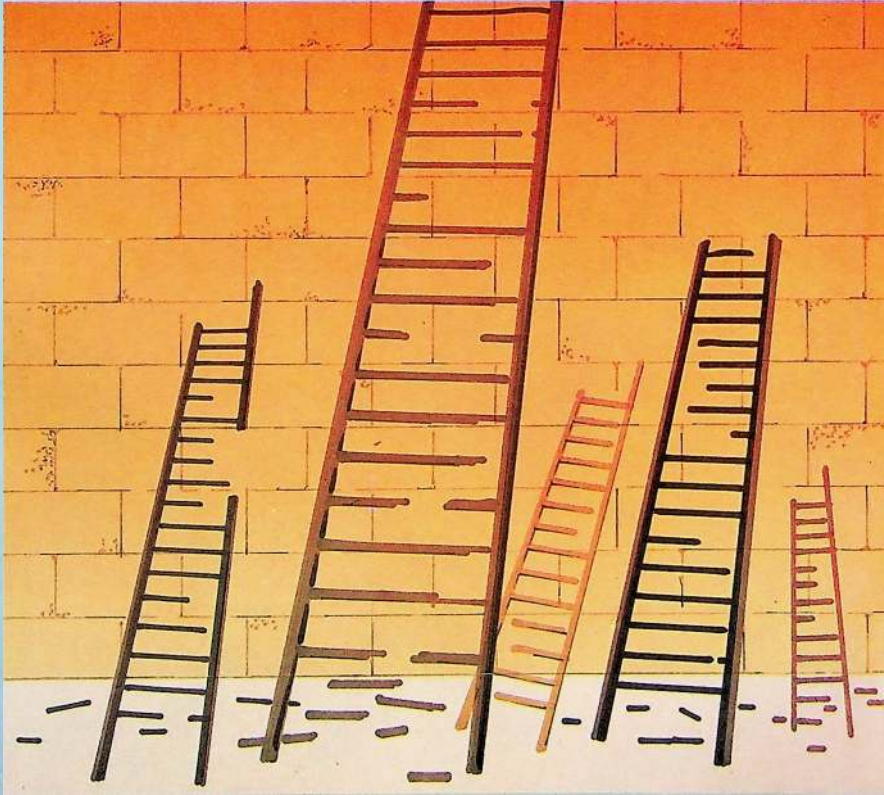


# EKONOMİK YORUMLAR

BANKA VE

AYLIK DERGİ  
YIL : 34  
OCAK 1997  
●  
200.000 LİRA

# 1



● İMKB'DE SERMAYE ARTIRIMI ● KALKINMADA MALİYE  
POLİTİKALARININ ÖNEMİ VE TÜRKİYE'NİN DURUMU

*Güvene önder olmak.*



**EMLAK BANKASI**  
"Daha Uygur Bir Yaşam İçin"

## BANKA VE EKONOMİK YORUMLAR

OCAK 1997 • YIL: 34 • SAYI: 1 • 200.000 LİRA (KDV DAHİL)

**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 Altınok • Prof. Dr. Güven Alpay • Dr. Orhan Altan • Tefvik Altınok • Prof. Dr. Mustafa A. Aysan • Prof. Dr. Ömer Faruk Batırel • Dr. Metin Berk • Prof. Dr. Ünal Bozkurtı • Prof. Dr. Kenan Bulutoğlu • Prof. Dr. Nasuhi Bursalı • Yavuz Canevi • Ege Cansen • Haluk Ceyhan • Mehmet Gün Çalıka • Özer U. Çiller • Bülend Çorapçı • Ahmet Demirel • Zeki Döşlüoğlu • Necdet Durakbaşı • A. Aydın Dundar • Gazi Erçel • Kaya Erdem • Tarhan Erdem • Oktay Ersoy • Prof. Dr. Cumbur Ferman • Prof. Dr. Atilla Gönenli • Prof. Dr. Emre Gönenşay • Doç. Dr. Seyfettin Gürsel • Prof. Dr. Zeyyat Hatiboğlu • Erhan İşıl • Prof. Dr. Haluk A. Kabaalioglu • 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 Moroğlu • Ziya Nebioğlu • Ergin Neng • Alp Orçun • Rahmi Önen • Prof. Dr. İsmail Özasan • M. Celâlettin Özgen • Ertan Özgür • Tunçay Özilhan • Selâhattin Özmen • Ertuğrul İhsan Özol • Prof. Dr. Ergun Özsunay • Prof. Dr. Merih Paya • Prof. Dr. Reha Poyray • Prof. Dr. Dündar Sağlam • Halit Soydan • Prof. Dr. Mehmet Şükrü Tekbaş • Osman N. Torun • Fikret M. Tuncer • Nezih Tunçşiper • Prof. Dr. Gül G. Turan • Doç. Dr. Şeref Türen • Doç. Dr. T. Güngör Uras • İbrahim Ülkem • Dr. Cüneyt Ülsever • A. Doğan Yalım • Mehmed Tarık Yaşa • Doç. Dr. Göksel Yücel • Prof. Dr. Ahmet Yüksel

**Yazı Kurulu**

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

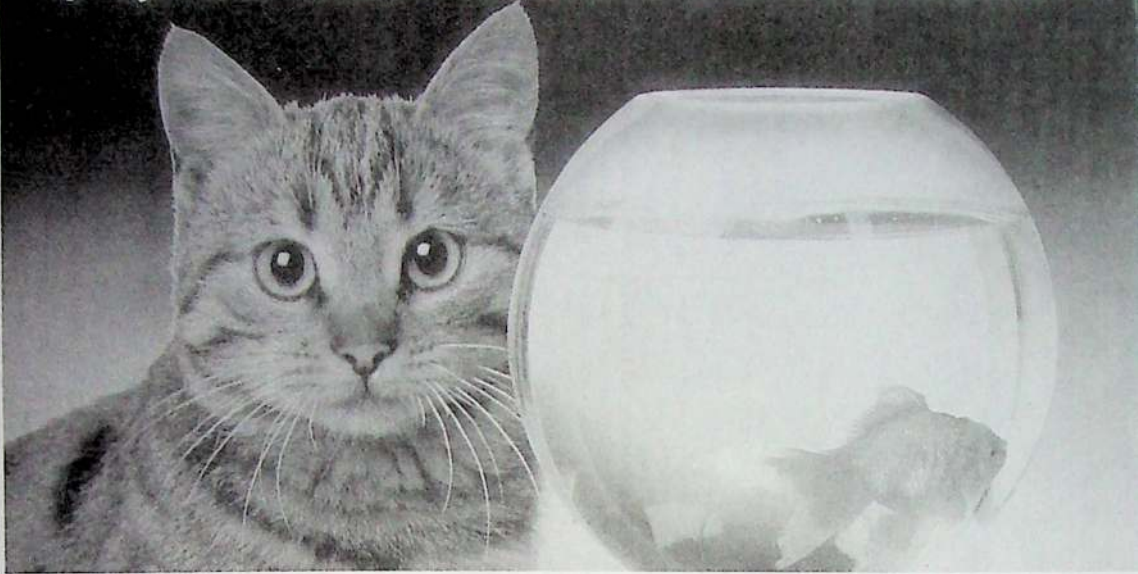
**Genel Yayın Yönetmeni**  
**MUSTAFA BARIŞ**

## BU SAYIDA

Okurlara Mektup .....	3
Ekonomik Göstergeler (İç) .....	4
<b>Dr. Fulya Ergeç</b> İstanbul Menkul Kıymetler Borsası'nda Sermaye Artırımı Yapan Firmaların Rüçhan Haklarının Opsiyon Olarak Kantitatif Modeller İle Fiyatlandırılması .....	5
Ekonomik Göstergeler (Dış) .....	18
<b>Prof. Dr. Dündar Sağlam</b> İran İslam Cumhuriyetinde Ekonomik Bunalım .....	19
<b>Doç. Dr. Mehmet Bolak</b> Sermaye Piyasası .....	25
<b>Şevket Sayılğan</b> Kalkınmada Maliye Politikalarının Önemi ve Türkiye'nin Durumu .....	37
<b>Dr. Yıldırım Kılış</b> Aydın Ekonomik Olayları .....	49
Abone Formu .....	56

İlde Yeri: Binbirdirek Mah. Suterazisi Sok. No. 6/2; 34400 Sultanahmet - İstanbul • Tel: (0212) 518 17 32 • Faks: (0212) 518 66 43 Yazışma: P. K. 769; 80005 Karaköy - İstanbul • Açıklama: Dergi'deki yazılar kaynak göstermek koşuluyla alınabilir • 1997 Yıllık Abone (KDV dahil): 2.400.000 TL. Öğrencilere: 1.440.000 TL. • Banka Hesap Numaraları (İstanbul): Akbank Nişanca Şubesi 10469-5, İş Bankası Cagaloğlu Şubesi 256319, Yapı ve Kredi Bankası Çemberlitaş Şubesi 2269-9, Ziraat Bankası Beyoğlu Şubesi 768 • T. Ticaret Bankası Nuruosmaniye Şubesi 21345 • Baskı: Kent Basımevi, Telefon: 629 02 62 • Cilt: Esra Cillevi, Telefon: 544 11 04 • Baskı Tarihi: 15 Ocak 1997 • Genel Dağıtım: Yaysat •

# İŞ İŞTEN GEÇMEDEN... OYAK SİGORTA



- Tüm Konut Sigortası ► Tüm İşyeri Sigortası ► Tüm  
Deli Sigortası ► Kar Kaybı Sigortası ► Kira Kaybı Sigortası  
Kasko Sigortası ► Trafik Sigortası ► Yurtiçi Kasko  
Sigortası ► Yeyil Kartı Sigortası ► Otobüs Koltuk Sigortası  
Taşınan Yük Sigortası ► Bağlı Sigortası ► Mali Sorumluluk  
Sigortası ► Ferdi Kaza Sigortası ► Hırsızlık Sigortası  
► Taşınan Para Sigortası ► Emniyetli Su Simalı Sigortası  
► Çam Kırımına Sigortası ► Uçak Sigortası ► Helikopter  
Sigortası ► Tekne Sigortası ► Yat Sigortası ► Tekne  
ve Yat İnşaatı Sigortası ► Marina Sigortası ► Nakliyat  
Sigortası ► Harp Sigortası ► Lisans Kaybı Sigortası  
► CMR Sigortası ► İnşaat Sigortası ► Montaj Sigortası  
► Makine Kırımına Sigortası ► Eleksiyon & Cihaz  
Sigortası ► Sağlık Sigortası ► Hayat Sigortası  
► Yarınnamının Sigortası ► Kredi Hayat Sigortası  
► Ziraî Ürün Sigortası ► Savaş Sigortası ► Kumes  
Hayvanların Sigortası ► Büyük Baş Hayvan Sigortası  
► Küçük Başlıçlıç Sigortası

## OYAK SİGORTA

Genel Müdürlük: Mevlâi Mecidiye Cad. Oyak İş Hanı No: 81 80040 Saraylar - İSTANBUL  
İstanbul: (212) 252 60 20 (Ahat) Fax: 242 48 28 Ankara: (312) 232 20 30 Fax: 232 17 24  
İzmir: (232) 464 33 00 Fax: 463 33 97 Adana: (322) 457 19 65 Fax: 457 45 10  
Bursa: (224) 250 40 60 Fax: 250 40 62 Samsun: (382) 234 15 55 Fax: 230 20 42

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

# Dergiden

## BİR YILI KAPATIRKEN

### OKURLARA MEKTUP

*Sevgili Okurlarımız,*

"Banka ve Ekonomik Yorumlar Dergisi" 1997 ile birlikte 34'üncü yayın yılına başlamış bulunmaktadır. Her yılın ilk sayısında olduğu gibi bir kez daha yineliyoruz. Sadece belirli konuları ele alan ağırbaşlı bir yayın organının yaşamını aralıksız 33 yıl başarıyla sürdürebilmesinin başta gelen nedeni, okurlarının gösterdikleri yakın ilgidir. Bu sayının eki "Ayrı Bastı", bir bakıma 1996 yılının bilançosu niteliğindedir. Bir önceki yılın dergilerinde; 34 ayrı yazarın kaleme aldığı 5'i ayrıntılı inceleme ya da araştırma olmak üzere 63 adet yazı ve çeviri 25 bilim ve iş adamı ile üst kademe yöneticisinin katıldığı 7 "Ekonomik Yorumlar" toplantısı ve yurt içi ve dışındaki gelişmelere ilişkin 24 "Ekonomik Göstergeler" tablosu ve "Sermaye Piyasası" ile ilgili 12 ayrıntılı yazı yer almıştır. Bu Dergi'ye yazarların ve konuşmacıların da ilgi gösterdiklerinin belirgin kanıtıdır. 1996 yılının sayılarında 127 adet reklamın yayımlanması ise, Dergi'nin kuruluşlar için etkili bir reklam aracı olduğunu ortaya koymaktadır.

Dergi'ye sürekli destek olan; okurlarımıza, yazarlarımıza, konuşmacılarımıza ve reklam veren kuruluşlara; çalışmalarımıza değerli görüşleriyle olumlu katkılarda bulunan Danışma Kurulu üyelerimize; içten teşekkürlerimizi sunar, yeni yıllarını en iyi dileklerimizle kutluz.

Dergi, geride kalan yıllarda olduğu gibi, 1997 yılında da hiçbir kişi ve kuruluşa ödün vermeyen tutumunu sürdürecektir, Türkiye'nin ekonomik açıdan daha aydınlık yıllara ulaşması yolunda çaba harcayanlara yardımcı olacak, "ekonomik konuları tartışarak ülkemiz için en gerçekçi politika ve yöntemleri bulma" amacından sapmayacaktır.

Yılın bu ilk sayısı sadece yazılara ayrılmıştır. Bilindiği gibi, Dergi'ye gönderilen yazılar biriktikçe, güncelliklerini yitirmemeleri için, bunların ilgili uzmanlarca uygun bulunan bir bölümünü zaman zaman toplu halde yayınlıyoruz. Böylece düşünce ve emek ürünü olan değerli çalışmalara yayım olanağı sağlanmış oluyor. Özellikle genç bilim adamlarımızın gönderdikleri yazıların sayısı çok, Dergi'nin sayfaları ise sınırlı olunca, bu yola başvurmak zorunda kalıyoruz. Bu nedenle de bazı sayılarda "Ekonomik Yorumlar" bölümüne yer veremiyoruz. Dergi'deki yazıların, her zaman olduğu gibi ilginizi çekeceğini ümit ediyoruz. Tümünü okumanız içten dileğimizdir.

Saygılarımızla...

# Ekonomik Göstergeler (İç)

## Ocak / 1997

	1994	1995	1996		
			Temmuz	Ağustos	Eylül
<b>T.C. MERKEZ BANKASI</b>					
Döviz ve Altın Mevcudu (milyon \$)					
Banknot Miktarı (milyar TL)	8513.0	13732.0	16648.0	17572.0	18604.0
T.C. Merkez Bankası İç Kredileri (milyar TL)	120212.3	223934.0	312678.0	363502.0	362839.0
Hazineye Kısa Vadeli Avans (milyar TL)	160530.1	206126.0	251802.0	246122.0	193097.0
<b>BANKALAR (milyar TL)</b>	122278.0	192790.0	238055.0	232996.0	185212.0
<b>Toplam TL Mevduat</b>	<b>614554.3</b>	<b>1297155.5</b>	<b>1981220.5</b>	<b>2207162.5</b>	<b>2370493.2</b>
Ticari Kuruluşlar Mevduatı	108315.1	202144.7	238169.8	257268.3	297719.2
Tasarruf Mevduatı	326651.5	684904.3	1144377.0	1250387.1	1311326.3
Vadesiz Tasarruf Mevduatı	34562.3	52471.5	84060.9	101792.6	109412.5
Vadeli Tasarruf Mevduatı	292089.2	632432.9	1060316.	1148594.5	1201913.7
Mevduat Sertifikası	4632.9	6916.6	8283.6	9440.1	10274.8
Resmî Kuruluş Mevduatı	19123.7	36839.9	101435.8	104214.9	115339.2
Bankalar Mevduatı	50305.2	178367.7	225409.1	308041.1	324685.6
Diğer Kuruluşlar Mevduatı	105525.9	187982.2	263545.0	277810.8	311147.9
Döviz Tevdiatı	660558.8	1367626.8	1975849.1	2072273.4	2188874.2
<b>Toplam Krediler</b>	<b>789853.2</b>	<b>1738270.3</b>	<b>2114813.4</b>	<b>2548467.5</b>	<b>2842956.2</b>
Tarım	120427.7	326982.3	314935.0	319770.0	399895.0
Kalkınma ve Yatırım Bankaları	92014.5	178290.2	256646.3	271926.2	295110.0
Mesleki (Küçük Esnaf ve Sanatkâr)	15227.5	47242.0	85292.0	56030.0	59051.0
Gayrimenkul	46118.3	56350.0	62514.0	63266.0	64537.0
Denizcilik	397.8	1562.0	2752.0	2815.0	3160.0
Turizm	4916.0	7903.2	9509.7	10135.8	10580.0
Diğer İhtisas Krediler	308.5	1842.0	7995.0	43903.0	47253.0
Ticari, Sınai, Sair	510442.9	1118098.5	1375169.4	1780621.4	1963369.5
<b>PARA ARZI (milyar TL)</b>	<b>238981.0</b>	<b>396047.0</b>	<b>532040.0</b>	<b>617190.0</b>	<b>620375.0</b>
<b>FIYATLAR (DİE; 1987 = 100, 1994 = 100)</b>					
Toplam Eşya Fiyatları İndeksi (Genel)	5196.3	8733.7	328.2	340.6	358.0
Tarım (Genel)	4874.0	9313.7	381.1	389.3	413.3
İmalat Sanayii (Genel)	5287.6	8403.9	311.1	324.3	339.4
Tüketici Fiyatları (Türkiye)	6127.0	10962.3	334.5	350.4	371.9
Tüketici Fiyatları (İstanbul)	5856.8	10718.2	339.2	355.3	378.3
<b>DIŞ ÖDEMELER (milyon \$)</b>					
Dışalım (CIF)	23270.0	35709.0	-	-	-
Dışsattım (FOB)	18106.1	21635.9	-	-	-
İşçi Dövizleri	2627.0	-	-	-	-

Notlar: (1) TCMB altın ve döviz mevcuduna, altın stokunun yeniden değerlendirilmesinden doğan değer artışı da-  
hildir. (2) TCMB kredilerine, borç tahkimleri (konsolide edilen krediler) dahil değildir. (3) Para arzı (M<sub>1</sub>) dar tanımlı-  
dır. (4) Fiyatlar, Ocak/1996'dan itibaren «1994=100» olarak verilmektedir. (5) Dışalım, dışsattım rakamları Şu-  
bat/1996, işçi dövizleri Ocak/1996 itibariyledir.

---

# İnceleme

---

Dr. FULYA ERGEÇ

*İstanbul Üniversitesi İşletme Fakültesi Araştırma Görevlisi*

---

## İstanbul Menkul Kıymetler Borsasında Sermaye Artırımı Yapan Firmaların Rüşhan Haklarının Opsiyon Olarak Kantitatif Modeller İle Fiyatlandırılması

**Ş**irketlerin sermaye artırımlarında, mevcut sermayeyi temsil eden hisse senedinin üzerinde, artırılan sermayeyi temsil eden ve yeni hisse senetlerin alınmasını sağlayan rüşhan hakkı kuponları bulunmaktadır. Bu makalede, rüşhan hakkı kuponlarının diğer bir deyişle yeni pay alma kuponlarının fiyatları, sermaye artırımı öncesinde ve sermaye artırımı sürecinde, İMKB ve Black & Scholes modelleri yardımı ile hesaplamaktır. Şirketlerin finansmanı için, fonların kısıtlı, kredi faizlerinin yüksek olması, sermaye artırımı ile kaynak yaratma yolunu tercih etmelerine neden olmuştur.

Şirketlerin sermaye artırımları nedeniyle, şirket hissedarlarının rüşhan hakkı doğmaktadır. Hissedarlar, öncelikli satın alma hakkı demek olan rüşhan hakkı sayesinde sermaye artırımı nedeniyle ortaya çıkan yeni hisse senetlerini nominal değerleri üzerinden veya hisse senedinin borsadaki fiyatının altında belirlenen bir fiyattan satın alabilmektedirler.

Bazı hissedarlar avantajlı ve kârlı olan bu durumu pahalı bulmakta veya nakitlerinin olmaması nedeniyle şirketin sermaye artırımına katılmayıp rüşhan haklarını kullanmamaktadırlar. Bu durum, şirketler için hayati önemi olan sermaye artırımının maliyetini artırmaktadır. Şirket hedeflediği sermaye artırımını gerçekleştirmek için hissedarların satın almadığı yeni hisse senetlerini satmak için sermaye artırımını garantileyen aracı kuruma veya bankaya komisyon ödemek zorunda kalmaktadır.

Halbuki hissedar, rüşhan hakkını bir başkasına satabilse, yeni hisse senetlerinden satılmayan kalmayacaktır. Böylelikle şirket, sermaye artırma işleminde ek maliyetlere katlanmayacaktır. Bu nedenle, rüşhan haklarının sadece sermaye

artırımı süresince alım-satımını yaptırmak için İMKB bünyesinde 4 Ocak 1993'de rüçhan hakkı kupon pazarı kurulmuştur.

Bu makalede, rüçhan haklarının sermaye artırımı öncesinde de alınıp satılabilmelerine esneklik getirebilmek için rüçhan hakkı fiyatının kantitatif modeller ile hesaplanması ele alınmıştır. Sermaye artırımı öncesinde veya sermaye artırımı sürecinde rüçhan hakkının alınıp satıldığı gündeki fiyatını tahmin edebilmek için hisse senedinin piyasa fiyatının dikkate alınması gerekmektedir.

Opsiyon sözleşmeleri, vadeli işlem borsalarında işlem gören, satın alan tarafa, finansal bir varlığın (döviz, hisse senedi,..) gelecekte belirlenmiş bir tarihte yine önceden belirlenen kullanma fiyatı ile alma veya satma hakkı veren sözleşmelerdir. Bu tanım itibariyle, rüçhan hakkı öncelik içeren bir satın alma hakkı olduğu için satın alma opsiyonlarının fiyatlandırılmasında kullanılan teknikler yardımıyla rüçhan hakkının fiyatı hesaplanmaya çalışılmıştır. Buna göre rüçhan hakkını hesaplayan İMKB'nin geleneksel metodu ve alternatif olan opsiyon fiyatlandırma modellerinden Black & Scholes modeli ele alınmıştır. Rüçhan hakkının fiyatlandırılmasında, etkinlik açısından İMKB ve Black & Scholes modelleri, teorik çalışmada ve uygulamada karşılaştırılmıştır. Bedelli hisse senedini satın alabilecek olan hissedarların sermaye artırımından dolayı elde ettikleri rüçhan hakkı fiyatının sermaye artırımından önce fiyatlandırılması bu modeller ile mümkün olmaktadır.

### **Rüçhan Hakkının Tanımı**

Anonim ortaklığın mevcut ortakları sadece kayıtlı sermaye üzerinde değil, fakat ortaklığın tüm öz varlığı üzerinde hak sahibidirler. Yeni çıkarılacak hisse senetleri de eskileri ile birlikte tüm öz varlık üzerinden hak sahibi olacaklardır. Yeni çıkarılan hisse senetlerinin, sermaye pazarında tüm öz varlığın değerini yansıtacak bir fiyatla satılmaması halinde, mevcut ortakların dışındaki yatırımcılara yeni hisse senetlerinin satılması, eski ortakların ortaklıkta birikmiş zenginliklerinin bölümünü onlara hiçbir çıkar sağlamadan, yeni pay sahiplerine devir anlamını taşır.

Bu durum, nominal değer üzerinde fiyatta satılan hisse senedi çıkarmalarında ortaya çıkan "sermaye üstesinin" ortaklık geliri gibi vergilendirildiği ülkelerde önemli bir sorun yaratmaktadır. Üstenin, mevcut ortakların ortaklıkta birikmiş zenginliklerinin bir çıkar karşılığı olmaksızın üçüncü kişilere transferini önleme aracı olarak "yeni pay alma hakkı" kanunen tanınmış olmaktadır. Bu hak mevcut ortaklıktaki pay oranında, yeni pay senetlerinden satın alma olanağını vermektedir. Yeni pay alma hakkı, sadece mevcut zenginliklerini koruma amacına dönük değildir. Aynı zamanda yeni pay alma hakkı diğer deyişle hakkı, ortağa ortaklıktaki sermaye oranını koruma olanağı vermektedir.

Hisse senedi satın alma hakkı anonim ortaklıkça süreli olarak çıkarılır. Ortak, bu süre içinde hakkını kullanmadığı veya üçüncü kişilere devretmediği takdirde, hakkın geçerliliği sona erer. Süre sonunda hakların kullanılmaması sonucu taahhüt edilmemiş hisse senetleri kaldığında bunlar normal yollarla üçüncü kişilere



satılırlar<sup>(1)</sup>. Yeni hisse alma hakkı, TTK'na göre (Madde 394), genel kurulun sermaye artırımına ilişkin kararında aksine bir koşul bulunmadığı takdirde, kendiliğinden var olan bir haktır. Ortak ya bu öncelik hakkını kullanarak yeni çıkarımdan pay senedi satın alır ya da hakkını üçüncü kişilere satabilir. Sermaye artırım periyodunda, hakkın piyasa fiyatı, kuşkusuz sermaye pazarında oluşacak arz ve talebe göre belirlenecektir<sup>(2)</sup>. Ancak sermaye artırımından önce, sermaye artırım duyurusu yapıldıktan sonra, hakkı bir opsiyon olarak fiyatlandırmak mümkündür.

Rüçhan hakkı bir satın alma opsiyonudur. Bilindiği gibi satın alma (call) opsiyonu, kısaca alma opsiyonu sahibine, belirli bir miktardaki finansal varlığı, gelecekteki bir vadede, opsiyonu yazan kişiden, daha önce belirlenmiş fiyat üzerinden satın alma hakkını verir. Satın alma opsiyonu için yapılmış bu tanımlama, rüçhan hakkı bir satın alma opsiyonu olarak kabul edilip, tekrar yapılabilir<sup>(3)</sup>. Bu tanımlamaya göre rüçhan hakkı, sermaye artırımını yapan şirketin artırılan sermayesinin karşılığı olan yeni hisse senetlerini, mevcut sermayenin karşılığı olan hisse senetlerini ellerinde bulunduran sahiplerin, bir bedel ödeyerek öncelikli olarak ileride belirli bir tarihte satın alma hakkıdır. Rüçhan hakkının, bir satın alma opsiyonu olması kavramı, yeni hisse senedini (bedelli) sermaye artırımının yapıldığı günden önce, alınmış olan belli bir miktardaki eski hisse senedinin üzerinde bulunan hak karşılığında, belli bir vadede, finansal varlık olan yeni hisselerin satın alınmasından dolayı ortaya çıkmaktadır.

Rüçhan hakkı ve bir finansal varlık üzerine yazılmış olan bir satın alma opsiyonu arasındaki benzerlik, ikisinin de öncelikli satın alma hakkı olması ve belli bir vadede istenirse kullanılmasa olarak görülmektedir. Sermaye artırımını yapan şirketin, hisse senetlerinin piyasa fiyatıyla, yeni çıkarılacak hisse senetlerinin satış bedelleri arasında olumlu fark bulunduğu takdirde yeni hisse senedini alma hakkı (rüçhan hakkı) bir değer taşımaktadır<sup>(4)</sup>.

Yukarıda anlatılanların ışığında, sermaye artırımını yapan bir firmanın rüçhan hakkı kupon fiyatı bir satın alma opsiyonu olarak hesaplanmasına geçmeden önce geleneksel yollu temsil eden İMKB modeli ile rüçhan hakkı kupon fiyatının nasıl hesaplandığını açıklamak modellerin karşılaştırılması açısından faydalı olacaktır. İMKB modeli ve Black & Scholes opsiyon fiyatlandırma modeli ile rüçhan hakkının fiyatlandırılmasında nasıl kullanıldığını göstermek için Borsa'da işlem gören Doğan Holding firmasının 1995 yılındaki sermaye artırımını ele alınmıştır.

Doğan şirketler grubu holding anonim şirketinden ortakların yeni pay almalarına ilişkin yayınlanan sirkülerde Doğan Holding firmasının çıkarılmış sermaye-

<sup>(1)</sup> SARIKAMIŞ, CEVAT: Sermaye Pazarları, Alfa Basım Yayım Dağıtım, İstanbul, 1995, s. 44-46.

<sup>(2)</sup> SARIKAMIŞ, CEVAT: a.g.e. s. 45-47.

<sup>(3)</sup> GITMAN and JOEHNK: Fundamentals of Investing, Harper & Row Publishes, N.Y., 3. Edition.

<sup>(4)</sup> AKGÜÇ, ÖZTİN: Finansal Yönetim, İ.Ü. İşletme Fakültesi Muhasebe Enstitüsü Yayın No: 63, Genişletilmiş 6. Basi, 1995, s. 740.

sinin 980.200.000.000 TL'si nakit karşılığı, 1.281.800.000.000 TL'si iç kaynaklardan karşılanmak üzere 1.508.000.000.000 TL'dan 3.770.000.000.000 TL'ye artırılacağı belirtilmektedir. 2 Ağustos 1995 tarihinde artırılan sermayeyi temsil eden hisse senetleri Sermaye Piyasası Kurulu'nca kayda alınmıştır. Doğan Holding'in sermaye artırımına ilişkin bilgiler Tablo 1'de düzenlenmiştir.

**Tablo 1**  
**Doğan Holding Firmasının 1995 Yılına Ait Sermaye Artırımı Bilgileri**

YIL	ARTIRIM ÖNCESİ SERMAYE (Milyon TL)	BEDELLİ ARTIRIM (Milyon TL)	BEDELLİ ARTIRIM (%)	BEDELSİZ ARTIRIM (Milyon TL)	BEDELSİZ ARTIRIM (%)	TOPLAM ARTIRIM (Milyon TL)	TOPLAM ARTIRIM (%)	ARTIRIM SONRASI SERMAYE (Milyon TL)	RÜÇHAN HAKKI KULLANMA TARİHİ
1995	1.508.000	980.000	65	1.281.800	85	2.262.000	150	3.770.000	09/08/95-23/08/95

Bu sermaye artırımını bilgileri ışığında, Doğan Holding firmasının hisse senetlerini elinde bulunduran hissedarlar ellerindeki bir mevcut hisse senedi ile 0,65 oranında yeni hisse senedi alabileceklerdir. Benzer şekilde bir hissedar, iç kaynaklardan artırılan sermaye karşılığında, sermaye artırımında ellerinde bulunan bir mevcut hisse senedi için 0,85 yeni hisse senedi alabilecektir.

Firma nominal değeri 1000 TL'den 980.200.000 adet hisse senedini hissedarlarına satarak ve bedelsiz 1.281.800.000 adet hisse senedini hissedar ortaklarına vererek, sermayesini 2.262.000.000.000 TL'ye yükseltmek istemektedir. Sermaye artırımının duyurulduğu gün kabul edilen 2 Ağustos 1995 tarihinde, Doğan Holding firmasının bir hisse senedi borsada 11.750 TL'den işlem görmektedir. Artırılan sermayenin 980.200.000.000 TL'lik kısmını temsil eden bedelli hisse senetlerinin değeri, 11.750 TL'den ucuz olacak şekilde 1000 TL olarak belirlenmiştir.

Sermaye artırımına ilişkin yapılan bu tanımlamalardan sonra sermaye artırımını ile cevaplanması gereken şu sorular arta kalmıştır.

- 1) Bedelli bir hisse senedini satın almak için kaç tane rüçhan hakkı kuponu gereklidir?
- 2) Bedelli yeni hisse senedini almak için gerekli olan mevcut hisse senedine iliştilmiş olan rüçhan hakkı kupon fiyatı ne kadardır?
- 3) Rüçhan hakkının mevcut hisse senedinin fiyatına etkisi nasıl olacaktır?

Bu soruların cevaplarını bulmak için bedelli ve bedelsiz olarak dağıtılacak hisse senetlerinin alınması için gerekli olan hak sayısının hesaplanması gerekmektedir.<sup>(5)</sup>

<sup>(5)</sup> LIMMACK, J. ROBIN – FOX, F. ALAN: Managerial Finance Cassell Educational Limited, London, 1988, s. 654.

Artırılan sermayenin 980.200.000.000 TL'lik kısmını temsil eden ve 1000 TL'den, sermaye artırım günü olan 9 Ağustos 1995 tarihinde satılacak olan bedelli hisse senetlerinin sayısı bulunmalıdır.

$$\text{Bedelli Hisse Senedi Sayısı} = \frac{\text{Artırılan Sermaye}}{\text{Bedelli Hisse Senedinin Fiyatı}} = \frac{980.200.000.000 \text{ TL}}{1000 \text{ TL}} = 980.2 \text{ milyon}$$

Bedelli hisse senedi sayısı 980.200.000.000 TL olarak hesaplanmıştır. Şimdi sıra bir bedelli hisse senedini almak için gerekli rüçhan hakkı kupon sayısını bulmaya gelmiştir.

$$\text{Rüçhan Kupon Sayısı} = \frac{\text{Mevcut Hisse Senedi Sayısı}}{\text{Bedelli Yeni Hisse Senedi Sayısı}} = \frac{1.508.000.000}{980.200.000} = 1,54$$

Sermaye artırım tarihinde, hissedar 1,54 mevcut hisse senedi üzerinde olan rüçhan hakkı kupon ile bir yeni bedelli hisse senedini 1000 TL ödeyerek satın alabilecektir. Bu firma sermaye artırımının bir kısmını, mevcut hissedarlarından alınan nakit karşılığı yapmakla birlikte, kendi iç kaynaklarını kullanarak sermaye artırımına gitmektedir. Bu durumda iç kaynaklardan artırılan sermayeyi temsil eden bedelsiz hisse senedini satın almak için gerekli hak sayısının hesaplanması gerekmektedir.

$$\text{Bedelsiz Hisseyi Almak İçin Gerekli Hak Sayısı} = \frac{\text{Mevcut Hisse Senedi Sayısı}}{\text{Bedelsiz Yeni Hisse Senedi Sayısı}} = \frac{1.508.000.000}{1.281.800.000} = 1,18$$

Sermaye artırım tarihinde ve sermaye artırımı sonrasında belirlenen periyotta, mevcut hissedar bedelli ve bedelsiz hisse senedi alma haklarının her ikisini aynı anda kullanabilir. Bedelli yeni hisse senedini satın almaya hakkı olan hissedar bedelsiz yeni hisse senedini, elindeki 1,18 mevcut hisse senedi karşılığında alabilmektedir.

### Rüçhan Hakkının Fiyatı

Bir bedelli hisse senedi almak için gerekli rüçhan hakkının fiyatının belirlen-

mesi halinde rüçhan hakkı üçüncü kişilere satılabilir. Sermaye artırımının duyurusu, yapıldıktan sonraki günlerde rüçhan hakkının fiyatı hesaplanmak istenmektedir. Sermaye artırımının duyurusunun yapıldığı tarihte (2 Ağustos 1995) sözkonusu hisse senedinin kapanış fiyatı 11.750 TL olarak belirlenmiştir. Bu tarihte Doğan Holding firmasının borsada işlem gören toplam mevcut hisse senedi sayısı 1.508.000.000 adettir. Buna göre Doğan Holding firmasının hisse senetlerinin piyasa fiyatı 17.719.000.000.000 TL (1.508.000.000 x 11.750 TL) olarak hesaplanmaktadır.

Sermaye artırımının 9 Ağustos 1995 tarihinde değil de 2 Ağustos 1995 tarihinde duyurusu yapıldıktan bir gün sonra rüçhan hakkı satılmak istenmektedir. Bu nedenle 3 Ağustos 1996 tarihindeki rüçhan hakkının fiyatı hesaplanmalıdır. Bu tarihte bedelli hisse senetleri değeri ile birlikte hisse senetlerinin toplam piyasa değeri 18.699.200.000.000 TL (17.719.000.000.000 TL + 980.200.000.000 TL) olarak bulunmaktadır. Bu toplam piyasa değerinin sermaye artırımından sonraki mevcut hisse senedi sayısına (3.770.000.000 = 1.508.000.000 + 980.200.000 + 1.281.800.000) bölünmesiyle sermaye artırımından sonra hisse senedinin piyasa değeri 4.950 TL olarak bulunur.

Görüldüğü gibi sermaye artırımından sonra 3 Ağustos 1995 tarihinde yapılan hesaplamalar ile hisse senedinin fiyatı 11.750 TL'den 4.950 TL'ye düşecektir. Sermaye artırımını öncesinde ve sermaye artırım periyodunda, rüçhan hakkının fiyatı hesaplanırken, bir gün önceki hisse senedi fiyatı dikkate alınmalıdır. 3 Ağustos 1995 tarihindeki rüçhan hakkı fiyatı, 2 Ağustos 1995 tarihindeki hisse senedi piyasa fiyatına (11.750 TL) göre hesaplanmıştır.

Bu durumda rüçhan hakkının fiyatı sermaye artırımından sonraki hisse senedi fiyatından, bedelli hisse senedinin fiyatının çıkarılması ile bulunacaktır. Gerçekten bu durumda, bir rüçhan hakkının fiyatı 3.960 TL (4.960 - 1000 TL) olarak mı bulunacaktır? Gereklisi cevap hayır olacaktır, çünkü 3.960 TL fiyatı 1,54 oranındaki rüçhan hakkının fiyatıdır. Bir rüçhan hakkı kuponunun fiyatı 2.571 TL (3.960 TL / 1,54) olarak hesaplanmaktadır.

İMKB, rüçhan hakkının fiyatını, yukarıda anlatılan adım adım rüçhan hakkı hesaplama olayını formülize ederek bir model yardımıyla hesaplanmaktadır.

### İMKB Modeli İle Rüçhan Hakkının Fiyatını Hesaplama

Sermaye artırımlarında hisse senetlerinin baz fiyatları, şirketin bir önceki yıla ait kâr paylarının ödeme tarihine ve şirketin kayıtlı sermaye veya esas sermaye sisteminde tabi oluşuna göre farklı hesaplanmaktadır. Sermaye artırımını ve temettü ödemesi yapan şirketlerin hisse senetleri, borsada artırımın başladığı ve temettünün ödendiği gün rüçhan hakları kullanılmış ve kuponu kesilmiş olarak işlem görmektedir. (14 Eylül 1988 tarihli bülten)<sup>(6)</sup>.

<sup>(6)</sup> İMKB, Sermaye Piyasası ve Borsa Temel Bilgiler Kılavuzu, Eğitim Yayınları, No: 1, s. 223 - 227, Mart 1995.

### Borsa'da Rüşhan Hakkını Hesaplayan Formüllerde Kullanılan Kısaltmalar ve Tanımlar

- $F_{\text{eski}}$  = Mevcut sermayeyi temsil eden eski hisse senedinin referans fiyatı
- $F_{\text{baz}}$  = Mevcut ve artan sermayeyi temsil eden hisse senetlerinin ortak baz fiyatı
- $F_{\text{yeni}}$  = Sermaye artırımı nedeniyle verilen yeni hisse senedinin referans fiyatı
- $F_{\text{bü}}$  = Rüşhan hakkı kullanılmış, bedelsiz hakkı üzerinde olan hisse senedinin baz/referans fiyatı
- $F_{\text{kupon}}$  = Yeni pay alma kuponunun referans fiyatı
- $F_{\text{ag}}$  = Rüşhan hakkının fiyatının hesaplandığı günden bir gün önceki hisse senedi ağırlıklı ortalama fiyatı
- $n_{\text{bdz}}$  = Bedelsiz hisse alma oranı
- $n_{\text{bdl}}$  = Rüşhan hakkı kullanma oranı
- $T_o$  = 1000 TL nominal değerli bir hisse senedine ödenen temettü
- $R$  = 1000 TL nominal değerli bir hisse senedinin rüşhan hakkı kullanma fiyatı

**Baz Fiyat:** Bir hisse senedinin bir seans süresince işlem görebileceği en üst ve en alt fiyat limitlerinin belirlenmesinde esas teşkil eden fiyattır.

**Referans Fiyat:** Bir hisse senedinin işlem görebileceği en üst ve en alt fiyat limitlerinin belirlenmesinde esas teşkil etmeyen, fiyat tescilli yapılmıcaya kadar üyelerce referans değer olarak kullanılmasını amaçlayan fiyattır.

Borsada kayıtlı sermaye sisteminde ortakların rüşhan haklarını tamamen ve/ya kısmen kullanılması durumunda aşağıdaki modeller ile İMKB'de rüşhan hakkı kupon fiyatı hesaplanmaktadır.

• Mevcut hisse senetlerinin kâr payları daha önceki bir tarihte ödenmiş ise bedelsiz ve/veya bedelli sermaye artırım işlemlerinin başladığı gündeki mevcut ve artan sermayeyi temsil eden hisse senetlerinin ortak baz fiyatının ve rüşhan hakkının fiyatının tesbit edilmesi için İMKB aşağıdaki formülleri kullanmaktadır.

$$F_{\text{baz}} = \frac{F_{\text{ag}} + n_{\text{bdl}} \times R}{1 + n_{\text{bdz}} + n_{\text{bdl}}} \quad F_{\text{baz}} = \frac{11.750 + 0,65 \times 1000}{1 + 0,85 + 0,65} = 4.960 \text{ TL.}$$

$$F_{\text{kupon}} = (F_{\text{baz}} - R) \times n_{\text{bdl}} \quad F_{\text{kupon}} = (4.960 - 1000) \times 0,65 = 2.574 \text{ TL}$$

• Bedelsiz ve/veya bedelli sermaye artırım işlemlerinin başladığı gün mevcut hisse senetlerinin kâr payları da ödeniyor ise mevcut ve artan sermayeyi temsil eden hisse senetlerinin ortak baz fiyatının ve rüçhan hakkının fiyatının tesbit edilmesi (yeni hisse senedine ayrı pazar açılmaz) aşağıdaki model ile bulunmaktadır.

$$F_{\text{baz}} = \frac{F_{\text{ag}} + n_{\text{bdl}} \times R - T_e}{1 + n_{\text{bdz}} + n_{\text{bdl}}}$$

$$F_{\text{kupon}} = (F_{\text{baz}} - R) \times n_{\text{bdl}}$$

• Mevcut hisse senetlerinin temettü oranı belli ve ileri bir tarihte ödenecekse, bedelsiz ve/veya bedelli sermaye artırım işlemlerinin başladığı gün mevcut ve artan sermayeyi temsil eden hisse senetlerinin ortak baz fiyatının ve rüçhan hakkının fiyatının tesbit edilmesi durumunda yeni hisse senetleri için ayrı pazar açılır. Eski-yeni hisse senetleri ve rüçhan hakkı kuponlarının fiyatları, fiyat oluşuncaya kadar serbest bırakılır. Her üçü için de Baz fiyat yerine Referans fiyat hesaplanır.

Eski hissenin referans fiyatı

$$F_{\text{baz}} = \frac{F_{\text{ag}} + n_{\text{bdl}} \times R - T_e}{1 + n_{\text{bdz}} + n_{\text{bdl}}} + T_e$$

Yeni hissenin referans fiyatı

$$F_{\text{yeni}} = F_{\text{eski}} - T_e$$

Rüçhan hakkı kuponunun referans fiyatı

$$F_{\text{kupon}} = (F_{\text{baz}} - R) \times n_{\text{bdl}}$$

İMKB'nin modeli ile 3 Ağustos 1995 tarihinde rüçhan hakkı satış fiyatı 2.574 TL olarak hesaplanmıştır. 3 Ağustos 1995 tarihinde rüçhan hakkı satılacaksa 2 Ağustos 1995 tarihindeki hisse senedi fiyatı İMKB modelinde dikkate alınmalıdır.

İMKB modeli rüçhan hakkının satıldığı gün ile sermaye artırımında, rüçhan hakkının kullanıldığı gün arasındaki vadeyi model içinde kullanmamaktadır. Bu durumda İMKB modeli ile, bir gün önceki hisse senedi fiyatı aynı kalmak şartıyla, rüçhan hakkı ne zaman kullanılırsa kullanılsın, rüçhan hakkı fiyatı aynı değerde bulunacaktır. Ayrıca rüçhan hakkının kullanıldığı tarihte bedelli hisse senedine ödenen 1000 TL zaman değeri, rüçhan hakkının satıldığı tarih itibariyle dikkate alınmamaktadır.

Bu nedenle bu makalede, İMKB modeline, rüçhan hakkının satıldığı ve kullanıldığı tarihler arasındaki vadeyi ve rüçhan hakkı kullanıldığında yeni hisse senedine ödenecek paranın zaman değerini dikkate alan Black & Scholes opsiyon fiyatlama modelinin alternatif olabileceği önerilmektedir.

### Rüçhan Hakkının Bir Opsiyon Olarak Black & Scholes Modeli İle Hesaplanması

Rüçhan hakkının değerini, artan sermayenin daha kârlı yatırımlarda kullanılıp kullanılmama durumunu ve daha önemlisi yıl içindeki hisse senedinin fiyat değişimini ve zaman faktörünü formül ile ifade opsiyon fiyatlandırma modeli ile hesaplamak, daha gerçekçi olacaktır. Rüçhan hakkı sermaye arttırımı periyodunun sonunda kullanılacak bir "hak" olduğu için eski hiss senedinden ayrı tek başına düşünüldüğünde bir call (alma) opsiyonu olarak tanımlanabilir<sup>(7)</sup>.

Bu noktada opsiyonun tanımını hatırlamak yararlı olacaktır. Bilindiği gibi tanım olarak opsiyon, satın alan tarafa herhangi bir ürünün fiyatını bugünden sabitlemek koşulu ile bu ürünü ileri bir vadede satın alma veya satma hakkını veren bir anlaşmadır. Opsiyonu satın alan taraf belirli bir ürünü (hisse senedi, döviz) satın alma veya almama keyfiyetini elde etmektedir. Opsiyonu satan taraf talep ettiğinde bu ürünü başta anlaşılmış olan fiyat üzerinden teslim etme yükümlülüğünü üstlenmektedir. Görüldüğü gibi opsiyon satın alan taraf bir hak veya keyfiyet elde etmekte, opsiyon satan taraf ise bir yükümlülük altına girmektedir<sup>(8)</sup>.

Opsiyon sözleşmesi, taraflardan birine sözleşmedeki hakları kullanmak veya bu haklardan vazgeçmek seçeneği tanırken, yine aynı tarafa sözleşmedeki haklarını kullanmayı seçmesi durumunda, sözleşmenin gereklerini yerine getirme sorumluluğu da yüklemektedir. Buna göre opsiyon sözleşmeleri, taraflardan birine seçim hakkı tanırken, karşı tarafa yükümlülük getirmektedir. Opsiyon sözleşmesi ile hak sahibi olan taraf prim ödeyerek seçme hakkını elde etmekte, karşı taraf ise prim karşılığında risk altına girmektedir.

Opsiyon sözleşmesinde hak sahibi (opsiyonu satın alan taraf), sözleşmede belirlenen finansal varlık veya araçları satın alma hakkına veya satma hakkına sahiptir. Opsiyon sözleşmeleri genel olarak, satın alma hakkı veren opsiyon sözleşmeleri (Call Option) ve satma hakkı veren opsiyon sözleşmeleri (Put Option) olarak iki büyük gruba ayrılmaktadır.

Sermaye artırımında ortaklara bir hak olarak tanınan, rüçhan hakkı satın alma hakkı veren opsiyon olan Call opsiyonu olarak fiyatlandırılabilir. Diğer bir deyişle gelecekte belirlenmiş bir zaman periyodu içinde yine belirlenmiş bir fiyattan sermaye arttırımı yapan A firmasının yeni hisse senetlerini alma hakkı olan rüçhan hakkı bir opsiyondur. Buna göre rüçhan hakkı opsiyon fiyatlandırma denklemi ile hesaplanabilir<sup>(9)</sup>. Black & Scholes opsiyon fiyatlandırma denklemi,

<sup>(7)</sup> Marsh, Paul, Equity Rights Issues and the Efficiency of the UK Stock Market, Journal of Finance, Vol No: 3, s. 851 – 853, June 1980.

<sup>(8)</sup> Apak, Sudi, a.g.e., s. 31 – 35.

<sup>(9)</sup> Merton, C. Robert, Continuous–Time Finance, Basil Blackwell Inc., UK, 1990, s. 281 – 284.

$$C = S_1 N(d_1) - Ee^{-r\tau} N(d_2)$$

$$d_1 = \frac{\ln(S_1/E) + (r + (1/2)\sigma^2)\tau}{\sigma\sqrt{\tau}}$$

$$d_2 = d_1 - \sigma\sqrt{\tau}$$

$S_1$  : Hisse Senedinin Sermaye Artırımından Önceki Piyasa Fiyatı

$E$  : Yeni Hisse Senedinin Satış Fiyatı (Exercise Price)

$\tau$  : Vade Bitimine Kalan Süre (Sermaye Artırımının Duyurulması ile Sermaye Artırımının Yapıldığı Zaman Aralığı)

$\sigma$  : Hisse Senedi Fiyat Değişim (Getiri) Oranının Yıl İçindeki Standart Sapması

$r$  : Risksiz Banka Faiz Oranı

$T$  : Rüşhan Hakkının Kullanıldığı Tarih

$t$  : Sermaye Artırımından Önce Rüşhan Hakkının Satıldığı Tarih

Sermaye artırım tarihi 9 Ağustos 1995, rüşhan hakkının fiyatının hesaplandığı gün 3 Ağustos 1995 olarak alınmıştır. Bir iş yılı, hafta sonları hariç 250 iş günü olarak kabul edilmektedir. 5 Ağustos 1995 ve 6 Ağustos 1995 günleri hafta sonu tatili olduğu için (3 Ağustos 1995 ve 9 Ağustos 1995) tarihleri arasındaki vade 6 günlük vade 4 gün olarak kabul edilmiştir. Rüşhan hakkının satıldığı gün ile kullanıldığı gün arasındaki yıl olarak vade ( $\tau = (T-t) / 250 = 4/250$  yıl) olarak hesaplanmaktadır. Eğer hafta sonları çıkarılmamış olsaydı vade ( $\tau = 6/365$  yıl) olarak bulunacaktı.

Hisse senedi fiyatları logaritmik normal dağılım göstermektedir.  $d_1$  ve  $d_2$  değişkenleri hisse senedi fiyatının logaritmasına, hisse senedi getiri oranının yıllık standart sapmasına  $\sigma$ , vadeye  $\tau$  bağlı olarak bulunan standart normal değişkenlerdir.  $d_1$  ve  $d_2$  değişkenlerinin olasılık değerleri, normal dağılımdan  $N(d_1)$  ve  $N(d_2)$  olarak bulunur.

Sermaye artırımından önceki periyotta rüşhan hakkının fiyatı hesaplanırken duruma göre birgün önceki ağırlıklı ortalama piyasa fiyatı veya son seanstaki kapanış fiyatı,  $S_1$ 'nin değeri olarak alınmaktadır. Buna göre Black & Scholes modelinde, 3 Ağustos 1995 tarihinde satılan rüşhan hakkının fiyatı hesaplandığında, 2 Ağustos 1995 tarihindeki hisse senedi fiyatı dikkate alınmalıdır.

$T = 9$  Ağustos 1995,  $t = 3$  Ağustos 1995,  $S_1 = 11.750$  TL,  $E = 1000$  TL,  $r = 0,98$ ,  $\sigma = 0,38$ ,  $\tau = 4/250$  olarak verilen değerleri Black & Scholes opsiyon fiyatlandırma denkleminde yerine konulursa,



$d_1 = 0,8145$ ,  $d_2 = 0,7661$ ,  $N(d_1) = 0,7923$ ,  $N(d_2) = 0,7782$ ,  $C = F_{kupon} = 8.532$  TL.

Call opsiyonun dolayısı ile rüçhan hakkının değeri, 8.532 olarak hesaplanır. Bu değer, bir yeni hisse senedi alabilmek için gerekli 1,54 oranındaki hakkın değeridir. Buradan her bir hakkın fiyatı 8.532 TL/1,54 olarak 5.546 TL değerinde bulunur. Bu noktada hakkın fiyatında etkili olan bedelli ve bedelsiz yeni hisse senetlerinin borsada işlem görmesiyle ortaya çıkan sulandırma (dilution factor effect) etkisini göz önünde bulundurmak gereklidir<sup>(10)</sup>. Gerçekçi bir fiyatlandırma yapabilmek için yeni hisselerin sulandırma etkisi dikkate alınarak rüçhan hakkının fiyatı  $(1 + 0,65 + 0,85)$  değerine bölünmelidir. 5.546 TL değerinin,  $(1 + 0,65 + 0,85)$  oranına bölünmesi ile bir eski hisse senedinin üzerinde bulunan bir rüçhan hakkı kuponunun fiyatı 2.218 TL olarak hesaplanır. Bu değer, geleneksel olarak İMKB modeli hesaplanan rüçhan hakkı (2.574 TL) değerinden fazla değildir.

İMKB modeline alternatif model olarak önerilen Black & Scholes modeli ile bulunan rüçhan hakkı kupon fiyatının, sermaye artırım periyodunda piyasada oluşan rüçhan hakkı kuponu satış fiyatı olan 2.000 TL'ye daha yakın olduğu bulunmuştur.

Black & Scholes opsiyon fiyatlandırma modelini, borsa genelinde rüçhan hakkı fiyatı hesaplamada kullanmak için 37 adet sermaye artırımı yapan şirketin rüçhan hakkı kupon fiyatlarını hesaplanmıştır. Gerek sermaye artırım öncesinde, sermaye artırım tarihinden uzaklaştıkça, gerekse sermaye artırım tarihinde, borsada oluşan rüçhan hakkı kupon fiyatlarının hesaplanmasında Black & Scholes modeli, geleneksel modellere göre gerçek fiyatlara daha yakın sonuçlar bulmaktadır. Bu nedenle çalışmada, sermaye artırım tarihinden önceki tarihlerde rüçhan hakkını fiyatlandırmak için opsiyon fiyatlandırma modellerinden Black & Scholes modelinin kullanılması önerilmektedir.

37 adet sermaye artırımı yapan şirketin, sermaye artırımlarına ilişkin bilgiler, rüçhan haklarının İMKB ve Black & Scholes modelleri ile hesaplanması ve bulunan sonuçların karşılaştırması tablolar ile özetlenmiştir. Buna göre sermaye artırım yapan şirketler arasındaki 26 şirketin Black & Scholes modeli ile hesaplanan rüçhan hakkı kupon fiyatları, İMKB modeli ile hesaplanan fiyatlara göre borsada oluşan gerçek fiyatlara daha yakın çıkmıştır.

Opsiyon fiyatlandırma modelleri ile rüçhan hakkı kupon fiyatı hesaplanabileceği gibi gelecekte elde edilecek menkul değerlerin veya çeşitli alandaki yatırımların, bugünden satın alınması durumunda ne kadar fiyat ödenmesi gerektiği de hesaplanabilmektedir. Yine Black & Scholes opsiyon fiyatlandırma modeli kullanılarak, sermaye artırımıyla ortaya çıkan yeni hisse senetlerinin satışını garantileyen ve şirket ile aracı kurum arasında yapılan anlaşmaların (Underwriting Agreements) hisse bazındaki satın alma komisyonu hesaplanabilir.

<sup>(10)</sup> Limmack, J. Robin – Fox, F. Alan, a.g.e., s. 650–653.

**Tablo 2**  
**Rüçhan Hakkı Kupon Fiyatlarını Hesaplayan**  
**Black & Scholes ve İMKB Modellerinin Karşılaştırılması**

①	②	③	④	⑤	⑥	⑦	⑧
Şirketin Adı	Rüçhan Hakkını Kullanma Tarihi	Vadeye Kalan Süre	B & S $F_{kupon}$	İMKB $F_{kupon}$	Gerçek $F_{kupon}$	B & S SAPMA	İMKB SAPMA
Alyon Çimento	21.01.93	7	75375	74607	8000	4625	5393
Akal Tekstil	03.10.94	24	2805	2834	2125	-680	-709
Aksa	30.09.94	29	9624	9375	10500	876	1125
Arçelik	08.06.94	29	5124	4957	7000	1876	2043
Arçelik	03.10.94	24	5068	5130	4000	-1068	-1130
Bekoteknik	20.06.94	21	842	1150	1075	233	-75
Çukurova	09.02.93	8	5166	5450	2500	-2666	-2950
Döktaş	13.05.94	30	2138	2142	1500	-638	-642
Doğan Holding	15.07.94	14	5559	4295	8000	2441	3705
Doğan Holding	09.08.95	6	2226	2574	2000	-226	-574
Eczacıbaşı İlaç	13.07.94	26	192	136	250	58	114
Ege Profil	19.12.94	18	5833	6180	4000	-1833	-2180
Ege Plastik	23.12.94	14	4808	4875	5000	192	125
Ereğli	04.05.93	33	467	83	400	-67	317
Ereğli	05.10.94	16	1219	1404	2000	781	596
Esbank	01.09.94	13	95	123	90	-5	-33
Facto Finans	01.08.94	12	2416	2350	2800	384	450
Finansbank	06.12.94	15	898	1125	1000	102	-125
Gübre Fab.	22.06.94	12	55	-125	150	95	275
Hürriyet Gazete	07.12.94	16	890	1250	2500	1610	1250
İhlas Holding	29.11.94	18	13359	12222	12000	-1359	-222
İzocam	17.05.94	28	3305	3165	1500	-1805	-1665
Koç Holding	03.06.94	31	5814	5688	6600	786	913
Koç Yatırım	06.05.94	35	6213	6025	7500	1287	1475
Makina Takım	08.07.94	16	61	35	500	439	465
Migros	09.06.94	27	119552	117960	155000	35448	37040
Netaş	08.11.93	19	1852	1805	1700	-152	-105
Netaş	03.10.94	13	10266	11111	12750	2484	1639
Otosan	31.08.94	12	53544	51000	55000	1456	4000
Peg Profilo	15.12.94	15	264	281	360	96	79
Sabah Yayıncılık	18.05.94	12	178	174	140	-38	-34
Sönmez	18.01.94	11	14592	17917	20000	5408	2083
Tat Konserve	13.05.94	28	15127	14900	16000	873	1100
TSKB	25.04.94	24	616	573	750	134	177
Uşak Seramik	27.12.94	21	11386	10875	9000	-2386	-1875
Yapı Kredi Bank.	24.06.93	16	244	304	195	-49	-109
Yünsa	09.05.94	7	429	-105	300	-129	405

① Sermaye Artırımı Yapan Şirketlerin İsimleri

②

③ Rüçhan Hakkının Satıldığı Tarih ile Rüçhan Hakkını Kullanma Tarihi Arasındaki Gün Sayısı

④ Rüçhan Hakkının Kullanıldığı Tarihte Black & Scholes Modeli ile Hesaplanan Rüçhan Hakkı Fiyatı

⑤ Rüçhan Hakkının Kullanıldığı Tarihte İMKB Modeli ile Hesaplanan Rüçhan Hakkı Fiyatı

⑥ Rüçhan Hakkının Kullanıldığı Tarihte Rüçhan Hakkının Borsada Gerçekleşen Fiyatı

⑦ Gerçek  $F_{kupon}$  - B & S  $F_{kupon}$

⑧ Gerçek  $F_{kupon}$  - İMKB  $F_{kupon}$

# Garanti'den 50. yılında düşünce seferberliğine davet.



Çevre

Garanti, ikinci elli yılına girerken, Türkiye için "en iyisini" ortaya çıkarmak üzere bir proje yarışması düzenliyor:

"Yarına Dört Işık".

Yarışma konuları; çevre, eğitim, spor ve endüstriyel tasarım.

Garanti, bu dört alanda dünya kalitesinde düşünen, tasarlayan, üreten ve yaşayan bir Türkiye yaratılmasına yardımcı olacak projeleri ödüllendirecek.

Türkiye'de gün ışığına çıkmayı ve yarınımızı aydınlatmayı bekleyen binlerce yaratıcı fikir olduğuna inanıyor, yüreği ve beyni ışık dolu herkesi bu düşünce seferberliğine katılmaya davet ediyoruz.

Başvuru formu  
Garanti Bankası şubelerinde.



Eğitim



Spor



YARINA  
DÖRT  
IŞIK



Endüstriyel Tasarım



GARANTİ

## EKONOMİK GÖSTERGELER DIŞ DÜNYA (OCAK 1997)

Ülkeler	GSYİH*	Tüketici Fiyatları*	Ücretler Kazançlar*	İşsizlik Oranı (%) (En Son)	Dış Ticaret Dengesi** (Milyar \$) (Son 12 Ay)	Cari İşlem Dengesi** (Milyar \$) (Son 3 Ay)	Faiz Oranları (%)	
							Para Piyasası (Son 3 Aylık)	Kredi
A.B.D.	2.2	3.3	3.5	5.6	-180.2	-153.5	6.25	8.25
Almanya	2.4	1.4	2.3	9.7	63.1	-21.7	3.10	4.60
Avustralya	3.8	2.1	2.8	8.5	-0.8	-15.6	6.50	9.50
Avusturya	0.3	2.3	5.0	6.8	-8.1	-5.5	3.30	8.25
Belçika	1.5	2.4	1.8	14.4	12.5	14.9	3.00	7.00
Danimarka	2.2	2.4	4.3	9.7	5.4	1.9	3.60	6.00
Fransa	1.2	1.6	2.6	11.9	24.0	19.0	3.58	6.30
Hollanda	3.0	2.3	1.9	6.8	21.7	15.1	2.50	4.25
İngiltere	2.4	2.7	4.0	8.0	-18.2	-3.1	4.19	7.00
İspanya	2.2	3.2	4.5	22.7	-20.6	8.6	6.47	8.50
İsveç	0.7	-0.6	5.2	7.2	19.5	6.4	4.00	5.25
İsviçre	-0.7	0.8	1.3	4.2	1.1	21.4	1.38	3.50
İtalya	0.5	2.6	4.7	12.0	40.5	28.4	7.75	10.00
Japonya	3.2	0.5	1.8	3.4	89.1	71.3	0.45	1.63
Kanada	1.6	2.0	4.3	9.4	25.6	-0.3	2.87	4.75

Açıklamalar: (b.d.) = Belli Değil. Kaynak: The Economist, 4 Ocak 1997.

(\*) 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

Prof. Dr. DÜNDAR SAĞLAM

## İran İslam Cumhuriyetinde Ekonomik Bunalım

### İslam Devrimi Ekonomisi

**B**undan 17 yıl önce İran'da iktidara gelen İslam Cumhuriyeti bugün ekonomik açıdan gerçek bir çıkmaz içinde bulunuyor. Dünyada bu güne kadar uygulanan ekonomik sistemlere yeni bir alternatif sunamayan İslam Cumhuriyeti, başlangıçta yöneldiği devletçi ve sosyalist politikaları önemli ölçüde terk etmesine rağmen bugün derin bir bunalımın pençesinde kıvrınmaktadır. 2 Aralık 1979 yılında kabul edilen İslam Cumhuriyeti Anayasası ekonomi politikasında üç temel yaklaşımı ilke olarak benimsemiştir.<sup>(1)</sup> [\*]. Bunlardan birincisi petrol gelirinin paylaşımını esas alan subvansiyoncu sosyal devlet fikrinin kabulüdür. Gerçekten anayasanın 43'ncü maddesi, devletin halkın eğitim, sağlık, barınma gibi temel ihtiyaçlarını karşılayacağını, işsizlere iş bulacağını, bunun için faizsiz borç ve üretim araçları sağlayacağını, fakirleri koruyacağını garanti ediyordu. Bu

cömert devlet anlayışı Şah döneminde "Beyaz İhtilal" olarak uygulamaya sokulan ekonomik programda da yer alıyordu. Petrol gelirlerinin astronomik miktarlarda arttığı ve iyimserliğin çok yaygın olduğu 1980 başlarında bu türlü vaatlerin yerine getirileceğinden kimsenin şüphesi yoktu.

Anayasanın benimsediği ikinci politika, içe dönük, kendi kendine yeten bir ekonomik kalkınmanın hedef alınmasıdır. Burada ulusal üretimin halkın ihtiyaçlarına cevap vermesi ve yabancıların ülke ekonomisine el koymasının önlenmesi amaçlanmıştır. Nitekim İslam devriminin hemen ertesinde dış ticaret devletleştirilmiş ve yabancıların bütün sektörlerde şirket kurması yasaklanmıştır. Oysa o dönemde bütün ülkeler yabancı sermayenin ülkelerine getirilmesi için yarış halinde idi.

[\*] Dipnotları yazının sonunda yer almaktadır.

İslam devriminin benimsediği üçüncü politika, ekonomide kamu kesiminin ağırlığının olabildiğince artırılması olmuştur. Gerçekten anayasanın 44'ncü maddesi, İran ekonomisinin üç ayağı olduğunu, bunların kamu sektörü, kooperatif ve özel sektör olduğunu belirtmektedir. Ancak temel endüstriler, dış ticaret, banka ve sigorta kurumları, enerji, su, kara, deniz ve hava yolları, PTT ve benzeri bütün faaliyetler kamu sektörünün yönetimi altındadır. Kooperatif sektör ise islami normlara göre çalışan bazı üretim ve dağıtım kuruluşlarını içine almaktadır. Özel sektörün rolü ise marjinal düzeyde olup, faaliyetleri tarım, hayvancılık ve hizmet sektörlerine inhisar etmektedir. Aslında özel sektörün görevinin kamu ve kooperatif sektörleri tamamlamak olduğu anayasada yer alan bir diğer hükümdür. İslam devrimi coşkusu başlangıçta bütün ekonominin devletleştirilmesine yol açmıştır denilebilir.

Bugün İran'da 53 tepe örgütüne bağlı 3.000 den fazla KİT ve KİT benzeri kuruluş bulunduğu, gerçek sayısının ise bilinmediği ileri sürülmektedir<sup>(2)</sup>. Kamu kesiminin genişletilmesi, devlette birlikte sektörde çalışan 5 milyonu aşan insan, bugünkü ekonomik çıkmazın temel unsurlarını oluşturmaktadır.

1988 yılına kadar sürdürülen devletçi ve içe dönük iktisat politikaları, İran-İrak harbinin yıkıcı etkileri ve petrol gelirlerinde görülen şiddetli düşüşler ile birleşince İran ekonomisinin tam bir çöküntüye uğraması kaçınılmaz olmuştur. İslam Devriminin ilk on yılı sonunda, İran ekonomisi, 20'nci yüzyılın en büyük ekonomik gerilemesine uğramıştır. Nitekim 1977-1978 ile 1988-1989 arasında İran gayrisafi yurt içi hasılası sabit fiyatlar-

la, yılda % 1,5 oranında düşüş göstermiştir. Hızlı nüfus artışı dikkate alındığında fert başına gelir, sabit fiyatlarla 20 yıl geriye gitmiştir<sup>(3)</sup>.

### Ekonomide Reform Çabaları

1988 yılından itibaren İran İslam Cumhuriyeti, ekonomide yapısal reform yapılmasını isteyenlerle karşı olanların arasındaki şiddetli fikir mücadelelerine sahne olmuştur. 1989 yılında Cumhurbaşkanı seçilen Haşimi Rafsancani, ülkede ekonomik krizin ağırlaşması, sosyalist blokun parçalanması ve liberal ekonomi teorisinin gücünü artırması gibi olguların etkisinde kalarak yeni bir ekonomik istikrar programını yürürlüğe sokmuştur.

İslam devrimi ertesinde patlak veren ve uzun yıllar süren İran-İrak harbinin 20 Temmuz 1987 de aniden sona erdirilmesinde ekonomik krizin baş rolü oynadığı kuşkusuzdur.

Ekonomik reform programının belli başlı üç amacı bulunmaktadır.

a) Birinci amaç, petrol bağımlısı ülke olmaktan çıkarak üretken bir ekonomi yaratmak şeklinde tanımlanabilir. Bu hedefin gerçekleştirilmesi amacıyla petrol dışı ihracatın teşvik edilmesi benimsenmiştir. Ancak bazı tarımsal ürünler ile geleneksel halı üretimine yönelik teşvikler ihracatın artmasında istenen sonuçları doğurmamıştır. Diğer sanayi ürün ihracatı ise, ara mallar üzerindeki ağır gümrük tarifelere ve ücret maliyetlerinin yüksekliği gibi nedenlerle rekabet gücünden yoksun görünmektedir. Kaldı ki petrol dışındaki malların ihracatından elde edilen dövizin çeşitli yollarla yurtdışında bırakıldığı görülmektedir. Bu nedendir ki 1995 yılı Mayıs ayında döviz piyasasını düzenliyen tedbir-

ler arasında ihracattan sağlanan dövizlerin tamamının ülkeye getirilmesi mecburiyeti konmuştur. Bu kararın ülke ihracatında şok düşüşlere neden olduğu basında yer almıştır<sup>(4)</sup>.

Hükümetçe alınan bütün teşvik önlemlerine rağmen İran İslam Cumhuriyetinin petrol bağımlısı bir ülke olmaktan çıkarılmadığı anlaşılmaktadır. 1994-1995 yılında bu ülkenin döviz gelirlerinin % 85'i, bütçe gelirlerinin ise % 73'ü petrolden gelmektedir. Vergi idaresinin iyileştirilmesi için hiç bir önlem alınamamıştır. Vergi gelirlerinin GSMH içindeki payı % 4,5 dolayındadır ve bu oran dünyadaki en düşük oranlar arasındadır.

b) Reform programının ikinci bölümünü komuta ekonomisinden piyasa ekonomisine geçişi sağlayacak önlemler teşkil etmektedir. Rafsancani hükümeti bu amacı gerçekleştirmek için kambiyo rejiminin liberalleştirileceğini, kamu kesimini küçültmek için özelleştirmeye ağırlık verileceğini, subvansiyonların kaldırılarak fiyatların maliyetleri yansıtacak şekilde yeniden düzenleneceğini ilan etmiştir. Bugün her üç amacın gerçekleşmesi, İslam ekonomik rejiminin yapısından kaynaklanan çeşitli nedenlerle tam bir başarısızlığa uğramış gibidir. Dış ticaret açıklarının her yıl hızla artması 1989 yılında 6,5 milyar dolar olan dış borç toplamının 1995 yılında 36 milyar dolara yükselmesine neden olmuştur.

Kamu kesimi finansman açıklarının kontrol altına alınamaması sonucu enflasyon % 70 düzeyine erişmiş ve İran parası Rial'in dolar karşısında değer kaybına engel olunamamıştır. Gerçekten 1995 yılının ilk dört ayında Tahran döviz piyasasında zincirleme şoklar birbirini izlemiştir. 1995 yılı ocak ayında bir dolar 3300 Rial eder-

ken Mayıs ayında 7000 Rial'e yükselmiştir. Bunun üzerine hükümet 21 Mayıs günü aldığı kararlarla serbest döviz piyasası uygulamasına son vermiş, ithalatı kısıtlamış, kambiyo kontrollerine dayanan sabit kur rejimine yeniden geri dönmüştür. Bu düzenlemelerin İran'da döviz karaborsasının hortlattığı, ülkeden yurt dışına döviz kaçırılmasına neden olduğu görülmektedir. İthalata getirilen sert kısıtlayıcı önlemler sonucu, 1991 de 25 milyar dolar olan ithalat toplamı 1995 yılında 12 milyar dolara düşmüştür. Bunun ithalata dayanan endüstriler üzerinde öldürücü etkiler yarattığı kuşkusuzdur.

Özelleştirme konusunda ise rejimin iç dinamiklerinden kaynaklanan engeller nedeni ile cesur adımlar atılamamıştır. Özelleştirildiği ileri sürülen bazı şirketlerin ise aslında KİT'lerin üst örgütlerine veya devlet teşkilatına dolaylı yollardan bağlandığı ileri sürülmektedir<sup>(5)</sup>. Özelleştirme konusunda dini rejimi oluşturan çeşitli fraksiyonlar arasında görüş ayrılıkları sürmektedir. Ayrıca İran anayasasının 44'ncü maddesi ve Tahran menkul kıymetler borsasının etkin çalışmaması gibi faktörler bu alanda başarılı sonuçlar elde edilmesini engellemektedir<sup>(6)</sup>.

Fiyat kontrollerinin ve subvansiyonların kaldırılmasına, kamu mal ve hizmet fiyatlarının maliyetlerini yansıtacak şekilde yeniden düzenlenmesine yönelik önlemlerin İslam rejimine ayakta tutan toplum kesimlerinden şiddetli tepki gördüğü anlaşılmaktadır. 1994'den itibaren hızlanan enflasyonun 1995 yılında yüzde 70 düzeyine yükselmesi, halkın giderek artan hoşnutsuzluğu, subvansiyonların ikinci beşyillik plan döneminde de

(1995–2000) uygulanmaması kararının alınmasına yol açmıştır<sup>(7)</sup>.

Irak harbinin ertesinde (1988) başlatılan fiyat kontrol sistemlerinin kaldırılmasına yönelik kararların, 1994 yılından sonra hızlanan enflasyon nedeni ile askıya alındığına tanık olmaktadır.

c) Ekonomik reform programının üçüncü hedefini içe dönük ekonominin dışa açılması oluşturmuyordu. Yukarıda açıklandığı üzere, dış ticaretin serbestleştirilmesine yönelik önlemler, ithalatın ani bir sıçrama göstermesine ve cari işlem açıklarının büyümesine neden olmuştur. İran hükümeti, döviz dengesini sağlamak amacıyla, ithalat ve sermaye hareketleri üzerinde sert kontrol tedbirleri uygulamaya başlamıştır. Bu da ülkenin dışa açılması konusunda alınan önlemlerin başarılı olmadığını bize göstermektedir. Yabancı sermayenin ülkeye girişini teşvik eden çeşitli vergi ve gümrük muafiyetlerine rağmen yabancı yatırımcının İran'a fazla iltifat etmediği görülmektedir. Çünkü çeşitli hukuki engeller, makro ekonomik koşulların aşırı istikrarsızlığı, batı karşıtı söylem ve etkinliklerin devam etmesi, bu yönelişi engelliyen başlıca unsurları oluşturmaktadır.

İran'ın döviz ve vergi gelirleri yönünden en önemli kaynağının petrol ihracatı olduğuna yukarıda değinmiştir. Ancak petrol çıkarılması ile ilgili makine ve teçhizat, devrim ve İran–Irak harbi sırasında büyük ölçüde tahrip olmuştur. Petrol endüstrisinin yenilenmesi ve modernleştirilmesi için büyük çapta yabancı sermaye ve teknolojiye gereksinim vardır. İran'ın dünya ekonomisinden büyük ölçüde izole edilmiş olması bu kaynağın ülkeye getirilmesine imkan vermemektedir. Fransız TOTAL grubu ile Tem-

muz 1995'de imzalanan 600 milyon dolarlık anlaşma ile Türk Hükümeti ile doğal gaz nakli konusunda varılan anlaşma, yabancı sermaye konusunda istisnai adımları teşkil etmektedir. Kaldı ki ABD'nin İran üzerinde uygulamaya başladığı Mayıs 1995 tarihli ekonomik ambargo, yabancı sermayenin bu ülkeye yönelmesini imkansız hale getirmiştir.

## SONUÇ

Bugün İran ekonomisi çeşitli açılardan bir çıkmaz içindedir. Hızlanan enflasyon, negatif büyüme hızı, dış ticaret dengesinde büyüyen açıklar, döviz karaborsası ve ülke dışına sermaye kaçışının hızlanması, Rafsanjani hükümetince 1989 yılında uygulamaya sokulan ekonomik reform hareketinin başarıya ulaşmadığını bize göstermektedir. Bu başarısızlık sadece konjonktürel nedenlerle açıklanamaz.

İran'da iktidarın çeşitli dini fraksiyonların baskısı altında bulunması, ekonomik karar merkezlerinde çokluk ve dağınıklığa yol açmıştır. Bu durum yürütmenin kararlarında tutarlılık ve sürekliliği yok etmektedir. İran İslam devrimi, mahrumiyet içinde kıvranan geniş halk yığınlarına, henüz ekonomik refahı sağlamış değildir. Bundan 17 yıl önce İran İslam Cumhuriyetine önderlik eden liderler, ekonomiyi küçük gören demeciler verirdi. Bugün İran ekonomisinde görülen çalkantılar, 20'nci yüzyılın tek teokratik devletin temellerini sarsarak adeta onlardan intikam alır gibidir<sup>(8)</sup>.

## YARARLANILAN KAYNAKLAR

(1) Fereydoun Ali Khavand, Le Trimestre du monde, No: 33, 1'er trimestre 1996. Proble-



mes Economiques, No: 2491, 23 Octobre 1996 Paris.

(2) A. Rashidi, L'économie de l'Iran Islamique: entre L'Etat et le marché, Institut Français de recherche en Iran, Ed. Peeters, 1994.

(3) J. Amuzegar, "The Iranian Economy Before and After the Revolution", dans Middle East Journal, vol. 46, été 1992.

(4) Salam, Fars dilinde İranda yayınlanan günlük gazete, 18.7.1995.

(5) Salam, 19 novembre, 1995.

(6) F. Khalatbari, 2'nci maddede adı geçen eser içinde.

(7) Information économique d'Iran, İran'daki Fransız Büyük Elçiliğinde yayınlanan Poste d'Expansion Economique, No: 26, 1994.

(8) Fereydoun Ali Khavand, Problemes économiques, 23 Oct. 1996.





## Geleceği tasarlamak.

İnsanların, neredeyse bütün bankacılık hizmetlerini, bankaya girmeden, hatta evlerinden çıkmadan alabilecekleri bir sistem yaratmak...

1983 yılında -Türkiye’de ilk kez - Elektronik Bankacılık çağını başlatırken koyduğumuz bu hedefi bugün tam anlamıyla yakaladık: Şimdi Türkiye İş Bankası’nda “İnteraktif Bankacılık Sistemi” var. Para çekmek dışında bütün bireysel bankacılık işlemlerini evden, işyerinden ya da herhangi bir yerden yapmanıza olanak sağlayan bir sistem...

Bu, dünyada bankacılığın geldiği en son nokta. Ve İş Bankası bu noktaya tüm dünya bankalarından önce ulaştı. Çünkü... Çünkü İş Bankası’um işi, geleceği tasarlamak.

**TÜRKİYE İŞ BANKASI**

---

# Sermaye Piyasası

---

Doç. Dr. MEHMET BOLAK

*İstanbul Teknik Üniversitesi İşletme Fakültesi Öğretim Üyesi*

---

## Borsa Kredi Notunu Önemsemiyor

**K**asım ayında, Japon derecelendirme kuruluşu JCR tarafından kredi notumuzun düşürülmesinden sonra, Aralık ayında da önce uluslararası derecelendirme kuruluşlarından Standard & Poors Türkiye'nin kredi notunu B+'dan B'ye indirmiş, daha sonra da bir başka kuruluş IBCA, notumuzu BB-'den B+'ya düşürmüştür. Standard & Poors tarafından, not düşürülmesi açıklaması "13 Aralık 1996 Cuma" günü piyasalar kapandıktan sonra yapılmış böylece piyasaların büyük bir çalkantı yaşaması engellenmeye çalışılmıştır. Bu açıklamanın etkisi, "16 Aralık 1996 Pazartesi" günü görülmüş, borsa indeksi seans başladıktan sonra 10 dakika içinde 4000 puan kadar düşüş göstermiş ancak daha sonra toparlanmaya başlamıştır. Sonraki günlerde ise kayıp tamamen telafi edilmiş ve indeks yeni rekorlara tırmanmıştır. IBCA'nın kredi notunu düşürdüğüne dair açıklama ise, "20 Aralık 1996 Cuma günü" seans sürerken yapılmış, bu seferki açıklama pek de önemli bir etki yaratmamıştır. Piyasaların artık bu açıklamaları kanıksadığı ve çok önemsemediği anlaşılmaktadır. Bazı yetkililer tarafından yapılan açıklamalarda da, kredi notumuzun düşürülmesinin fazla önem taşımadığı, Türkiye'nin dış borçlanma sorunu yaşamayacağı, "olsa olsa faiz oranlarının bir miktar yükseleceği" belirtilmiştir. Kanımızca bu biraz talihsiz bir açıklama olmuştur, zira uluslararası borçlanmada en önemli konu zaten faiz oranlarıdır. Çok yüksek faiz oranları ödemeye razı olduğça, borçlanacak kaynaklar bulmak her zaman mümkündür ancak sağlıklı bir çözüm değildir. Uluslararası piyasaların ise, derecelendirme kuruluşlarının not kirmasını dikkate alacakları ve bunu faiz oranlarına yansıtacakları kuşkusuzdur. Bu gelişmenin doğal sonucu olarak önümüzdeki günlerde döviz fiyatlarının daha hızlı bir artış trendine girmesi kaçınılmaz gözükmektedir. Zaten Aralık ayının son günlerinde de bu olgu gözlenmiş, Merkez Bankası

döviz fiyatlarını tutabilmek için piyasaya yoğun müdahalede bulunmak zorunda kalmıştır.

Öte yandan döviz fiyatlarının tırmanmasının diğer nedenleri arasında, yıl sonu dolayısıyla bankaların pozisyon kapatma çabaları ve Merkez Bankası tarafından piyasaların likit bırakılmış olması da yer almaktadır. Merkez Bankası, faiz oranlarının daha fazla yükselmesini engellemek düşüncesiyle, son yapılan hazine bonosu ihalesinde talep karşılama düzeyini düşük tutmuş, piyasaların likit kalmasına olanak sağlamıştır. Yeni yılın ilk aylarında önemli meblağlara ulaşan hazine bonosu itfalarını karşılamak üzere ne gibi yöntemler izleneceği ise şimdilik meçhuldür. Piyasadaki likiditenin bir kısmının da borsaya yönelmesi ve genellikle her sene olduğu gibi Ocak ayında bilanço beklentilerinin de etkisiyle borsanın yükseleceği düşüncesiyle, hisse senetlerine ilgi artmış, "27 Aralık 1996 Cuma" günü kapanış fiyatları itibariyle İMKB bileşik indeksi rekor düzey oluşturan 97.588,81 puana ulaşmış, Kasımayı sonuna göre % 6.35 oranında artış göstermiştir. İndeksin 1995 yılına göre artış oranı da % 143.82 olmuştur. Böylece borsa bu yıl enflasyon oranının üzerinde artış göstermiş, yatırım araçları içinde de en yüksek performansa sahip olmuştur.

**TABLO 1**  
**Aralık Ayının En Başarılı Hisseleri**

Dergi İndeksinde	Verim (%)	Diğer	Verim (%)
Döktaş	40.80	Otokar	65.00
Migros	32.50	İntema	40.00
Çukurova El.	26.83	Peg Profilo	29.87
Koç Yatırım	25.76	Eczacıbaşı Yapı	27.54
T. Siemens	21.21	Adana C.	26.83
Olmaksa	19.30	İ.M.P.	25.93
Çimsa	19.05	Milpa	25.00
Ege Bira	18.44	Tire Kutsan	22.67
T.D. Döküm	18.07	Turcas	21.62
Kordsa	16.00	Hürriyet	15.38

**TABLO 2**  
**Aralık Ayının En Kötü Hisseleri**

Dergi İndeksinde	Verim (%)	Diğer	Verim (%)
Gübre Fab.	-12.34	Konya Çim.	-16.36
Petrol Ofisi	-10.77	Tukaş	-13.24
Erdemir	-10.34	T.H.Y.	-12.73
Koç Holding	-9.52	Petkim	-9.38
Teletaş	-9.41	Aktaş	-7.32
Güney Bira	-8.00	Dardanel	-7.06
Sarkuysan	-1.37	Egeplast	-6.67
Hektaş	-1.00	Net Turizm	-5.27

Banka ve Ekonomik Yorumlar Dergisi indeksinin Aralık ayı artışı İMKB indeksinin gerisinde kalmış, yine "27 Aralık 1996 Cuma" günü kapanış fiyatlarına göre % 3.94 artışla dergimiz indeksi 277.923,68 puana ulaşmıştır. Buna karşılık, dergimiz indeksinin yıllık artış oranı İMKB indeksine göre daha yüksek olmuş, 1995 yılı sonuna göre % 188.15 artış gözlenmiştir. Aralık ayında, dergimiz indeksi kapsamında yer alan 40 hisseden 30'u değer kazanırken 8'i değer kaybetmiş, İş Bankası B tertibi hisselerle, Şişe Cam hisselerinin fiyatı ise sabit kalmıştır. Aralık ayının en başarılı ve en başarısız hisseleri her zaman olduğu gibi Tablo 1 ve Tablo 2'de listelenmiştir. Bu ay İMKB indeksi kapsamında en yüksek performans gösteren hisse Otokar olurken, kamu hisselerinin istikrarsız bir grafik çizdikleri ve bir ay çok değer kazanırken, bir sonraki ay çok büyük değer kaybına uğradıkları görülebilmektedir. Nitekim, Petrol Ofisi, Erdemir, THY ve Petkim Aralık ayının en başarısız hisseleri arasına giren kamu kâğıtları olmuşlardır.

### Sermaye Artırımları

Sermaye artırımları, bedelsiz artırım ağırlıklı olmak üzere, Aralık ayında da devam etmiş, Tablo 3'te yer alan 8 şirket yılın son ayında sermaye artırımlarını gerçekleştirmişlerdir. Tablodaki şirketlere ilave olarak, rüçhan haklarını Ekim ayında kullanmış olan Gima'da Aralık ayında bedelsiz hisselerin dağıtımı yapılmıştır. Batıçim'in yaptığı sermaye artırımında ortakların rüçhan hakları tamamen kısıtlanarak, % 21.34 oranındaki sermaye artırımını, 1000 TL nominal değere sahip hisselerin, Toptan Satışlar Pazan'ında, beheri 7.000 TL'den, yabancı kurumsal yatırımcılara TSKB aracılığı ile satılması yoluyla gerçekleştirilmiştir.

**TABLO 3**  
**Aralık Ayında Sermaye Artırımları (Milyon TL)**

Şirket	Eski Ser.	Bedelli	%	Bedelsiz	%	Yeni Ser.
Adel	100.000	-	-	400.000	400.00	500.000
Batı Çim.	1.230.000	262.500	21.34	307.500	25.00	1.800.000
Enka Hol.	300.000	-	-	300.000	100.00	600.000
Ege Bira	1.576.512	-	-	551.779,2	35.00	2.128.291,2
Feniş	48.960	-	-	100.368	205.00	149.328
Medya Hol.	4.108.000	-	-	1.643.200	40.00	5.751.200
Olmuksa	254.100	508.200	200.00	508.200	200.00	1.270.500
Rant F.K.	100.000	350.000	350.00	-	-	450.000

Aralık ayında 6 şirketin kayıtlı sermaye artırım talepleri Sermaye Piyasası Kurulu tarafından kabul edilmiş, bu şirketlerin eski ve yeni kayıtlı sermaye tavanları Tablo 4'de verilmiştir.

### 1996 yılı verimleri

Her sene olduğu gibi, 1996 yılı içinde hisse senetlerinin bir yıllık "elde tutma verimleri" hesaplanmıştır. Verim hesabında, 1995 yılı sonunda hisse senedine yatırım yapan, 1996 yılı içinde yapılan bedelli ve bedelsiz sermaye artırımlarından yararlanan ve kâr payını alan bir yatırımcının 1996 yılı sonu itibarıyla sağlanmış olduğu kazanç oranı dikkate alınmış ve aşağıdaki formüle uygun olarak hesap yapılmıştır:

$$r = \frac{(n \times P_t) - P_{t-1} + D - S}{P_{t-1} + S}$$

n : 1995 yılı sonunda bir hisseye sahip olan yatırımcının, sermaye artırımları sonucunda, 1996 yılı sonunda sahip olduğu hisse sayısı.

$P_t$  : Hisse senedinin 1996 yılı sonundaki fiyatı

$P_{t-1}$  : Hisse senedinin 1995 yılı sonundaki fiyatı

D : 1996 yılı içinde elde edilen kâr payı tutarı

S : Bedelli sermaye artırımları nedeniyle ödenen tutar.

Yukarıdaki formüle uygun olarak hesaplanan verimler Tablo 5'de listelenmiş, Tabloda önce dergimiz indeksi kapsamındaki hisselerle, daha sonra da 1996 yılı başında İMKB 100 indeksinde yer alan diğer hisselerle yer verilmiştir. Yıl içinde hükmi şahsiyeti sona eren ve Çanakkale Çimento ile Akçansa adı altında birleşen Akçimento için verim hesabı yapılmamıştır.

Dergimiz indeksi kapsamındaki hisselerin tamamı 1996 yılında pozitif verim sağlamışlardır. Yıllık verimi % 300'ün üzerinde bulunan 2 hisse, Otosan (% 350.00) ve Migros (% 328.28) en başarılı hisseleri oluştururken, tam 11 hisse de % 200'ün üzerinde verim sağlamışlardır. Yıl içinde yatırımcılarını en çok üzen hisseler olarak, % 50'nin altında kazanç sağlayan 7 hisse, Olmuksa (% 13.13), Ege Gübre (% 21.15), İzdaş (% 31.66), Bağfaş (% 36.00), Hektaş (% 39.93), Güney Bira (% 42.42) ve Marshall (% 45.76) şeklinde sıralanmışlardır.

**TABLO 4**

**Kasım Ayında Kayıtlı Sermaye Tavanı Arttırmaları (Milyon TL)**

Şirket	Eski Tavan	Yeni Tavan
Finans Fin. K.	1.000.000	3.000.000
Global Men. D.	0	10.000.000
Güneş Sigorta	1.000.000	8.000.000
Özfinans Fac.	300.000	1.500.000
Turcas	2.030.028	10.000.000
UKİ	0	750.000

**Tablo 5**  
**1996 Yılında Hisse Senetlerinin Verimi**

Hisse	Verim (%)	Hisse	Verim (%)	Hisse	Verim (%)
Akçimento(*)	—	Yapı Kredi B.	217.41	Konya Çim.	137.45
Anadolu Cam	76.56	Yasaş	139.69	Kütahya P.	77.78
Arçelik	227.18	B. & E.Y. Derg. Ort.	145.47	Mardin Çim.	9.99
Bağtaş	36.00	Adana A	87.23	Medya Hol.	25.66
Bolu Çim. (*)	149.21	Adana B	78.75	Merko Gıda	143.19
Brisa	236.27	Adana C	44.35	Metaş	220.00
Çelik Halat	108.29	Akal Tekstil	87.80	Milpa	247.19
Çimsa (*)	79.47	Aksu İplik	142.35	Mutlu Akü	99.03
Çukurova	236.67	Aktaş Elek.	375.49	Nergis Hol.	65.90
Đöktaş (*)	202.71	Alarko San.	72.22	Netaş	48.58
Eczacı Yat.	111.36	Anadolu Bira	93.77	Net Hol.	157.69
Ege Bira	51.85	Aselsan	100.00	Net Turizm	243.37
Ege Gübre	21.15	Aygaz	169.48	Otokar	161.96
Erdemir	173.05	Borusan	18.38	Peg Profilo	221.64
Good-Year (*)	225.00	Bossa	114.94	Petkim	61.90
Gübre Fab.	177.33	ÇBS Boya	22.78	Pınar Et	40.31
Güney Bira (*)	42.42	Çemtaş	86.84	Polylen	34.92
Hektaş	38.93	Dardanel	-25.47	Raks El.	68.52
İzmir D.Ç.	31.66	Demirbank	130.05	Sabah Yay.	34.13
İzocam	93.10	Denizli Cam	154.99	Sifaş	43.33
Kartonsan	105.00	Deva Hol.	50.68	Söktaş	86.51
Kav	102.00	Doğan Hol.	119.18	Tire Kutsan	47.37
Koç Holding	265.72	Eczacı İlaç	198.65	Tof. Oto Fab.	25.00
Koç Yatırım	176.89	Eczacı Yapı	31.34	Trakya Cam	118.69
Kordsa	220.71	Egeplast	280.37	Transtürk H.	28.81
Makina T.	113.21	Enka Hol	245.71	Tukaş	-16.49
Marshal (*)	45.76	Erciyas Bira	71.58	Turcas	241.40
Migros	328.28	Esbank	29.12	Tümteks	12.46
Olmuksa	13.13	Esem Spor	82.57	Tüpraş	167.33
Otosan	350.00	Finas F.K.	96.18	T. Dışbank	106.24
Petrol Of.	220.46	Friço Pak	0.93	T.H.Y.	196.30
Pınar Süt	99.79	Gentaş	190.53	Usaş	185.00
Sarkuysan	62.11	Hürriyet G.	239.46	Ünye Çim.	103.56
Teletaş	124.29	İhlas Hol.	101.15	Vestel	351.03
T.D. Döküm (*)	139.20	İnterna	187.64	Viking Kâğıt	78.55
T. Siemens	143.14	İst. M.P.	114.88		
T. İş Bankası B.	213.36	Kepez El.	314.04		
T. Şişe Cam	275.00	Kerevitaş	22.32	<b>İMKB 100 Ort.</b>	<b>125.43</b>

(\*) Dergi indeksi kapsamındaki bu hisseler, 1996 yılı başında İMKB 100 indeksinde yer almadıklarından, İMKB ortalamasına dahil edilmemişlerdir.

Dergimiz indeksinde yer almayan hisseler arasında, negatif verim sağlamış iki hisse yer almaktadır. Dardanel (% -25.47) ve Tukaş (% -16.49) yanında Frigo Pak ve Kerevitaş'ta da gözlenen düşük verimler, gıda sektöründe pek başarılı bir yıl geçirilmediğini göstermektedir. % 375.49 oranındaki getirisiyle Aktaş Elektrik ise Tablo 5'deki en başarılı hisse olarak gözükmektedir. Vestel (% 351.03) ve Kepez Elektrik (% 314.04), % 300'ün üzerinde verim sağlayan diğer hisselerdir. İMKB 100 hisselerinden 8 tanesi daha % 200'ün üzerinde kazanç sağlamışlardır. Adana C, Borusan, ÇBS Boya, Eczacı Yapı, Esbank, Mardin Çimento, Medya Holding, Netaş, Pınar Et, Polylen, Sabah Yayıncılık, Sifaş, Tire Kutsan, Tofaş Oto Fabrikaları, Transtürk Holding ve Tümteks % 50'nin altında verimle yatırımcısını hayal kırıklığına uğratan hisselerdendir. Dergimiz indeksi kapsamındaki hisselerin performansının genel olarak, İMKB 100 hisselerinin ortalama performansından yüksek olduğu görülebilmektedir. Zaten basit aritmetik verim ortalaması İMKB 100 hisseleri için % 125.43 olurken, dergimiz indeksindeki 39 hissenin verim ortalaması % 145.47 olmuştur.

Öte yandan, bu sene geçen senelerdekinin tersine bir durum yaşanmış, Tablo 5'de yer alan ortalama değerler, yazının başında vermiş olduğumuz artış oranlarının (dergimiz için % 188.15, İMKB indeksi için % 143.82) altında kalmıştır. Böyle bir sonucun ortaya çıkmasının nedeni, indekslerde ağırlıklı olarak yer alan, diğer bir deyişle piyasa değerleri yüksek olan Arçelik, Erdemir, Koç Holding, Otosan, Petrol Ofisi, T. Şişe Cam, Yapı Kredi Bankası, Eczacı İlaç, T.H.Y. gibi şirket hisselerinin ortalamasının üzerinde kazançlar elde etmeleri olmuştur. Bu hisselerdeki yüksek verimler, piyasa değerleriyle ağırlıklandırılarak hesaplanan indeksler üzerinde daha büyük etkiler yaratmıştır.

### **İMKB'de İşlem Hacim ve Miktarları**

Geçen yılki durumun tersine olarak, bu yıl borsa iyi bir performans göstermiş olmasına karşın işlem hacmi ve işlem miktarındaki artış düşük düzeyde kalmıştır. Tablo 6'da 1996 yılı için işlem hacim ve miktarları aylara göre verildikten sonra, yıllık toplam, önceki 3 yıla karşılaştırılmıştır. Tablodaki rakamlar, hisse senetleri ile ilgili toplam işlemleri (ulusal pazar + bölgesel pazar + yeni şirketler pazarı + gözaltı pazarı + blok satış + rüçhan hakkı pazarı + birincil piyasa) göstermektedir. Günlük ortalamalar, daha önceki yıllarda da yapıldığı gibi, borsanın yılın 260 günü (52 x 5) faaliyette bulunduğu varsayımıyla hesaplanmıştır.

1996 yılında, işlem hacmindeki artış oranı önceki yıla göre % 29.58, işlem gören hisse sayısındaki artış oranı ise % 27.47 olarak gerçekleşmiştir. İndekste % 143.82 oranında artış olduğu dikkate alınır, indeks artışının hacimsiz bir artış olduğu gözlenebilmektedir. İndeksin bulunduğu yerde tutunabilmesi veya daha fazla yükselebilmesi için işlem hacmiyle desteklenmesi, günlük ortalama işlem hacminin 20 trilyon TL düzeylerine yükselmesi açıktır.



Tablodan gözlenebildiğine göre, borsada işlem hacmi yaz aylarında zayıflamakta, kış aylarında artış göstermektedir. Yılın en yoğun işlem hacmi Kasım ayında gerçekleşmiş, ancak Aralık ayında yeniden gerilemiştir.

### İndekslerde Değişiklik

Borsa başkanlığından yapılan açıklamaya göre, 2 Ocak 1997 tarihinden itibaren borsa indekslerinin kapsamında değişiklik yapılacak, ayrıca yeni indeksler teşkil edilecektir. Bilindiği gibi, mevcut durumda, bileşik indeks, sanayi indeksi ve mali indeks hesaplanmakta, her üç indeks kapanış fiyatlarına ve ağırlıklı ortalama fiyatlara göre hesaplanarak, 6 indeks değeri yayınlanmaktaydı. 2 Ocak 1997 tarihinden itibaren 23 adet indeks hesaplanacak, ortalama fiyatlardan vazgeçilerek, sadece kapanış fiyatlarına göre indeks hesabı yapılacaktır. Öte yandan fiyat indeksleri hesaplamasında dikkate alınmayan temettü ödemelerini de dikkate alacak şekilde hesaplanacak "getiri indeksleri" de "fiyat indeksleri" ile birlikte yayınlanacaktır. İndekslerin kapsamı ise aşağıda tanıtıldığı gibi olacaktır:

**İMKB Ulusal-30:** Vadeli işlemler piyasasında kullanılmak üzere, yatırım ortaklıkları hariç, Ulusal Pazar'da işlem gören şirketlerin halka arz edilmiş hisse senetlerinin piyasa değeri ve likiditesi yüksek olanlardan, sektörel temsil kabiliyeti de gözönünde bulundurularak seçilen 30 hisse senedini kapsayacaktır. İndeks kapsamı 6 ayda bir gözden geçirilerek gerekli değişiklikler yapılacaktır.

**Tablo 6**  
**İMKB'de Hisse Senedi İşlemleri**

Aylar	İşlem Hacmi (Milyon TL)	Hisse Sayısı (1000 Adet)
Ocak	230.666.174	32.277.283
Şubat	217.513.433	27.484.004
Mart	326.426.414	41.665.870
Nisan	207.145.255	23.351.141
Mayıs	232.521.981	27.271.144
Haziran	192.199.622	25.706.238
Temmuz	141.793.908	22.720.527
Ağustos	142.353.184	19.704.465
Eylül	189.525.379	29.283.026
Ekim	377.331.914	47.587.268
Kasım	445.748.790	55.377.332
Aralık	373.004.612	37.779.967
Toplam (1996)	3.076.230.666	390.208.265
Günlük Ort.	11.831.656	1.500.801
Toplam (1995)	2.373.958.044	306.105.912
Günlük Ort.	9.130.608	1.177.330
Toplam (1994)	651.131.553	99.893.416
Günlük Ort.	2.504.352	384.205
Toplam (1993)	255.224.026	35.249.377
Günlük Ort.	981.631	135.575

**İMKB Ulusal–100:** Uzun süredir hesaplanmakta olan İMKB 100 bileşik indeksinin devamı niteliğinde olup, üç ayda bir yapılacak gerekli kapsam değişiklikleri ile hesaplanmaya devam edecektir. Ulusal–100 indeksi, Ulusal–30 indeksi kapsamındaki hisseleri otomatik olarak kapsayacaktır.

**İMKB Ulusal–Tüm:** Yatırım ortaklıkları hariç, Ulusal Pazar'da işlem gören tüm hisseleri kapsayacaktır (şu an için 204 hisse).

**İMKB Ulusal–Sınai:** Ulusal–Tüm indeksi kapsamındaki hisselerden, sanayi sektöründe sınıflandırılacak olanlar bu indeks kapsamında yer alacaktır (şu an için 145 hisse). Sanayi sektörü için aşağıdaki alt sektör indeksleri de hesaplanacaktır:

- Gıda, içecek (21 hisse)
- Tekstil, deri (26 hisse)
- Orman, kâğıt, basım (14 hisse)
- Kimya, petrol, plastik (23 hisse)
- Taş, toprak (23 hisse)
- Metal ana (11 hisse)
- Metal eşya, makina (26 hisse)

Sanayi sektöründe yer alan Adel Kalemcilik, alt sektörlerin hiçbirine dahil edilmemiştir.

**İMKB Ulusal–Hizmetler:** Ulusal–Tüm indeksi kapsamındaki hisselerden, hizmetler sektöründe sınıflandırılacak olanlar bu indeks kapsamında yer alacaktır (şu an için 19 hisse). Hizmetler sektörü için hesaplanacak alt sektör indeksleri şunlardır:

- Elektrik (3 hisse)
- Ulaştırma (3 hisse)
- Turizm (4 hisse)
- Ticaret(9 hisse)

**İMKB Ulusal–Mali:** Ulusal–Tüm indeksi kapsamındaki hisselerden, mali sektörde sınıflandırılacak olanlar bu indeks kapsamında yer alacaktır (şu an için 40 hisse). Mali sektör için de ayrıca aşağıdaki alt sektör indeksleri hesaplanacaktır.

- Banka (15 hisse)
- Sigorta (5 hisse)
- Finansal kiralama, faktoring (7 hisse)
- Holding ve Yatırım (12 hisse)

Mali sektör içinde yer alan Global Menkul Değerler de hiç bir alt sektöre dahil edilememiştir.

**İMKB–Yatırım Ortaklıkları:** Ulusal Pazar'da işlem gören yatırım ortaklıklarının hisselerini kapsayacaktır (şu an için 14 hisse).

**İMKB–Bölgesel, Yeni Şirketler Pazarı:** Bölgesel Pazar ve Yeni Şirketler Pazarı'nda işlem gören hisseleri kapsayacaktır (şu an için 14 hisse).

Kanımızca, yeni tanımlanan bu indekslerin hesaplanması ve yayınlanması son derece yararlı bir uygulama olacaktır. Bu güne kadar, bileşik indeksin borsanın davranışını gerçekçi biçimde yansıtmadığı kuşkusunun yanısıra, tarafımızca da yapılmış olan, mali indeksin kapsamının yetersiz kaldığı ve bu sektörü gereğince yansıtmadığı eleştirileri mevcuttu. Ulusal–Tüm indeksi ve Ulusal–Mali indeksi bu eleştirilere çözüm getirmiş olacaktır. Ayrıca, Ulusal–Hizmetler indeksi ile tüm alt sektör indekslerinin de yararlı kullanım alanları olacağı kuşkusuzdur. Bu tür indekslerin faydaları ileriki günlerde daha iyi anlaşılacaktır.

Ocak ayı başı itibariyle, eski adıyla İMKB 100 bileşik indeksi, yeni adıyla, İMKB ulusal 100 indeksi kapsamında yapılacak değişiklikler de Tablo 7'de verilmiştir:

**Tablo 7**  
**İMKB Ulusal–100 İndeksi'nde Değişiklik**

İndeks Kapsamından Çıkarılan Hisseler	İndeks Kapsamına Alınan Hisseler
Adanan Çimento (A, B, C)	Akal Tekstil
ÇBS Boya	Aksu İplik
Çumra Kâğıt	Altinyıldız
Denzil Cam	Anadolu Sigorta
Esem Spor Giyim	Bolu Çimento
T. İş Bankası (A, B)	Birlik Mensucat
İst. Motor Piston	Batı Çimento
Mudurnu Tavukçuluk	EGS Dış Ticaret
Milliyet Gazetecilik	Ege Seramik
Olmuksa	Erbosan
Otokar	Garanti Bankası
Peg Profilo	Güneş Sigorta
Pınar Et	Kent Gıda
Polylen	Konfrut Gıda
Transtürk Hol.	Köytaş Tekstil
Tukaş	Maret
Tümteks Tekstil	Bosch Fren Sis.
Uşak Seramik	Yataş
Viking Kâğıt	

İndeks kapsamına alınan hisselerin sayısının, indeks kapsamından çıkarılan hisselerin sayısından bir eksik görünmesinin nedeni, T. İş Bankası C tertibi senetlerinin indeks kapsamında bırakılmış olmasıdır.

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

Aylar	1988	1989	1990	1991	1992	1993	1994	1995	1996
Ocak	1711.69	714.75	6793.38	8224.39	12953.90	10382.15	46499.72	66641.02	121282.26
Şubat	1465.45	822.11	7402.13	10950.59	9572.27	14056.56	43685.74	72135.19	148672.55
Mart	1351.48	923.62	6957.24	9793.56	11006.98	13455.69	36336.97	94874.84	178248.67
Nisan	917.93	1009.89	7054.56	8814.38	10128.12	20399.46	37260.41	109201.43	174945.81
Mayıs	1005.71	1334.72	8438.48	7932.99	9067.92	21856.16	40688.45	112502.77	166514.22
Haziran	924.97	1745.24	7573.16	8275.36	12297.79	26303.88	52300.27	116528.07	193595.07
Temmuz	927.28	1554.78	10664.47	7533.47	11754.44	24501.68	59216.98	128087.60	176955.20
Ağustos	916.29	1716.64	10166.14	7950.10	11314.53	27193.90	69147.24	110555.47	183969.42
Eylül	881.71	2673.32	10907.66	6913.80	10310.15	33729.97	68630.14	98538.52	207830.76
Ekim	734.01	3486.07	10596.87	6835.47	9077.97	34444.97	66413.15	114393.38	238854.42
Kasım	777.53	3241.70	6955.17	10214.39	9344.20	44519.48	74373.54	96196.98	267385.51
Aralık	722.21	4940.99	6750.24	11048.39	9744.28	51099.56	71525.29	96450.06	277923.68

## 13 Büyük Bankanın Ortak Kuruluşu

**YATIRIM  
FİNANSMAN A.Ş.**

«Danışmadan Karar Vermeyiniz»

Gn. Md. Tel: (212) 282 20 10 (10 Hat) Fax: 282 15 50  
Ankara Şube Tel: (312) 417 30 45 (11 Hat) Fax: 417 30 52  
İzmir Şube Tel: (232) 441 80 72 (8 Hat) Fax: 441 80 94

Sıra No.	Kuruluşun Adı	Kayıtlı Sermaye (Milyon TL)	Çıkarılmış (Ödenmiş) Sermaye (Milyon TL)	Takvim Yılı Kârı (Net)			Dağıtılan Kâr Payı (%)			Plyasa Fiyatı (TL)			
				1993 (Milyon TL)	1994 (Milyon TL)	1995 (Milyon TL)	1993 (Net)	1994 (Net)	1995 (Net)	Aralık 1995	Ekim 1996	Kasım 1996	Aralık 1996
1	AKÇANSA	2.500.000	3.805.157	131.034	442.416	288.014	75	265	89	23.000	7.300	9.200	10.000
2	ANADOLU CAM	8.000.000	969.000	44.731	161.647	153.595	25	60	39	5.000	2.750	2.950	3.000
3	ARÇELİK	8.000.000	6.750.000	1.118.954	1.107.368	3.010.177	100	26	35	4.900	9.500	9.600	11.000
4	BAGFAŞ	2.000.000	200.000	192.442	445.728	300.947	60	120	100	18.750	17.750	21.750	24.500
5	BOLU ÇİMENTO	3.000.000	2.489.190.711	52.219	201.300	554.630	13,25	27,80	31,44	2.000	2.800	2.800	3.050
6	BRİSA	1.063.125	1.063.125	197.251	750.626	2.469.222	62	33	110	14.750	44.500	45.000	48.500
7	ÇELİK HALAT	1.000.000	1.000.000	18.606	39.071	108.666	30	20,30	27	4.000	5.300	5.300	5.600
8	ÇİMSA	1.404.000	1.404.000	245.957	614.748	670.379	220	740	115	26.500	7.100	8.400	10.000
9	ÇUKUROVA ELEKTRİK	-	500.000	590.165	8.736	538.409	120	10	130	39.000	77.000	102.500	130.000
10	DOKTAŞ	1.000.000	480.000	124.386	221.282	273.144	90	60	62,50	7.800	6.200	8.700	12.250
11	EÇZACIBAŞI YATIRIM	3.000.000	400.000	44.543	90.339	132.597	25	50	-	7.200	8.200	8.200	9.400
12	EGE BİRACILIK	3.150.000	1.576.512	383.386	1.149.526	1.217.144	100	100	-	21.000	30.000	26.500	23.250
13	EGE GÜBRE	500.000	2.128.291,2	37.198	125.783	97.480	50	200	37	4.350	4.300	4.850	4.900
14	EREĞLİ DEMİR ÇELİK	20.000.000	6.336.000	421.849	2.234.869	8.786.278	9	24,66	65,28	5.000	11.250	14.500	13.000
15	GOOD YEAR	1.500.000	534.125	271.504	795.566	1.855.422	120	125	300	16.000	41.500	45.500	49.000
16	GÜBRE FABRİKALARI	2.500.000	576.000	100.333	250.101	114.913	20	20	10	3.750	8.100	11.750	10.300
17	GÜNEY BİRACILIK	1.000.000	844.074	95.404	260.492	434.383	55	85	60	8.900	8.800	7.500	6.900
18	HEKTAŞ	2.000.000	928.000	17.693	14.610	499.190	16,85	5,23	89,23	7.500	4.800	5.000	4.950
19	İZMİR DEMİR ÇELİK	10.000.000	8.300.000	111.169	260.445	54.452	6,50	10,50	-	1.150	780	820	910
20	İZCCAM	450.000	450.000	113.750	156.338	220.972	75	50	40	5.600	5.700	6.400	7.200
21	KARTONSAN	2.700.000	1.620.000	186.437	673.242	2.030.810	60	120	130	16.000	9.000	9.500	10.500
22	KAV	3.000.000	2.340.000	1.400	148.850	151.776	-	130	65	20.000	2.075	2.325	2.650
23	KOÇ HOLDİNG	16.000.000	10.000.000	1.019.322	3.294.193	3.702.432	75	65	15	8.700	19.000	21.000	19.000
24	KOÇ YATIRIM	2.000.000	819.000	176.059	374.170	267.745	110	100	30	13.000	16.750	16.500	20.750
25	KORDSA	1.000.000	425.250	69.889	638.633	1.259.441	21,50	100	140	14.000	38.000	37.500	43.500
26	MAKİNA TAKIM	3.500.000	821.427,75	5.779	18.734	50.016	-	2	6	1.000	1.925	1.975	2.000
27	MARSHALL	1.250.000	725.000	95.732	275.494	328.128	55	75	30	5.900	7.400	8.000	8.300
28	MİGROS	1.000.000	540.000	82.728	395.144	716.101	210	220	40	46.500	97.000	100.000	132.500
29	OLUKSA	2.000.000	1.270.500	3.650	225.547	587.737	-	45	110	14.000	12.000	12.250	3.400
30	OTOSAN	2.500.000	1.320.000	743.845	397.840	2.607.218	400	25	100	10.000	32.500	32.000	44.000
31	PETROL OFİSİ	20.000.000	2.520.000	1.171.665	2.924.574	4.027.689	211,34	93,18	144,34	9.500	28.000	32.500	29.000
32	PİNAR SÜT	984.150	984.150	68.734	9.367	105.016	136	10	120	17.250	3.050	3.400	3.500
33	SARILUYSAN	10.000.000	1.134.000	117.760	575.334	887.118	100	150	100	9.000	6.300	7.300	7.200
34	TELETAŞ	1.000.000	1.000.000	(5.653)	(44.928)	552.445	-	-	75	16.750	6.600	8.500	7.700
35	TÜRK DEMİR DOKUM	3.600.000	1.500.000	284.596	55.742	371.859	90	6,5	25	6.000	5.500	8.300	9.800
36	TÜRK SİEMENS	2.000.000	504.000	189.457	609.691	1.094.240	65	100	100	12.750	26.000	24.750	30.000
37	T. İŞ BANKASI B.	-	30.000	2.516.752	5.529.664	12.038.043	108,93	60,22	114,29	93.000	237.500	280.000	280.000
38	TÜRKİYE ŞİŞE VE CAM	10.000.000	5.600.000	209.587	427.966	1.312.930	10	17	50	7.100	9.600	11.500	11.500
39	YAPI KREDİ B.	-	25.778.600	66.041	2.869.293	18.225.432	27,80	60	20	2.500	2.600	2.600	2.700
40	YASAŞ	972.000	324.000	72.123	215.515	66.892	50	200	17	3.200	7.200	7.000	7.500

**Alışverişte  
Esbank EXPRESS24  
kartınızı kullanın, her şeyi  
bir imzayla satın alın.**



**Esbank'taki  
hesabınız  
her an elinizin  
altında.**

REKLAMCI LUK

Esbank EXPRESS24 kartları şimdi ülkemizin seçkin işyerlerindeki Maestro ve Electron amblemi taşıyan ve şifre girişi cihazı olan tüm P.O.S.'lerde geçerli.

Hangi ürün ya da hizmeti alırsanız alın, bundan böyle karşılığını

tek imzanızla ödeyecek, Esbank'taki paranızı dilediğinizce kullanacaksınız.

Esbank Bireysel Bankacılık Çözümleri'nden yararlanınlar için alışveriş şimdi daha keyifli, daha kolay.



**ESBANK**  
T. LOBİALİ V.F. KARABELİ

# Görüşler

## ŞEVKET SAYILGAN

*Sınai Yatırım ve Kredi Bankası İktisat Uzmanı*

### Kalkınmada Maliye Politikalarının Önemi ve Türkiye'nin Durumu

**K**onsolide bütçe vergi gelirlerinin GSMH içindeki payına bakıldığında, toplam vergi gelirlerinin GSMH'ya oranındaki artışa paralel gelişmenin hem vasıtalı, hem de vasıtasız vergilere ait oranlarda da mevcut olduğu gözlenmektedir. Konsolide bütçe vasıtalı ve vasıtasız vergi gelirlerinin GSMH'ya oranları 1984'de sırasıyla, % 5.4 ve % 7.5 iken, sözkonusu oranlar 1992'de sırasıyla; % 9.0 ve % 9.3 olarak gerçekleşmiştir. 1994 yılında ise sırasıyla % 13.5 ve % 13 olmuştur.

Bir ekonomide uygulanan vergi sistemi iki önemli nedene bağlı olarak kaynak dağılımı üzerinde etkide bulunur; (i) Faktör piyasasına etkisi; (ii) Mal ve hizmet piyasasında etkisi. Faktör piyasasında vergiler faktör fiyatlarını bozarak üretim faktörü istih-

damında görece dengesizliklere yol açabilir. İşgücü üzerinden ve makina ve teçhizat üzerinden alınan vergilerdeki farklılığın ve teşviklerin burada önemli etkisi olabilir. Örneğin, işgücü üzerinden alınan vergilerin diğer üretim faktörlerinininkilerine oranla daha yüksekse, bunun mal ve hizmet talebine de önemli etkisi olur. Dolayısıyla vergilerin gelir dağılımı üzerinde bu bağlamda önemli etkisi vardır. Farklılaştırılmış KDV oranlarının düşük ve lüks mallara düşük ve yüksek oranlarda uygulanması siyasi tercih olarak gelir dağılımını adil kılmaya yönelik tedbirler olarak düşünülebilir. Vergilerin mal ve hizmet piyasasına olan etkisi, aşırı yük olarak adlandırılan etkiye bağlı olarak üretim düzeyini düşürerek arzı kısıcı etki olarak ortaya çıkar. Aşırı yük etkisinin hafifletilmesi

bir yandan yüksek vergi oranlarından kaçınmak, diğer yandan vergilerin olabildiğince yaygın uygulanması koşullarına bağlıdır. Türk vergi sisteminin özellikle GV ve KV'nin istisna ve muafiyet hükümleri bu bağlamda gözden geçirilerek gereksiz aşırılıklardan kaçınılmalıdır. Vergilerin ekonomik bağlamda anlamlı uygulanmaları, sosyal adalet ve vergi adaleti mantığına da uymaktadır. Eşit gelir elde edenden eşit, yüksek gelir elde edenden yüksek vergi alınması diğer bir deyişle yatay ve dikey vergi adaletinin sağlanması, yukarıda açıklanan ekonomik olumlulukların da gerçekleşmesi bakımından önemlidir<sup>(1)</sup>.

Türkiye'de, ilk başta kanunilik ilkesi anayasa kuralı olarak mevcuttur. Ancak Bakanlar Kuruluna özellikle oranlar ile ilgili verilen yetki yelpazesi oldukça geniş olarak kullanılmaktadır. İlik bakişta bir mali sistem görünüşü vardır; ancak Fonlar, SSK ve Emekli Sandığı primleri ile meslek teşekkülleri aidatları sistem dışında kalmaktadır. Vergi sistemi fikri tevkifatlar olayında bozulmakta, örnek olarak KV'den müstesna kazançlar diğer tarafta GV tevkifatına tabi tutulmaktadır. Vergi güvenlik önlemi olarak hayat standardı esaslı geliri varsayımına indirgemekte, adeta bir servet vergisi veya meslek vergisi halini almaktadır. Teoride prensip olarak kabul edilen peşin vergi, yeni işe başlamada hayat standardı esaslı ile birleşmekte, böylece hiç mevcut olmayan gelirden vergi alınabilmektedir. KDV'de aynı anda çok farklı oranlar uygulanmaktadır. Hukuki düzenlemelerde tedvin tekniğine özen gösterilmektedir. Sık sık değişen hukuki düzenlemeler ta-

mirat mahiyetindedir. Hukuki metinlerin ifadesine özen gösterilmemektedir. Gecikme zammı ve gecikme faizi uygulaması ceza mahiyetine dönüşebilmektedir. Vergi davalarının kaybedilmesi halinde ödenen yüksek gecikme faizi, vergilemede hak arama yolunu caydırıcı mahiyet almaktadır. Zaman aşımında, belge düzeninde ve işe başlama bildirimlerinde olduğu gibi temel hukuki normlardan sapma sözkonusu olabilmektedir. Gerek vergi yönetim, gerekse mükellef kesim sık sık değişen çetrefilli hukuki düzenlemelere ayak uydurmakta zorluk çekmektedir. Hukuki düzenlemeler, idari kesimin tekelinde hazırlanmakta ilgili diğer çevrelerde tartışılmamaktadır. Ücretlerin düşüklüğü kaliteli personel sorunu yaratmaktadır. Defterdarlıklarca verilecek muktezalar arasında norm ve uygulama farkları olmasından endişe edilmektedir<sup>(2)</sup>.

Vergi gelirlerinin GSMH içindeki payında 1980 sonrası gerilemeler vardır. Ancak 1990'dan itibaren bir yükselme sözkonusudur. Vergi gelirleri artış hızı ve GSMH artış hızı ilişkisini belirleyen regresyon denkleminin 1967-1987 arası için çözümüyle;  $Y = 10.6 + 0.73 (x)$ ,  $R^2 = 0.7$  bulunmuştur<sup>(3)</sup>.

Alternatif vergi yaklaşımları iki temel kategoriye ayrılmaktadır. Bunlardan birincisi, geniş tabanlı ve artan oranlı gelir vergisi + KDV yaklaşımı; ikincisi, dar tabanlı ve nisbeten düz oranlı gelir vergilemesi, buna karşılık

(1) Batrel 1989, s. 66

(2) Batrel 1989, s. 67-68

(3) Batrel 1989, s. 68



artan oranlı tüketim vergilemesi (lüks tüketim) yaklaşımıdır. İkinci yaklaşımda gelir vergisinin hiç uygulanmaması da savunulmaktadır. Buna karşılık bir net servet vergisi uygulaması zorunluluğu vardır. Vergi teşvikleri ancak birinci yaklaşımda ve gelir vergisinin gerçekten geniş tabanlı ve artan oranlı olması halinde verilebilir. Günümüzde gelişmiş ülkeler, geniş tabanlı, ancak artan oranlı olmayan bir tüketim vergisi alternatifine doğru bir reform çabası içindedirler. OECD ülkelerinin büyük çoğunluğunda bu eğilim gözlenmektedir. Ancak bir ülkede gelir bölüşümü ve vergi adaletsizliği endişesinden bağımsız olarak arz yönlü iktisat temelli bir reform hareketi içindedirler. Türkiye gibi gelişmekte olan ülkelerde ise gerçek gelir ve özellikle yatay vergi adaleti ilkelerine dayalı bir reform stratejisi benimsenmesi zorunludur<sup>(4)</sup>.

Türkiye'de konsolide bütçe, mahalli idareler ve Fonların vergi yükleri incelendiğinde OECD ülkelerinin ortalama vergi yükü rakamına oranla hayli düşük bir oran elde edilmektedir. 1980-1991 aralığında konsolide bütçe vergi yükü yıllık ortalama % 15.7, 1984-1992 aralığında Fon vergi yükü yıllık ortalama % 2.9 ve 1981-1992 aralığında mahalli idarelerin vergi yükü yıllık ortalama % 2.4 civarındadır. Toplam vergi yükü yıllık ortalama % 21 dolayındadır. OECD ülkelerinde ise toplam vergi yükü yıllık ortalama % 35 - % 40 dolayındadır. Bizdeki düşük vergi yükü GV ile KDV üzerine dayalı durmaktadır. GV ve KDV'nin toplam vergi gelirleri içindeki toplam payı 1985 - 1991 aralığında yıllık ortalama % 66.4'tür.

GV'nin 1980 - 1991 aralığında toplam vergi gelirleri içindeki payı yıllık ortalama % 41.5 düzeyinde iken, KV'nin payı aynı dönemde yıllık ortalama % 11.9 düzeyindedir. KV, 1980 - 1991 aralığında KDV ile arabağımlı bir gelişme göstermeksizin bir çan eğrisi çizmiştir. 1981'de % 11 olan KV/Toplam Vergi Gelirleri oranı 1986'da % 16 ve 1992'de % 7 olarak gerçekleşmiştir. (GV + KDV) / Toplam Vergi Hasılatı 1985 - 1991 aralığında ortalama olarak % 65 seviyesinde seyretmiştir. Türkiye'de KDV hasılatı GV hasılatının 1986 - 1991 aralığında yıllık ortalama % 79 kadardır.

Türkiye'de dar tabanlı (narrow-based) gelir vergisi yaklaşımı, geniş tabanlı (broad-based) bir tüketim vergilemesi sözkonusudur. Servet vergilemesi fiilen yoktur. Vergi dışı bırakılan (kalan değil) büyük bir kesimi olan bir gelir vergilemesi ile ihracat dışında fiilen bütüm mal ve hizmet tüketimini kapsayan KDV uygulanmaktadır. Gelir vergilemesi içinde KV'nin payı 1986'ya kadar artış kaydetmiş, 1987'den itibaren düşüş trendine girmiş ve toplam vergi gelirleri içinde KV'nin payı 1992'de % 7 olarak gerçekleşmiştir. Kişisel gelir vergisinin hem tabanı dardır, hem de artan oranlılığı zayıftır. Vergilenmeyen kazançlar lüks tüketime ya da özellikle menkul ve gayri menkul servete dönüştüğünde de vergi alınacak tutanaklar (tax handles) yoktur. Türkiye'de 1980 sonrası sisteme yerleştirilen çeşitli düzenlemelerle vergi ada-

(4) Batirel 1989, s. 69

letsizliği körüklenmiş, ağırlık verilen regresif bir KDV ve olmayan bir servet vergilemesi ile zaten bozulan gelir bölüşümü vergileme yoluyla daha da bozuk hale gelmiştir<sup>(5)</sup>.

Türk vergi sistemi, dar tabanlı GV ve KV ile geniş tabanlı bir KDV'ye dayalıdır. Bu yaklaşımın vergi adaletini ve vergileme yoluyla adaleti bozmaktadır. Bu yaklaşımın düzeltilmesi için belirli sınırlamalar çerçevesinde iki tür reform gerçekleştirilebilir: Bunlardan birincisi gelir vergilemesinde taban genişletilmesi, vergi teşviklerinin sübvansiyonlar haline dönüştürülerek şeffaf hale getirilmesi; ikincisi, dar tabanlı gelir vergisinin regresif etkisini giderecek bir dolaysız vergileme ya da lüks tüketim vergilemesidir. İzlenmesi gereken yöntem çağdaş vergi yaklaşımıdır. Bu yaklaşım bütün bireylerin gelirlerini beyana zorlandığı, gelir-servet karşılaştırması yapan geniş tabanlı bir gelir vergisiyle KDV'ye dayalı bir tüketim vergilemesini içerir<sup>(6)</sup>.

1980 programı doğrultusunda, etkinlik kazançları ve bölüşüm nedenlerinden dolayı vergi oranları düşürülmüştür. Gelir Vergisi ve Kurumlar Vergisinin islahında sermaye birikimini ve tasarruf artışını geliştirme hedefleri de vardı. Bu bağlamda bazı menkul kıymetler ya vergiden muaf tutuldu veya düşük vergilemeye tabi tutuldu. 1981-1985 aralığında Gelir Vergisi oranları devamlı olarak düşürülmüştür. 1986'da oranların yanısıra vergi dilimleri de gözden geçirilmiştir. Oranların düşürülmesi bütün vergi mükellefleri üzerindeki vergi yükünü düşürmüştür. En yüksek marjinal ver-

gi oranı % 75'ten % 50'ye ve en düşük marjinal vergi oranı % 40'tan % 25'e indirilmiştir. Bu uygulamaya ek olarak gelir dilimleri yükseltildi ve ücret ve maaşlar üzerindeki vergi yükünü düşürmeyi amaçlayan belli bir limite kadar vergi indirimi temel mal ve hizmetlerin satın alınmasında uygulanmaya başlandı<sup>(7)</sup>.

Şirket gelirleri 1981'de bütün özel teşebbüs firmaları için % 50 oranında konsolide edilmiştir. Takibeden yıl KİT'ler dahil genel oran % 40 olarak değiştirildi. 1986'da şirket gelir vergisi (Kurumlar Vergisi) % 46'ya yükseltildi. Yine bu yıl, kâr payı geliri kişisel gelir vergisinden muaf tutulmaya başlanmıştır. 1985'te KDV uygulaması başlayarak dolaylı vergilerin yapısı önemli ölçüde değişmiştir. KDV, ferdi ve şirket gelirlerini kontrolde KDV modern bir tüketim vergisi işlevi görmektedir. Finansal kesimde de, finansal muamele ve gelirler üzerindeki stopaj vergilerinde önemli indirimler gerçekleştirilmiştir. Faiz geliri üzerindeki stopaj vergisi % 25'ten % 10'a, bankacılık ve sigortacılık muameleleri vergisi de % 25'ten % 5'e indirilmiştir<sup>(8)</sup>. Vergi toplamada gecikmeleri önlemek için GV ve KV'de peşin ödeme uygulaması 1986'da getirilmiştir.

1980 sonrası mali sistemde alınan diğer önlemler ve yapılan yenilikler şöyle sıralanabilir: KDV uygulama-

(5) Batirel 1989, s. 69

(6) Batirel 1989, s. 70

(7) Tigrel DPT 1991, s. 158-159. Öner

DPT 1991, s. 323

(8) Tigrel DPT 1991, s. 159

si ile beraber yazar kasa kullanımının getirilmesi, vergi dairelerinin bilgisayarla çalışır hale getirilmesi (Halen vergi gelirlerinin % 78'i bu tür dairelerce toplanmaktadır), yabancı yatırımcıların daha önceden elde edilmiş mal ve hisselerinin tekrar satışından doğan döviz kuru farkı kazançlarından muaf tutulması, ihracatı teşvik ve döviz kazandırıcı faaliyetler için genelde muafiyet şeklindeki teşviklerin uygulanması, ülkeden sermaye kaçışına yol açtığı için oto-kontrol mekanizması aracı olarak kullanılan servet beyanı uygulamasının kaldırılması, dış ticaret uygulamasının yasal ve yönetsel önlemler ışığında gözden geçirilmesi ile ithal sermaye mallarına uygulanan gümrüklerin düşürülmesi ve dış ticarete fon uygulamasının getirilmesi ile dış ve iç ticaret malları fiyatlarının harmonize edilmesi, bölgelerarası dengesizlikleri düzeltmek için müteşebbislerin ve işçilerin gelir vergilerinde özel indirim yapılması, 1991' den itibaren de kalkınmada öncelikli yörelerdeki işçilerin daha düşük vergi oranlarına tabi tutulması, yine Doğu ve Güney Doğu'da Olağanüstü Hal kapsamındaki bölgelerde çalışan devlet memurlarına ek parasal katkılar sağlanması, şirketlerin halka açılmaları için düşük vergi oranlarıyla teşvik edilmesi, kalkınmada öncelikli yörelerde faaliyet gösterecek şirketlere vergi kolaylıkları sağlanması. Muhasebecilik, mali müşavirlik ve yeminli mali müşavirlik ile ilgili mevzuat geliştirilmesi ile daha sağlıklı muhasebe sistemi gerçekleştirilmek ve gelir idaresini vergi kaçırma ve kaçınmadan korunma, hayat standardı esasının GV'ye getirilerek adil vergileme ilkesinin gerçekleştirilmesi<sup>(9)</sup>. Yine

1980 sonrasında iç borçlanma staretjisi değiştirilmiş, Hazine kamu ve özel şirketlerden borçlanma yerine doğrudan bankalardan ödünç almaya başlamıştır. Devlet memur maaşları yılda iki kez belirlenmeye başlanmış ve bu yolla enflasyona karşı korunmaları düşünülmüştür. Merkez Bankasından alınan kısa vadeli avans kullanımları, enflasyona katkıları nedeniyle, kısıtlanmış ancak sonradan gevşetilmiştir.<sup>(10)</sup>

Bir ülkede özel kesimden kamu kesimine vergiler yoluyla ne ölçüde kaynak aktarılabileceği, vergileme kapasitesi ile ilişkilidir. Kapitalist yapılı bir ekonomide bu kapasite GSMH'ya ulaşmadan çok önce, teşebbüs gücü kaybolur, ikame etkileriyle ekonomik gerileme başlar. Ancak otokratik, militarist yönetimli ülkelerde vergileme kapasitesi yükseltilebilir. Vergileme kapasitesi refah düzeyiyle yakından ilişkilidir. Kişi başına ulusal geliri 5000 dolar olan bir ülke ile 15000 dolar olan bir ülkede sözkonusu kapasitenin ikinci ülkede daha yüksek olma ihtimali vardır; çünkü gelirin % 50'si de alınsa hiç olmazsa zaruri ihtiyaçlar için yeterli satınalma gücü halen bulunmaktadır. OECD ülkelerinde vergi yükü ortalama % 35 – % 40 oranındayken Türkiye gibi ülkelerde % 15 – % 20 düzeylerinde seyretmesi bu bakımdan anlaşılır olmaktadır.

Vergilerin etkileri başlıca iki alanda değerlendirilebilir. Birincisi, özel kesim kaynaklarını kamuya aktararak özel harcamaları kısması yani dışla-

(9) Öner DPT 1991, s. 322–324

(10) Öner DPT 1991, s. 325

ma etkisi, ikincisi ise, verginin fiyatlara yansımaları yoluyla gelir dağılımını etkilemesidir. Bu iki alanda da verginin artan oranlılığı, vergi matrahının yaygınlığı ve vergi tahsilatındaki hız gibi olgular önemli hale gelmektedir. Ülkemizde matrahın yaygın olmayışı, vergi hasılatında gecikmeler nedeniyle peşin vergi uygulamasının başlatılması ve nerede ise tek düze KDV uygulaması dikkate alındığında, vergicilik olgusunun gerek teorik, gerekse pratik bazda yeterince realize edilemediği ortaya çıkmaktadır<sup>(11)</sup>.

Ülkemizde ayrıca enflasyonun likit kaynakların değerlerini eritme özelliğinden doğan enflasyon vergisi geniş kitleler üzerinde ciddi bir yük oluşturmaktadır. GSMH'nin yüzdesi olarak enflasyon vergisi 1970-1989 aralığında yıllık ortalama % 3.6 düzeyindedir. 1970-1989 döneminde enflasyonun yüksekliğine rağmen vergi mevzuatında gerekli uyumlaştırmalar yapılmadığı için tüm vergiler değişen ölçülerde enflasyonun bozucu etkilerine maruz kalmıştır<sup>(12)</sup>.

Gelir Vergisi mükelleflerinin yükü artarken harcamalardan alınan vergilerin payı düşmüştür. Daha sonra KDV'nin uygulanması, 1981'de GV'nin gözden geçirilmesi, KDV'nin ikame ettiği değerini yitirmiş vergilerin kaldırılması enflasyon tahribatını kısmen telafi etmiştir.

Enflasyonun oldukça yüksek seyrettiği ülkemizde, vergi esnekliği de tabiatıyla etkilenmektedir. Öyle ki, doğrusal bir ilişkiye sahip olan vergi geliri artışı/GSMH artışı oranındaki değişkenler, enflasyonun yüksekliği nedeniyle gecikmeler ile uyum sağla-

maya çalışmaktadır<sup>(13)</sup>.

Ülkemizde vergi gelirlerinde üç noktada büyük kayıplar olmaktadır: Birincisi, sınai mal ihracatından doğan % 20'lerden bugün % 15'lere kadar indirilen istisnadır. İkincisi, yatırım teşviklerinden doğan yatırım indirimi uygulamasıdır. Üçüncüsü ise yeniden değerlendirilmiştir<sup>(14)</sup>.

Türk vergi sistemi AT ve OECD ülkelerinin vergi sistemleriyle karşılaştırıldığında başlıca şu noktalar tesbit edilmektedir: OECD ve AT ülkelerinde GV matrahının ilk diliminin vergi oranı giderek düşürülürken Türkiye'de yükseltilmiştir. (1975: % 10, 1985: % 30, 1986: % 25). Ancak bugünlerde bu dilime ait vergi oranının düşürülmesi için çalışmalar yapılmaktadır<sup>(15)</sup>.

G.V'nin toplam vergi gelirleri içindeki payında Batı ülkeleri arasında bir standart yoktur ve sözkonusu oran Danimarka ve Finlandiya gibi ülkelerde toplam vergi gelirlerinin % 50'sini oluştururken AT ülkelerinde ortalama % 28 civarındadır. Ülkemizde ise GV/Toplam Vergi % 35 - % 40 oranındadır. Gelir Vergisinin GSMH'ye oranına bakıldığında, genelde sözkonusu oranın yükseldiği görülür. Bu oranın OECD ortalaması % 11.7, AT ortalaması % 11.6 ve Türkiye'deki büyüklüğü ise % 6.3'tür (1984). Ülkemizde sözkonusu oranın büyüklüğü 1980'de % 9.4 ve 1991'de % 7.4 civa-

(11) HÜİİBF 1990, s. 21-22

(12) HÜİİBF 1990, s. 26

(13) Şenatalar HÜİİBF 1990, s. 38

(14) Tufan HÜİİBF 1990, s. 43-46

rındadır. Kurumlar Vergisi gelirinin toplam vergi gelirleri içindeki payında AT ortalaması % 5.4 iken, Türkiye ortalaması 1992'de % 7'dir. KV'nin GSMH'ya oranında AT ortalaması % 2.9, OECD ortalaması % 2.9 iken Türkiye'deki oran 1991'de % 1.57'dir.

Sosyal güvenlik vergilerinin toplam vergi gelirleri içindeki payı AT ülkelerinde ortalama % 34 ve OECD ülkelerinde ortalama % 30 iken, ülkemizde % 5 civarındadır. Doğrudan vergilerin toplam vergi gelirleri içindeki payında AT ve OECD ortalaması % 60 – % 70 civarında iken, sözkonusu oran Türkiye'de % 40 – % 50 civarında seyretmektedir. Burada en önemli faktör sosyal güvenlik vergilerinin Türkiye'de çok düşük olmasıdır. Dolaylı vergilerin payındaki yüksekliğin en önemli nedenlerinden birisi de, Fonların vergi niteliğindeki gelirlerinin % 90'ını dolaylı vergilerin oluşturmasıdır<sup>(15)</sup>. Tüketim vergilerinin toplam vergi gelirleri içindeki payında AT ortalaması % 23.6 ve OECD ortalaması % 28.6 iken, sözkonusu oran Türkiye'de % 45.3 civarındadır. ABD, Japonya ve İsviçre gibi ülkelerde % 16 – % 19 oranındadır. Bu durum, sözkonusu ülkelerde KDV'nin olmayışından kaynaklanmaktadır.

Ülkemizde uzun yıllardan beri vergi teşvikleri (istisna, muafiyet ve indirimler) ile sermaye birikiminin sağlanacağı görüşü savunulagelmektedir. Uygulama da bu doğrultuda geliştirilmiş olup, ayrıca vergiden kaçınma ve vergi kapsamı dışında kalma yaygınlaşmıştır. Devlet bir yandan bu nedenlerle vergi gelirlerini arttırmazken, öte yandan çorap çamaşır

üretmekten altyapı yatırımlarını realize etmeye kaynak ayıramamış ve dolayısıyla yatırımların zorunlu ön koşulu gerçekleşmediği için özel teşebbüs gücünün pratiği de gelişmemiştir. Vergilemede adaletin göstergesi olan doğrudan vergilerin toplam vergilerdeki payının yüksekliği Türkiye'de son yıllarda giderek düşmektedir. Sözkonusu oran AT ülkelerinde ortalama % 63 iken, Türkiye'de % 45 – % 50 arasındadır. Tüketim vergilerinin toplam vergi gelirleri içindeki yüksekliği ise vergi adaletsizliğinin düzeyini gösterir. Çünkü, gelir arttıkça tüketim vergisinin gerçek oranının giderek azalması ya da azalan oranlı tarifeye uygun olarak alınması düşük gelir grupları aleyhine bir ayırım yapmaktadır. Tüketim vergilerinin toplam vergi gelirlerine oranı AT ülkelerinde ortalama % 30 civarındayken, Türkiye'de % 45 oranındadır. Vergilemede adaletsizliğin bir ölçütü de, gelir dilimlerinden ilkinde uygulanan vergi oranıdır. Birçok AT ülkesinde ilk dilim vergilendirilmez. Hatta ABD'de en az geçim düzeyine eşit gelir elde edemeyenlere aradaki fark kadar negatif gelir vergisi ödenir. Ülkemizde ise zaman içinde yükseltilen birinci dilime ait vergi oranının düşürülmesi çalışmaları sürmektedir.

Türk vergi sisteminin karşılaştığı temel sorunlardan birisi de devletin bütçe açığını reel vergi gelirleriyle kapatma yerine tahvil ihraç ederek borçlanmaya başvurmasından kaynaklanmaktadır<sup>(17)</sup>. Devlet bu suretle,

(15) Şener HÜLLBF 1990, s. 66–67

(16) Şener 1991, s. 70–75

(17) Şener 1990, s. 79

tahvil satarak bazı vergi mükelleflerinin ödeyecekleri vergi alacağından vazgeçmektedir. Sonuçta ise bazı mükellefler, özellikle Kurumlar Vergisi mükellefi olan bankalar vergi yüklerini % 10'a kadar indirebilmişlerdir. Böyle bir politikanın olumsuz etkisi ise enflasyon oranının artması ve gelir dağılımının bozulması biçimlerinde topluma yansımaktadır. Reform ilkelere yönünden aşağıdaki düzenlemelerin de en önemli katkısı olabilecektir<sup>(18)</sup>. GV ve KV'nin birleştirilmesiyle vergi teşvik istisnalarına ilişkin karmaşık yapı basitleştirilebilir.

Vergi, gelirin tasarruflar dışında kalan tüketilen yıllık tutarı üzerinden artan oranlı bir tarifeye göre alındığından, düşük gelirli için muhtemel olumsuz etkileri minimize edebilecektir. Genel bir tüketim vergisi uygulamasında eğitim, sağlık ve temel gıda maddeleriyle ilgili harcamalar vergilendirilmediğinden, düşük gelirli mükelleflerin durumu iyileştirilirken, verginin oranı yüksek gelirli için daha da dikleştirilmiş olur. Batı'da olduğu gibi turistlerin Türkiye'de satın aldıkları bazı mallarla ilgili olarak ödedikleri KDV'nin kendilerine sonradan geri ödenmesi uygulaması getirilerek malların değerinin yaklaşık % 5 – % 10'u gibi sembolik rakamlarla fatura edilmesi önlenmeli ve böylece vergilendirilmeyen halı, kilim, oyuncak v.d. rezervler de kolayca yakalanarak gelir ve tüketim vergileri hasılatının artması sağlanmalıdır.

Tasarruf gelirleri pozitif reel olmadıkça vergilendirilmemelidir. Ancak finansal piyasalarda oluşan kaynaktan kamu egemenliğinin de berta-

raf edilmesi gerekir ki amaçlanan süreç işlesin. Aksi takdirde artan kamu harcamaları, artan kamu borçları ve bu nedenle yükselen faizler ile Merkez Bankası kaynaklarından sağlanan finansman nedeniyle yükselen enflasyon kısır döngüsüne girilmesi kaçınılmazdır.

Enflasyon olgusu kendi başına ekonomik hayatta belirsizliklere yol açtığı için enflasyon vergisi gibi vergiler etkin ve adil olmayacaktır. Yapılması gereken, enflasyonun düşürülmesidir. Enflasyonun servet ve gelir değerleri üzerindeki etkileri vergi ödeme gücünü ciddi olarak etkilemektedir. Enflasyon, sadece mal piyasasında parasal satın alma gücünü reel satın alma gücüne dönüştüren bir faktör olarak değil, fakat aynı zamanda faktör piyasasında faktör fiyatlarını ve özellikle bu arada faiz haddini etkileyerek bireyler arası servet kaymalarına ve gelirin zamanlar arası yerinden dağılımına da yol açar<sup>(19)</sup>. Vergilerin yansımaları sonucunda nihai yerleşme ile genellikle bireylerin gelirlerini oluşturan birinci faktör, yani bireylerin sahip oldukları veriler etkilenmektedir. Buna, vergilerin birincil etkileri denir<sup>(20)</sup>. Daha çok gelir vergisiyle ortaya çıkan bu sonuç bireylerin akım halindeki gelirlerini ve/veya stok haldeki servetlerini etkiler. Vergiler oturdıkları aşamada, bireylerin zevk ve tercihlerini etkileyerek, piyasaya arz edilen faktör bileşimleri ve kanallarını değiştirebilir. İşte ancak böyle bir ikincil etki

(18) Şener HÜ 1990, s. 82–83.

(19) Önder HÜİİBF 1990, s. 161

(20) Önder HÜİİBF 1990, s. 162

sonucunda, vergilerin nihai yük dağılımı hakkında gerçek fikir sahibi olabilir. Vergileri ilk görüntüleri ile değil, fakat yansıma ve yerleşim aşamalarında, gelirin kaynağında ya da gelirin kullanımındaki yüklerle değerlendirmek gerekir. Örneğin bir mal üzerine salınan bir vergi, piyasa fiyatını artırdığı derecede bu malı kullananların gelirlerini kullanım yönünden etkileyecektir. Buna karşılık, verginin geriye yansıtılmış bölümü ise, üretim faktörü sahiplerini, gelirin oluşumu yönünden etkileyecektir. Benzer şekilde, bir gelir vergisi de, sadece yükümlüyü, gelirin kaynağı açısından etkilemekle kalmaz, fakat verginin ileriye yansıtılması derecesinde bir kısım tüketicileri de gelirin kullanımı açısından etkiler. Gelir vergisiyle genel varsayım, bu verginin vergiden sonraki geliri vergi kadar azalttığı şeklindedir. Dolaylı vergilerle ilgili araştırmalarda sıkça kullanılan genel varsayım da, verginin piyasa fiyatlarını vergi kadar artırdığı şeklindedir. Milli gelir hesaplamalarında da, piyasa fiyatlarıyla ulaşılan milli gelirin, faktör fiyatlarıyla milli gelir değerine indirgenmesinde, dolaylı vergilerin çıkarılması aynı mantığa dayanmakla beraber, bu varsayımda, talebin sıfır ya da arzın sonsuz esnekliğe sahip olduğu bir yapıya dayanmaktadır. Ancak yukarıdaki birinci varsayıma çeşitli düzeylerde eleştiriler yapılmaktadır<sup>(21)</sup>.

TC'nin kuruluşundan itibaren, 1925'te aşarın kaldırılmasından sonra genel bir vasıtasis vergi sistemi oluşturulamamıştır. Aslında TC tarihinin hiçbir döneminde seçmen çoğunluğu vergi mükellefi olmamıştır. 1990 yılı

itibariyle 30 milyon civarında olan seçmen sayısı içerisinde GV mükellefi olanlar; 5 milyon, ücretliler, 1.1 milyon götürü vergi mükellefleri 1.7 milyon ve gerçek usulde vergi verenler olmak üzere toplam 7.8 milyon kişidir. Aslında bu sayının içinde çifte sayım da mevcuttur; gayri menkul geliri elde eden bir ücretlinin ayrıca beyanname vermesi gibi hükümse bu durumun tek beyanname ile düzeltilmesi çalışmaları yapılmaktadır. Bu sayı ayıklanırsa bir hayli düşer. Dolayısıyla, GV mükelleflerinin seçmen toplamına oranı % 25 civarındadır. Resmi vergi yükü istatistiklerinde üç farklı vergi yükü hesabı mevcuttur: İliki, Konsolide Bütçe vergi yükü; ikincisi, Konsolide Bütçe + Mahalli İdareler + Fonlar vergi yükü; üçüncüsü Konsolide Bütçe + Mahalli İdareler + Fonlar + Parafiskalite vergi yükü. Son yıllarda Türk bütçe ve hazine sisteminde görülen parçalanma ya da dağılmaya paralel olarak bu üç resmi toplam vergi yükü kavramı veya bunun esas alındığı vergi gelirleri yetersiz kalmaktadır. Vergi gelirleri arasında görünmeyen ve aynı nitelikte olan ilk vergi kalemi mecburi askerliktir. Batıda ücretli askerlik dolayısıyla asker emeği vergilerle finanse edilirken, Türkiye'de bu verginin aynı olarak tahsili vergi yükünün düşük çıkmasına yol açmaktadır. Eğer 800 binin üzerinde olan askere, asker ailelerine yardım miktarı olan 382 bin TL maaş verilseydi 1990 yılı itibariyle  $800.000 \times 12 \times 382.000 = 3.7$  trilyon TL ödemede bulunmak gerekecekti. Dolayısıyla 3.7 trilyon TL'lik vergi aynı olarak tahsil

edildiğinden hesaplarda görülmemektedir. OECD ülkelerinden farklı olarak Türkiye'de önemli bir KİT sektörü mevcuttur. KİT'lerin gayri safi ticaret fazlaları, yani toplam varidatlarının işletme maliyetlerini aşan kısmı, ekonomik etkileri bakımından vasıtali vergi niteliğindedir. Özellikle demokratik döneme geçildikten sonra hükümetler TBMM onayına, yani yasalaştırmaya gerek duymayan ve seçmen nezdinde yeni vergiler kadar tepki toğurmuyan bu zam yolunu tercih edebilmektedirler. İşte bu nedenle telefon hizmeti veya elektrik tüketimi Türkiye'de ABD'den daha pahalıdır. Yine OECD ülkelerinden farklı olarak bütçe açıklarının emisyon ile finanse edilmesidir. Batıda bütçe açığı - emisyon ilişkisinde, genellikle açık finansmanı karşılıksız ve faizsiz bir hazine borçlanması şeklindedir.

Ülkemizde söz konusu edilen, Konsolide Bütçe açığının emisyona ve dolayısıyla enflasyon vergisine yol açmamasıdır. Özetlemek gerekirse; Friedman'a göre, emisyon fiyat artışlarına sebep olmazsa, karşılıksız ve faizsiz bir kamu borçlanması, aksi halde nakit balanslar üzerinden alınan bir vergidir. Gerek KİT zamları (yani KİT faktör gelirlerinin artırılması) ile döner sermayeli kuruluşların fiyat artışları, gerekse bütçe açıklarının doğurduğu emisyon, sürekli fiyat artışlarına yol açacak karakterde olduğundan Türkiye'de enflasyon, sonuçları ekonomik olmakla birlikte yasal yönü ağır basan bir olgudur. Açık vergi gelirleri yukarıda zikredilen örtülü vergi gelirleriyle toplanıp gerçek vergi yüküne ulaşmada Akalın'ın yaptığı hesaplarında şöyledir.<sup>(22)</sup>

Vergi Yükleri	Yıl	
	1987	1988
1* Konsolide Bütçe vergi yükü	% 15.5	% 14.8
2. Kon. Bütç. + Mah. İdar. + Fon vergi yükü	% 20.7	% 19.7
3. Kon. Bütç. + Mah. İdar. + Fonlar + Parafiskalite vergi yükü	% 23.8	% 22.6
4. Gerçek vergi yükü	36.0	% 32.6

\* Askerlik hizmeti, KİT faktör geliri, konsolide bütçe açığı / emisyon dahil.

Burada vurgulanması gereken iki nokta vardır: Birincisi, altyapı yatırımlarını devlet eliyle yapmaya, sosyal refah devletinin bütün sorumluluklarını yüklenmeye ve sanayisini KİT'ler eliyle kurmaya çalışan bir ekonomide % 13 - % 15'lik ve hatta % 20'lik vergi yükleri gerçekçi gelmemektedir. Bir başka deyişle, OECD ülkelerinden farklı olarak, kalkınmayı da üstlenmiş bir devletin vergi yükünün bu kadar düşük çıkması, üzerinde düşünülmesi gereken bir husustur. Ancak devletin kaynaklar üzerindeki hakimiyeti dolayısıyla GSMH'daki payı dikkate alınınca vergi yükünün düşüklüğü bir nebeze açıklığı kavuşmaktadır. İkincisi, fonların tamamı ve döner sermayeler de bu gerçek vergi gelirlerine katılacak olursa, devlet gelirinin en az 1/3'ünün belkide yarısına yakınının Konsolide Bütçe dışına kaydığı ancak



2/3'ünün TBMM'nin denetiminden geçtiği, geri kalanın ise hükümetin inisiyatifinde olduğu anlaşılmaktadır. Mevcut vergi sistemi, vergi mükellefleri arasında ayırım yaparak, tasarruf sahiplerini vergilendirirken, yatırımları vergiden muaf tutmalıdır. Dolayısıyla kaynak tahsisinde etkinsizlik teşvik edilmektedir. Vergiye direnci artıran ve vergi hasılatını düşüren nominal yüksek artan oranlı tarife yerine, efektif müterakkiyeti pozitif, fakat nominal müterakkiyet yelpazesi daraltılmış bir GV uygulaması önerilebilir (% 5 ile % 25 arasında). Ayrıca ciddi bir asgari geçim müessesesi getirilerek GV'nin geliştirilmesinin tepkisi yumuşatılabilir.

Yani tarifesi daraltılmış ve asgari geçimle güçlendirilmiş, genel bir gelir vergisi tercih edilebilir. Bu bağlamda KDV'nin ve KV'nin tek oranlı ve genel, fakat tepkiye yol açmayacak bir oran ile salınmaları bu vergilerin hasılatını artırdığı gibi, ekonominin arz esnekliği ve aşırı yük konusundaki olumsuz etkilerini azaltacaktır. örneğin KDV için % 5, KV için % 20 gibi. Kişi başına milli gelirin düşük olduğu ülkemizde vergi yükünün düşük olduğu söylenemez. Aslında enflasyonu hızlandıran nedenlerden birisi de vergi yükünü artırma çabalarıdır.<sup>(23)</sup>

Yapılması gereken, yükün artırılması değil, dağılımının adil kılınmasıdır. Çünkü vergi artırmaya yönelik gayretlerin Lafter etkisine yol açmaları muhtemeldir. Kalkınma çabalarını sürdürmekte olan ülkemizde katı ve eski bütçe ve hazine disiplinine uymanın güçlüğüyle, bütçe ve hazine disipliniinde büyük dağılımlar olduğu

yukarıda da ifade edildi. Dolayısıyla ülkemiz koşullarına uygun Konsolide Bütçe, Fonlar, KİT'ler, döner sermayeli kuruluşlar, parafiskalite kurumları (ve hatta mahalli idarelerin vergi gelirleri) kapsanarak bir devlet bütçesi kavramına gidilerek, bütçe ve hazine disiplininin sağlanması gerekmektedir<sup>(24)</sup>. Ancak Meclisin ve Sayıştay'ın denetiminde olsa da vergi gelirlerinin % 78'inin toplandığı bilgisayarlı vergi dairelerinin teşhizi söz konusu fonlarla mümkün olabilmektedir. Bu da, mevcut sistemin ancak dışına çıkılarak modernizasyonun sağlanabileceği kanısını uyandırmaktadır.

OECD ülkeleri içerisinde en düşük vergi toplama maliyeti Türkiye'dedir. Türkiye'de her 100 TL 1.7 TL'ye toplanmaktadır. OECD içinde Türkiye'den sonra en düşük maliyet birim başına 2.5 dolayındadır. Kaldı ki, söz konusu ülke idarelerin hemen hepsi altyapı yatırımlarını tamamlamış ve maliyetlerinin büyük bölümü personel giderlerinden oluşurken, ülkemizde personel giderlerinin büyüklüğü yatırım giderlerinin çok altındadır. Ülkemizde vergi gelirlerinin % 80'i 10 büyük ilde toplanırken % 4'ü KÖY'den (31 il) toplanmaktadır.

Son yıllarda vergi gelirlerinin belli bölümleri belediyelere il özel idarelerine ve fonlara aktarılmaktadır. Bu oran takriben % 17 civarındadır. % 80'lik bölüm ise Bütçeye gelir olarak kaydedilmektedir.<sup>(25)</sup>

(23) Akalın HÜİİBF 1990, s. 179.

(24) Akalın HÜİİBF 1990, s. 180.

(25) Tufan HÜİİBF 1990, s. 224-226.

Bütçe gelir büyüklüklerinde yanlış yorumlamalara yol açacak bazı uygulamalar mevcuttur. Kamu kesiminin gelir vergisi veya diğer bir takım kesintileri, bütçenin gider kısmında yer alır ve aynı zamanda gelir kısmında da yer alır. O halde bu reel bir kaynak değildir. Yine KİT'lerin kârları vergi, zararları da harcamadır. Ancak bunun bir de aksi durumu vardır. KİT'ler piyasa fiyatının altında bir değerle mal satışı yaparlarsa, bunu o zaman vergi yükünden düşmelidir. Çünkü yine özel kesime bir transfer sözkonusu olmaktadır. Nihayet, devlet özel kesimle alışveriş yapmaktadır. Yani özel kesimden mal ve hizmet almaktadır. Yapılan ihalelerde bir takım alımlarda eğer bu devlet kesimine geçen mal ve hizmetlerin değeri bu kendine ödenen paralardan daha düşükse yani devlet bir nevi yutuluyorsa, bu durumda bunun da vergi yükünden düşülmesi gerekir. Dolayısıyla geniş anlamda, ekonomik anlamda bir vergi yükü analizi daha doğrusu reel kamu gelirleri analizi yapılmak isteniyorsa, yukarıdaki unsurların dikkate alınması gerekir. Yani gölge fiyatları hesaplanıp cari fiyatlarla aralarındaki fark bulunmalıdır. Bunun sonucunda şöyle bir ihtimal orta-

ya çıkabilir. Artılar eksileri götürebilir ve sonuçta yine resmi vergi yükü rakamıyla kalınabilir. Hatta eksiler daha fazlaysa, mevcut rakamın altına dahi inilebilir<sup>(26)</sup>

## KAYNAKÇA

- 1) Batirel, Ömer Faruk, Türk Vergi Gelirlerini Artırma Yolları Alternatifler ve Beklentiler, İTOP Yay., 1989
- 2) Buchanan M. James, The Political Economy of Budget Deficits, Oxford, Basic Blackwell, 1994.
- 3) D.P.T., Türkiye Ekonomisi İstatistik ve Yorumları, Aylık Periyodik, Aralık 1994.
- 4) D.P.T., Türkiye İstatistik Yıllığı, Periyodik, 1994.
- 5) D.P.T., Genel Ekonomik Giderler ve Yatırımlar, 1993.
- 6) D.P.T., Uluslararası Ekonomik Göstergeler, Şubat 1993.
- 7) Obtfceith Maurice, "Gelişmekte olan ülkelerde Vergi Reformu", Çev: Sami Kızıncı, Vergi Dünyası, Aralık 1993.
- 8) Tıgrel Ali, "Bütçede Birlik İlkesinin Temini Şartı", Finans Dünyası, Ocak 1993.

---

(26) Ocakoğlu HÜİİBF 1990, s. 228-229

---

# Ayın Ekonomik Olayları

---

Dr. YILDIRIM KILKIŞ

---

## 1997 Yılına Bakış ve Beklentiler

### SORUNLAR

**1**997 yılına başlarken, Türk ekonomisinin geçen yıldan devraldığı önemli sorunlar vardır. Bu sorunların başlıcalarını kısaca belirtelim; yüksek enflasyon, büyük ölçüde bütçe açığı, hızla bozulan dış ticaret dengesi, rant ekonomisinin devamı, yatırımların gerekli boyutlarda gelişmemesi, gelir dağılımının gittikçe bozulması.

Bu sorunların nedenleri, doğal sonuçları ve etkileri de bilinmektedir. Kamu gelirlerinin yetersizliği, hızlı nüfus artışı, iç ve dış borçlanmanın sınırları, ihracatın gelişmemesi gibi. Hükümetin bütün bu sorunları kısa zamanda çözmesi beklenemez, ancak olumlu ve biraz sert politikalarla bir yönelme sağlanması gerekir. Bu yönelmenin demokrasi anlayışı içinde başlatılması, işçi, işveren, tarım ve bürokrasi kesimleri arasında yapıcı diyaloglarla ve küçük politik heveslerin üstüne çıkılarak yapılması zorunludur.

### 1997 Mali Bütçesi

1997 yılı Mali Bütçesi 6.2 katrilyon lira olarak TBMM genel kurulundan geçmiştir. 1996 yılı için Aralık ayı başında 447 trilyon liralık ek bütçe kabul edilmiş ve 1996 yılı bütçe açığı 1.3 katrilyon lira olarak bağlanmıştır. 1997'de de bütçe açığının büyük ölçüde olacağı tahmin edilebilir. Hükümetin kaynak paketlerinin ne şekilde sonuçlanacağı bilinmemektedir, ancak birinci kaynak paketinde yer alan 300 trilyon liralık kamuya ait arazi ve taşınmaz satışını öngören yasanın Anayasa Mahkemesi tarafından iptali, beklentileri şüpheye düşürmektedir.

### Özelleştirme

Özelleştirmeye gelince, gerçekleştirilmiş olan limanların kiralanmasında

şartlar ağırlaştırılmış, 1997'ye sarkacağı bilinen satışlar gündeme gelmeye başlamıştır. Örneğin, Erdemir için teklifler beklenmektedir. Telekom'un özelleştirilmesi Ulaştırma Bakanlığı ile sürtüşme yüzünden gecikmektedir. Kamu arazi ve taşınmazlarının satışı için yasal formüller aranmaktadır. Etibank için teklifler alınmakta, Çaykur'un özelleştirilmesi gündeme getirilmektedir. Kısaca, özelleştirme konusunda şimdilik durum budur.

### **Uluslararası Kredi Notumuz**

Döviz rezervleri 1996 başından sonuna doğru artış göstermiş ve 13 Aralık 1996'da Merkez Bankası rezervleri 18 milyar doları aşmıştır. Bu durum, uluslararası kredi notumuzun Standart and Poors tarafından B+'dan B'ye düşürülmesine engel olamamış, bunun etkisi döviz kurlarında artış şeklinde görülmüştür. Diğer taraftan, Avrupa rating kuruluşu olan IBCA'nın kredi notumuzu BB-'ye düşürdüğü ve bunun nedenlerinin kamuda gerekli reformların yapılmamış olduğu IBCA yetkilileri tarafından belirtilmiştir.

### **İç Borçlanma**

Hazine, 17 Ocak 1996'da gerçekleştirdiği 392 gün vadeli tahvil ihalesini 28 Aralık 1996'da başaramamıştır. Bu son ihalede 192.7 trilyon liralık tahvil iftasına karşılık ancak 69.3 trilyon liralık satış yapılabilmektedir.

### **Sanayi Üretimi ve Otomotiv Sektörü**

Sanayi üretiminde, DiE rakamlarına göre 1996 Ekim ayında % 15.5 artış, on aylık dönemde ise aylık ortalama % 6.6 artış olmuştur. Sanayi yatırımları tekstil sektöründe ön sırayı almaktadır. Rant ekonomisine rağmen, 1996 Kasım ayında 144.7 trilyon liralık yatırım projesi teşvik belgesine bağlanmıştır. Buna karşılık otomotiv sektöründe yan sanayinin, beyaz eşya ve mobilya üretimine yöneldiği anlaşılmaktadır. 1996 Kasım ayında otomotiv üretiminde 1995'e göre % 12 gerileme olmuştur.

Bedelsiz oto ithali ve makine ithali için, 26.677 döviz hesabı açılmış ve 1 milyar 521 milyon mark birikmiştir. Bu başvuruların otomotiv sektöründe % 10 pazar kaybına neden olacağı tahmin edilmektedir. Bu durum, Tofaş ve Renault fabrikalarının 16 gün üretimi durdurma ve Tofaş'ın işçi çıkarmasına yol açmıştır.

### **Enerji Sorunu ve Petrol**

Ülkemizin sanayi, tarım, ulaşım ve konut ihtiyaçlarındaki gelişme, beraberinde enerji sorununda getirmektedir. Bu soruna kömür, hidroelektrik imkanlarının yanında nükleer enerji ve petrol yolu ile de çözümler getirilmeye çalışılmaktadır. Hükümet nükleer enerji konusunda kararlı gözükmektedir. Ayrıca doğalgaz imkanı için Enerji Bakanlığının Rusya dışındaki ülkelerle de anlaşmalar yapmaya çalıştığı öğrenilmiştir.

Petrol konusunda, Körfez savaşından beri kapatılmış olan Kerkük-Yumur-

talık boru hattı nihayet 16 Aralık 1996'da açılmıştır. Ülkemiz, Irak'tan yılda 3.6 milyon ton ham petrol almak üzere bu ülke ile anlaşma yapmıştır. Diğer taraftan üretimini 24 ekim 1996 günü durduran Ataş rafinerisi 20 Aralık 1996'dan itibaren üretime başlamıştır. Yeni yıl dolayısı ile daha ziyade mali konulardan oluşan ayın diğer ekonomik olayları aşağıda ele alınmıştır.

### **Mali Konularla İlgili Olaylar**

Ülkemizdeki uzun süreli kronikleşmiş enflasyonun nedeni ile, her yıl için mali mevzuatla ilgili vergi rakamları veya oranları yeniden tespit edilir. Bu yıl da bu tespitler Aralık ayı içinde yapılmıştır. Bu değişiklikler şöyle sıralanabilir.

### **Yeniden Değerleme Oranı**

4 Aralık 1996 tarihli Resmi Gazetede yayınlanan Vergi Kabul Kanunu Genel Tebliği, yeniden değerlendirme oranını % 72.8 olarak belirlemiştir. Buna göre, bir hesap dönemi sonu itibarıyla yapılacak değerlemede esas olarak bu oran kullanılacaktır. Geçen yıl bu oran % 99.5 olarak uygulanmıştır.

Maliye Bakanlığı tebliğine göre, yeniden değerlemede faiz, komisyon ve kur farkı gibi giderler kazançtır, düşülemeyecektir.

### **Gelir Vergisi Dilimleri Yükseltildi**

Resmi Gazetede yayınlanan ve 1 Ocak 1997'den itibaren yürürlüğe giren Bakanlar Kurulu Kararı ile gelir vergisi dilimleri şöyle tesbit edilmiştir:

- 500 milyon liraya kadar % 25
- 1 milyar lira gelirin, 500 milyon liradan sonrası % 30
- 2 milyar lira gelirin, 1 milyar liradan sonrası % 35
- 4 milyar lira gelirin, 2 milyar liradan sonrası % 40
- 8 milyar lira gelirin, 4 milyar liradan sonrası % 45
- 16 milyar lira gelirin, 8 milyar liradan sonrası % 50
- 16 milyarın üstündeki gelirlerin, 16 milyardan sonrası % 55.

Götürü usûle tabi ticari kazanç sahiplerinin safi kazanç tutarlarına uygulanacak vergiler için tutarlar da yükseltiştir. Buna göre, kalkınmada birinci öncelikli yörelerdeki ve diğer yörelerdeki kazanç tutarları Maliye Bakanlığı Tebliğinde açıklanmıştır.

### **Faize Stopaj Beyannamesi, Banka ve Sigorta Muamele Vergisi Bir Yıl Ertelendi, Fakat Stopajlar % 12 Olarak Tespit Edildi**

1 Ocak 1997 tarihinden itibaren geçerli olacak faiz gelirleri için stopaj beyannamesi uygulaması, Bakanlar Kurulu Kararı ile bir yıl ertelenmiş, fakat stopaj oranı % 12 olarak belirlenmiştir. Kamu kâğıtları olan devlet tahvili, hazine bono-

su, Toplu Konut İdaresi ile Kamu Ortaklığı İdaresi Başkanlıklarının açıkladıkları menkul kıymetlerle, nama ve hamiline yazılı tahvil faizleri de % 12 stopaja tabi olacaktır. Aynı şekilde faizsiz olarak kredi verenlere ödenen kâr payları, kâr zarar ortaklığı belgesi karşılığı ödenen kâr payları ve özel finans kurumlarınca kâr ve zarara katılma hesabı karşılığı ödenen kâr paylarından % 12 stopaj tahsil edilecektir.

Diğer taraftan Bakanlar Kurulu, banka ve sigorta muameleleri vergisinin nispetini belirleyen kararnamenin yürürlük tarihini 1 Ocak 1998 tarihine ertelemiştir.

### **1997 Yılında Vergiler % 72.8 Arttırıldı**

27 Aralık 1996 tarihli Resmi Gazetede yayınlanan motorlu taşıtlar vergisi, harçlar kanunu ve damga vergisi kanununun genel tebliğlerine göre vergi ve harçlar yeniden değerlendirme oranı olan % 72.8 oranında arttırılmıştır.

### **Motorlu Taşıtlar Alım Vergisi ve Motorlu Taşıtlar Vergisi**

1 Ocak 1997'den itibaren geçerli olacak düzenlemelere göre 950 kg. ve bir yaşındaki otomobillerin taşıtlar alım vergisi 68 milyon 390 bin lira, motorlu taşıtlar vergisi 7 milyon 490 bin lira olmuştur.

### **Harç Tarifeleri ve Değerli Kâğıtlar**

Yargı harçları, icraya başvurma harcı, idare harcı, iflas ve konkordota harçları, ticaret sicil harçları, vasiyetname tanzim harcı, vekaletname harcı, ikamet tezkeresi harcı, Dışişleri tasdik harçları, ithalatçı vesikalari, maden işletme ruhsatnameleri, finansal faaliyet izin belgesi harçları, 1997 yılı için geçen yıla ait harçlara göre % 72.8 oranında arttırılmıştır.

Saymanlıklar, bayiler, noterler tarafından kullanılan değerli kâğıtların fiyatları ise 1977 yılı için % 6.6 oranında arttırılmıştır. İthal talep harçlarının gümrük saymanlığına yatırılmasına imkan sağlanmıştır.

### **Damga Vergisi Kanunu Genel Tebliği**

Bu tebliğe göre aktillerin, alım-satım sözleşmelerinin, kefalet, teminat vergileri % 72.8 oranında arttırılmış ve 1997 vergi rakamları tebliğde açıklanmıştır.

### **Çevre Temizlik Vergisi**

Kamuoyunda "çöp vergisi" olarak bilinen aylık çevre temizlik vergisi, 1997 yılı için belirlenen yeniden değerlendirme oranının yarısı kadar yani % 36.4 oranında arttırılmıştır. Maliye Bakanlığının 13 Aralık 1996'da yayınlanan tebliğine göre, binaların kullanım amaçlarına ve niteliklerine göre uygulanacak aylık çevre temizlik vergisi yeniden belirlenmiştir.

### **Emlak Vergisine Esas Olacak İnşaat Maliyetleri**

Maliye Bakanlığı, Bayındırlık ve İskan Bakanlığının Resmi Gazetede yayınlanan Emlak Vergisi Genel Tebliği ile, 1997 yılında uygulanacak bina metre kare normal inşaat maliyet bedelleri açıklanmıştır.

### **DIŞ TİCARET İLE İLGİLİ OLAYLAR**

#### **İthalat Tebliğleri Yayınlandı**

Dış ticaretle ilgili olarak 1996 Aralık ayındaki düzenlemeler 1997 yılı ithalat konularını kapsamaktadır. Aralık ayı sonlarında Resmi Gazetede yayınlanan 19 ithalat tebliği, ithal edilecek malların listesini ve hangi kuruluşlardan uygunluk belgesi alması gerektiğini açıklamaktadır. Resmi Gazetede yayınlanan ithalat tebliğleri şunlardır:

- İzmir Enternasyonal Fuarı,
- Milli Savunma Bakanlığı izni,
- Atom Enerjisi Kurulu izni,
- Gemilerin ithali,
- Telekomünikasyon cihazları,
- Sanayi Bakanlığı izni,
- K.K.T.C.'den ithalat,
- Araç ithalinde izin,
- Kullanılmış mal ithali,
- Telsiz Genel Müdürlüğü izni,
- Merkez Bankası izni,
- Emniyet Genel Müdürlüğü izni,
- Petrol İşleri Genel Müdürlüğü izni,
- Çalışma Bakanlığı izni,
- Ozon tabakasına aykırı olmayan ithalat,
- Boyar maddelerin ithali,
- Sivil havacılık izni,
- Harita Genel Komutanlığı izni,
- Kimyasallar ithali.

### **BANKALARLA İLGİLİ OLAYLAR**

#### **Bankaların Aracı Kurum Yetkisi**

Bankaların, sermaye piyasasında aracılık yapmalarına imkan sağlayabilmesi için aracı kurum yetkisi almalarına Sermaye Piyasası Kurulu tarafından gerekli izin verildi. Buna göre, hâlen 17 bankanın sahip olduğu alım-satım aracılığı,

halka arza aracılık, portföy yöneticiliği, yatırım danışmanlığı ve repo–ters repo yetki belgeleri ile kredili menkul kıymet, açığa satış, satış ve menkul kıymetlerin ödünç alma ve verme işlemleri izin belgelerinin bankaların bünyesindeki aracı kurumlara devredilmesi kararlaştırılmıştır.

### **Chemical Bank'ın Satışına Onay Çıktı**

1991 yılında kurulan Chemical Bank A.Ş.'ini satın almak isteyen Sürmeli grubuna, Hazine tarafından onay verilmiştir. Bu suretle Osmanlı Bankasından sonra bir yabancı banka da milli banka olma durumuna gelmiştir.

### **Tütünbank, Yaşar Bank Adını Aldı**

Tütünbank, Yaşar Bank isminin ilavesi ile, gerçek sahibi olan Yaşar Holding'in bünyesine ismi ile de katılmış bulunmaktadır.

### **Enflasyonun 1996 Sonundaki Durumu**

1996'nın son ayı olan Aralık ayında ülkemizdeki enflasyonun göstergesi olan fiyat indeksleri şöyle olmuştur: DİE rakamları ile, tüketici fiyatları indeksi aylık % 3.4, yıllık % 79.8 olmuştur. Toptan eşya fiyatları indeksi ise aylık % 3.9, yıllık % 85.9 olmuştur.

OECD'nin 1997 enflasyon tahimin % 75'tir.

### **ZAMLAR**

- Seydişehir Etibank Alüminyum Tesisleri ürünlerine 24 Aralık 1996 tarihinde % 2.44 – % 3.96 arasında; 2 Ocak 1997 tarihinden itibaren ise % 5 zam yapılmıştır.

- Posta ve telgraf hizmetlerine 17 Aralık 1996 gününden itibaren % 66 – 100 arasında zam yapılmış, ancak basılmış kâğıtlara ait olan zamlar birgün sonra bir miktar indirilmiştir.

- Ereğli Demir ve Çelik Fabrikalarının (ERDEMİR) ürünleri olan teneke, rulo ve levha mamüllerine 25 Aralık 1996'dan itibaren % 5 – 8 oranlarında zam yapılmıştır.

- 1996'nın son günü, Tekel ürünlerinin fiyatları % 25 – 30 arasında arttırılmıştır.



*Denim*

by

**ordenim**®



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

Cumhuriyet Caddesi No. 255 Kat 5, 80230 Harbiye - İstanbul  
Tel: (0212) 296 28 08 (9 hat), Fax: (0212) 296 28 02

Fabrika P.K. 31 Kayseri, Tel: (0352) 336 26 80, Telex: 49540, Fax: (0352) 336 26 85

## 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» Aylık Dergi, 12 sayı için 1997 Yılı Abone Koşulları;

### YURT İÇİ

6 Aylık: 1.440.000.- TL

1 Yıllık: 2.400.000.- TL

### YURT DIŞI

6 Aylık 25 \$

1 Yıllık: 40 \$

Not: Öğrencilere % 40 indirim yapılmaktadır.

Abone bedeli (.....) TL, aşağıdaki işaretli banka hesabınıza havale edilmiştir.

T. İş Bankası  
Cağaloğlu Şubesi  
Hesap No: 256319

Akbank T.A.Ş.  
Nişanca Şubesi  
Hesap No. 10469-5

Yapı Kredi Bankası  
Çemberlitaş Şubesi  
Hesap No. 2269-9

Ziraat Bankası  
Beyoğlu Şubesi  
Hesap No. 768

T. Ticaret Bankası  
Nuruosmaniye Şubesi  
Hesap No: 21345

«EKONOMİK VE SOSYAL YAYINLAR A.Ş.» adına, abone bedeline ilişkin, bankaya yatırdığınız maktubuzun (ve öğrenci iseniz, öğrenci kimliğinizin) fotokopisini, yukarıdaki 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 • Tel: 518 17 32



Güzel bir dünyanın içeceği. **EFES Pilsen**

# Renault I9 Europa... Yıllarca yepyeni..



Renault I9 Europa... Evet, estetik; evet, çok çekici, çok konforlu, çok dinamik... Tutkuyla bağlanacağınız bir otomobil... Üstelik, Renault I9 Europa sağlamlığı estetiğe feda etmiyor. Hem görünümüyle, hem de sağlamlığıyla yıllarca yeni.. yepyeni kalıyor Renault I9 Europa 1.8i RTi geniş iç mekanında sürücüyü ve yolculara mükemmel bir konfor sunuyor.. Hidrolik ve yükseklik ayarlı direksiyon, elektrikli diş dikiz aynası,

standart klima, ileri teknoloji ürünü, güçlü, çevre dostu motor ve diğer tüm üstün özelliklerini uzun.. çok uzun yıllar aynı kalitede, aynı mükemmellikte yaşıyor. Renault I9 Europa'nın 1.8i RTi ile birlikte 1.6 RT, 1.4 RN ve 1.4i RT'den oluşan 4 değişik tipinden hangisini seçerseniz seçin, bu sizin en uzun süreli tutkunuz olacak. Çünkü yıllar geçecek, Renault I9 Europa hep yeni kalacak.

