğrenci kimliğinizin) fotokopisini, yukarıda ki abone formu ile birlikte  
lütfen, «Banka ve Ekonomik Yorumlar Dergisi; Binbirdirek Mahallesi, Suterazisi Sokak, No. 6/2;  
34400 Sultanahmet-İSTANBUL» adresine gönderiniz. Ya da şu numaraya Fax geçebilirsiniz:  
(0-212) 518 66 43

# EN DEĞERLİ KÂR ORTAKLARIMIZDAN YUNUS.

Nesli tehlike altında olan Yunus, ülkemizin korunması gereken doğal zenginliklerinden biridir. Garanti, gelirin bir bölümüyle, Yunusların yaşam ortamı olan kıyıların korunması için çalışan Doğal Hayatı Koruma Derneği'ni destekliyor.



 GARANTİ

# 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 rüzgarlık.



**BİLGİ**  
RENAULT-MAİS

Renault 9 Fairway ile ilgili  
daha ayrıntılı bilgi almak için  
BİLGİ RENAULT-MAİS'i arayın.



EMNİYET KEMERİNİZİ BAĞLAYIN



**RENAULT**  
YAŞANACAK  
OTOMOBİLLER