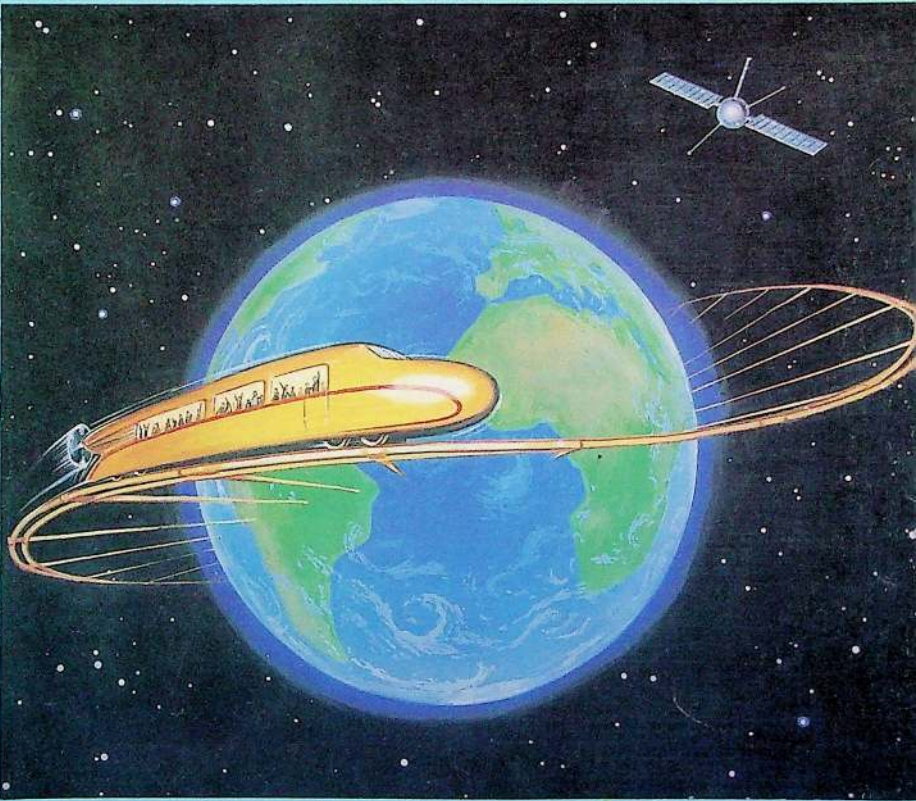


# BANKA VE EKONOMİK YORUMLAR 10

AYLIK DERGİ  
YIL : 34  
EKİM 1997  
•  
250.000 LİRA



- AVRUPA BİRLİĞİ'NDE GELİR DAĞILIMI POLİTİKALARI VE YENİDEN DAĞITIM MEKANİZMALARI
- GLOBALLEŞME VE İKTİSAT POLİTİKASI



## Dünden bugüne... Emlak Bankası !

1926 yılından bu yana, yüzbinlerce aileyi ev sahibi yapan **Emlak Bankası**, bugün de *Istanbul'da Bahçeşehir, Ataşehir, Sinanoba, Mimaroba, Mutlukent, Bizimkent; Ankara'da Bilkent, Konutkent, Elvankent, Etlik, Ümitkent; İzmir'de Gaziemir, Mavişehir* projeleriyle çağdaş Türk insanına yaraşan yaşamları sunmayı sürdürüyor.

Her türlü sosyal, kültürel ve ticari altyapıya sahip olmalarının yanı sıra, ekonominin en değerli yatırım aracı oluşlarıyla da her zaman yaşatan ve kazandıran **Emlak Bankası** projelerinde siz de yerinizi alın.



# EMLAK BANKASI

## BANKA VE EKONOMİK YORUMLAR

EKİM 1997 • YIL: 34 • SAYI: 10 • 250.000 LIRA (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 Alkin • Prof. Dr. Güven Alpay • Dr. Orhan Altan • Tevfik Altınok • Prof. Dr. Mustafa A. Aysan • Prof. Dr. Ömer Faruk Batırel • Dr. Metin Berk • Prof. Dr. Ünal Bozkurt • Prof. Dr. Kenan Bulutoğlu • Prof. Dr. Nasuh Bursalı • Yavuz Canevi • Ege Cansen • Haluk Ceyhan • Mehmet Gün Çalika • Özer U. Çiller • Bülend Çorapçı • Ahmet Demirel • Zeki Doşluoğlu • Necdet Durakbaşı • A. Aydın Dündar • Gazi Erçel • Kaya Erdem • Tarhan Erdem • Oktay Erisoy • Prof. Dr. Cumbur Ferhan • Prof. Dr. Atilla Gönenli • Prof. Dr. Emre Gönenşay • Doç. Dr. Seyfettin Gürsel • Prof. Dr. Zeyyat Hatiboğlu • Erhan İşıl • Prof. Dr. Haluk A. Kahanlioğlu • Prof. Dr. Müh. Kemal Kafalı • Adnan Başer Kafaoglu • Y. Doç. Dr. Ahmet S. Kalın • A. Nazif Keyman • Prof. Dr. Yıldırım Kılıç • Prof. Dr. Tamer Koçel • Kemal Kurdaş • Prof. Dr. Kemal Kurtuluş • Prof. Dr. Erol Mansalıt • Prof. Dr. Orhan Morgül • Prof. Dr. Erdoğan Moroğlu • Ziya Nebioğlu • Ergin Neug • Alp Orçun • Rahmi Önen • Prof. Dr. İsmail Özastan • M. Celalettin Özgen • Ertan Özgür • Tunçay Özlhan • Selâhattin Özmen • Ertuğrul İhsan Özal • Prof. Dr. Ergün Ozsunay • Prof. Dr. Merih Paya • Prof. Dr. Reha Poyroy • Prof. Dr. Dündar Sağlam • Halit Soydan • Prof. Dr. Mehmet Şükrü Tekbaş • Osman N. Torun • Fikret M. Tuncer • Nezir Tunçşiper • Prof. Dr. Gül G. Turan • Doç. Dr. Şeref Türan • Prof. Dr. T. Güngör Uras • İbrahim Ülkem • Dr. Cüneyt Ülsever • A. Doğan Yalın • Melih Tarık Yaşa • Doç. Dr. Güksel Yücel • Prof. Dr. Ahmet Yüksel

**Yazı Kurulu**

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

**Genel Yayın Yönetmeni**

**MUSTAFA BARIŞ**

## BU SAYIDA

<b>Ramazan Gökbnar</b>	
<b>Erhan Okmen</b>	
Avrupa Birliği'nde Gelir Dağılımı	
Politikaları ve Yeniden Dağıtım	
Mekanizmaları .....	3
<b>Yrd. Doç. Dr. Selim Erdoğan</b>	
İşsizlik .....	19
<b>Doç. Dr. Mehmet Bolak</b>	
Sermaye Piyasası.....	21
<b>Ekonomik Göstergeler (İç) .....</b>	28
<b>Dr. İdil Özlem Koç</b>	
Şirketlerin Halka Açılması .....	29
<b>Dr. Yüksel Birinci</b>	
Globalleşme ve İktisat Politikası .....	47
<b>Ekonomik Göstergeler (Dış) .....</b>	60
<b>Dr. Yıldırım Kılıç</b>	
Aynı Ekonomik Olayları .....	61
<b>Abone Formu .....</b>	64

## Oyak Sigorta

850 milyar sermayesi,  
Ordu Yardımlaşma  
Kurumu, Türkiye Emlak  
Bankası ve Fransa'nın  
büyük sigorta şirketi  
Axa'nın ortaklığıyla  
**daha güçlü...**

Müşteri mutluluğunu  
temel alan ve değişen  
müşteri beklentilerini  
etkin bir biçimde  
karşılatabilecek  
yepyeni organizasyon  
yapısıyla  
**daha çağdaş...**

6 Bölge Müdürlüğü,  
449 acentesi, 390 Emlak  
Bankası şubesi,  
eğitilmiş, genç ve uzman  
kadrosuyla  
**daha dinamik...**

*ve istikrarlı  
büyüme ilkesiyle zirveye  
daha yakın...*

**Daha...**

## OYAK SİGORTA

Genel Müdürlük: Meclisi Mebusan Cad.

Oyak İş Hanı, No: 81 80040 Salıpazarı-İSTANBUL

Tel: (212) 252 60 20 Faks: 249 48 28

Ankara: (312) 232 20 30 Faks: 232 17 24

İzmir: (232) 464 33 00 Faks: 463 39 97

Adana: (322) 457 19 65 Faks: 457 45 10

Bursa: (224) 250 40 60 Faks: 250 40 62

Samsun: (362) 234 15 55 Faks: 230 20 42

Anlalya: (242) 247 49 00 Faks: 242 47 68



# İnceleme

## RAMAZAN GÖKBUNAR

*Celal Bayar Üniversitesi, İİBF Maliye Bölümü Araştırma Görevlisi*

## ERHAN ÖKMEN

### Avrupa Birliği'nde Gelir Dağılımı Politikaları ve Yeniden Dağıtım Mekanizmaları

#### 1- GİRİŞ

**T**üm toplumsal çabalar ve mücadeleler, esas olarak toplumun maddi zenginliğinin, gelirinin artırılması ve paylaşılması etrafında yoğunlaşmaktadır. Toplumda hukuk, eğitim, ahlak, sanat, sağlık ve siyaset gibi konularda yürütülen uğraşlar aslında bir gelir paylaşımı mücadelesine indergenebilir.

Refah devleti, ikinci dünya savaşından sonra sanayileşmiş ülkelerde çalışan kesimle, iş dünyası ya da işverenler devlet arasında varılan bir uzlaşmaya dayanak olarak ortaya çıkmıştır. Refah devleti bir anlamda çalışan kesimlerin siyasi örgütlerinin liberal dogmalarla baş kaldırmaya meyillidir. İkinci Dünya Savaşı sonrasında yaygın bir uygulama alanı bulan "Refah Devleti," kamunun sos-

yo-ekonomik yaşama yoğun müdahalelerini içermektedir (Şaylan, 1995 : 59-60).

Günümüzde gerek gelişmiş gerekse gelişmekte olan ülkeler ekonomilerini yönlendirmek, ekonomik ve sosyal beklentileri cevaplamak kamu harcamaları aracılığıyla sağlamaya çalışmaktadırlar. İleri sanayi ülkelerinde dahi kişi başına gelir arttıkça, kamu harcamaları yolu ile karşılanan gereksinimlerin toplam tüketim içindeki payı yükselmiştir. Aslında kamu harcamalarının artması çağdaş devlet anlayışının bir sonucudur. Evrensel kabul gören sosyal devlet anlayışı ile birlikte, kamu kesiminin görev ve faaliyet alanlarının ekonomik kalkınmayı gerçekleştirme, işsizlikle mücadele, sosyal-kamusal faaliyet alanlarının genişlemesi v.b. kamu harcama artışına neden olan başlıca faktörlerdir.

Devlet kamu harcamaları yaparken gelir dağılımının da değişikliği planlamış dahi olsa, harcamaları yaptığı grup lehine bu değişiklik gerçekleştirmektedir. Devlet, toplumun tüm üyelerine eşit bir biçimde kamusal mallarının üretimini sağlamakta, bunun yanında piyasa ekonomisi tarafından yeterli düzeyde gerçekleştirilemeyen yarı kamusal malların üretiminde de (sağlık, eğitim v.b.) fiyatları düşük tutup ya da ücretsiz olarak herkese bu hizmetlerden yararlanabilme olanağı sağlamaktadır.

Bu çalışmada, Avrupa Birliği ülkelerindeki gelir dağılımı incelenerek, bu ülkelerin sosyal refah politikaları ve mekanizmaları üzerinde durulmakta ve bu ülkelerde refah politika aracı olarak büyük öneme sahip yapısal fonlar ve bu fonların gelir dağılımına, refaha etkileri incelenmektedir.

## II. AVRUPA BİRLİĞİ'NDE REFAH POLİTİKALARI VE MEKANİZMALARI

Avrupa Birliği'nde (AB) üye ülkeler bazında olduğu gibi topluluğunun genel politikası içinde ve sosyal refah toplumu olma özellikleri kendini duyurmaktadır.

AB kuruluşundan bu yana ekonomik büyüme ve güçlenme temel amaç olurken, yaşama şartlarının yükseltilmesi de ikinci amaç olmaktadır. Bugün oniki üyeden onbeş üyeye yükselen, ülkeler arası farklılıkları artıran Birliğin ekonomik bütünleşmenin yanı sıra sosyal bütünleşme arayışı içinde olduğu açıktır. Bugün ekonomik yapıda bazı kısıtlama ve sınırlamaların kaldırılması anlamında "olumsuz bütünleşme" den, çok çeşitli

alanlarda uyum ve birliğin sağlanması anlamında "olumlu bütünleşme" ye doğru gidildiği belirtilmektedir (EC, 1994. 43).

### A- Avrupa Birliği'nde Refah Politikaları

#### 1- Avrupa Birliği'nde Sosyal Politika

AB, gerek sosyal güvenlik sistemleri, gerekse sağlık, eğitim, işgücü, istihdam ve diğer sosyal politikalar açısından gelişmiş ülkelerden oluşmaktadır. Üye ülkeler arasında sosyal hizmetlerin idari yapısı, temel felsefe ve hedef alınan kitle, amaç ve uygulanış biçimi açısından önemli farklılıkların bulunmasının yanı sıra, gelişmişlik düzeyi açısından da farklılıklar bulunmaktadır. Örneğin, Portekiz, İspanya ve Yunanistan'ın bir refah devleti olarak vatandaşlarına hizmet verebilme ve güvence sağlayabilme düzeyi Almanya, Hollanda, Danimarka, Belçika ve Fransa'dan geridir. Bununla beraber, tüm üye ülkeler bu ortak paydalara sahiptirler.

Birliğin sosyal politikası esasen istihdam, işçi sağlığı ve güvenliği, sosyal maliyetler, işgücü mobilitesi ve sosyal harcamalarla ilgilidir. AB sosyal alanda, üye devletlere belirli bir model empoze etmemektedir. Her üye devlet kendi sosyo-ekonomik yapısına uygun sistemi uygulamakta serbest olmakla birlikte, ulusal sistemler içinde yer alması gereken bazı sosyal standartlar bulunmaktadır. Avrupa Sosyal Şartı 1989 yılında İngiltere haricindeki üye ülkeler tarafından kabul edilmiştir. Sosyal Şart, AB vatandaşları için şu hakları kapsamaktadır. "Serbest dolaşım" , "çalışma ve

eşit ücret hakları", "daha iyi yaşama ve çalışma koşullarına sahip olma hakkı", "örgütlenme ve toplu sözleşme hakkı", "mesleki eğitim hakkı", "kadın ve erkek arasında eşit muamele görme hakkı", "çocuk ve ergenlik çağındaki gençlerin yasalarla korunma hakkı", "işçiler için bilgilendirilme, danışılma ve yönetime katılma hakkı", "işte korunma ve güvenlik hakkı", "yaşlılar için emeklilikten sonra düzenli bir yaşam standartlarına sahip olma hakkı", "özürlüler için sosyal ve mesleki entegrasyon hakkı".

Maastricht Antlaşması'yla sosyal taraflar olan işçi ve işveren kesimlerinin arasındaki diyalogun sosyal alanda yaşama temel oluşturması yolu açılmış ve işçi sağlığı ve iş güvenliği yanında çalışma koşulları, işçilerin bilgilendirilmesi ve danışma, iş piyasasıyla ilgili fırsatlar ve iş hayatında muamele konusunda kadın ve erkek arasında eşitlik ve işgücü piyasası dışında kalmış kişilerin entegrasyonu konularında mevzuatın onaylanmasında oy birliği zorunluluğu kalkmış, nitelikli oy çokluğu sistemi getirilmiştir. Ekonomik ve parasal birliği hedefleyen Birlik sosyal boyutunda geliştirilme öncelik tanımaktadır.

## 2- Avrupa Birliği'nde Bölgesel Politika

Avrupa ekonomisi, uluslararası ticaretin serbestleştirilmesi, sanayi ve teknolojinin globalleşmesi ile bağlantılı olarak büyük değişimlere doğru yönelmektedir. Uluslararası anlaşma süreci, sadece AB'nin kendi içinde değil, Avrupanın uzun süredir bağlarının ve ilişkilerinin bulunduğu diğer ülkeler ve ticaret blokları açısından da

büyük bir etkileşime neden olmaktadır.

AB, pazar büyüklüğü, teknolojik gelişim ve dünya ticareti içinde sahip olduğu pay itibarıyla değerlendirildiğinde, bu global rekabet ortamından soyutlanması mümkün olmayan bir yapıya sahiptir. AB, gerek dünyadaki globalizasyon hareketlerine uyum sağlayabilmek gerekse kendi bünyesinde dengeli bir entegrasyon oluşturabilmek amacıyla, çeşitli bölgeleri arasında mevcut sosyo-ekonomik farklılıkları gidermeye yönelik bölgesel politikalar izlemektedir.

Konjonktürel krizler ve belirli sektörlerde (demir-çelik, gemi yapımı, tekstil gibi) eskiyen teknolojiye bağlı olarak yaşanan krizler, AB içinde bölgesel kalkınma alanında bir politika oluşturma ve geliştirme ihtiyacı doğurmuştur. İlk defa 1975 yılında AB bölgesel politikasının temelleri atılmış ve üye ülkelerde bölgesel kalkınmanın sağlanmasına yardımcı olmak üzere Avrupa Bölgesel Kalkınma Fonu (ERDF) kurularak bu alanda önemli bir mali araç meydana getirilmiştir. AB bölgesel politikasının oluşturulması ile de tüm yapısal yardımlar koordinasyonlu bir yapıya ve düzene kavuşturulmuştur. Birliğin bölgesel ve diğer politikalarının, entegrasyon girişimleri çerçevesinde şekillenmesinin yanı sıra 1991 Aralık ayında üye ülke hükümetlerinin, Birlik içi dayanışma ve uyumu, ekonomik ve sosyal anlamda ilerlemenin temel koşulu olarak gösteren Maastricht Antlaşması'nı imzalamalarıyla bölgesel politikaya yeni bir boyut kazandırılmıştır. "Birliğin bütününün uyumlu kalkınmasının geliştirilmesi için, Birlik ekonomik ve sosyal bütünleşmesini güçlendirmeyi

amaçlayan bir faaliyet geliştirir ve izler. Özellikle, Birlik çeşitli bölgelerin kalkınma seviyeleri arasındaki farkı ve kırsal alanlar da dahil olmak üzere en olumsuz koşullara sahip bölgelerin geri kalmışlığını azaltmayı hedefler." Diğer bir madde ise bu belirtilen hedeflere ulaşabilmek için yapılması gerekenleri (Üye Devletlerin ekonomi politikaları arasında, ortak politikalar da ve iç pazar ile ilgili konularda koordinasyonun sağlanması) ele almaktadır.

AB bölgesel politikası, ulusal bölgesel politikaların yerini almaya yönelik değildir. Üye devletler öncelikle kendi bölgelerinde alt yapıyı teşvik etmek ve iş alanlarının meydana getirilebilmesi için yatırımlara finansal destek sağlamak yoluyla sorunlara çözüm bulmak durumundadırlar. Bununla birlikte Birlik bölgesel politikaları yönlendirici çerçeveyi belirleyerek ve bazı ilkeler koyarak ulusal, bölgeler politikaları koordine etmektedir. (Çalış, 1995: 31-32).

### 3- Avrupa Birliği'nde Tarımsal Politika

Roma Antlaşması, Ortak Tarım Politikası'nın amaçlarını şu şekilde belirtmektedir:

- Teknik ilerlemeyi geliştirerek, tarımsal ürünlerin rasyonel gelişmesiyle üretim faktörlerinin, özellikle el emeğinin en iyi şekilde kullanımını sağlayarak tarımın verimliliğini artırmak,

- Böylelikle özellikle tarımda çalışanların kişisel gelirin yükseltilmesiyle tarımsal nüfusa dengeli bir yaşam düzeyi sağlamak,

- Piyasalara kârlılık kazandırılmasını sağlamak,

- Tarım ürünleri ihtiyaçlarındaki güvenliği garanti etmek,

- Tüketici fiyatlarını normal düzeyde tutmak.

Ortak Tarım Politikası uygulamasına 1962 yılından itibaren başlanmıştır. Bu politikaların temel ilkeleri; piyasa birliği etkisi, ortak tarımsal pazar birliğin önceliği ve ortak mali sorumluluktur. Piyasa birliği ilkesi, Birlik içinde malların serbestçe dolaşımını öngörmektedir. Bunun sağlanması içinde gümrüklerin ve tarife dışı engellerin kaldırılması hukuksal açıdan ortak kuralların oluşturulmasını gerektirmektedir. Birliğin önceliği ilkesi, Ortak Tarımsal Pazar'ı oluştururken Birlik tarımsal üretiminin ve Birlik üreticisinin dış piyasalara karşı korunmasının ve önceliğinin bulunması anlamındadır. Ortak mali sorumluluk ise, tarım politikası harcamalarının ortak bir fondan karşılanmasıdır. Bu ilke uyarınca Avrupa Tarımsal Garanti ve Yönlendirme Fonu (FEOGA) oluşturulmuştur.

Ortak piyasa düzenleri, fiyat politikası, Birlik içi serbest dolaşım politikası Birlik dışı üçüncü ülkelerle alışveriş politikası, rekabet politikası ve finansman politikası olmak üzere beş politika içermektedir.

Taban fiyat niteliğindeki müdahale fiyatlarıyla üretici geliri belirli bir düzeyde tutulurken tavan fiyatları ile de tüketicinin korunması sağlanmaktadır. Ayrıca, destekleme alımı uygulamalarında da bazı ürünler için müdahale fiyatı uygulaması söz konusudur. Birlik tarımsal üretimi üçüncü ülkelere karşı da korunmaktadır. Fiyat politika-



sı dışında kalan bazı ürünler içinde üretici yardımları söz konusudur. Fiyat politikasıyla desteklenen bazı ürünler için ek olarak üretici yardımları uygulaması da söz konusu olabilmektedir. Ayrıca Birlik tarım ürünü işleyen sanayicilere imalatçı yardımlarıyla, tüketiciye de tüketici yardımlarıyla destek olarak tüm kesimleri korumacılık kapsamına almış bulunmaktadır. Birlikte bazı ürünler için ortaya çıkan üretim fazlaları da üretim kotaları ve ortak sorumluluk vergisi gibi uygulamalarla önlenmeye çalışılmaktadır. Dış ülkelere karşı korunma amacıyla fark giderici vergi, gümrük vergisi gibi uygulamalarda söz konusu olmaktadır (Arıkbay, 1995: 35-36).

### **B— Avrupa Birliği'nde Refah Politika Aracı Olarak Yapısal Fonlar**

AB entegrasyon sürecinin ve AB politikalarının üye ülkeler üzerindeki yapısal dengesizliklerden kaynaklanan eşit olmayan etkilerinin dengelemesi için ulusal yardım tedbirlerinin ölçeklerine karşılık daha geniş ölçekli destekle bulunmak amacıyla çeşitli mali araçlar geliştirilmiştir. Bu araçların başında Yapısal Fonlar gelmektedir. Ayrıca başta Avrupa Yatırım Bankası olmak üzere Topluluğun kullandığı başka mali araçlarda vardır. Yapısal Fonların amaçları;

#### **(i) Geri Kalmış Bölgelerin Kalkındırılması ve Yapısal Değişim Amacı**

Temel olarak Avrupa Bölgesel Kalkınma Fonu (ERDF)'nin asli görevidir. Avrupa Sosyal Fonu (ASF), Av-

rupa Tarımsal Garanti ve Yönlendirme Fonu (EAGGF) söz konusu amaçta iştirak etmektedirler. 1989 - 1993 dönemi için öngörülen toplama harcamaların 2/3 si bu bölgelere harcanmıştır. Bu bölgelerin en tipik özellikleri, kişi başına milli gelirlerinin Birlik ortalamasının % 75'inin altında olması, ekonomilerinde verimsiz zirai faaliyetlerinin önemli yer tutması ve yüksek oranlı işsizliktir.

#### **(ii) Gerileyen Sanayi Bölgelerinin Yeniden Yapılanması Amacı**

Temel olarak Avrupa Bölgesel Kalkınma Fonu (ERDF)'nin görevidir. Avrupa Sosyal Fonu'da iştirak etmektedir. Bu amaçla kırk yıl önce Batı ekonomisini temel taşları olarak adlandırılan hammadde işleme bölgeleri kapsamaktadır.

Amaç kapsamında, eski endüstri alanları üzerinde yeni sanayi ve ticaret yatırımları yoluyla uygun eğitim ve istihdam projelerinde kapsamak üzere verimli faaliyet alanları oluşturulacak ve desteklenecektir.

#### **(iii) İşsizlikle Mücadele Amacı**

Uzun dönemli işsizlikteki artış özellikle güney İtalya'da, Belçika'nın bazı bölgeleri, İspanya ve İrlanda'da önemli bir problem halindedir. Birlik'te genel işsizlik oranı % 8.9 iken, gençlerde (% 14-24) bu oran iki katına kadınlarda ise % 20 ye ulaşmaktadır. Kadınlar arasındaki işsizlik, özürülü insanların iş hayatında karşılaştığı güçlükler, göçmen işçilerin izole edilmeleri gibi sorunlar öncelikle çözümlenmesi amaçlanmaktadır.

#### (iv) Ortak Tarım Politikasının Destek amacı

Tarımsal yapıların modernizasyonu, ürün değişimi ve gelişimi amaçlanmaktadır. Zirai istihdamın toplam istihdam içinde önemli paya sahip olduğu tarımsal gelir ve kişi başına mil- le gelirin düşük olduğu kırsal alanların kalkınmasının desteklenmesi amaçlanmaktadır (İGEME, 1995: 107 – 111).

Sosyal politikaların uygulanması için AB mali kaynaklarından sağlanan Avrupa Bölgesel Kalkınma Fonu, Avrupa Sosyal Fonu ve Avrupa Tarımsal Garanti ve Yönlendirme Fonu'dur.

#### 1– Avrupa Bölgesel Kalkınma Fonu

Avrupa Bölgesel Kalkınma Fonu'nun temel amacı bölgesel ayrımlarının azaltılmasıdır. Birlik sosyal politikası bütünleşmenin sağlanması açısından üyeler arasındaki ayrımları gidermeyi öngörmektedir. Bu nedenle gelir dağılımı ve işsizlik gibi konularda bölgesel ayrımların azaltılması için geri kalmış bölgelerdeki kalkınma çabalarının desteklenmesine gerek du-yulmaktadır.

Bölgesel gelişmişlik farklarını giderme amacına yönelik yatırım ve üretimi sübvansetme amacıyla kullanılan bu fon, Birlik programlarına doğrudan veya aynı konuda uygulamaya konulmuş ulusal yardımlara ilave katkı olarak dolaylı finansman sağlamak ve projelerin kapsamını tesbit etmiş olduğu politikayla sınırlayarak üye ülkelerin ulusal kaynaklarına yön vermektedir (Ineci, 1993: 173).

Birlik bölgesel gelişmişlik farklarının giderilmesine yönelik olarak iki yönü olan bir politika izlemiştir. Birincisi, bölgesel gelişmişlik farklarını gidermeye yönelik ulusal kaynaklardan sağlanan devlet yardımlarına Birlik kurallarının öngördüğü genel yasaklamadan muafiyet tanımak, ikincisi bizzat kendisi yani Birliğin ortak mali kaynaklarından bölgesel kalkınmayı hedefleyen projelere destek sağlamaktır. Avrupa Bölgesel Kalkınma Fonu şu tür programları finanse etmektedir: Avrupa Birliği Programları, Ulusal Programları, Projeleri ve Yerel Potansiyellerin Geliştirilmesine yönelik tedbirler.

#### (i) En Düşük Gelişmişlik Düzeyindeki Bölgelere Yapılan Yardımlar

Birlik, bölgeleri iki ana grupta toplamış ve her grup için uygulanacak yardım miktarları ile ilgili olarak ayrı ayrı tavanlar tesbit etmiştir. İlk grubu en düşük gelişmişlik düzeyindeki bölgeler oluşturmaktadır. Birlik bu bölgeleri, son üç yılın kişi başına GSYİH ortalamasının Birlik ortalamasından en az % 25 düşük olduğu bölgeler olarak tanımlamıştır.

#### (ii) En Düşük Gelişmişlik Düzeyindekiler Dışındaki Yardımlar

İkinci grup bölgeler en az gelişmişlik düzeyindekiler dışında kalan nisbi gelişmişlik azlığına sahip bölgelerdir. Birliğin ortak çıkarına aykırı düşecek tarzda değiştirmemesi koşuluyla bazı ekonomik bölgelerin kalkınmasını kollaştırmaya ayrılan yardımlar olarak tanımlanmaktadır.

Birlik bir bölgenin gelişmişlik düzeyinin diğer bölgelere göre düşük olup olmadığını tesbit ederken iki alternatif kriterden yararlanmaktadır. Bu kriterlerden ilki, kişi başına GSYİH ya da faktör fiyatlarıyla Gayri Safi Katma Değer (GSKD), diğeri Yapısal İşsizliktir. İlk kriterin uygulanmasında önce minimum düzeyde bir bölgesel farklılığın bulunup bulunmadığı araştırılmaktadır. Buna göre eğer incelenen bölgede gelir (kişi başına GSYİH/GSKD cinsinden) o üye devlet ortalamasının en az % 15 altında ise bu bölge minimum bölgesel farklılığın bulunduğu bölgedir. Bu tesbit diğer kriter yardımıyla yapılacak olursa aynı sonuca eğer Yapısal İşsizlik o üye devlet ortalamasının % 10 üzerinde ise bu yardıma gidilecektir. Endeksiye yapıldığında üye devletin ortalama kişi başına GSYİH/GSKD değeri 100 iken, ele alınan bölgenin ki 85'in üstünde olmayacak, öte yandan yine o üye devletin ortalama Yapısal İşsizlik değeri 100 iken söz konusu bölgenin ki 110'un altında olacaktır.

Bu kriterler ayrıca her bir üye ülke için ayrı ayrı tesbit edilmekte ve bu standartlara uyan bölgeler için ayrıca işsizlik, istihdam, nüfus, göç, ekonomik faaliyet yapısı, yatırım, coğrafik durum ve alt yapıya ait Topluluk ve ilgili üye ülke istatistik verilerindeki gelişmelerle ilgili değerlendirilmeler yapıldıktan sonra incelenen bölgeye yardım yapılabilmesi mümkün hale gelmektedir.

## 2- Avrupa Sosyal Fonu

Avrupa Sosyal Fonu'nun amacı istihdam fırsatlarını geliştirmek, bu amaçla iş gücünün yeniden eğitilme-

si, yeniden işe yerleştirilmesini teşvik etmek ve iş gücünün Birlik içi coğrafik mesleki ve sektörel mobilitesini arttırmak olan bu fon üye ülkeler arası gelişmişlik farklarının giderilmesi ve sanayide yapısal değişim ana hedeflerine hizmet etmektedir.

1993 yılında Fonun araçlarıyla tahsis edilen kaynakları ekonomik ve sosyal sorunların artması nedeniyle yeterli olmadığı belirlenmiş, çeşitli reformlar yapılmıştır. Bu yıldan itibaren Komisyonun yardım edeceği bölgelerin seçiminde özerk davranması, yardımların ise, iştirak ettiği amaçların yanısıra; uzun dönemli işsizlere, çalışma hayatına dönmek isteyen kadınlara, özürülülerden çalışmak isteyenlere, göçmen işçiler ve ailelerine, teknolojik nedenlerle yeniden eğitilmesi gerekenlere ve bu eğitimlerde eğitimci olarak çalışacaklara yöneltilmesi kararlaştırılmıştır.

Fonun finansmanı ise; Avrupa Sosyal Fonu Birlik bütçesinin zorunlu olmayan harcamalarındandır. Fonun mali kaynakları ise Birlik Genel Bütçesinden alınan bazı tahsislerden oluşmuştur. Bunlara ilaveten: Bir önceki mali yıldan devreden miktarlar, üye ülkelerin en son ödeme müracaatlarından doğan ve harcanmamasına karşın tekrar kullanılmasına izin verilen miktarlar, değişik para cinsinden yapılan tahsislerde görülen kur farklarından kaynaklanan miktarlar, Birlik Genel Bütçesi'nin "eski birikim" için aktarılan indirim miktarlarıdır (İGEME, 1995: 118-121).

Fon, işgücü ve arz talebinin yönlendirilmesi için; çalışanlara yeniden mesleki eğitim ve yeniden işe yerleşme tazminatları vererek yeni istihdam imkânları sağlamaktadır. İşletmenin

biyle istihdam edilme özelliğinin bir kısmını veya tamamını kaybeden işçilere yardım yaparak ücretlerinin düşmemesini sağlamaktadır. Fon tarafından desteklenen mesleki eğitim öncelik alanları ise; tarımdan ayrılan nüfus, dokumacılık ve giyim sanayiinin değişmesinden etkilenenler, göçmen işçiler, sakatlar ve kadınlardır. İstihdam talebi öncelik alanları: Geri kalmış yörelere ve önemli sanayilerin gerilediği yöreler, çok sayıda firmanın karşılaştığı istihdam güçlükleri, küçük ve orta boy işletmeler, teknolojik değişmeye uyum, sakatlar, 35 yaşın üstündeki kadınlar ve yaşlı işçilerdir.

Fondan yardım alabilmek için üye ülkelerin talepte bulunmaları gerekmektedir. Ülkeler, Fon görevleri arasında sayılan konularla ilgili olarak yaptıkları harcamaların % 50'sini Fon'dan talep edebilirler (Dülger, 1991: 98). Fon, kaynaklarının % 75'ini 25 yaşın altındakilerin eğitimi ve istihdamına ayırmaktadır. Bu Fon'un yardımları sayesinde gençlerin istihdam ve eğitimine ilişkin olarak; okuldan ayrılanlar için temel mesleki eğitim, yeni teknolojilerin kullanılabilmesi için gerekli ileri ya da yeni becerileri kazandırmaya yönelik eğitim çalışmaları yapılmakta ayrıca özel sektöre ilişkin ücret sübvansiyon planları bulunmaktadır. Fon, kaynaklarının % 45'ini geri kalmış bölgelere tahsis etmektedir (TISK, 1990: 23). Ayrıca Fon, gerileyen sanayi bölgelerinin yeniden yapılanmasına da tahsisat ayrılmaktadır.

### 3- Avrupa Tarımsal Garanti ve Yönlendirme Fonu

AB, tarım sektöründe uygulanan ortak Tarım Politikasından doğan har-

camaları finanse etmek amacıyla Avrupa Tarımsal Garanti ve Yönlendirme Fonu, Avrupa Topluluğu Bakanlar Konseyi tarafından 1962 de kurulmuştur. Avrupa Tarımsal Garanti ve Yönlendirme Fonu (EAGGF) tek başına ayrı bir Fon olmayıp, Birlik bütçesinin bir bölümüdür.

Fon'un kuruluş amacı tarım arz ve talebini denkleştirmek, fiyat politikasını düzenlemek ve ürün fazlalıklarını satın almak için gerekli harcamaları ve ödemeleri yapmaktır. Üye ülkeler önce ödemede bulunurlar. Sonra yaptıkları ödemelerin iadesi için EAGGF'ye başvururlar. Harcamalar, Konsey tarafından alınan kararlar uyarınca Fon tarafından üstlenilmektedir (Tunç, 1990: 51-52).

Avrupa Tarımsal Garanti ve Yönlendirme Fon'un Gelir Kaynakları: Prelevmanlar, Topluluk üyesi olmayan ülkeler ile yapılan ticaretten alınan gümrük vergisi dışındaki tahsilat, Ortak Gümrük Tarifesi'ne göre alınan gümrük vergilerinin gittikçe artan belirli bir kısmı, şeker üretiminden alınan sürüm primleri, Katma Değer Vergisi'nin % 1.4'lük kısmıdır.

EAGGF harcamaları, Birlik bütçesinin % 70 gibi önemli bir bölümünü oluşturmaktadır. Bu da Birlikte tarım politikasının önemini gösteren önemli bir göstergedir. EAGGF çerçevesinde tarımsal yapıyı iyileştirici önlemlere kaynak ayrılmakta bu da özellikle yeni katılmaların Birlik tarımsal yapısında yol açtığı olumsuz değişimleri önlemede etkili bir araç olarak kullanılmaktadır (Arıkbay, 1992: 37).

Avrupa Tarımsal Garanti ve Yönlendirme Fonu, Garanti ve Yönlendirme Bölümü olmak üzere iki bölümden oluşmaktadır. Fon'un "Garanti"

# Paranızı harcarken bile işletin.



Garanti'de bir E.L.M.A. Hesabı açtırım. Günlük nakit ihtiyacınızı belirleyin. Hesabınızdaki nakit fazlasını işletmek için şu yatırım ürünlerinden birini, veya birden fazlasını seçin: Dolar, Mark, Garanti Yatırım Fonları... Paranız, para kazanmaya başlasın.

Belirlediğiniz günlük nakit miktarını aşmanız mı gerekti? Sorun değil, aşabilirsiniz. Aştığınız kadarı, seçtiğiniz yatırımdan otomatik olarak hesabınıza aktarılacak.

E.L.M.A. Hesabı'nı

açtırdıktan sonra, derseniz kira, elektrik, telefon, su, doğalgaz faturası, raksit ve diğer düzenli ödemeleriniz de sizin yerinize hesabınızdan yapılacak. Ayrıca, hesabınızda yapılan tüm işlemleri ve yatırımlarınızın durumunu gösteren bir ekstre, her ay adresinize postalanacak.

E.L.M.A. Hesabı paranızı, sizin seçimlerinize göre otomatik olarak yönetecek. Siz, harcarken bile işleteceksiniz. Böyle bir hesabınız olsun istemez misiniz?

**E.L.M.A.  
HESABI**



**GARANTİ**

*Başka bir arzunuz?*

görevi ile ilgili kısmında tarım ürünlerine fiyat sübvansiyonları yapılması, tarım sektöründe çalışanların gelirlerinin garanti altına alınması gibi faaliyetler öngörülmektedir. Garanti Bölümü, Ortak Tarım Politikasının temel politikalarından biri olan "pazar ve fiyat politikası"ndan doğan harcamaların finanse eder. Birlik pazarıyla dünya pazarları arasındaki fiyat farklılıkları nedeniyle, Birlik tarım ürünlerinin dünya pazarlarına pazarlayanlarına verilen iadeleri ve tarımsal ürün pazarlarında fiyat istikrarını koruyabilmek için yapılan müdahale önlemleriyle ilgili harcamaları finanse eder. Ayrıca tarımsal üretim ile ilgili harcamaları da fonlar ve Ortak Pazar organizasyonuna konu olan ürünler için gerekli olan finansmanı sağlar.

Fon'un "Yönlendirme Bölümü"nü faaliyet alanları:

– Üretim ve pazarlama şartlarının düzeltilmesi yoluyla tarımsal yapının iyileştirilmesi; üretim düzeyinde toprakların yeniden değerlendirilmesi ve yeni sulama projelerinin gerçekleştirilmesini, pazarlama düzeyinde ise silo, soğutma tesisleri, ürünlerin işlenmesi, süt ve et kombinalleri gibi yatırımları kapsamaktadır (Uğurlu, 1992: 30) Tarımsal işletmelerin yapısının iyileştirilmesine yönelik yatırımlarda Fon özel yatırım projelerine % 25–50 arasında değişen oranlarda katılımda bulunurken aynı amaca yönelik kamu harcamalarında % 25 katılımda bulunmaktadır (İnci, 1995: 172).

– Tarım sektöründeki işgücünün fazlasının yok edilmesi; bu kapsamda, 54 yaşını aşmış çiftçilerin faaliyetlerini terk etmesi hedeflenmektedir. Yaş faktörünün yanısıra bölgedeki çiftçi oranının Birliğin ortalama çiftçi oranından yüksek ve kişi başına GS-YİH'nin da Birlik ortalamasından dü-

şük olması da göz önüne alınır (Uğurlu, 1992:30). Fon bu amaçla ilgili üye devletlere üstlenecekleri ilave mali yükün % 65'ini sağlamak suretiyle katkıda bulunmaktadır.

– Az gelişmiş ve dağlık olan, nüfusun gerilediği ya da spesifik sorunlara sahip bölgelerde ise Fon genel amacının tersine bu bölgelerin hemen hemen yegane ekonomik faaliyeti olan tarımsal faaliyetlerin devamı için teşvik sağlamaktadır. Söz konusu teşvik harcamaların % 25'inin Fon'dan karşılanması şeklindedir.

– Fon ayrıca Akdeniz bölgesindeki üye ülkelerdeki tarım işletmelerine bölgesel kalkınmayı hızlandırmak üzere yatırımlara ve ürünlerin pazarlanması faaliyetlerine ve bu bölgelerdeki altyapı yatırımlarına % 40 ile % 50 arasında değişen oranlarda katkıda bulunmaktadır.

– Fon'un katkıda bulunduğu bir diğer alan da özel tarımsal faaliyet programlarıdır. Belirli bölgelerde hayvancılığın geliştirilmesi gibi. Fon bu programların gerektirdiği harcamaların % 50'sini karşılamaktadır. Entegre kalkınma programları ve balıkçılık, Fon'un parasal destekte bulunduğu diğer alanları oluşturmaktadır.

AB bütçesi üye ülkelerin GSYİH toplamalarının yaklaşık olarak % 1–1.5 oluştururken, üyelerin bütçeleri toplamının % 3–5'ini oluşturmaktadır. AB bütçesinin harcama kalemleri; ortak tarım politikasından kaynaklanan FEOGA (Garanti), FEOGA (Yönlendirme), Balıkçılık Fonu, İşbirliği ve Kalkınma Fonu, üyelere geri ödeme, AB örgütü cari harcamaları oluşturur. AB bütçesi özellikle tarım ürünlerini desteklemek (% 52), Bölgesel Kalkınma (% 10), Sosyal Kalkınma (% 10) ve

AR-GE'yi desteklemek amacıyla kullanılmaktadır.

### III. AVRUPA BİRLİĞİ ÜLKELERİNDE SOSYAL REFAHA YÖNELİK HARCAMALAR

Sosyal Refah harcamalarına geçmeden önce kamu harcamalarının nisbeti hakkında bir fikir edinmek için AB ülkelerinde toplam kamu harcamalarının düzeyine genel olarak bakacak olursak, kamu harcamaları 1970'de AB'de ortalama olarak GSYİH'nin % 36'sını oluşturuyordu. Bu oran 1980'de % 46'ya, 1993'de ise % 52'ye yükselmiştir. Avrupa'da kamu

harcamalarının yapısı ise, kamu mallarının (savunma, adalet, genel kamu hizmetleri) sağlanması GSYİH'nin yaklaşık % 10'una, merit malların (eğitim, sağlık, konut vb) sağlanması GSYİH'nin yaklaşık % 12'sini oluşturmaktadır. Transfer ödemeleri GSYİH'nin ortalama % 20'sini oluşturmakta ve bu transferler arasında gelir desteği (emekli aylıkları, çocuk yardımı, hastalık, sakatlık ve işsizlik yardımı) ağırlıklı rol oynamaktadır. Kamu sektörü yatırımlarının payı da son yirmi yıl içinde sürekli düşmüştür (TÜSİAD, 1995: 44-45). AB ülkelerine ait toplam kamu harcamalarının 1989-95 yılları arasındaki gelişme seyri aşağıdaki tabloda yer almaktadır.

#### Avrupa Birliği Ülkelerine Ait Kamu Harcamaları /GSYİH Oranları (%)

Ülkeler	1989	1990	1991	1992	1993	1994	1995
Belçika	54.7	54.2	55.3	55.5	56.0	55.6	54.2
Danimarka	58.4	57.4	57.9	60.1	62.3	62.7	59.3
Almanya	-	-	48.1	48.9	49.7	49.3	49.1
Yunanistan	43.8	46.1	43.5	44.8	47.3	48.1	47.8
İspanya	42.3	43.4	45.1	46.2	49.4	47.8	46.7
Fransa	49.9	50.5	51.1	52.7	55.5	55.4	54.1
İrlanda	39.6	40.0	40.6	41.2	41.2	41.1	39.8
İtalya	51.3	53.2	53.5	53.6	56.9	54.1	53.5
Lüksemburg	-	-	-	44.3	43.5	43.2	42.8
Hollanda	54.8	55.0	55.6	56.3	56.8	55.2	52.9
Avusturya	49.7	49.3	50.2	51.1	53.4	52.2	52.7
Portekiz	38.6	41.6	43.9	43.3	44.7	43.8	43.1
Finlandiya	43.3	46.8	55.5	60.7	62.2	60.2	57.2
İsveç	60.0	60.7	62.7	68.6	74.1	70.5	69.4
İngiltere	38.6	40.3	40.9	43.3	43.8	43.2	42.5

Kaynak: European Commission, *European Economy, 1995 Broad Economic Policy Guidelines*, No: 60, Komisyon Tahminleri, Luxembourg, 1995, s. 212.

AB ülkelerine ait toplam kamu harcama büyüklükleri 1989-95 dönemi içinde azalma eğilimi değil, genel olarak artma eğilimidir. Zaman içinde gelişen ekonomilerde kamu kesiminin ekonomideki önemi artmaktadır. İsveç, Danimarka, Finlandiya, Belçika, Fransa, İtalya, Hollanda ve Avusturya'da kamu kesiminin ekonomideki yeri % 50'lerin üzerindedir. Kamu harcamaları / GSYİH oranları en düşük ülkeler ise İrlanda dışında birbirlerine yakın oranlardadır. 1993 yılına ka-



# Egebank'ta rakibiniz yok!



Egebank'ta yarış var, ama sizin rakibiniz yok...

Çünkü Egebank'taki yarış, hizmet yarışı.

Bu yarışta, tüm Egebank çalışanları, size en iyi hizmeti vermek için çalışır.

Her şey sizin mutlu olmanız,

istediğiniz hizmeti hızla almanız için yapılır.

Egebank'taki yarıştan her zaman siz kazanlı çıkar, birincilik lıplını siz göğüslersiniz.

Egebank'ın tüm Türkiye'ye yayılmış şubelerinden biri size çok yakın.

Gelin, bugün konuğumuz olun.

İyi hizmet için kendisiyle yarışan bir bankada, daha mutlu olduğunuzu göreceksiniz.

**EGEBANK**  
çözüm merkezi



dar Lüksemburg hariç diğer AB ülkelerinde kamu harcamaları artma eğilimlidir. Lüksemburg'da 1993 yılında küçük bir artış oranı vardır fakat 1994 ve 1995 yıllarında genel itibarıyla kamu harcamaları / GSYİH oranı düşme eğilimine sahiptir. GSYİH'ları artmasına rağmen AB ülkelerindeki kamu harcamalarının bu yıllarda düşme eğiliminin sebebi olarak, minimal devlet fikrinin benimsenmesinden do-

layı yatırım harcamalarındaki düşüklük ve globalleşen dünyada savaş riskinin azalması dolayısıyla savunma harcamalarının GSMH'ya oranına daha yavaş artması söylenebilir.

AB ülkelerinde eğitim harcamalarının toplam kamu harcamaları içindeki payı aşağıdaki tabloda yer almaktadır.

### AB Ülkelerinin Kamu Eğitim Harcamaları

KAMU EĞİTİM HARCAMALARI			
Ülkeler	GSMH'nın (%) (1990)	Top. Kamu Har. (%) (1990)	Kişi başına ABD \$ (1988)
Belçika	6.1	10.5	754
Danimarka	7.4	13.0	1.479
Almanya	6.2	8.8	832
Fransa	5.7	10.2	908
İrlanda	6.2	8.4	531
İtalya	4.8	8.3	521
İspanya	5.0	9.7	371
Yunanistan	3.1	5.6	123
Portekiz	4.9	10.7	208
Hollanda	6.6	10.9	1.050
İngiltere	4.7	11.4	691
İsveç	7.8	13.8	1.595
Avusturya	5.6	7.6	909
Finlandiya	5.8	16.1	1.210

**Kaynak:** TÜSIAD, *Türkiye ve Dünyada Yüksek Öğretim, Bilim ve Teknoloji*, İstanbul: TÜSIAD Yayın No: T/94, 6-167, 1994, s. 41.

Tabloda görüldüğü gibi toplam kamu harcamalarından eğitime en fazla payı ayıran ülkeler İsveç, Danimarka, Finlandiya ve Hollanda'dır. En düşük pay ise Yunanistan, Portekiz ve İspanya'da tahsis edilmiştir. Toplam kamu harcamalarının yüzdesi olarak eğitim harcamalarının en yüksek olduğu ülkeler ise Finlandiya, İsveç, Danimarka, İngiltere, Hollanda ve Portekiz'dir.

AB ülkelerinde sağlık ile ilgili harcamaların toplam miktarı ortalaması GSMH'nın ortalama % 7.3'lük bir kısmını kapsarken Türkiye'de bu oran % 4'tür. Her ülke kendi tarihi gelişimi, sosyal, ve politik yapısı doğrultusunda kendine uygun sistemi kurmaya çalışmıştır.

AB ülkelerinde geçerli olan tek bir Sosyal Güvenlik sistemi yoktur. Ancak genel olarak AB ülkelerinde

çalışan nüfusun hemen hemen tümünün sigorta kapsamında olduğu ve sağlık hizmetlerinin devletçe sağlandığı söylenebilir. Üye ülkelerdeki Sosyal Güvenlik sistemleri temel felsefeleri, kapsamları, yapıları ve işleyiş biçimleri açısından oldukça farklıdır. Genel olarak iki ana sistemin varlığı göze çarpmaktadır. Birincisi kazananların gelire endeksli olduğu, katılımın daha çok gönüllü bir temele dayandığı ve temel felsefenin sosyal ve ekonomik statüyü devam ettirmek olduğu sigorta modelidir. Bu sistemin tipik örneği Almanya'dır. Diğer model ise ulusal yardım modeli olup bu modelin tipik örneği İngiltere'dir. Bu mo-

delde, Sosyal Güvenlik aylıkları sabit oranlıdır, katılım zorunlu ve evrensel-dir, temel felsefe ise herkes için asgari bir gelir düzeyini sağlamaktır. Üye ülkelerdeki Sosyal Güvenlik sistemleri bu iki ucun arasında yer almaktadır (DPT, 1995: 196)

Avrupa Sosyal Güvenlik mevzuatı asgari olarak ırk, renk, cinsiyet, din, siyasi görüş, milli veya sosyal menşee bakımından hiçbir ayrıma gidilmeksizin sosyal politikalarından herkesin eşit olarak yararlanmasını felsefesine dayanmaktadır. AB ülkelerinde Sosyal Güvenlik harcamalarına bütçelerinden önemli miktarda pay ayrılmaktadır.

#### AB Ülkelerinde GSYİH'nın % Olarak Sosyal Güvenlik Harcamaları

Ülkeler	1986	1987	1988	1989	1990	
Belçika		27.2	26.2	26.3	25.2	25.2
Danimarka		24.8	25.7	27.0	27.8	27.7
Almanya		24.7	25.0	25.1	24.1	23.5
Yunanistan		20.6	20.8	20.4	20.9	21.3
İspanya		18.4	18.2	18.6	18.8	19.3
Fransa		27.4	27.0	26.7	26.4	26.5
İrlanda		23.3	22.5	21.2	19.6	19.7
İtalya		22.5	23.2	23.3	23.7	24.5
Lüksemburg		24.4	25.9	25.3	26.6	27.3
Hollanda		28.4	29.0	28.6	27.9	28.8
Portekiz		14.3	14.9	15.9	14.9	15.3
İngiltere		23.9	22.9	21.9	21.3	22.3
Türkiye		3.9	4.1	4.4	5.7	6.8

Kaynak: European Commission, *European Economy, 1995 Broad Economic Policy Guidelines*, No: 60, Komisyon Tahminleri, Luxembourg, 1995, Türkiye için DPT.

1991 yılında, Sosyal Güvenlik harcamaları Birlik GSYİH'nın % 26'sı kadar bir büyüklüğe ulaşmıştır.

#### IV- SONUÇ

AB ülkelerine ait toplam kamu harcama büyüklüklerine baktığımızda 1989-95 dönemi içinde azalma eğilimli değil, genel olarak artma eğilimli olduğu

görülmüştür. Bu durum zaman içinde gelişen ekonomilerde kamu kesimini ekonomideki önemini artırmasıyla açıklanabilir. Avrupa'da kamu harcamalarının yapısı ise, kamu mallarının (savunma, adalet, genel kamu hizmetleri) sağlanması GSYİH'nin yaklaşık % 10'una, merit malların (eğitim, sağlık, konut) sağlanması GSYİH'nin yaklaşık % 12'sini oluşturmaktadır. Transfer ödemeleri Avrupada GSYİH'nin ortalama % 20'sini oluşturmakta ve bu transferler arasında gelir desteği (emekli aylıkları, çocuk yardımı, hastalık, sakatlık ve işsizlik yardımı) ağırlıklı rol oynamaktadır.

AB ülkelerinde toplam kamu eğitim harcamaları son yıllar itibariyle ortalama GSMH'nin % 5.7'si kadardır. AB ülkeleri, en fazla etkilenen gençlerin eğitim düzeyi düşük gençler olduğu gerçeğinden hareketle; kamu otoritelerince öncelikle bu sorun üzerine eğilerek gençlerin okul öğrenimini terketmelerini engelleme ve eğitim kurslarını geliştirme yönünde faaliyet göstermektedirler. AB ülkelerinde sağlık ile ilgili harcamaların toplam miktarı ortalaması son yıllar itibariyle GSMH'nin ortalama % 7.3'lük bir kısmını kapsamaktadır.

Sosyal Güvenlik sistemi içinde yer alan ve Sosyal Sigortalar, Sosyal Yardımlar ve Sosyal Hizmetler olarak tanımlanan uygulamalara yönelik harcamaların temelde AB ülkelerinin gelişmişlik düzeyi ile doğrudan orantılı olduğu görülmüştür. Sosyal harcamaları kısımaya yönelik tüm gayretlere rağmen, bir bütün olarak kamu harcamalarını değerlendirdiğimizde, Batı Avrupa ülkelerinde Sosyal Güvenlik harcamalarının azaldığı yönünde bir sonuca ulaşamamaktayız. Bir-

çok batılı devletin sosyal güvenlik harcamalarında kısıntıya gitme çabalarının nedeni, yavaş büyüme hızı, yüksek orandaki işsizlik ve yaşlı kuşağın giderek artmasıdır. Bütün ülkelerin Sosyal Güvenlik alanında üzerinde durdukları hususlar; sosyal harcamaların artışı ve primlerin azalışı arasında denge sağlamak ve finans sistemlerini yeniden değerlendirerek etkinliğini artırmak, sosyal güvence kapsamındaki kişileri daha geniş alanlara yaymak, sistemlerdeki karmaşık ve kesin kuralları basitleştirerek esnekletirmek ve mümkün olduğu ölçüde Sosyal Güvenlik sistemleri arasındaki farklılıkları azaltarak uyumlaştırma ve koordinasyona gitmektir.

## YARARLANILAN KAYNAKLAR

ARIKBAY, Canan (1992), *Avrupa Topluluğuna Tam Üyeliliğin Türkiye'nin Tarımsal Ürünler Üretimi Fiyatları ve Dış Ticaretinde Yaratacağı Olası Değişmeler*, Ankara: MPM Yayınları No: 479.

Commission of the European Communities (1994), *Europe Social Protection in 1993*, Luxembourg.

ÇALIŞ, Şirin (1995) "Avrupa Birliği'nin İzlediği Bölgesel Politikaların Önemi ve 1994-1999 Döneminde Topluluk Girişimleri," *İKV Dergisi*, Sayı No: 124.

DPT (1995), *Türkiye ve Avrupa Entegrasyonu*, Ankara: DPT Yedinci Beş Yıllık Kalkınma Planı Ö.İ.K. Raporu, Kitap 3, DPT: 2377, Ö.İ.K: 441

DPT (1994), *Gelir Dağılımı ve Politikaları* 3. Kitap, Ankara: DPT Yedinci Beş Yıllık Kalkınma Planı Özel İhtisas Komisyonu Raporu.

DÜLGER, İlhan (1991), *Avrupa Topluluğunda Sosyal Politika, Geçiş Dönemi Özellikleri ve 21. Yüzyılda Hedef Alınan Politikalar*, Ankara: DPT Yayını.

GÖKBUNAR, Ramazan-Alırıza GÖKBUNAR (1995), *Avrupa Gümrük Birliği ve Türkiye Ekonomisi* (Yayınlanmamış Çalışma), Milliyet Gazetesi Ekonomi Ödülleri

İGEME (1995), *Avrupa Birliği'nde Uygulanan Devlet Yardımları, Teşvikler ve Türkiye İle Mukayeseli İncelenmesi*, 2. Baskı, Ankara...

İKV (1994), *Avrupa Birliği Oluşumunda Türkiye'nin Yeri ve Dayanışma İlkesi*, İstanbul: İKV Yayınları 128.

INECİ, Barbaros (1994), *Avrupa Topluluğu ve Türkiye'de sübvansiyonlar*, İstanbul: İTO Yayınları.

MUTER, Naci (1996), *Türkiye'nin Mali Yapısı*, Salihli: SMYO Yayını

ŞAYLAN, Gençay (1995) *Değişim, Küreselleşme ve Devletin Yeni İşlevi*, Ankara: İmge Kitabevi

TISK (1990), *Sosyal Yönleriyle Avrupa Topluluğu*, Ankara.

TUNÇ, Havva (1990), "Avrupa Tarımsal Garanti ve Yönlendirme Fonu," *Banka ve Ekonomik Yorumlar Dergisi*, Sayı No: 12, (Aralık 1990), ss. 51-52.

TÜSIAD (1995), *Dünya Çapında Bir Performansa Doğru*, İstanbul: Avrupa Sanayi ve İşverenler Konfederasyonları Birliği (UNICE) Rekabet Gücü Raporu, Yayın No: TÜSIAD T/95, 4-178

UĞURLU, Necla (1992), *Avrupa Topluluğu Bölgesel Politikası, Yapısal Fonlar ve Bu Fonlardan Yararlanma Olanakları*, Ankara: DPT 2295 - ATGM: 29

**KEMAL KURDAŞ**

# EKONOMİK POLİTİKA ÜZERİNE

## İncelemeler-Yorumlar

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

Fiyatı: 500.000 TL / Öğrencilere indirimli

**İsteme Adresi**

Binbirdirek Mah. Suterazisi Sokak No: 6/2; Sultanahmet – İstanbul

Telefon: (0212) 518 17 32 Fax: (0212) 518 66 43

## Çeviri

Yrd. Doç. Dr. SELİM ERDOĞAN

Dicle Üniversitesi Hukuk Fakültesi Öğretim Üyesi

### İşsizlik\*

#### İşsizliği Değerlendirme Sanıldığı Kadar Basit Değildir

Çok az ekonomik gösterge işsizlik oranları kadar politik bakımdan sorumluluk yüküdür. İngiltere'nin muhafazakar hükümeti, işsizlik oranını azaltmak için sık sık işsizlik tanımını değiştirmekle suçlandı. İşsizlik oranları işgücü piyasalarının gerginliğini sorgulamak, onun hakkında fikir edinip karar vermek için kullanılır: İşgücünün azalan oranı doğal olarak daha yüksek ücret için sinyal verir. İşsizliğin neden olduğu sosyal baskı derecesini değerlendirmek için kullanılır. Birçok politikacıya göre, özellikle Kıta Avrupası'nda sürekli yüksek enflasyon oranları, onların ekonomik politikalarının başarısızlıklarının devamlı bir hatırlatıcısıdır. Halen işsizliğin resmi ölçüleri, işgücü piyasasının anketlerine dayanır ve birçoğunun zannettiği kadar faydalı olmayabilir.

Endüstrileşmiş ülkelerde bir kişiyi işsiz olarak nitelendirmek için, kişi işsiz olmalı, iş bulmak ve mevcut işe başlamak için aktif tedbir almalıdır. Kimileri işsizliğin bu tanımını çok hafif buluyor. Onlar resmi olarak işsiz sayı-

lanların bazısının kara ekonomide işte olabileceklerini biliyorlardı. Böylece yüksek resmi işsizlik oranları, ücretlerin az bir miktar yukarıya doğru baskı yapmasının ölçüsü olmayabilir. Başkaları tanımın çok sınırlı olduğundan şikayet eder. Aktif olarak artık iş aramayan birçok kişi işgücü piyasasının dışında gibi sınıflandırılır. Gerçekten, hata onlar işsizlik sorununun büyük bir parçası olabilirler.

Bunun bir çözümü için "istihdam dışı" deyimini kullanmak yerinde olacaktır. Bu ölçü tam işsizliği kapsamaz, sadece ekonomik olarak aktif olmayan kişileri de kapsar. İşgücünden ayrılanı esas olarak içine alabilir ve standart oranlardan daha çok işsizliğin etkisine bir yol gösterici olabilir.

Böyle bir ölçünün kullanışlı olmasına engel, oldukça geniş olmasıdır. "İstihdam – dışı" emekli kişileri, ev hanımlarını, öğrencileri ve çalışmaman veya çalışmak istemeyenleri içine alır. Böylece, örneğin eğer daha çok kişi eğitimde daha uzun süre kalmayı

\* The Economist, 22-28 Temmuz 1995.

ifade ediyorsa, "istihdam – dışı" bir artış iyi bir şey olabilir.

Alternatif bir yaklaşım, standart işsizlik sigortası oranına katkı sağlama çaba harcamaktır. Bunlar, "hayal kırıklığına uğramış işçiler" (çalışmak isteyen fakat aktif olarak bir iş aramayan, çünkü daha iyi bir iş bulabileceğini sanmayanlar), ve "gönülsüz part-time çalışanlar" (istediklerinden birkaç saat daha az çalışanlar ya da full-time iş isterken, sadece part-time iş bulabilenler). Bir kere bu tür hayal kırıklığına uğramış işçiler eklenirse, tartışma uzar, işsizlik oranı aşırı işgücü arzına daha iyi bir önlem sağlar.

En son yayınlanan İstihdam Panoraması (Employment Outlook)'da OECD, bu ek önlemlerin ne denli yararlı olacağını araştırıyor. Onlar aslında işsizliğin tanımını tümüyle değiştiriyor. 1993 yılında OECD ülkelerinde hayal kırıklığına uğramış 4 milyon işçi vardı ve 15 milyon gönülsüz part-time çalışan 34 milyon işsizle karşılaştırıldı. İşsizliğin bu standart tanımına iki kategorinin eklenmesiyle OECD'deki toplam işsiz sayısı % 50'nin üzerinde arttı.

Bazı ülkelerde fark çok daha dramatikti. Toplam işsizlik öncelikle hayal kırıklığına uğramış kişilerden dolayı Japonya'da 2 katından daha fazla olacaktır. İsveç'te gönülsüz part-time işçilerin sayısı resmi işsizlik oranından daha çok yüksektir. Amerika'nın işsizlik oranı bile birden çok az ümit verici (pembe) görülecekti. Sonuç, genel sıralama çok değişmemesine rağmen, OECD ülkeleri arasındaki değişkenliği azaltmak olacaktır. İspanya hala en yüksek orana, Japonya da en düşük orana sahiptir.

Bununla beraber, bu daha geniş göstergelerin çapraz karşılaştırmaları sağlıklı değildir. Hayal kırıklığına uğramış ve gönülsüz part-time işçilerin ölçüleri resmi işsizlik oranları gibi aynı şekilde standardize edilemez. Örneğin, Almanya'da "hayal kırıklığına uğramış işçi" kategorisi bile mevcut değildir.

### Hayal kırıklığı

OECD, İşsizliği ölçme sorunları bir yana tüm hayal kırıklığına uğramış işçi kavramı üzerine oldukça ciddi dikkati çekiyor. Diğer istihdam – dışı kategorilerden ayıran mantık, onların işgücü piyasasına girmeye daha yakın olmalarıdır. Eğer hayal kırıklığına uğramasalardı, daha hızlı iş bulabilirlerdi.

İstatistiksel kanıtta baktıktan sonra, OECD bu fikre soğuk su katar. Örneğin, üç yıldan fazla işsiz kalan hayal kırıklığına uğramış işçilere işaret eder. Amerika, Avusturalya ve Norveç'teki kanıtlar onların diğer istihdam dışı insanlardan daha zor iş bulabileceklerini ileri sürer. Bu, işgücü piyasa baskılarının bir göstergesi olan ölçüyü daha az güvenilir yapar.

Gerçekten, OECD dünyanın işgücü piyasalarındaki baskıları ölçmenin en iyi yolu hala standart işsizlik oranları olduğunu kabul etmektedir. O zaman diğer işsiz olanların bazılarının aksine, hayal kırıklığına uğramış işçileri bir tarafa ayırmak tuhaf görülmektedir. Gerçekten ihtiyaç duyulan ilk anda bazı insanların neden çalışmadıklarının çok daha iyi anlaşılmasıdır.

# Sermaye Piyasası

Doç. Dr. MEHMET BOLAK

*İstanbul Teknik Üniversitesi İşletme Fakültesi Öğretim Üyesi*

## Borsada Aşırı İyimserlik

**A**ylardır çıkış trendini sürdürmekte olan borsa, Eylül ayında oldukça önemli bir sıçrama yapmayı başarmış ve "30 Eylül 1997 Salı" günü kapanış fiyatları itibarıyla borsa Ulusal – 100 indeksi 2593 puan olmuştur. Seans içinde borsa indeksi, bu seviyenin de üzerlerinde dolaşmıştır. İndeksin bu seviyesi, Ağustos ayı sonuna göre % 30.96 oranında bir artış ifade etmekte ve oldukça ciddi anlamda bir aylık getiri anlamına gelmektedir. Bununla beraber, işlem hacmi rekoru kırılmamış, ayın en yüksek işlem hacmi, 61 trilyon lira ile 25 Eylül Perşembe günü gerçekleşmiştir. Hatırlandığı gibi borsa, bu yılın Ocak ayında da önemli bir yükseliş hareketi gerçekleştirmiş, hatta Ocak ayındaki artış oranı % 70'lerin üzerinde olmuştu. Bu iki büyük sıçramayla, İstanbul Menkul Kıymetler Borsası, 1997 yılının en çok kazanç sağlayan yatırım alanı olacağı gibi, uluslararası piyasalarda da, dolar bazından en çok kazandıran borsalar sıralamasında ilk sıralarda yer alabilecek gibi durmaktadır.

Ancak bu aşamada, yatırımcılara, borsalarda yaşanan hızlı bir çıkışın ardından, belli bir duraklama ya da düşüş hareketi gelebileceğini hatırlatmakta yarar vardır. Örneğin, Ocak ayında % 70'in üzerinde artış yaşanan borsada, Şubat ve Mart aylarının düşüşle geçtiği unutulmamalıdır. Nitekim Eylül ayı içinde de sürekli olarak, borsa indeksinin bir düzeltme hareketi yapması beklenmiş ancak piyasalarda esen olumlu havalar, bir anlamda düzeltme hareketine fırsat vermemiştir. Piyasalarda esen olumlu havanın nedenlerine bir kaç başlık halinde değinmek mümkündür.

– Yatırımcılar, Temmuz ayı enflasyonundan sonra Ağustos ayı enflasyon beklentilerini yukarıya çekmişler, dolayısıyla, açıklanan rakamlar makul karşılanmış, hatta moral etkisi yapmıştır. Aynı etki bono ve repo faizlerine de yansiyarak düşmelerine yol açmıştır.

**TABLO 1**  
**Eylül Ayının En Başarılı Hisseleri**

Dergi İndeksi Kapsamında	Verim (%)	Diğer	Verim (%)
Döktaş	62.50	Nergis Holding	180.00
Koç Holding	53.49	Dardanel	114.93
T.D.Döküm	50.00	Tüpraş	85.71
Güney Bira	43.84	Doğan Holding	77.08
Çimsa	41.30	Kerevitaş	72.41
Garanti B.	40.30	Sifaş	69.23
Aktaş	40.00	EGS Dış Tic.	59.57
Migros	38.64	Demirbank	54.84
Petrol Ofisi	38.33	Eczacı Yapı	51.92
Olmuksa	36.36	Medya Hold.	50.00
T.Şişe Cam	36.36	Raks Elektronik	46.15
		Trakya Cam	41.98
		Net Holding	41.36

– Dünya Bankası tarafından, Türkiye'ye açılacak olan kredinin onaylandığı açıklanmış, bu açıklama Türkiye'nin dış itibarının olumlu bir gelişme trendi içinde olduğunu göstermiştir.

– Hong Kong'daki İMF zirvesinde, Türk heyeti olumlu görüşmeler yaparak, hem Türk kamuoyuna hem de uluslararası mercilere ekonominin düzeltilmesi için her türlü çabanın gösterileceği mesajını vermiştir.

– Hazine tarafından, Amerika Birleşik Devletleri piyasasında, Amerikan doları cinsinden, 10 yıl vadeli yabancı tahvil ihracatının son aşamalarına gelinmiştir. Döviz borçlanmasını uzun vadeye yayıcı ve Merkez bankasını rahatlatıcı nitelikteki bu gelişme döviz piyasaları üzerinde de olumlu etki yaratmıştır.

– Döviz piyasalarında, doların hızlı artışını frenleyici bir diğer gelişme de, uluslararası piyasalarda dolar/mark paritesinin düşerek 1.75'lere doğru gerilemesi olmuştur. Bu düşüşün en önemli nedeni, Bundesbank'ın, 1998 ilkbaharında faiz oranlarının yükseltilebileceği yönündeki açıklamaları olmuştur.

– Borsayı olumlu etkileyen bir diğer faktör de önümüzdeki günlerde 9 aylık bilançoların açıklanacak olmasıdır. Bilindiği gibi bilanço dönemleri her zaman, beklentilerin satın alınması nedeniyle, fiyatlarda bir yükseliş yaratabilmektedir.

Banka ve Ekonomik Yorumlar Dergisi indeksinin de Eylül ayındaki artışı hayli yüksek düzeyde olmuş, yine "30 Eylül 1997 Salı" günü kapanış fiyatları itibarıyla, dergimiz indeksi % 34.65 oranında değer kazanmış ve 779.779, 25 puana ulaşmıştır. İndeks kapsamındaki hisselerin tamamı ay içinde değer kazanmış, üstelik değer artışları tüm hisselere hemen hemen dengeli olarak yayılmıştır. Tablo 1'den de görüleceği gibi dergimiz indeksindeki hisselerden en çok değer kazanan Döktaş'ın değer artışı % 62.50 olmuştur. Borsa indeksi kapsamındaki diğer hisselerde de Eylül ayı içinde değer kaybeden olmamış ancak değer artışları daha geniş bir yelpazeye yayılmıştır. Ay içinde en çok değer kazanan



hisse, fiyatı neredeyse 3 katına yaklaşan Nergis Holding olurken, Dardanel de % 100'ün üzerindeki değer artışıyla dikkat çekmektedir. İlginç bir nokta da, Tablo 1'de 5 tane holding hissesinin yer almasıdır. Değer kaybeden hissenin bulunmaması nedeniyle, bu ay, ayın en başarısız hisseleri tablosuna gerek kalmamıştır.

### Şirket Haberleri

Eylül ayında yapılan sermaye artırımları sonucunda 12 şirket ödenmiş sermayesini artırmış, Konya Çimento'da ve Facto Finans'da da daha önce rüçhan hakları kullanılmış olan hisselerle, bedelsiz hisselerin dağıtımını yapmıştır. Eylül ayında gerçekleştirilen sermaye artırımları Tablo 2'de görülmektedir.

Eylül ayında, Alarko Sanayi'nin kayıtlı sermaye tavanının 1 trilyon liradan 5 trilyon liraya, Tofaş Oto Ticaret'in kayıtlı sermaye tavanının da 600 milyar liradan 15 trilyon liraya yükseltilmesi SPK tarafından onaylanırken, yeni bir şirketin, Mazhar Zorlu Holding'in hisse senetleri 23 Eylül 1997 Salı" gününden itibaren 1700 TL. baz fiyatla Yeni Şirketler Pazarı'nda işlem görmeye başlamıştır. Böylece Eylül ayında bir şirket (Koç Yatırım) borsadan çıkarken, yeni bir şirket borsaya katılmış, borsada hisseleri işlem gören şirket sayısı 250 olarak kalmıştır.

**TABLO 2**  
**Eylül Ayında Sermaye Artırımları (Milyon TL)**

Şirket	Eski Ser.	Bedeli	%	Bedelsiz	%	Yeni Ser.
Alarko GMYO	1.000.000	-	-	1.000.000	100.00	2.000.000
Çumra Kağıt	154.830	154.830	100.00	154.830	100.00	464.490
Duran Ofset	100.000	-	-	300.000	300.00	400.000
Ege Bira	2.128.291	319.244	15.00	1.809.048	85.00	4.256.582
Gima	1.200.000	800.000	66.67	-	-	2.000.000
Haznedar	125.000	-	-	375.000	-	500.000
İş Bankası	10.000.000	4.066.400	(*)	36.597.600	(*)	50.664.000
Karsu Teks.	390.000	390.000	100.00	390.000	100.00	1.170.000
Koç Holding	10.000.000	-	-	683.700	(**)	10.683.700
Net Holding	1.750.000	1.750.000	100.00	1.400.000	80.00	4.900.000
Pınar Su	99.000	148.500	150.00	99.000	100.00	346.500
Sabah Y.	2.990.000	1.943.500	65.00	-	-	4.933.500

(\*) İş Bankasında, sermaye artırımı, tüm hisselerle C tertibi hisse verilmesi yoluyla gerçekleştirilmiştir. Yapılan bedelli ve bedelsiz artırımların tertiplere göre dağılımı aşağıdaki gibidir:

- 1 A hissesi için 32 adet bedelli (% 3.200) 288 adet bedelsiz (% 28.800)
- 1 B hissesi için 1.6 adet bedelli (% 160) 14.4 adet Bedelsiz (% 1.440)
- 1 C hissesi için 0.4 adet bedelli (% 40) 3.6 adet bedelsiz (% 360)

Yeni sermaye yapısına göre, hisselerin 1 milyonu A tertibi, 29 milyonu B tertibi ve 50.634 milyonu C tertibidir.

(\*\*) Koç Holding, Koç Yatırım'ı bünyesine katmış, bu nedenle, Koç Yatırım'ın Koç Holding dışındaki ortaklarına, 1 Koç Yatırım hissesi karşılığında 1.28288 adet Koç Holding hissesi vermiştir.

### Şirketlerle İlgili Finansal Oranlar

Dokuz aylık bilanço dönemi yaklaşmış olmakla birlikte, halen elimizde mevcut bulunan 6 aylık verilerden faydalanarak şirketlerin bazı finansal oranları hesaplanmış ve Tablo 3'de gösterilmiştir.

Tablonun ilk sütununda yer alan "CARI" değerleri, dönen varlıkların yani kısa vadeli varlıkların, kısa vadeli borçlara bölünmesiyle hesaplanmış olup, şirketlerin likidite durumlarını, diğer bir deyişle kısa vadeli borç ödeyebilme kapasitelerini göstermektedir. Tablodaki 100 şirket için hesaplanan basit aritmetik ortalama "CARI" değeri 1.716 olup, yeterince uygun bir değer oluşturmaktadır. Tabloda yer alan şirketler içinde çok aşırı bir değer gözlenmemekte, ancak; Batıçim, Ak-su İplik, Petkim, İzdaş ve Olmuksa, 3'ün üzerindeki likidite oranlarıyla dikkat çekmektedirler. Likidite sorunu içine oldukları söylenemilecek şirketler ise, "1" in altındaki cari oran değerleriyle Net Holding, Ege Bira, Konfurt Gıda, Erciyas Bira, Vakıf Finansal Kiralama, Tüpraş, Marmaris Martı otel ve Güney Bira şeklinde sıralanmaktadır. Biracılık sektöründe likidite oranlarının bu denli düşük olması ilginç gözükmektedir.

Tablo'nun ikinci sütununda yer alan "BORÇ" değerleri, şirketlerin kısa ve uzun vadeli borç toplamalarının, bilanço toplamına oranlanması yoluyla hesaplanmıştır. ortalama borçluluk oranı da % 51.42 ile makul bir düzeyde olup, yıllardır her bilanço döneminde şirketlerin ortalama borçluluk düzeyleri % 50 mertebelerinde seyretmektedir. Bu arada, elde ettiği zararlar nedeniyle, özvarlıkları negatife dönüşmüş olan Tüpraş'ta borçluluk oranı "1" in üzerinde gözükmekte yani borç toplamı bilanço toplamını aşmaktadır. Tüpraş'ın dışında, EGS Dış Ticaret, Nergis Holding, İhlas Holding, Kerevitaş, İntema ve Aktaş, % 80'in üzerindeki borçluluk oranlarıyla tehlike sinyalleri verirken, en düşük borçluluk oranları da sırasıyla Eczacıbaşı Yatırım, Net Holding, Kav, T.Şişe Cam, Petkim, Koç Holding ve Enka Holding'de gözlenmektedir. Holding şirketlerin bir kısmının en yüksek, bir kısmının da en düşük borçluluk düzeylerine sahip olması ilginç bir çelişki teşkil etmektedir.

Tablo 3'ün son sütununda ise, piyasa değeri/defter değeri oranları (PDD) gösterilmiştir. Bu değerler, "31 Temmuz 1997" gününe ait kapanış fiyatlarına göre hesaplanan "piyasa değerleri"nin, 6 aylık bilançolarda yer alan "özvarlıklar" kalemine bölünmesiyle hesaplanmıştır. Piyasa değerlerinin hesaplanmasında, Temmuz ayında gerçekleştirilen sermaye artırımları da dikkate alınmıştır. Tablodaki 100 şirket için hesaplanan ortalama PDD değeri 1.854 olmakla birlikte, negatif özvarlık toplamına sahip olduğu için -217.076 gibi anlamsız bir PDD değeri hesaplanan Tüpraş hariç tutulduğunda, ortalama değer 4.065'e yükselmektedir. Öte yandan, PDD değerleri 10'un üzerinde olan Enka Holding, Aktaş, Migros, Koç Holding, Çukurova Elektrik, Usaş, Kepez Elektrik ve Erciyas Bira'nın biraz fazla değerlendirilmiş olduklarını, Gediz İplik ve İzdaş'ın piyasa değerlerinin ise, defter değerlerinin bile altında kalmış olduğunu hatırlatmakta yarar vardır.

**TABLO 3**  
**Şirketlerle İlgili Kritik Oranlar**

ŞİRKET	CARI	BORÇ	PDD	ŞİRKET	CARI	BORÇ	PDD
AKAL TEKS.	1,585	0,509	1,861	HÜRRİYET	1,557	0,569	1,651
AKÇANSA	1,405	0,333	5,099	İHLAS HOL.	1,025	0,846	5,343
AKIN TEKS.	1,632	0,469	1,992	İNTEMA	1,068	0,809	2,126
AKSIGORTA	1,887	0,535	3,407	İZDAŞ	3,129	0,233	0,964
AKSU İPLİK	3,292	0,298	1,417	İZOCAM	1,786	0,591	2,098
AKTAŞ	1,359	0,806	21,901	KARTONSAN	2,470	0,239	2,980
ALTINYILDIZ	1,301	0,610	2,989	KAV	2,727	0,149	3,351
ANA. BİRA	1,036	0,425	1,493	KENT GIDA	2,408	0,678	4,130
ANA. CAM	1,300	0,771	1,751	KEPEZ ELK	2,422	0,669	10,892
ANA. SİG.	1,473	0,661	2,143	KEREVİTAŞ	1,251	0,810	1,802
ARÇELİK	2,479	0,533	5,411	KOÇ HOL.	2,124	0,181	13,563
ARDEM	2,296	0,457	5,540	KONFRUT GIDA	0,771	0,375	2,580
ASELSAN	1,333	0,675	2,467	KONYA ÇİM.	1,053	0,618	1,978
AYGAZ	1,930	0,414	7,415	KORDSA	1,302	0,670	3,673
BATIÇİM	3,524	0,223	3,391	KÖYTAŞ	1,576	0,680	4,839
BAĞFAŞ	1,783	0,553	1,887	KÜTAHYA P.	1,539	0,534	1,973
BEKO ELEK.	1,677	0,620	5,027	MAKİNA T.	1,983	0,493	1,367
BİRLİK MEN.	1,237	0,477	1,658	MARDİN ÇİM.	1,994	0,341	1,929
BOLU ÇİM.	1,771	0,259	1,900	MARET	1,213	0,416	1,359
BORUSAN	1,262	0,671	2,683	MARMARIS M.O.	0,599	0,483	1,329
BOSCH FREN	1,899	0,439	6,784	MERKO GIDA	1,738	0,479	2,036
BOSSA	1,706	0,543	1,179	METAŞ	1,362	0,469	1,868
BRİSA	2,301	0,324	3,288	MİGROS	1,005	0,767	19,680
ÇELİK HAL.	1,889	0,396	2,509	MUDURNU	1,298	0,478	1,815
ÇEMTAŞ	1,599	0,378	1,949	MUTLU AKÜ	1,443	0,552	2,933
ÇİMSA	2,280	0,237	3,257	NERGİS HOL.	1,070	0,904	2,846
ÇUKUROVA EL.	1,240	0,731	12,160	NETAŞ	2,103	0,467	4,612
DARDANEL	1,086	0,670	1,064	NET HOL.	1,988	0,070	1,373
DEVA HOL.	1,996	0,420	1,132	NET TURİM	0,990	0,735	3,332
DÖKTAŞ	1,165	0,309	3,429	OLMUKSA	3,059	0,768	2,257
ECZ İLAÇ	2,316	0,516	2,408	OTOSAN	2,242	0,580	6,152
ECZ. YAPI	2,289	0,488	1,387	PETKİM	3,197	0,181	1,709
ECZ. YAT.	2,973	0,009	2,981	PETROL OF.	1,835	0,599	9,895
EGE BİRA	0,944	0,452	8,145	PINAR SÜT	1,323	0,662	2,969
EGE ENDÜSTRİ	1,419	0,624	3,584	RAKS ELEK.	1,604	0,597	1,329
EGE GÜBRE	2,417	0,481	2,441	SARKUYSAN	1,704	0,405	3,939
EGEPLAST	1,912	0,735	2,881	SİFAŞ	1,185	0,742	1,295
EGE SERAMİK	2,092	0,613	2,015	TELETAŞ	1,838	0,461	8,634
EGS DIŞ TIC.	1,033	0,939	3,077	TİRE KUT.	2,665	0,212	1,852
ENKA HOL.	2,264	0,185	26,259	TOF. OTO FAB.	1,974	0,507	4,317
ERBOSAN	1,410	0,579	2,758	TRAKYA CAM	2,205	0,409	3,859
ERC BİRA	0,646	0,645	10,240	TURCAS	1,986	0,274	2,479
ERDEMİR	1,537	0,624	2,422	TÜPRAŞ	0,627	1,013	-217,076
GEDİZ İPLİK	2,508	0,329	0,961	T.D.DÖKÜM	1,597	0,667	4,003
GENTAŞ	2,551	0,226	2,502	T.ŞİŞE CAM	1,187	0,175	6,976
GOOD-YEAR	1,381	0,661	5,098	USAŞ	1,645	0,622	11,556
GÜBRE FAB.	1,604	0,625	2,598	UNYE ÇİM.	1,607	0,334	2,362
GÜNEŞ SİG.	1,514	0,584	2,098	VAKIF FİN.K.	0,645	0,728	1,754
GÜNEY BİRA	0,563	0,508	3,691	YASAŞ	1,120	0,630	2,725
HEKTAŞ	1,472	0,531	1,948	YATAŞ	1,779	0,452	3,978
				ORTALAMA	1,716	0,514	1,854

### İndeks Kapsamında Değişiklik

Borsa Yönetim Kurulu'nun " 9 Eylül 1997" tarihli toplantısında alınan karar uyarınca, 1 Ekim 1997, 31 Aralık 1997 tarihleri arasında Ulusal 100 indeksini teşkil edecek hisselerde yapılan değişiklikler Tablo 4'de gösterildiği gibi olacaktır. Geçtiğimiz 3 aylık dönem için, Koç Holding'le birleşen Koç Yatırım yerine Pınar Et, Metaş tahtasının kapatılması nedeni ile de Milpa indekse alınmışlar, bu hisselerden, Metaş yeniden indekse dahil edilirken, Pınar Et kapsam dışına çıkarılmıştır.

**TABLO 4**  
**İndekste Değişiklik**

Giren Hisseler	Çıkan Hisseler
Alarko Holding	Akın Tekstil
Alternatifbank	Ardem
Anadolu İsuzu	Egeplast
Bossa	Güneş Sigorta
Brisa	Maret
Metaş	Merko Gıda
Milliyet G.	Mutlu Akü
Otokar	Pınar Et
Tofaş Oto Tic.	Pınar Süt
Vestel	Tümteks
Yaşarbank	Vakıf Fin. K.

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

(Ocak 1974 = 100)

Aylar	1989	1990	1991	1992	1993	1994	1995	1996	1997
Ocak	714.75	6793.38	8224.39	12953.90	10382.15	46499.72	66641.02	121282.26	482009.45
Şubat	822.11	7402.13	10950.59	9572.27	14056.56	43685.74	72135.19	148672.55	481567.26
Mart	923.62	6957.24	9793.56	11006.98	13455.69	36336.97	94874.34	178248.67	449760.66
Nisan	1009.89	7054.56	8814.38	10128.12	20399.46	37260.41	109201.43	174945.81	419157.76
Mayıs	1334.72	8438.48	7932.99	9067.92	21856.16	40688.45	112502.77	166514.22	468188.27
Haziran	1745.24	7573.16	8275.36	12297.79	26303.88	52300.27	116528.07	193595.07	526546.21
Temmuz	1554.78	10664.47	7533.47	11754.44	24501.68	59216.98	128087.60	176955.20	568012.42
Ağustos	1716.64	10166.14	7950.10	11314.53	27193.90	69147.24	110555.47	183969.42	579112.78
Eylül	2673.32	10907.66	6913.80	10310.15	33729.97	68630.14	98538.52	207830.76	779779.25
Ekim	3486.07	10596.87	6835.47	9077.97	34444.97	66413.15	114393.38	238854.42	
Kasım	3241.70	6955.17	10214.39	9344.20	44519.48	74373.54	96196.98	267385.51	
Aralık	4940.99	6750.24	11048.39	9744.28	51099.56	71525.29	96450.06	277923.68	

Sıra No.	Kuruluşun Adı	Kayıtlı Sermaye (Milyon TL)	Çıkarılmış (Ödenmiş) Sermaye (Milyon TL)	Takvim Yılı Kârı (Net)			Dağıtılan Kâr Payı (%)			Plyasa Fiyatı (TL)			
				1994 (Milyon TL)	1995 (Milyon TL)	1996 (Milyon TL)	1994 (Net)	1995 (Net)	1996 (Net)	Eylül 1996	Temmuz 1997	Ağustos 1997	Eylül 1997
1	AKTAŞ	-	250 000	-	529 662	3 231 885	-	-	1 100 000	53 000	275 000	250 000	250 000
2	ANADOLU ÇALI	-	3 035 000	161 647	153 595	328 300	60	39	29 000	3 150	2 150	2 300	3 100
3	ARÇELİK	8 000 000	10 125 000	1 107 369	3 010 177	8 705 597	26	35	50 000	9 600	17 500	16 750	22 000
4	BİGFS	30 000 000	200 000	445 728	300 947	667 192	120	100	170 000	17 750	35 500	42 500	57 000
5	BOLU ÇİMENTO	2 000 000	4 356 083 744	201 300	554 630	1 222 117	27,80	31 44	41 65	2 550	3 100	3 150	3 900
6	BİRSA	6 000 000	1 063 125	750 626	2 469 222	6 829 650	33	110	322 000	44 000	59 000	63 000	77 000
7	CELİK HALAT	1 063 125	997 150	39 071	103 668	349 676	20 30	27	45 50	3 750	4 400	4 600	5 700
8	ÇİMSA	1 000 000	1 404 000	614 743	670 379	1 138 237	740	115	39 000	7 500	20 750	23 000	32 500
9	ÇUKUROVA ELEKTRİK	1 404 000	500 000	8 736	538 409	5 446 640	10	130	987 65	70 000	265 000	242 500	320 000
10	DOKTAŞ	5 000 000	480 000	221 282	273 144	278 166	60	62 50	50 000	5 000	20 000	20 000	32 500
11	ECZA CİBASI YATIRIMI	1 000 000	800 000	90 339	132 597	313 860	50	-	-	7 100	13 000	5 900	7 500
12	EGE BİRACILIK	3 000 000	1 097 296 2	1 149 526	1 217 144	1 056 326	100	-	35 000	27 000	35 500	37 500	20 000
13	EGE GÜBRE	3 150 000	432 000	125 783	97 800	71 400	200	37	28 000	4 800	4 200	3 600	4 650
14	EREĞLİ DEMİR ÇELİK	500 000	6 336 000	2 234 669	8 765 278	6 109 443	24 66	65 26	45 37	9 800	26 750	27 500	31 000
15	GENTAS	20 000 000	449 280	-	257 981	539 035	-	-	-	4 900	9 900	10 750	12 250
16	GOOD YEĞER	600 000	534 125	795 566	1 855 422	3 722 772	125	300	500 000	6 900	58 000	62 000	75 000
17	GÜBRE FABRİKALARI	1 500 000	576 000	250 101	114 913	503 705	20	10	40 000	16 250	8 900	9 300	9 800
18	GÜNEY BİRA	2 500 000	1 097 236 2	260 492	434 333	600 596	65	60	55 000	4 750	9 900	7 300	10 500
19	HİKTAS	1 000 000	1 577 600	14 610	499 190	780 278	5,23	89 23	75 09	800	3 100	3 000	3 650
20	İZMİR DEMİR ÇELİK	2 000 000	5 300 000	280 445	54 452	247 950	10 50	-	-	5 700	2 000	1 950	2 600
21	İZÇOLLI	10 000 000	900 000	156 338	220 972	420 809	50	40	20 000	6 800	5 500	6 600	7 600
22	KARTONSIN	4 000 000	2 025 000	673 242	2 030 810	2 739 522	120	130	120 000	2 100	11 500	10 500	13 280
23	KAY	2 700 000	2 340 000	148 850	151 776	733 144	130	65	22 40	13 500	4 300	4 100	4 800
24	KOC HOLDING	3 000 000	10 653 700	3 294 193	3 702 432	6 676 264	65	15	15 000	13 500	39 000	43 000	66 000
25	YONYA ÇİMENTO	16 000 000	2 436 720	-	120 783	467 280	-	-	60 000	12 250	9 300	10 500	4 150
26	KORDSA	10 000 000	2 126 250	436 633	1 259 441	2 888 202	100	140	-00 000	1 400	12 500	11 750	14 750
27	LİLYANA TAKIM	3 500 000	2 669 640 1875	18 734	50 016	242 291	2	6	25 000	6 700	1 600	1 450	1 725
28	MIGROS	1 000 000	945 000	395 144	716 101	1 345 346	220	40	50 000	80 000	102 500	110 000	152 500
29	MUDURNU TAV	-	750 000	-	224 802	250 539	-	-	-	8 000	4 400	4 350	5 100
30	OLİMLİSA	2 000 000	1 270 500	225 547	587 737	26 058	45	110	50 000	26 500	5 700	5 500	7 500
31	OTOSAN	2 500 000	1 392 500	397 840	2 607 218	9 532 194	25	100	-01 03	27 000	94 000	102 500	135 000
32	PETROL OFİSİ	10 000 000	7 000 000	2 924 574	4 027 689	10 575 635	93 18	144 34	272 65	4 150	31 000	30 000	41 500
33	PINAR SUT	10 000 000	884 150	9 367	105 016	658 452	10	120	56 000	5 700	8 600	8 100	10 000
34	SARKIŞAN	984 150	1 134 000	575 334	887 118	1 621 319	150	100	90 000	5 700	18 500	17 250	20 250
35	TELETAŞ	10 000 000	1 000 000	(44 928)	552 445	1 705 621	-	75	30 000	4 200	32 000	39 500	50 500
36	TÜRK DEMİR DOKUM	10 000 000	2 500 000	55 742	371 659	968 314	6 5	25	50 000	24 250	8 400	8 000	12 000
37	T. GARANTİ BANKASI	3 600 000	40 000 000	-	9 029 604	1 973 440	-	-	78 64	147 500	6 000	6 700	9 400
38	TÜRKİYE ŞİŞE VE CAM	50 000 000	11 200 000	427 966	1 312 990	3 130 151	17	50	50 000	9 500	9 900	8 800	12 000
39	YAPI KREDİ B	50 000 000	60 066 468	2 869 293	16 225 432	22 724 428	60	20	60 000	2 200	3 750	3 450	4 350
40	YASAŞ	972 000	324 000	215 515	66 892	885 990	200	17	232 000	6 700	24 250	24 250	32 000

# Ekonomik Göstergeler (İç)

## Ekim / 1997

	1995	1996	1997		
			Nisan	Mayıs	Haziran
<b>T.C. MERKEZ BANKASI</b>					
Döviz ve Altın Mevcudu (milyon \$)	13732.0	-	16839.0	17222.0	17570.0
Banknot Miktarı (milyar TL)	223934.0	-	533268.0	540266.0	539628.0
T.C. Merkez Bankası İç Kredileri (milyar TL)	206126.0	-	442811.0	403944.0	416106.0
Hazineye Kısa Vadeli Avans (milyar TL)	192790.0	-	433123.0	394352.0	406564.0
<b>BANKALAR (milyar TL)</b>					
<b>Toplam TL Mevduat</b>	<b>1297155.5</b>	<b>3294383.7</b>	<b>3770740.2</b>	<b>3839465.6</b>	<b>4309327.0</b>
Ticari Kuruluşlar Mevduatı	202144.7	474632.3	541103.3	485310.4	547658.0
Tasarruf Mevduatı	684904.3	1733118.2	1947983.1	2058386.4	2268461.0
Vadesiz Tasarruf Mevduatı	52471.5	133919.9	136867.5	140404.5	149740.0
Vadeli Tasarruf Mevduatı	632432.9	1599198.3	1811115.6	1917981.9	2118721.0
Mevduat Sertifikası	6916.6	11207.6	3494.8	2765.8	1736.0
Resmî Kuruluş Mevduatı	36839.9	165741.0	279203.6	179183.8	232597.0
Bankalar Mevduatı	178367.7	485498.2	481455.9	582746.2	675728.0
Diğer Kuruluşlar Mevduatı	187982.2	424186.2	517499.2	531072.8	583147.0
Döviz Tevdiatı	1367626.8	2851132.0	3400807.2	3526208.6	3817915.0
<b>Toplam Krediler</b>	<b>1738270.3</b>	<b>3860069.8</b>	<b>4866427.0</b>	<b>5135984.4</b>	<b>5504871.0</b>
Tarım	326982.3	668826.0	739684.0	736606.0	748199.0
Kalkınma ve Yatırım Bankaları	178290.2	351902.0	409690.0	430698.3	435043.0
Mesleki (Küçük Esnaf ve Sanatkar)	47242.0	72522.0	97387.0	105698.0	111923.0
Gayrimenkul	56350.0	77380.0	79912.0	80796.0	93057.0
Denizcilik	1562.0	4732.0	7360.0	7926.0	9035.0
Turizm	7903.2	11770.0	12960.0	13278.0	14545.0
Diğer İhtisas Krediler	1842.0	74766.0	101960.0	109384.0	122651.0
Ticari, Sınai, Sair	1118098.5	2598171.3	3417413.2	3651175.1	3970418.0
<b>PARA ARZI (milyar TL)</b>	<b>396047.0</b>	<b>-</b>	<b>1090065.0</b>	<b>1058502.0</b>	<b>1087974.0</b>
<b>FİYATLAR (DİE; 1987 = 100, 1994 = 100)</b>					
Toplan Eşya Fiyatları İndeksi (Genel)	8733.7	-	5179	5448	5634
Tarım (Genel)	9313.7	-	6891	7145	7165
İmalat Sanayii (Genel)	8403.9	-	4665	4949	5175
Tüketici Fiyatları (Türkiye)	10962.3	-	5414	5668	5831
Tüketici Fiyatları (İstanbul)	10718.2	-	5412	5680	5860
<b>DIŞ ÖDEMELER (milyon \$)</b>					
Dışalım (CIF)	35709.0	-	13558.4	17623.2	-
Dışsatım (FOB)	21635.9	-	7795.1	9789.8	-
İşçi Dövizleri	-	-	-	-	-

Notlar: (1) TCMB altın ve döviz mevcuduna, altın stokunun yeniden değerlendirilmesinden doğan değer artışları dahildir. (2) TCMB kredilerine, borç tahkimleri (konsolide edilen krediler) dahil değildir. (3) Para arzı (M<sub>1</sub>) dar tanımlıdır. (4) Fiyatlar, Ocak/1996'dan itibaren «1994=100» olarak verilmektedir. (5) Dışalım, dışsatım rakamları Şubat/1996, işçi dövizleri Ocak/1996 itibarıyla.

# İnceleme

Dr. İDİL ÖZLEM KOÇ

Marmara Üniversitesi Bankacılık ve Sigortacılık Yüksek Okulu Öğretim Görevlisi

## Şirketlerin Halka Açılması

### 1. "Menkul Kıymetleri Halka Arz Olunan Anonim Ortaklık ve Halka Açık Anonim Ortaklık"

1981 yılında yürürlüğe giren 2499 sayılı sermaye piyasası Kanununun da yer bazı kavramlar, 1992 yılında yürürlüğe giren 3794 sayılı kanunla değişik 2499 sayılı Sermaye Piyasası Kanunu ile kaldırılmış veya tanım alanı genişletilerek daraltılarak yeni kavram ve tanımla ortaya konmuştur. Buna göre, 2499 sayılı Sermaye Piyasası Kanununda "menkul kıymetleri halka arz olunan anonim ortaklık kavramı" yer alırken, yeni kanunda söz konusu kavram yerine 'halka açık anonim ortaklık' tanımına yer verilmiştir.

"Menkul kıymetleri halka arz olunan anonim ortaklık" deyişi, "halka açık anonim ortaklık" deyişinden kapsam olarak daha geniştir. Diğer bir deyişle, her "halka açık anonim ortaklık", aynı zamanda, "menkul kıymetleri halka arz olunmuş anonim ortaklık"tır. Ama bunun tersi doğru değildir. Çünkü kapalı, beş-altı pay sahibinden veya birkaç aile ferdinden oluşan bir anonim ortaklık, tahvil çıkarıp bunları halka arz yoluyla satmışsa "menkul kıymetleri halka arz olunan anonim ortaklık" haline getirmiştir. Fakat halka tahvil arz eden bu şirket, "halka açık anonim ortaklık" değildir<sup>(1)</sup>.

2499 sayılı kanunda menkul kıymetleri halka arz olunan anonim

ortaliğa ilişkin bir tanım yer almaktadır. Fakat kanun toplu olarak değerlendirildiğinde, bu kavram menkul kıymetleri halka arz yolu ile (Md. 3c ve md. 4), satılan (md. 11/1) veya menkul kıymetleri herhangi bir şekilde halka satılmış olan ya da böyle sayılan anonim ortaklık olarak tanımlanabilir.

3794 sayılı kanunla değişik 2499 sayılı yeni kanunda ise, halka açık anonim ortaklık, hisse senetleri halka arz edilmiş olan veya halka arz edilmiş sayılan anonim ortaklıklardır (md. 3/9). Hisse senetleri halka arz edilmiş sayılan anonim ortaklıklar ise, ortak sayısının 100'ü geçmesi nedeniyle ortaya çıkmaktadır (md. 11). Önceleri 5-10 ortakla kurulan anonim ortaklığın zaman geçtikçe veraset gibi birçok nedenlerle hisseleri parçalanabilmekte veya bazı ortakların hisse senetlerini üçüncü şahıslara satmaları sonucunda, ortak sayısı 100'ü geçerek halka açık hale gelebilmektedir.<sup>(2)</sup>

### 1.1. "Halka Açık Anonim Ortaklık" Kavramının İçermesi Gereken Unsurlar

#### – Ortak Sayısı:

Ortak sayısının fazla olması, halka açık anonim ortaklık olmanın en önemli unsurlarındandır. Fakat bugüne kadar yapılan tanımlamalarda ortak sayısı konusunda bir tutarlılık olmadığı görülmektedir. Bunun nedeni de halka açık veya kapalı ortaklıkların ortak sayısının tam

olarak bilinmemesidir<sup>(3)</sup>.

1970 yılındaki Kanun Tasarısında "ortak sayısı 500'den fazla olan anonim ortaklıklar", bu Kanundaki diğer şartları yerine getirmek kaydı ile, "halka açık anonim ortaklık" sayılır denmektedir. Fakat aynı maddenin ikinci fıkrası ortak sayısının mutlak surette 500 olması konusunda direnmemiş ve bu sayının daha az olması durumunda, söz konusu halka açık anonim ortaklıkta nama yazılı pay senedi sahiplerinin, 50'den az olmaması gerektiğini belirtmiştir.<sup>(4)</sup>

35 sayılı geçici komisyonun hazırlamış olduğu raporda ise, "ortak sayısı 50'den fazla olduğu herhangi bir şekilde tespit olunan anonim ortaklıklar herhalde halka açık anonim ortaklık sayılır" denmektedir.

2499 sayılı Sermaye Piyasası Kanunu'nda ise, ortak sayısının 100'den fazla olduğu herhangi bir şekilde tespit olunan anonim ortaklıklar hisse senetleri halka arz olunmuş anonim ortaklıklar sayılmaktadır.<sup>(5)</sup>

Halka açık anonim ortaklıklarda ortak sayısının fazla olması gerekli iken, bu durumun belirli bir sayı ile ortaya konması doğru değildir, sınırlı sayı bazı olmayan kişilerin yaratılmasına neden olmaktadır. Ortak sayısının 500 olarak belirlenmesi, birçok ortaklığı halka açık anonim ortaklıktan çıkarmaktadır. Amerikan hukukunda ise, ortak sayısı belirlenmemiştir. Fakat kanunda ortak sayı-



sının belirli bir rakamdan oluşması isteniyorsa, etkin denetim sistemi kurularak ortakların gerçek pay sahibi olduklarının saptanması gerekmektedir<sup>(4)</sup>.

### – Halkın Elindeki Asgari Pay Sayısı:

Birçok tanımda, sermayenin en az belirli bir bölümünün halkın elinde olmasıyla halka açıklığının mümkün olacağı belirtilmiştir. Bazı halka açık ortaklık tanımlarında, sermayenin % 51'ine sahip olma şartı aranmaktadır. Fakat bu durum uygulamada geçerli değildir. Çünkü hiçbir şirket sahibi, işletmesinde söz hakkı tanıyan bir paya başkalarının sahip olmasını istememektedir<sup>(5)</sup>.

Sermaye Piyasası Kanunu, halka arz edilecek hisse senetlerinin nominal değerlerinin toplamının, ortaklığın Kurul'a başvuru tarihi itibarıyla nominal sermayesine oranının en az % 15 ve fazlası veya tutar olarak en az 100 milyon TL ve fazlası olması şartını getirmiştir.<sup>(6)</sup>

### – Halka Arz:

Bir tanıma göre, "hisse senetlerini halka arz etmek üzere kanun hükümlerine göre kurulmuş olup, paylarını halka arz etmek isteyen, bunun için yasanın gereklerini yerine getirmek zorunda olan anonim ortaklıklar halka açık anonim ortaklıklardır" denmektedir<sup>(7)</sup>.

Tanımdan da anlaşılacağı üzere halka açık anonim ortaklığın ge-

rekli unsurlarından birisini hisse senetlerinin halka arzı oluşturmaktadır.

1964 yılında yapılan Sermaye Piyasasının Tanzim ve Teşviki Hakkında Kanun Tasarısı'nda da halka açık anonim ortaklıkları tanımlarken hisse senetlerinin halka arz edilmiş olması şartı aranmıştır.

Halka arz olmadan hisse senetlerinin halka ulaşması imkânsız olmaktadır. Bu nedenle, istenen şartları taşıyan ortaklıkların halka hisse senedi arz etmesi zorunlu kılınmaktadır<sup>(8)</sup>.

## 2. Ortaklıkların Halka Açılma ve Halka Arz Yolları

i) Hisse senetlerinin kuruluşta halka arz edilmesi, başka bir deyişle şirketin doğrudan doğruya halka açık olarak kurulması, sermaye piyasasının birtakım olaylarla kesintiye uğramadığı, faiz oranlarının yüksek olmadığı, halkın tasarrufu, yatırım gücünün yeterli olduğu ve enflasyonun aşırı olmadığı dönemlerde bu tür halka açılma yapılmaktadır<sup>(9)</sup>.

Kuruluşta halka arz anonim şirketlerde tedrici kuruluştur. Tedrici kuruluş SPK öncesinde uygulanırken, SPK sonrasında, Ticaret Kanunu'na ilaveten bu kanunun getirdiği formaliteler yüzünden terk edilmiştir. Günümüzde şirketler ani şekilde kurulmakta ve daha sonra sermaye artırımını yoluyla halka açılmaktadır.

ii) Kapalı Ortaklık şeklinde kurulduktan sonra hisse senetlerinin halka arzı:

- Kuruluştan sonra halka arz, hisse senetleri halka arz edilmemiş ortaklıklar da, hissedarların sahip oldukları hisse senetlerinin halka arz yoluyla satışdır<sup>(10)</sup>

- Kapalı şirket şeklinde kurulup, ihtiyaca göre sermaye artırımı nedeniyle hisse senetlerini halka arz eden anonim ortaklıklar da bulunmaktadır. Bu anonim ortaklıklar artırılan sermayenin tamamını veya bir kısmını halka arz ederek şirketi halka açarlar<sup>(11)</sup>

Bu durumda asıl amaç, şirkete kurucuların dışında yeni ortaklar almak ve onların sermayelerini şirkete katmaktır. Böylece kurucu ortaklar, Ticaret Kanunu'na göre rüçhan haklarını kullanmaktan vazgeçip, kullanımını halka bırakmış olmaktadır.

iii) Halka açık olarak kurulan ortaklıkların mevcut veya sermaye artırımı suretiyle çıkarılacak hisse senetlerinin halka arzı.

iv) Pay sahibi sayısının yüzden fazla olduğu herhangi bir şekilde tespit edilen anonim ortaklıklar.

### 3. Halka Arzda Satış Yöntemleri

SPK, sermaye piyasası araçlarının halka arz ve satışını kurullarla düzenleyerek, yatırımcının ihraççılar tarafından yanıltılmasını önlemeye çalışmıştır. İhraççılar istedikleri satış

yöntemlerini seçmekte serbesttir. Ortaklıklar bu yöntemleri belirlerken kurumlarının durumunu, aracı kuruluşun önerilerini, halka arz aşamasında sermaye ve para piyasasının görünümünü, potansiyel müşteri grubunu, rakip şirketlerin uyguladığı yöntemler gibi hususları dikkate alırlar. Ancak Kanun, "hisse senetleri Borsa'da işlem gören ortaklık"lara, "halka açılmak üzere hisse senedi satacak ortaklıklar"a, "nitelikleri belirlenmiş halka açık ortaklıklar"a bazı satış yöntemlerini zorunlu kılmıştır.

#### *i) Talep toplama yöntemi:*

Bu yöntemde, yatırımcıların satışa sunulan sermaye piyasası araçlarına –burada hisse senetleri– ilişkin talepleri toplanıp, değerlendirilmekte ve sonuçta satışa sunulan sermaye piyasası araçları talep eden yatırımcılar arasında dağıtılmaktadır. Talep toplama yöntemi sabit fiyatla ve fiyat teklifi alma yoluyla olmak üzere iki çeşittir. Her iki çeşidi birer örnekle açıklayalım:

#### **Sabit fiyatla talep toplanmasına örnek:**

İhraççı tarafından sabit bir fiyat belirlenmiştir. Halka arz edilen toplam tutar 25.000 lot olsun.

#### **Talep:**

- |              |             |
|--------------|-------------|
| 1. Yatırımcı | : 5.500 lot |
| 2. Yatırımcı | : 2.000 lot |

3. Yatırımcı : 5.000 lot  
 4. Yatırımcı : 10.000 lot  
 5. Yatırımcı : 12.000 lot  
 Toplam Talep : 34.500 lot

Toplam talep arz edilen miktardan fazladır. Bu durumda dağıtım aşağıdaki şekilde yapılmaktadır:

$$25.000 \text{ lot} / 5 \text{ (yatırımcı sayısı)} = 5000 \text{ LOT}$$

Her yatırımcıya en fazla 5.000 lot olmak üzere talepler karşılanır.

#### **Bu durumda;**

1. Yatırımcı : 5.000 lot  
 2. Yatırımcı : 2.000 lot (5.000 lottan az istediği için)  
 3. Yatırımcı : 5.000 lot  
 4. Yatırımcı : 5.000 lot  
 5. Yatırımcı : 5.000 lot  
 Toplam : 22.000 lot

$$\text{Kalan } 25.000 - 22.000 = 3.000 \text{ lot}$$

Talebi karşılanamayan yatırımcı sayısı : 3 olduğuna göre (1,4 ve 5. Yatırımcılar )  $3.000 \text{ lot} / 3 = 1.000 \text{ lot}$

#### **Bu durumda;**

1. Yatırımcı : 5.000 lot + 500 lot = 5.500 lot  
 2. Yatırımcı : 2000 lot = 2.000 lot  
 3. Yatırımcı : 5.000 lot = 5.000 lot  
 4. Yatırımcı : 5.000 lot + 1.000 lot = 6.000 lot  
 5. Yatırımcı : 5.000 lot + 1.000 lot = 6.000 lot  
 Toplam : 24.500 lot

Kalan 25.000 lot- 24.500 lot = 500 lot. 500 lot talepleri karşılanamayan 4. ve 5. yatırımcı arasında eşit olarak dağıtılır.

4. Yatırımcı  $5.000 + 1.000 + 250 \text{ lot} = 6.250 \text{ lot}$ .  
 5. Yatırımcı  $5.000 + 1.000 + 250 \text{ lot} = 6.250 \text{ lot}$ .

#### **Fiyat teklifi alma yoluyla talep toplanmasına örnek:**

Hisse senedi için asgari satış fiyatı olarak 10.000 TL belirlenmiştir. Halka arz 500.000 adettir

Talep	Fiyat(TL)	Adet
1. Yatırımcı	10.000	100.000
2. Yatırımcı	11.000	375.000
3. Yatırımcı	12.000	50.000
4. Yatırımcı	13.000	220.000
5. Yatırımcı	11.000	25.000

Talepler, talebin en fazla olduğu 11.000 TL ve üstündekiler en yüksekte düşüğe doğru karşılanır.

4. Yatırımcı :  $220.000 \times 13.000$   
 5. Yatırımcı :  $50.000 \times 12.000$

Toplam 270.000 Kalan miktar  $500.000 - 270.000 = 230.000$  11.000 TL den talep toplamı  $375.000 + 25.000 = 400.000$  adet. Bu durumda yatırımcıların payına düşen,

2. Yatırımcı:  
 $375 / 400 = 0.9375 \times 230.000 = 215.625$   
 5. Yatırımcı:  
 $25 / 400 = 0.0625 \times 230.000 = 14.375$

#### **Bu durumda;**

2. Yatırımcı	216.625
3. Yatırımcı	50.000
4. Yatırımcı	220.000
5. Yatırımcı	14.375
Toplam	500.000 adet

#### **ii) Talep toplanmaksızın satış yöntemi:**

Bu yöntemde sermaye piyasası araçları, bizzat ihraççı yada aracı kuruluş vasıtasıyla belirli fiyat tesbit edilerek, yatırımcılardan talep top-

lanmaksızın halka arz yoluyla satılmaktadır.

### **iii) Borsada satış yöntemi:**

Halka arz, SPK' nin onayı ile İMKB yönetmeliği çerçevesinde Borsa' da yapılmaktadır. Satış'ın Borsada yapılabilmesi için satıştan en az 20 işgünü önce Borsa'ya başvurulması ve Borsa Yönetim Kurulu'nun kabulü ve ilan edilmesi ile mümkün olmaktadır.

## **4. Ortaklıkları Halka Açılmaya Yönlendiren Etmenler**

Halka açık olmayan bir ortaklığın, halka açılmaya yönlendirilmesi için, halka açılmanın cazip olması gerekmektedir. Halka açık olma, şirketlere birtakım maliyetler getirmektedir. Şirket halka açılıp açılmama kararı verirken bu ek maliyetlere katlanmaya değip değmeyeceğine karar verecektir. Ülkeden ülkeye değişmekle birlikte şirketleri halka açılmaya yönlendiren etmenleri kısaca şöyle özetleyebilmekteyiz:

1. Halka açılma işlemi sonunda şirkete ek bir fon sağlanması halka açılmada önemli bir motivasyon unsurudur. Halka açılmada elde edilen fon doğrudan şirketin bünyesine girmektedir. Şirket elde edeceği fonu yeni ürün ve hizmet geliştirmede, mali yapısını öz kaynak lehine düzeltmede, işletme sermayesi ihtiyacının karşılanmasında, fabrika ve teçhizata yatırımda, borç geri öde-

mesinde, araştırma-geliştirme bölümünün faaliyetlerine katkıda bulunma gibi yerlerde kullanabilecektir<sup>(12)</sup>.

2. Bir finansman kaynağı olan halka açılma, borçlanma gibi, firmanın belirli bir vadede faiz ve ana para ödemesini gerektirmez. Bu nedenle halka açılma, firmanın itibarını, dolayısıyla gelecekteki borçlanma kapasitesini artırmakta, finansal esnekliğini sağlamakta, mali krize girme olasılığını düşürmekte veya benzeri krizlerden çıkmasını kolaylaştırmakta, satış hacminde veya kârlılığında oluşacak ani düşüşlere karşı firmaya direnme gücü sağlamaktadır<sup>(13)</sup>.

3. Halka açılma firmanın prestijini artırarak, ek fon ihtiyaçlarının karşılanmasını kolaylaştırmaktadır. Halka açılma, ortaklıkları şeffaf olma, kamuyu doğru ve zamanında bilgilendirme, bağımsız dış denetim yaptırma gibi iktisadi, mali ve sosyal sorumlulukları yüklediği için, söz konusu ortaklıklar bu özellikleriyle tüketiciler, yatırımcılar, kreditorler gözünde prestij ve güven kazanmaktadır.

Bu güven ve prestij, şirketin finansal topluluk içinde fark edilebilirliğine yardımcı olmaktadır. Dikkatli ve tecrübeli bir yönetim ile bu özellikler hayata geçirilerek, ortaklığın kolaylıkla kaynak bulması sağlanabilmektedir<sup>(14)</sup>.

4. Halka açılma likidite ve finanslama alternatifleri sağlamaktadır. Halka açılmamış bir ortaklığa hazır bir pazar bulmak ve değerini belirlemek kolay olmadığı için genellikle bunlar likit olmayan ortaklıklar olarak bilinmektedir. Hisse senetlerinin rahatça halk tarafından alınıp satılmasından sonra, söz konusu ortaklıklar oldukça likit duruma gelecektir. Halka açıldıktan sonra, ortaklığın hisse senetlerinin piyasa değeri, ortaklığın değerinin tespitinde önemli etkindir. Aynı zamanda likidite ve tespit edilen piyasa değeri, şirkete gelecek için finanslama olanaklarını artırma yönünde yardımcı olmaktadır. Bir kere halka açıldıktan sonra, ortaklığın diğer sermaye piyasası araçlarını da ihraç etmesi kolaylaşmaktadır<sup>(15)</sup>. Ayrıca yatırımcı, yüksek derecedeki likidite nedeniyle, halka açık ortaklıkların finansal açıdan başarılı görmektedir.

5. Halka açılma hisse senetlerinin pazarlanabilirliğini artırmaktadır. Halka kapalı ortaklıklarda hisse senetleri az sayıda kişinin elinde işlem görmektedir. Halka açıldıktan sonra ise, özellikle borsaya kote olunursa, hisse senetleri kolaylıkla alınıp satılmakta, nakde çevrilmesi kolaylaşmaktadır.e

Kısaca, ortaklığın hisse senetlerinin pazarlanabilirliği neticesinde, likiditesi artmaktadır. Halka açılmış bir şirket, halka kapalı şirketlere oranla likiditesinin yüküklüğü nedeniyle derecelendirme kurumlarınınca

yüksek bir notla değerlendirilecek, böylece hisse senetlerinin fiyatı yükselecektir<sup>(16)</sup>.

6. Halka açılan ortaklığın hisse senetleri pazarda çok iyi performans gösterdiği sürece bunları takip eden hisse senedi ihraçları, kolayca müşteri bulacak ve nihayet ortaklık kendi pazarını kendi yaratabilecektir.

7. Halka açılan ortaklığın hisse senetlerinin pazar değeri kolayca belirlenebilmektedir. Kapalı bir ortaklığın hisse senetleri pazarda alınıp satılmadığı için, halka açık ortaklığa göre kapalı ortaklığın hisse senetleri gerçek değerini bulamamaktadır. Aksine ortaklık bir kere halka açıldıktan sonra, yeni ihraçlarda hisse senedi fiyatının belirlenmesi zor olmayacağı gibi, hisse senetleri gerçek değerine ulaşacaktır<sup>(17)</sup>.

8. Ortaklık sermaye piyasası kanununa tabi olacağı ve sürekli denetim halinde bulunacağı için, ortaklık yöneticilerinin yönetimde daha özenli davranmaları mümkün olmaktadır.

9. Vergi kanunlarında yapılan değişikliklerle halka açık anonim şirketlere birtakım ayrıcalıklar tanınmıştır.

## 5. Ortaklıkların Halka Açılmasını Engelleyen Etmeler

Halka açılmanın yukarıda saydığımız yararları yanında getirdiği

sorumluluklar nedeniyle şirketler tarafından tercih edilmeme nedenleri bulunabilmektedir. Bunları inceleyelim:

1. Halka açılan bir şirket TTK'nın yanı sıra Sermaye Piyasası Kanunu'na da tabi olacaktır. SPK'na tâbi olmak, kurul denetim altına girmeyi, onun getirdiği bürokrasi ve formalitelerin külfetine katlanmayı ve kâr dağıtım şartına uymayı gerektirmektedir.

2. Ortaklık halka açıldıktan sonra, ortaklıkla ilgili bilgiler "kamuyu aydınlatma" prensibi dahilinde her an incelemeye tâbi olmaktadır. Kamuyu aydınlatma ilkesine bağlı kalınarak halka arzlar sırasında düzenlenen raporlar ve bilgiler yeterli olmamakta, gelişen koşullarda yeni, taze bilgilere ihtiyaç bulunmaktadır. Bu nedenle kısa aralıklarla raporlar ve belli kurallara bağlanmış özel durumlarda özel açıklamalar düzenlemek gerekmektedir<sup>(18)</sup>.

Ayrıca halka açılma nedeniyle kâr marjı, ürün hatları ile ilgili rakiplerden saklanmaya çalışılan bilgiler açığa çıkmaktadır. Belli bir dereceye kadar artan raporlama, yönetimi meşgul edecek, kararlar sürekli hisse senedi ile ilgili olacak ve pay sahiplerinin aklındaki beklentilere cevap verecek nitelik kazancaktır<sup>(19)</sup>.

3. Halka açılma ile yöneticilerin görev ve sorumlulukları artmaktadır. Şirket halka açıldıktan sonra, yöneticilerin sorumlu oldukları grup

büyümektedir. Artık genel kurul çok sayıda ortaktan oluşacağı için, yöneticilerin karar almada inisiyatifleri sınırlanmaktadır. Eksik ve yanlış bilgilendirme sonucu zarara uğrayan ortak, yöneticilerin cezalandırılmasını isteme hakkına sahiptir. Halka açık ortaklıklarda, fon yönetimi daha teknik olarak uygulanmalıdır.

Yöneticiler konumları gereği –özellikle yönetim kurulu üyeleri– ortaklıkla ilgili çok gizli bilgileri elde etmek, uzmanların değerlendirmelelerinin sonuçlarını öğrenmek, bunları diğer uzmanlarla yapılan tartışmalarla denetleyip, mali durum ve gelecek hakkında en doğru fikirleri elde etmek olanağına sahip oldukları bir gerçektir<sup>(20)</sup>.

Bu nedenle yöneticilerin hisse senetlerine yönelik davranışlarında titizlik göstermeleri gerekmektedir. Diğer gelişmiş ülkelerde olduğu gibi ülkemizde de içeriden öğrenenlerin ticareti cezai işleme tâbidir, (SPK md. 47/7).

4. Halka menkul kıymet ihracının maliyeti oldukça yüksek olup, ihraç edilen menkul kıymet miktarına bağlı olmaktadır. Eğer az miktarda menkul kıymet piyasaya sunulacaksa, halka arz maliyeti yüksek kalmakta, hatta maliyetlerin karşılanmadığı durumlar dahi söz konusu olmaktadır. Bunun tersi de doğrudur. İhraç edilecek menkul kıymet miktarı arttıkça ihraç maliyetleri de düşecektir<sup>(21)</sup>. Halka arz edilen menkul kıymet maliyetlerini doğru-

dan ve dolaylı maliyetler olmak üzere ikiye ayırmak mümkündür<sup>(22)</sup>.

### A) Doğrudan maliyetler:

– *Spread/Discount*: Aracı kuruluşun menkul kıymeti satın alma fiyatı ile menkul kıymeti halka satış fiyatı arasında kalan farktan oluşmaktadır.

– *Muhasebe, Denetim, Basım Giderleri*: Yasal komisyonlar, vergiler, satış giderleri, dosyalama giderleri, baskı maliyetleri vb.

### B) Dolaylı Maliyetler:

– *Düşük fiyatlandırma (underpricing) maliyeti*:

Bir halka arzda –özellikle halka açılmada– halka satışı yapılan hisse senedinin satış fiyatı, ihraç edildikten hemen sonra oluşan piyasa değerinin genellikle % 10-15 altındadır. Sonuçta düşük fiyatlandırma ihraççı için bir maliyet unsurudur.

– *Normalüstü fiyat performansı maliyeti*: Daha önce birkaç kez hisse senedi arz etmiş ortaklıkların yeni halka arzları genellikle çok az düşük fiyatlandırılmaktadır. Fakat yeni ihracın duyurulmasından hemen sonra, mevcut hisse senedi fiyatlarında % 1-2'lik bir düşme görülmektedir<sup>(23)</sup>.

– *Diğer maliyetler*: Genelde bunlar aracı kuruluşa (underwriter'e) çeşitli durumlarda belirli bir süre için, belirli bir fiyattan, hisse

senetlerini alma hakkını veren durumlar da ortaya çıkar. Underwriter'e tanınan önalım-rüçhan hakkı, ihraççı ortaklık açısından bir maliyet unsurudur.

5. Halka açılma ile şirkette reorganizasyona gereksinim duyularak kapalı aile yönetiminden profesyonel yönetim anlayışına geçilebilmektedir. Bu da yeni personel, ek maliyet demektir.

## 6. Halka Açılmada Önemli Unsurlar

### 6.1. Zamanlama

Yapılacak ihracın başarıya ulaşmasında zamanın doğru belirlenmesi önem taşımaktadır. Doğru zamanın belirlenmesinde dikkate alınan etkenler kısaca aşağıya çıkarılmıştır:

Halka açılma için en uygun zaman, borsa endeksinin tırmanışta olduğu dönemdir. Aynı zamanda likiditenin yüksek olduğu dönemler de şirketler için uygundur. Fakat gelişmekte olan ülkelerde sermaye piyasaları genellikle etkin olmadıkları için, sermaye piyasalarında alım - satımların spekülatif nitelik taşımaları nedeniyle endekste iniş ve çıkışlar fazla olmakta, bunun sonucunda borsa endeksinin beklenmedik zamanlarda yön değiştirmesi, halka açılma için doğru zamanın tespitini zorlaştırmaktadır<sup>(24)</sup>.

Doğru zamanlama için, dikkat edilmesi gereken diğer bir husus da, şirketin içinde yer aldığı sektörün durumudur. İhracın başarısı uygun pazar koşullarının yanı sıra, yatırımcıların şirketin yer aldığı sektöre bakış açısıyla da ilgili olmaktadır. Şirket gerek yayın organları gerekse diğer medya araçları ile yatırımcının ilgisini uyandırmış iken, halka açılma yolunu tercih etmeli ya da bu yöndeki çalışmalarını hızlandırmalıdır.

Diğer bir etken ise, şirketin kendi durumudur. Tek başına pek fazla bir şey ifade etmeyen bu etken, yukarıda yer alan piyasa ve sektör etkenleri ile bir araya geldiği zaman anlam kazanmaktadır. Şirketin en iyi zamanı, geçmiş performanslarına göre belirleyebildiği en güçlü cari yıl kârını tahmin ettiği dönemdir. Bu zaman, mevcut pay sahipleri için de çekici bir fiyat elde etme olanağı sağlamaktadır<sup>(25)</sup>.

Zamanlamada diğer önemli bir husus ise doğru aracı kuruluşun seçimidir. Bu konu aşağıda incelenecektir.

## 6.2. Aracı Kuruluşun Seçimi

Piyasaya yeni menkul kıymet arzları sık olmasına rağmen, halka arz şirketler tarafından sık sık yapılmadığından, ihracının kendisi ile yatırımcılar arasında ilişki kuracak, satışı gerçekleştirecek, kendi amaçları doğrultusunda aracılık yapacak doğru aracı kuruluşun seçimi ge-

reklemektedir<sup>(26)</sup>. Aracı kuruluş seçilirken ihracçı amaçlarını doğru belirlemiş olmalıdır. Bunlar kısaca şöyledir:

i) Ortaklığın halka satılan bölümü için mümkün olan en yüksek değeri elde etmek ihracının en önemli ve temel amacını oluşturmaktadır. Bu duruma karşıt olarak, aracı kuruluşlar ise, ihracının "değer ençoklaması" isteğini kırma yönünde hareket etmektedir. İhraç edilen hisse senedi piyasaya aşırı fiyatlandırılmış olarak çıkarsa, bir süre sonunda hisse senedinin fiyatının düşeceği yatırımcı tarafından tahmin edilmektedir. Bu yöndeki tahmin, yatırımcıda halka açılan şirketin hisse senedi getirisinin beklediğinin altında olacağı düşüncesini oluşturmaktadır. Bu tür davranışlara maruz kalmak istemeyen aracı kuruluş, halka arzlarda hisse senedini mümkün olduğu derecede düşük fiyatlandırmaktadır<sup>(27)</sup>.

ii) İhracının diğer bir amacı hisse senedinin geniş bir kesime dağılmasıdır. Hisse senetleri ne kadar geniş bir yelpazede dağılırsa, dışarıdan birkaç grup veya kişinin bu hisseleri toplama maliyeti o derecede artacaktır. Bu yaygın dağılımın bir sebebi de hisse senetlerinin daha aktif dağılımını sağlayarak, daha fazla likidite ve daha gerçek değer elde etmektir<sup>(28)</sup>.

iii) İhracçı hisse senedi ihracından sonra aktif bir pazar elde etmek istemektedir. Başlangıçta sadece aracı kuruluş ile işlem yapan



ihraççı, arz işleminden sonra hisse senedi piyasasında yer alacaktır<sup>(29)</sup>.

Yukarıda sayılan ihraççının anlık ya da geleceğe dönük amaçları, aracı kuruluş seçimine önem göstermesi gerektiğini ortaya koymaktadır.

İhraççı amaçlarını belirledikten sonra aracı kuruluş seçimine gidecektir. Aracı kuruluşun seçiminde dikkat edilmesi gereken unsurlar şunlardır:

– **Tanınırlık, itibar:** Başlangıç olarak aracı kuruluşun özellikle konsorsiyum yöneticisi underwriter'in tanınırlık derecesi, yatırımcıları etkileyecektir. Yatırımcılar genellikle daha önce bilinmeyen (sınanmamış) bir hisse senedini seçerken, aracı kuruluşun yeteneğinden de ve tanınırlık derecesinden etkilenmektedir<sup>(30)</sup>.

– **Deneyim:** Bir ihracın başarısına, ihraç edilen menkul kıymetin fiyatının doğru tespit edilmesine bakılarak karar verilmektedir. Söz konusu başarı, underwriting firmasının aynı endüstri kolunda veya ihraççı firma ile aynı özelliklere sahip başka şirketlerin halka arzlarında kazandığı deneyime bağlı olmaktadır<sup>(31)</sup>.

– **Araştırma yeteneği:** Halka arza aracılık yapan kurumun genellikle araştırma konusunda başarılı elemanlara sahip olması beklenmektedir. Çünkü yatırımcılar, ihraççı şirket hakkında doğru ve kolay bilgiye aracı kuruluş vasıtasıyla ula-

şabileceklerini düşünmektedir.

– **Menkul Kıymetlerin / Finansal Varlıkların Dağıtım Yeteneği:** İhraççı firma underwriting firmasının müşteri profiline de dikkat etmelidir. Çünkü bu olay, menkul kıymetlerin piyasa sonrası performansları ile ilgili olmaktadır<sup>(32)</sup>.

– **Piyasa Düzenleyicilik (market / making) Yeteneği:** Menkul kıymetin dağıtım sırasında veya daha sonraki aşamalarda aracı kuruluşun, belirli bir miktar hisse senedi almaya ve satmaya hazır olması ve bu menkul kıymet için likit bir pazar oluşturması ihraççılar tarafından istenmektedir<sup>(33)</sup>.

Piyasa düzenleyicilik görevini üstlenen aracı kuruluşun, hisse senetlerini –özellikle ilk kez halka arz edilen– belirli bir zaman aralığında desteklemesi ve belirli bir fiyatın altına düşmesini engellemesi, piyasada istikrar ve güveni sağlayacaktır.

– **Danışmanlık Yeteneği:** Aracı kuruluş ile menkul kıymet satış ilişkileri, satıştan sonraki danışmanlık ilişkileri, firmaya halka açık hale gelişte katkıda bulunacaktır. Çünkü firma halka açık hale geldikten sonra, danışmanlık hizmetlerine sürekli ihtiyaç gösterecektir.

### 6.3. Şirket Değerinin Doğru Belirlenmesi

İşletmelerin halka açılmaları ve halka arzları kendi çıkarlarını en çoklamayı amaçlayan iki ayrı gruba

karşı karşıya getirmektedir. Bundan dolayı halka açılmalarda değerlendirme ve buna bağlı olarak fiyatlama önemli unsurlardan birisidir. Yatırımcılar açısından bir şirketin iyi bir yatırım fırsatı olarak değerlendirilmesi için, hisse senedi halka arz fiyatının, piyasada yatırımcısına kazandıracak bir seviyede tutulması gerekmektedir. Yüksek performansla sahip bir şirket bile eğer kötü fiyatlandırılmışsa, cazip bir yatırım olmaktan çıkabilir<sup>(34)</sup>.

Diğer bir deyişle, halka arz edilen menkul kıymetin, yatırımcılar için albenisi olması gerekmektedir. Burada dikkat edilmesi gereken konu, piyasa koşullarına göre, firma değerinin doğru belirlenmesidir.

Bir firmanın değeri, söz konusu firmanın gelecekte sağlayacağı gelir akışı ile bu gelir akışının elde edilmesindeki risk derecesine bağlı olmaktadır. Finansmana ilişkin kararlar, bir yandan firmanın gelecekteki gelir akışının büyüklüğünü ve diğer taraftan firmanın risk derecesini de etkilemektedir. Günümüzde finansal kararların odak noktasını, firmanın piyasa değerini etkileyen karar ve faaliyetler olmaktadır<sup>(35)</sup>.

Firmanın piyasa değeri hisse senetlerinin değerine yansımaktadır. Bu ilişkiden dolayı, hisse senetleri piyasa fiyatları, işletmenin gelişimini ölçmede kullanılmaktadır<sup>(36)</sup>.

Firma değerlemesi, söz konusu firmaya ait kazançların, nakit akışla-

rının, temettülerin geleceğe projekte edilerek, bugünkü değerine iskonto edilmesi ile yapılmaktadır. Bazen yetersiz imkânlar nedeniyle, firma değerlemesinde, tarihi veri kullanan yaklaşımlar da mevcuttur. Tarihi veriyi kullanan yaklaşımların, gelecekteki potansiyel büyümeyi gösteren yaklaşımlar ile karşılaştırıldığında birbiri ile karşılaştırılması mümkün sonuçlar vermesi gerekmektedir. Her iki yaklaşımda da değerlendirme yapılmaktadır. Hangi tür değerlemeye güvenileceği ve ne tür değerlemenin yapılacağı, değerlendirme yapanın seçimine ve yorumuna kalmıştır<sup>(37)</sup>.

## 7. Firma Değerini Etkileyen Faktörler

### a. *Firmanın Hisse Senetlerinin Pazarlanabilirliği*

Değerleme kriterlerine göre benzer iki yatırım karşılaştırıldığında, kolaylıkla nakde dönüşebilen likit bir yatırım aracı, likit olmayan yatırım aracına göre pazarda daha çok prim yapacak ve rahatça pazarlanabilecektir. Bu nedenle, halka açık bir şirketin hisse senetleri, halka kapalı bir şirketin hisse senetlerine göre daha değerli olmalıdır. Firmanın hisse senetlerinin pazarlanabilirliğini firmanın kendi iç yapısına ilişkin faktörler etkileyebilmektedir. Bazı durumlarda küçük bir işletmenin hisselerini pazarlamak daha büyük bir işletmenin hisselerini pazar-

lamaya göre daha kolaydır. Bunun tersi de doğrudur<sup>(38)</sup>

### **b. Endüstri**

Firmanın piyasa değerini endüstri ile ilgili faktörler de etkileyebilmektedir. Söz konusu faktörler bu başlıklar altında toplanabilir<sup>(39)</sup>

i) Endüstrinin geçmişte gösterdiği büyüme: Endüstrinin geçmiş yıllardaki büyüme performansı, endüstrinin içinde bulunduğu hayat eğrisi aşaması ve endüstride bulunan firmalar hakkında bilgi vermektedir. Endüstrinin geçmiş dönemlerdeki satış hasılatlarında ve kârlarında olan büyüme, endüstrinin ürünlerine olan talepteki artışın da göstergesidir.

ii) Talep elastikiyeti: Endüstride üretilen mal ve hizmete olan talebin derecesi de yatırımcı açısından önem taşımaktadır. Yatırımcı, mamule olan talebin gelir değişimlerinden etkilenmediği sektörü tercih etmektedir. Talep elastikiyetinin neden olduğu tercih firmanın değerini etkilemektedir.

iii) Endüstrinin üretim kapasitesi: Endüstrinin üretim kapasitesi endüstrinin geleceği hakkında da bir fikir vermektedir. Genellikle mamul satış fiyatları ile kapasite kullanımı arasında ters ilişki mevcuttur. Endüstrideki firmaların kapasite kullanımını düşükse (atıl kapasite ile çalışıyorsa), endüstri kolunda yer alan firmaların gelecekteki değerleri ve

büyümeleri hakkında tahminde bulunmak zor değildir.

iv) Hükümet politikaları: Yatırımcı hükümetin endüstri ile ilgili politikalarını da dikkate almalıdır. Hükümetin endüstriye yaklaşımı –iç ve dış rekabete karşı koruyucu tavır, açmış olduğu krediler, gümrük uygulamaları gibi– endüstri içinde yer alan firmaların değerini etkilemektedir.

### **c. Firma İle İlgili Beklentiler**

Bu konu, firmanın içinde yer aldığı endüstri kolu ile de yakından ilgilidir. Sürekli büyümekte olan sektörde yer alan bir firmanın değeri, küçülme eğiliminde olan sektörde yer alan firmaya göre daha yüksektir. Söz konusu değer yüksekliği, firmanın tahmin edilen nakit akımlarına yansyarak, firmanın piyasa değerinin, finansal analiz sonucunda elde edilen değer çok üstünde çıkmasına neden olmaktadır<sup>(40)</sup>.

Ayrıca firma ile ilgili aşağıdaki faktörlere dikkat edilmelidir:

- i) Fırının rekabet durumu,
- ii) Firma kazancı, kârlılığı, mevcut finansal yapısı ve sermaye yapısı.

### **d. Hissedarların Beklentileri**

Firma hissedarlarının beklentileri ve firma hakkındaki düşünceleri de firmanın değerini etkilemektedir.

### e. Araştırma-Geliştirme (Ar-Ge) Departmanının Etkisi

Firmalar faaliyetlerinde iyileşme sağlamak için, satışların belirli bir yüzdesini Ar-Ge faaliyetlerine ayırırlar. Söz konusu departmanın çalışmaları iyi bir şekilde yönetilirse, yapılan çalışmalar zamanla firma değerinde olumlu etkiler oluşturabilmektedir.

### 8. Türkiye'de Halka Açılmalar

Halka arz yoluyla hisse senedi ihracı ülkemiz için yeni bir finansman yöntemi sayılabilir. Ülkemizde 1990 yılından sonra halka kapalı şirketlerin hisse senedi arzları yoğun olarak artmıştır. 1990 yılına kadar gerek ekonomik koşullar gerekse birincil piyasaya yönelik yasal düzenlemelerin yetersizliği, halka açılmaların ve hisse senedi ihraçlarının istenilen seviyenin altında kalmasına neden olmuştur. Geleneksel olarak şirketler, belirli büyüklüğe ulaşınca kadar finansman ihtiyaçlarını iç kaynaklardan – kurucu ortakların koydukları sermaye ve dağıtılmayan faaliyet kârları, iç kaynakların yetersizliği durumunda ise, banka kredileri ve ticari kredilerden karşılamaktadır. Böylece yıllar boyunca şirketler gerek uzun vadeli gerekse kısa vadeli fon ihtiyaçlarını sermaye piyasasının yetersizliği nedeniyle, para piyasalarından karşılamak durumunda kalmıştır.

1989 sonrasında kamu açıkları artmış, devlet büyük oranda iç

borçlanmaya giderek, ihtiyaçlarını bankalar yoluyla finanse etmeye çalışmıştır. Bunun sonucunda, banka plasmanlarında daralma ve özel kesim fonlarında azalma görülmüş, bankaların kredileri önemli oranda düşerek kredi maliyeti artmış, özel sektörün borçlanma senetleri yoluyla kaynak temini de güçleşmiştir. Alternatif yatırım araçlarının getirilerindeki artışa devlet güvencesi getirilince, özel sektör borçlanma senetlerine olan talep de yetersiz kalmıştır.

İç pazara yönelik üretim ve yabancı kaynağa dayalı finansman, ekonominin dengelerinin bozulduğu dönemlerde, olumsuzluğunu daha fazla göstermektedir. Bunun sonucunda ekonominin büyüme eğilimi içine girdiği zamanlarda iç pazar yanında dış pazara da yönelinerek, hem iç hem de dış kaynaklarla ya da öz kaynak oranının giderek arttığı bir finansman modeli uygulanmaktadır. Böylece yabancı kaynağın olumsuzluğu giderilerek, halka açılma yolu ile fon toplama olgusu gelişmiştir.

Ülkemizde yaşanan koşullarda 1990 ve 1997 yılları arasında olan halka açılmaları özellikleri itibariyle kısaca özetlersek:

#### 1990 yılı:

35 şirket halka açılmıştır 2 şirket, sermaye arttırarak, 31'i ise hissedar satışı yoluyla halka açılmıştır. Halka açılma oranı % 5 ile % 49.21

arasında değişmektedir. Ancak genellikle şirketler % 15 oranında halka açılmıştır (23 şirket). Halka açılma fiyatı 2500 TL ile 29.000 TL. arasındadır. Halka arz aracılığı ya bir aracı kuruluş ya da bir banka yapmıştır. Kurumlar konsorsiyum oluşturmamıştır.

#### **1991 yılı:**

24 şirket halka açılmıştır. 3 şirket sermaye artırarak, 20 şirket hissedar satışı yaparak, 1 şirket tedrici kuruluş ile fon temin etmeye çalışmıştır. Halka açılma oranı % 5 ile % 90.85 arasındadır. Genellikle % 15 civarında kalınmasına rağmen, yüksek oranlar KOİ tarafından yapılmıştır. Bir banka veya bir aracı kurum satışa aracılık yapmıştır.

#### **1992 yılı:**

14 şirket halka açılmış olup, bunlardan 4 tanesi sermaye artırımları, 10 şirket de hissedar satışı yolu ile fon bulmayı planlamıştır. Genellikle halka açılma oranı % 15 civarındadır. 1992 yılında konsorsiyum oluşturan kurumlar veya iki bankanın bir araya gelmesiyle gerçekleştirilen halka arzlar rastlanmamaktadır.

#### **1993 yılı:**

16 şirket halk açılmıştır. Bunlardan 4 tanesi sermaye artırım, 12'si ise hissedar pay satışı şeklini tercih

etmiştir. 1993 yılında halka arz oranı % 15 ile % 32.93 arasında değişmiştir. 1993 yılında yoğun bir şekilde konsorsiyum yoluyla halka arz gerçekleştirilmiştir.

#### **1994 yılı:**

Halka arzlar artarak 25 şirket halka açılmıştır. 8 şirket sermaye artırarak, 17 şirket pay satışı yoluyla halka açılmıştır. Genel olarak halka açılma oranı % 15 – % 20 arasındadır. Genelde aracı kurumlar konsorsiyum oluşturmuştur. Aracı kurumlar 17 şirkette bakiyeyi yüklenim, 8 şirkette en iyi gayret aracılığıyla arz şeklini kullanmıştır. Satış yöntemlerinden fiyat teklifi alma yoluyla talep toplama yöntemini 18 şirket, sabit fiyatla talep toplama yöntemini 5 şirket, borsada halka arz yöntemini de 2 şirket uygulamıştır.

#### **1995 yılı:**

29 şirket halka açılmıştır. 13 şirket sermaye artırımları, 1 şirket hissedar pay satışı, 1 şirket tedrici kuruluş, 3 şirket de bir kısmını sermaye artırımları, bir kısım hissedar pay satışı yoluyla fon temin etmiştir. Halka arz oranı % 15'den fazladır. Konsorsiyum üyeleri satışa aracılık etmiştir. Aracılık yüklenim şekli olarak, aracı kuruluşlar 6 şirkette en iyi gayret aracılığı yöntemini, 23 şirkette bakiyeyi yüklenim yöntemini kullanmıştır. Söz konusu halka arzlarında 15

adet sabit fiyatla talep toplama, 7 tane fiyat teklifi alınması suretiyle talep toplanarak, 6 tane borsa'da satış ile 1 tane de fiyat teklifi alma ve sabit fiyatla talep toplama yöntemi ortak kullanılarak fiyat belirlenmiştir.

### 1996 yılı:

27 adet halka arz gerçekleşmiştir. Halka arz, 13 şirkette sermaye artırımını, 11 şirkette ortak satışı, 3 şirkette ise her ikisi ile yapılmıştır. Halka açılma oranı ortalama % 28 civarındadır. 24 şirkette sabit fiyatla talep toplanmış, 3 şirkette borsada satış yöntemi kullanılmıştır. Aracılık yüklenim şekli genelde bakiyeyi yüklenimdir. (22 bakiyeyi yüklenim, 4 en iyi gayret aracılığı, 1 tane her ikisinin karışımı).

## SONUÇ VE GENEL DEĞERLENDİRME

Bir ülkede sermaye piyasasının gelişmişliğinden söz edilebilmesi, o ülkedeki satıcıların, alıcıların ve alım-satım konusu menkul kıymetin yeterli seviyede olmasını gerektirmektedir. Satıcılar ve menkul kıymet miktarının yeterli seviyede olması birbirine bağlıdır. Alıcıların yeterli seviyede olması her şeyde olduğu gibi ekonomik koşullar, nitelikli şirketlerin halka arzı, yasal yapı vs. gibi nedenlerle ilgilidir.

Şirketlerin halka arzları, 1990 yılında hızlanmıştır. 1992-1993 yılında ekonomik koşullar ve talebe göre halka açılmalarda düşme olmasına rağmen, son yıllarda sermaye piyasası kanunu eşliğinde artış olmuştur.

Menkul kıymetlerin arzı tarafında en önemli unsurlardan birisi anonim şirketlerdir. Sermaye piyasasına hareket kazandırabilecek yaklaşık yirmi beşbin anonim şirketin olduğu ülkemizde, söz konusu şirketleri halka açılmaya teşvik etmek en önemli sorunlardandır. Şirketleri bu tür bir fon kaynağından yararlanmaktan alıkoyan nedenlerden birisi, uzun uğraşlar sonucu kurdukları şirketlerinin yönetiminin başkalarına geçmesine istememeli. Şirketler bu konuda ikna edilmeli ve aydınlatılmalıdır. Çünkü şirketlerde yönetimin elde tutulabilmesi için % 20-25'lik hisse senedi oranına sahip olmak yeterlidir. Ayrıca oy hakkı bakımından imtiyazlı senetlerle yönetim rahat bir şekilde elde tutulabilir. Şirket yönetimlerini çekingenliğe iten diğer bir husus da halka açıldıklarında, hisselerin piyasa değeri olabilir. Bu durumda kurucu ortaklar, halka açılmayı, şirket hisselerinin halka satışını zararına satış olarak yorumlayabilirler.

Halka açılma karşılıklı güvene dayalı fon temini yoludur. Şirket değerinin doğru belirlenmesinde, şirket hissedarlarının aracı kuruluşu, yatırımcının aracı kuruluşu güven-

mesi gerekmektedir. Her halka açılan şirket sermaye piyasası kanununa ya da kurallarına tâbi ise de, menkul kıymet talep edecek sermaye piyasasına fon temin eden yatırımcıların, güvendikleri ve bildikleri şirketlerin hisse senetlerine yöneldikleri bilinen gerçeklerdendir. Ayrıca geçmişte yaşanan bankerlik krizi nedeniyle yatırımcı-aracı kuruluş arasında güven ortamı yeni yeni oluşmaktadır. Son getirilen değişikliklerle aracı kuruluşlar daha sıkı denetim altına alınmıştır. Bu nedenle aracı kuruluşlar güven ortamı oluşturmaya daha fazla önem vererek çalışmalıdır.

Şirketler için önemli unsurlardan birisi de, şirketin değerinin tespitidir. Şirketin değerinin doğru tespiti, doğru zamanlama ve sağlıklı yapılan değerlendirme işleminin sonucudur. Halka açılmada, doğru zamanın belirlenmesi ilk olarak ekonomik konjonktürün ve menkul kıymetler piyasasının yükselen döneminde olmasına daha sonra şirketin içinde yer aldığı sektörün ekonomik gidişatı içindeki yerine ve son olarak da şirketin performansının en iyi olduğu yıl veya aylarda bulunmasına bağlıdır. Doğru zaman belirlendikten sonra, satış fiyatı oluşturulurken, içinde bulunulan sektörün borsada işlem gören şirketlere ait hisse senetlerinin fiyatları, sektör fiyat/kazanç oranı, şirketin önceki 3 hesap dönemine ilişkin finansal göstergeleri, mali yapısı, kârlılığı, likidite yapısı, özkaynak, borç kay-

nak durumu karşılaştırılabilir. Şirketlerin performansları gibi unsurlar göz önünde bulundurulmalıdır. Farklı tekniklere göre farklı fiyatlar bulunabileceği gibi yapılan varsayımlara göre de farklı fiyatlara ulaşılabilmektedir.

Aracı kuruluşlar tarafından belirlenen hisse senedinin halka arz fiyatı, aynı zamanda aracılık yüklenim türlerine göre de farklılık göstermektedir. Yüklenimli aracılık türünde, en iyi gayret aracılığına göre düşük fiyatlandırma olgusu daha fazladır. Aynı zamanda yüklenimli aracılık türünde hisse senedinin fiyatı daha sağlıklı tespit edilmektedir.

Gelecekte daha fazla halka kapalı aile şirketi hisse senedi ihracıyla finansman sağlama yolunu kullanacaktır. Halka arz yoluyla finansman, zamanla yaygınlaşacaktır. Burada araçlar tarafından da desteklenen kabul görmüş en akılcı yaklaşım fiyatlandırmanın ve zamanlamanın en iyi şekilde koordine edilmesi ile birlikte güçlü bir ikincil piyasa performansının elde edilmesidir.

Sermaye piyasasının gelişmesi halka arzların, halka ihraçlarının gelişmesine paraleldir. Bu açıdan bakıldığında sermaye piyasasının gelişmesi ancak, belirli sanayileşme süreci sonunda bireylerin tasarruf potansiyellerinin artmasına, kültürel ve geleneksel faktörlere bağlı olmaktadır.

## KAYNAKLAR

- 1) Ünal Tekinalp, *Sermaye Piyasası Hukukunun Esasları*, İstanbul Nazım Terzioğlu, Matematik Araştırma Merkezi, Baskı Atölyesi, 1982, ss. 35-36.
- 2) *Borsa Temel Bilgiler Klavuzu*, İstanbul, İMKB Yayını, No: (Haziran 1994), s. 15.
- 3) Rüya Kadri Zorlu, *Şirketlerin Halka Açılmasını Sağlamaya Yönelik Teşvik Tedbirleri*, AGD / 8916, Ankara, SPK, 1989, s. 22.
- \*) 50 rakamı ise, limited ortaklıklarda azami ortak sayısının 50'yi aşamayacağı kuralından yararlanılarak saptanmıştır. 35 sayılı Geçici Komisyonun hazırlanmış olduğu rapor gerekçesi.
- \*\*) Yapılan düzenlemeyle ortak sayısı 100'den 250'ye yükseltilmiştir. Ancak bu sayı Anayasa Mahkemesinin Kararı ile tekrar eski durumuna getirilmiştir. 558 sayılı KHK R.G. No: 22326, R.G. Tarihi 27.06.1996 md. 1.
- 4) Sabih Arkan, *Halka Açık Anonim Ortaklıkların Özellikleri ve Dış Denetimler*, Banka ve Ticaret Hukuku Araştırma Enstitüsü Yayın No: 121, Sevinç Matbası, Ankara, 1976, ss. 18-19.
- 5) Kadri Zorlu, a.g. rapor, s. 23.
- 6) SPK, Seri: I, No. 14, Hissedarların Elinde Bulunan Hisse Senetlerini Halka Arz Etmelerine İlişkin Esaslar Tebliği, R.G. Sayı: 21301, R.G. Tarihi: 31.07.1992, md. 4/a.
- 7) Arkan, a.g.k., s. 16.
- 8) Kadri Zorlu, a.g.r., s. 25.
- 9) Muharem Karşlı, *Sermaye Piyasası, Borsa, Menkul Kıymetler*, 4. B., İstanbul, İrfan Yayıncılık ve Ticaret, 1995, s. 91.
- 10) SPK, Seri I. No: 22 "Hisse Senetlerinin Kurul Kaydına Alınmasına ve Satışına İlişkin Esaslar Tebliği", R.G. No: 22559, R.G. Tarihi: 19.02.1996 md. 5.
- 11) Tekinalp, a.g.k., s. 38.
- 12) Bruce S. Foerstar, "Initial Public Offerings I: The Underwriting Process", Ed. Robert Lawrence, *Rutin, Capital Raising and Financial Structure*, Vol: II, V Dow-Jones Irwin, 1990, s. 59.
- 13) Sevinç Akbulak, "Şirketlerin Halka Açılması", Yeterlik Etüdü, Ankara, SPK, 1991, s. 10.
- 14) Steven I. Appel, "Small Business Finance: Sources of Capital", ed. Edward I. Altman, Mary Jone Mc Kinney, *Handbook of Corporate Finance*, New York, John Wiley and Sons Inc., 1986, s. 18.
- 15) A.g.k., s. 18.
- 16) Akbulak, a.g.rapor, s. 13.
- 17) Stanley B. Block, Geoffrey A. Hirt, *Foundations of Financial Management*, 4th Ed., Illinois, Irwin, 1987, s. 479.
- 18) Karşlı, a.g.k., s. 547.
- 19) James W. Hendersen, *Obtaining Venture Financing, Principles and Practices*, Massachusetts / Toronto, DC Heath and Company, 1988, s. 302.
- 20) Tekinalp, a.g.k.,s. 58.
- 21) Foerstar, a.g.k., s. 60.
- 22) Stephan A Ross, Randolph W Westerfeld, Kirt Butler, *Instructor's Manual Ticaret Odası Acccompany, Corporate Finance*, Missouri, Mirror / Mosby, College Publishing, 1988, s. 118.
- 23) Foerstar, a.g.k., s. 60.
- 24) Aziz Karadeniz, "Halka Açılmanın Püf Noktaları", *Kapital*, (Mart 1992), s. 5
- 25) Akbulak, a.g. rapor, s. 52
- 26) Mosheben-Horim, *Essentials of Corporate Finance*, Ally and Baron Inc. 1987, s. 531.
- 27) Dennis E. Logue, *Initial Public Offerings*, Ed: J. Pezer Williamson, *The Investment Banking Handbook*, Newyork, John Wiley and Sons Inc. 1988, s. 127.
- 28) A.g.k., s. 127.
- 29) A.g.k. s. 127.
- 30) Hendersen, a.g.k., s. 309.
- 31) Martin Weiss, *Going Public Now Ticaret Odası Make Your Initial Stock Offering*, Successful, 1st Ed., Liberty Hall Press, 1988, s. 16.
- 32) Hendersen, a.g.k., s. 310.
- 33) Block, Hirt, a.g.k., s. 468.
- 34) Sudi Apak, *Sermaye Piyasaları ve Borsa*, 1. Basım, İstanbul, Bilim Teknik Yayınevi, 1995, ss. 24-25.
- 35) Öztin Akgüç, *Finansal Yönetim*, Gözden Geçirilmiş ve Genişletilmiş 6. Bası, İstanbul, Avciol Basımevi, Basım Yayın, Muhasebe Enstitüsü Yayın No: 63, 1994, ss. 1-2.
- 36) Pınar Bakır, *Finansal Yönetim*, İstanbul, M.Ü. Nihad Sayar Yayın ve Yardım Vakfı Yayınları, No: 399/633, 1985, s. 8
- 37) Shannon P. Pratt, *Valuing A Business The Analysis and Appraisal of Closelyheld Company*, Illinois, Dow Jones, Irwin, 1981, ss. 28-39.
- 38) A.g.k., s. 35.
- 39) Ünal Bozkurt, *Menkul Değer Yatırımlarının Yönetimi*, İktisat Bankası Eğitim Yayınları, No: 4, 1988, ss. 140-143 ve A. Gültekin Karaşin, *Sermaye Piyasası Analizleri*, Ankara, Sermaye, Piyasası Kurulu Yayınları, Yayın No: 4, 1986, s. 14.
- 40) Citibank, *Corporate Valuation*, 1990, s. 55.



# Görüşler

**Dr. YÜKSEL BİRİNCİ**

*İstanbul Üniversitesi İktisat Fakültesi İktisat Politikası Anabilim Dalı Araştırma Görevlisi*

## Globalleşme ve İktisat Politikası

**2** 1.yüzyıla üç kala dünya ekonomisinde temel değişiklikler meydana gelmektedir. Sermaye, günümüzde bugüne dek görülmemiş bir hareketlilik kazanmıştır; uluslararası finansal piyasalar hızlı bir tempo ile büyümekte ve dünya ticareti bunlara paralel olarak büyüme trendini devam ettirmektedir. Günümüzde işletmeler yatırım ve üretim kararlarını global bazda ele almaktadırlar. Pratikte her ülke; ülkesi, insanı, kültürü ve hayat tarzı için gelecekteki önemi bakımından bu değişiklikleri sonuçları ile başa çıkabilmek gayreti içerisinde olacaktır. Bu çerçevede bir çok imkanlar ve zorluklarla karşılaşılacaktır. Yani, globalleşme sadece bir tehdit olarak görülmemelidir, özellikle önemli yeni fırsatları beraberinde getiren bir gelişme olarak algılanmalıdır<sup>(1)</sup>.

Toplumda globalleşmenin nasıl algılandığı bir tarafa bırakılırsa bunun dünya ekonomisi için olumlu bir gelişme olduğu söylenebilir, bu aynı zamanda gelişmiş ülkeler için de geçerlidir. Önce; globalleşme, yarım yüzyıldan beri dünyada refaha katkısı olan ekonomilerin kendi aralarındaki artan orandaki serbestliğin ve entegrasyonun bir devamıdır. Bu serbestlik şimdi kendini sermaye piyasalarında göstermektedir. Globalleşme uluslararası sermaye piyasalarında yatırımcılara yatırım imkanları açısından daha geniş seçme, tercih imkanı, tasarruflarına daha yüksek oranlarda gelir elde etme ve portföylerini çeşitlendirme imkanı tanımıştır. Globalleşme genelde etkin kaynak dağılımını ve böylece dünya ekonomisinde daha yüksek oranda büyümeyi teşvik etmektedir<sup>(2)</sup>.

Bu makalede globalleşme sürecinin analizinde öncelikle globalleşmenin yapısal özellikleri incelenerek, bu süreç esnasında finansal piyasalarda meydana gelen köklü değişiklikler ve yenilikler ortaya konacaktır. Bu açıklamalar çerçevesinde reel ve parasal alanda ortaya çıkan yapısal değişiklikler değerlendirilecektir. Rekabetin uluslararasılaşması, üretim faktörü olarak sermaye mobilitesinin üretim faktörü emeğe kıyasla önemli artış göstermesi, sermaye hareketlerindeki dalgalanmaların hızlı bir gelişme gösterebilmesi, yatırımcıların yatırım kararı alırken çok hassas davranmaları; beklentileri, ülkelerdeki ekonomik ve siyasi gelişmeleri de dikkate alarak hareket etmeleri şeklinde açıklanabilecek hususlar konunun özünü oluşturmaktadır.

### Globalleşme ve Yapısal Özellikleri

Modern bir terim olan globalleşme özellikle üç yeni yapısal özellik ile kendini göstermektedir. Bu özelliklerden ilki endüstriyel alandaki ticaretin önemli seviyede artmasıdır. Endüstri ülkeleri arasındaki geleneksel ticaret önceki dönemlerde klasik bir şekilde yapılmaktaydı, yani sanayi ürünleri satılıp karşılığında hammadde alınmaktaydı. Günümüzde sanayileşmiş ülkeler kendi aralarında önemli boyutlarda çok farklılık gösteren, fakat temelde benzeri mallar ile ticaret yapmaktadırlar. Burada otomobil endüstrisinden bir örnek verilebilir: İtalyanlar VW ve BMW, Almanlar ise Fiat ve Ferrari marka otomobilleri kullanmaktadırlar<sup>(3)</sup>.

İkinci özellik, ekonomilerin üretimde daha derin işbirliği içinde olmaları, yani üretimde globalleşmenin

gerçekleşmesidir. Çok uluslu işletmelerin yabancı bölgelerde yaptıkları yatırımların hızlı bir artış göstermesi sonrası dünya çapında entegre üretim sistemi oluşmuştur<sup>(4)</sup>. Bir ürün veya o ürünün parçaları sadece bir ülkede değil, değişik ülkelerde üretilmektedir. Böylece, şirketler bir millete ait olmaktan çıkarak, ulusal kişiliklerinden uzaklaşmaktadır. Sonuçta; bir ülkenin geleceği belirsizliğe doğru itilmektedir. Günümüzde proses ve üretim teknolojileri bir ülkeden diğer ülkeye çok hızlı bir şekilde aktarılabilir. Ayrıca; ekonomik gücün yabancı şirket yöneticilerinin eline geçmesi suretiyle, bu şirketler aldıkları kararlar vasıtasıyla ülke ekonomisinde etkili olmaktadır. Ulusal öncelikler ve işletme organizasyonundaki ulusal özellikler ikinci plana atılmaktadır. Çok uluslu şirketler yerleşim yerlerini başka bölgelere aktarmak ve uluslararası üretim sisteminin şeklini değiştirmeye suretiyle vergilendirmeye karşı reaksiyon gösterir. İşletmelerin üretim yerlerini değiştirmeleri ise, iş yerlerinin ihracatı anlamına gelmektedir<sup>(5)</sup>. Üretimin globalleşmesi ile birlikte gelişmiş ülkelerde iş sahalarının zarar görmesi durumunda toplumda korumacılık yönünde baskılar kuvvetlenmektedir. Ancak korumacılık yönünde alınacak tedbirler söz konusu ülkelere direkt yabancı yatırımı cezbederek globalleşmeyi daha da hızlandırmış olacaktır<sup>(6)</sup>.

Diğer taraftan ise, üretimin globalleşmesi gelişmekte olan ülkeleri sadece emek yoğun branşlarda, örneğin tekstil sanayinde, rekabet etmek durumunda bırakmaz. Bu ülkeler aynı zamanda, bilgisayar gibi, yüksek teknolojik ürünlerin üretiminde entegre edilebilir<sup>(7)</sup>.

Yukarıda ifade edilenler bağlamında globalleşmenin üçüncü özelliği, bir kısım gelişmekte olan ülkelerin hızlı ekonomik büyümesidir. Piyasaların serbestleşmesi sonrası gelişmekte olan ülkelere önemli boyutlarda özel sermaye akışı olmuştur. Söz konusu ülkelere giriş yapan sermaye bu ülkelerde üretim artışını finanse etmesinin yanında, gelişmiş olan ülkelerin mallarına olan talebi de canlı tutmuştur. Gelişmekte olan ülkelerdeki hızlı büyüme gelişmiş ülkelerin ticaret hadlerini iyileştirmektedir. Gelişmekte olan ülkelerin 1994 yılında dünya ithalatinde % 24 olan payının 2010 yılında % 30'a çıkması beklenmektedir. Aynı dönem içerisinde bu ülkelerin dünya ihracatında % 17 olan payının % 22 seviyesine çıkacağı tahmin edilmektedir<sup>(8)</sup>.

Globalleşmenin bu yeni yapısal özelliklerinin arka planında iki faktör grubu bulunmaktadır. Birinci grupta politik faktörleri sayabiliriz. Ticaret, hizmet ve sermaye hareketleri bölgesel ve dünya genelinde daha liberal duruma getirilerek, entegrasyonun genişlemesi sağlanmıştır.

Globalleşmenin hızlı bir şekilde yayılmasını sağlayan ikinci grupta teknolojik faktörler ön plana çıkmaktadır. Ulaşım ve iletişim faaliyetleri, özellikle son yıllarda önemli oranlarda düşüş göstermiştir. Böylece işletmeler bölgesel olarak birbirinden farklı üretim aşamalarını etkin kontrol edebilmektedir. Farklı kıt'alarda çalışan kişiler bile aynı zamanda, aynı projede, aynı anda çalışabilmektedir. Aynı zamanda teknik bilgi de daha kaliteli hale gelmiştir. Özellikle bilgi ve know-how günümüzde daha hızlı ve detaylı olarak yayılmaktadır. Bu süreç gelecekte daha da hızlanacaktır<sup>(9)</sup>.

### Finansal Piyasalarda Köklü Değişiklikler ve Yenilikler

Son on, onbeş yılda ulusal ve uluslararası finansal piyasalarda dünya çapında derinliği olan yapısal bir değişim meydana gelmiştir. Finansal piyasalardaki bu yapısal değişikliklerin özellikleri arasında yeni piyasalar ve finansal enstrümanların oluşumunu, ulusal piyasaların kendi içinde ve uluslararası finansal piyasalar ile artan bir seyir izleyen iççeliğini ve böylece finansal hizmetlerin uluslararasılaşmasını sayabiliriz. Piyasaların süratle uluslararasılaşmasının önemli itici güçlerinden biri ise, ulusal finans kaynakları ile karşılanamayan ve ulusal piyasalarda yeterli olmayan tasarruf fazlasının olmaması sonucu finansman ihtiyaçlarının ortaya çıkmasıdır. Piyasalarda bu tür dengesizliklerin ortaya çıkması 1973-74 ve 1979-80 yıllarında yaşanan petrol krizi sonrası petrol fiyatlarının hızlı bir şekilde artması şeklinde gerçekleşmiştir. Petrol ithal etmek zorunda olan ülkeler kısmen yurtdışından kredi temin etmek zorundaydı. Diğer taraftan petrol ihracatçısı ülkeler ise elde ettikleri gelirleri dünya çapında plase edebilecek imkanlar aramaktaydı. Bir çok gelişmekte olan ülke artan sermaye ithalatı vasıtasıyla ve dış borçlanma ile iktisadi gelişmesini devam ettirmek zorunda kalmıştı. Uluslararası alanda ikinci dış finansman ihtiyacı 80'li yılların ortalarında, bir çok ülkenin artan bütçe açıklarının finansmanını sağlayabilmek için yüksek oranlarda borçlanmalarının devam etmesi sonucu gerçekleşmişti. Devlet açıklarının sermaye ithalatı vasıtasıyla finansmanı ulusal finansal piyasaların uluslararası alanda özellikle kıymetli kağıt piyasalarında daha aktif olmasını sağlamıştı<sup>(10)</sup>.

Globalleşmenin yapısal özellikleri bölümünde ifade edildiği gibi, finansal piyasalardaki dinamizm, veri işleme, iletişim ve işlem teknikleri ve ayrıca bir çok ülkede finansal piyasaların deregülasyonu ve sınır ötesi sermaye hareketlerinin serbestleştirilmesi olmaksızın, gerçekleşemezdi. Özellikle teknolojik gelişme karmaşık yeni finansal enstrümanların gelişmesini sağlamıştır. Bunun yanında işlem maliyetlerinin azalması ve aynı enformasyonlara kullanıcıların aynı zamanda ulaşabilmesi teknolojik gelişmenin bir sonucudur<sup>(11)</sup>.

Uluslararası finansal piyasalar günümüzde önemli bir rol oynamaktadır. Bu piyasalar tasarruf ve yatırım arasındaki aracılık fonksiyonunu yerine getirebilmektedir. Bu sayede kıt olan sermaye daha verimli kullanılabilir duruma gelmektedir. İşletmeler, yatırımlar ve ticari ilişkiler sonucu oluşabilecek riskleri daha etkin bir şekilde kontrol altına alabilir. Globalleşme ve deregülasyon trendi ile bağlantılı olarak finansal piyasalarda meydana gelen yenilikler değişik şekillerde izlenmektedir. Kapsamlı bakış açısından hareketle, globalleşme çerçevesinde sadece yeni finansal enstrümanlar değil, aynı zamanda yeni piyasalar ve yeni finansal kurumları da sayabiliriz<sup>(12)</sup>:

- Yeni finansal kurumlar: Finansal kurumların yeni şekilleri son yıllarda önem kazanmakta ve uluslararası portföyü ile globalleşmeyi teşvik etmektedir; yabancı sermaye piyasalarına da angaje olan emeklilik fonları ve yeni varyasyonlarıyla yatırım fonları örnek olarak verilebilir.

- Piyasalar: Gelişmekte olan Asya ülkeleri, Orta Asya ve Doğu Avrupa ülkelerinde yeni sermaye piyasa-

ları oluşmuştur. Diğer taraftan gelişmekte olan ülkelere mali baskının sona erdirilmesi ve sermaye hareketleri kontrollerinin kaldırılması sonrası para piyasaları oluşmuş ve bunlar yeterli mali derinliğe sahip olma yolunda gelişme katetmişlerdir. Gelişmekte olan ülkelere giriş yapan sermayenin artması, finansal piyasaların liberasyonu ile orantılı olarak ortaya çıkmıştır<sup>(13)</sup>.

- Enstrümanlar: Finansal piyasaların globalleşmesi para politikası enstrümanlarının daha da gelişmesine katkı sağlamıştır. Para politikası enstrümanları arasında dengeler de değişmiştir. Bir çok Merkez Bankasında, özellikle gelişmiş ülkelerde açık piyasa işlemlerinin daha ön plana çıktığı görülmektedir. Ayrıca reponun diğer enstrümanlara kıyasla çok daha esnek olması nedeni ile ilgi çektiği görülmektedir. Globalleşme sonrası zorunlu karşılık oranları politikaları da eleştirilmeye başlanmıştır. Fakat; zorunlu karşılık oranlarının rekabeti mümkün olabilecek ölçüde tarafsız etkileyecek şekilde belirlenmesi, basitleştirilmesi ve oranlarının indirilmesi durumunda önemli fonksiyonları içerdiği bir gerçektir.

Finansal piyasalardaki artan yenileşme potansiyelinin göstergesi türev enstrümanlarının (derivativ) geniş ölçüde yaygınlaşmasıdır. Son yıllarda önem kazanan ve uluslararası portföyü ile globalleşmeye katkı sağlayan emeklilik fonları ve bunların yanında yatırım fonları ve türleri finansal kurumlaşmanın yeni türleri arasında sayılabilir. Türetilen yeni enstrümanlar (derivativ), finans piyasalarının artan yenileşme potansiyelinin bir göstergesidir. Burada, piyasa fiyatından veya bir orijinal baz enstrümanın uygun endeksinden kendi değeri türetilen

enstrümanlar söz konusudur. Türev enstrümanlarda ortak olan geleceğe yönelik sözleşme unsurudur. Bu tür enstrümanların önemli ekonomik fonksiyonu kişisel risk pozisyonlarının uygun maliyet ve esnekliğinde görülür. Türev enstrümanlar risk pozisyonlarının kişisel tercihlere göre düşük maliyetli oluşumunu mümkün kılmakta, yani iktisadi subje önceden büyük bir ihtimalle hangi riski üstleneceğine ve hangisini ödeme yoluyla üçüncü kişiye aktarabileceğine karar verebilmektedir. Önceden mevcut olan kişisel risk sınırlandırmaları ortadan kalkmaktadır. Finansal piyasalardaki gelişmelerin hangi şekilde reel ekonomiye etki edeceği türetilen enstrümanlar örneğinde görülebilir. Bir işletmeci, bir yatırımın ticaret politikası risklerini finansman risklerinden ayırabiliyor ve böylece kendi finansman koşullarını daha uygun bir şekilde oluşturabiliyor<sup>(14)</sup>.

Yeni piyasalar ve piyasa teknikleri, katılımcıların yeni davranış şekilleri oluşturmasını sağlamada faydalı olmaktadır. Piyasa işlemlerinde önceye kıyasla daha çok enformasyon kullanabilme imkanı taniyen işlem maliyetlerindeki düşüş, davranış değişiklikleri üzerinde etkili olmuştur. Böylece yeni haberlere karşılık piyasalar daha duyarlı olmaktadır. Buna kurumsal aktörlerin yatırım kararlarında artan oranda profesyonelleşmesi ilave edilebilir; yatırım fonları ve emeklilik fonları örneklerinde olduğu gibi. Devamlı önem kazanmakta olan bu yatırımcı türü temelde tipik özel tasarrufçu yatırım davranışından ayrılmaktadır. Öncelikle, kurumsal yatırımcı geniş hacimli yatırım portföyüne sahiptir ve farklı yatırım alternatifleri üzerinde tasarruf edebilmektedir. Ayrıca tasarrufçu ve piyasa aktörleri aynı kişi değildir. Yabancı bir fonu yöneten ve kısa

vadeli başarı ölçülerini kriter alan portföy yöneticisi daha çok kısa vadeli düşünecektir. Diğer taraftan tipik özel bir tasarrufçu hayatının ileriki safhalarını daha iyi şartlarda geçirebilmek için uzun bir süre tasarruf eder<sup>(15)</sup>.

### Globalleşmenin Uluslararası Rekabet Üzerindeki Etkileri

Piyasaların ve rekabetin globalleşmesi politik ve ekonomik kararların alındığı çerçevenin şeklini değiştirmiştir. Bu gelişmeden büyük işletmelerin yanında, birçok küçük ve orta boy işletmeler de etkilenmektedir. Dünya çapında sermaye hareketlerinin serbestleştiği, uluslararası sermaye hareketlerinin hacminin ve kayganlığının arttığı, enformasyon ve iletişim alanında teknolojik gelişmenin piyasaları birbirine yaklaştırdığı, yeni sermaye piyasalarının geliştiği ve türev enstrümanların kullanım alanlarının genişlediği bir dünyada rekabet de bu gelişmelere paralel olarak kızışmıştır. Bu gelişmiş dünyada, dünyanın (eski) patronları aniden gelirlerini kaybetmek ile karşı karşıya kalmışlardır.

Diğer taraftan ücretler, makroekonomik istikrar, istikrarlı döviz kuru, liberal dış ticaret sistemi, çalışma verimliliği gibi faktörler yatırımcıları ülkeye çekmede rol oynayan faktörlerdir. Ücretlerin ve sosyal maliyetlerin doğrudan karşılaştırılabildiği bir ortamda yatırımcıların nerede yapılabileceği sorusuna cevap aranabilmektedir. Bir ülkenin rekabetteki başarısı değişik faktörlere bağlıdır. Bu faktörlerden bazıları şunlardır: Faktör donanımının kalitesi ve miktarı, verimlilik, beşeri ve fiziki sermayeye yapılan yatırım, tek-

nolojik yeniliği yakalayabilme becerisi, yeni ürünleri piyasaya sürebilme gücü ve makro politikalarının tutarlılığı. Bütün bu faktörler, malların nerede ve hangi fiyatla üretilebileceği konusunda karar vermede yardımcı olmakta ve relatif maliyetleri etkilemektedir. Buradan bir ülkenin rekabet konseptinin çok boyutlu olduğu görülmektedir<sup>(16)</sup>.

Globalleşme daha çok esneklik gerektirmektedir. Aynı zamanda dünya ekonomisi önceden tahmin edilmesi zor olan bir şekilde gelişmektedir. Dünya piyasalarındaki rekabet gittikçe kızışmaktadır. Finansal yatırımlar, riski asgariye indirebilmek ve getiriye arttırabilmek için, uluslararası çeşitliliğe sahiptirler. Aynı zamanda ticaretin ve sermayenin liberalleşmesi sonucu üretimin, maliyetlerin nisbi olarak düşük olduğu bölgelere kaydırılması kolaylaşmıştır. Globalleşme mevcut yapısal yetersizlikleri ortaya çıkarmaktadır. Globalleşme sonrası yanlış maliye politikası cezalandırılmayı, ortaya çıkabilecek gelişmelerle başedebilmek için yeterli esnekliğin korunmasının gerekli olduğu bilinmelidir. Dünya ekonomisindeki gelişmelere uyum sağlayabilmek için özellikle çalışma piyasasının esnek olması zorunludur. Çalışma piyasalarının esnek olmaması durumunda böyle bir uyumun sağlanması zorlaşır ve işsizliğin artmasına neden olabilir. İstihdam piyasalarının söz konusu gelişmelerden olumsuz etkilenmesi korumacılık tedbirlerinin alınması yönündeki baskıları arttıracaktır ve para politikalarının güvenilirliğinin azalmasına neden olabilecektir<sup>(17)</sup>. Bütünleşen bir dünyada piyasaların serbest ve değişimlere uyum sağlayabilecek esnekliğe sahip olmaları rekabet edilebilir bir sistemin oluşmasına katkı sağlayabilirler.

Bütün bu açıklamalardan şu sonuç çıkmaktadır: Dünya çapında yerleşim yeri rekabeti önemli ölçüde sertleşmiştir ve bu artan rekabet daha da hızlanmaktadır. Günümüzde sadece işletmeler değil aynı zamanda bilginler de kendi aralarında rekabet etmek durumundadırlar. Genel politik çerçeve, özellikle vergi ve sosyal güvenlik sistemi burada yerleşim yeri faktörleri olarak önemli rol oynamaktadır<sup>(18)</sup>. Bu anlamda önde olmak zamansal bir ifadedir. Bölgeler ve sanayiler sürekli olarak tekrar avantajlar elde etmek zorundadır. Diğer yandan, yapısal süreci gerçekleştirebilmek ve uyum sağlayabilmek için esneklik çok önemli bir etkidir. Dünya çapında artan bir seyir izleyen yerleşim yeri rekabeti, esneklik ve yapısal değişim yönündeki istek bir çok ülkede (GÜ ve GÜ) rijit istihdam piyasası ve sabit, katı sosyal güvenlik sistemi ile karşılaşmaktadır. Globalleşme genelde iç yapıları esnek olmayan ülkelere sorunlarla karşılaşmaktadır. Esnekliğin yetersiz oluşu özellikle kalifiye olmayan elemanlar arasında işsizliği arttırmaktadır.

### Globalleşme ve Parasal İstikrar

Parasal istikrar tasarrufu teşvik ederek, uzun vadeli sermaye oluşumuna önemli katkı sağlar. Parasal alandaki istikrar finansal yatırımların performansını düzeltir ve reel değerlere kaçışı gereksiz kılar. Bu alandaki istikrar aynı zamanda piyasa katılımcılarında beklenti oluşumunun istikrarını sağlar ve böylece piyasalardaki kayganlıklar azaltılır.

Finansal piyasaların globalleşmesi ülkelerdeki piyasa yapılarını değiştirmiştir. Bu gelişme; gelişmiş ülke-

lerde, gelişmekte olan ülkelere kıyasla daha küçük adımlar şeklinde olmuştur veya olmaktadır. Finansal piyasalardaki bu gelişmeler Merkez Bankalarının istikrara yönelik para politikası uygulamasını zorlaştırmıştır. Öncelikle mal piyasalarındaki uluslararası rekabet ve fiyat şeffaflığı işletmelerin hareket alanını kısıtlanmaktadır. Diğer taraftan ise teknik yenilikler maliyetleri azaltmaktadır. Ayrıca iş piyasalarındaki rekabet de toplu sözleşme yapan tarafların hareket alanını daraltmaktadır. Yani bütünleşmiş piyasa disiplini edici rol oynamaktadır; çünkü piyasalar, örneğin aşırı borç politikası uygulayan bir ülkeyi yüksek oranlı faizlerle uyarmaktadır. Burada şunu ifade edebiliriz ki, kısa vadeli, istikrarı tehdit eden parasal olmayan faktörler, gelecekte bunu daha az yapacaklardır. Özellikle, büyük ülkelerin Merkez Bankalarının yeni enflasyonist gelişmelere izin vermeleri durumunda<sup>(19)</sup>.

Finansal piyasalarda kısa vadeliğe doğru bir yöneliş olduğundan, para politikası uygulaması zorlaşmaktadır. Para politikası; fonları, kısa vadeli yatırım veya faizlere talep şeklinde olarak para ve sermaye piyasası arasındaki sınırları kaldırmaya yardımcı olmaktadır. Piyasalarda daha çok kısa vadeli işlemlere ağırlık verilmesi piyasa katılımcılarını uzun vadeli ve fundamental ölçülerden uzaklaştırmakta ve böylece sermayenin etkin dağılımını da zorlaştırmaktadır. Piyasalarda oluşacak daha ileri derecedeki dalgalanmalar sistemin bütününe istikrarını tehdit edebilir. Diğer taraftan kurumsal yatırımcıların önemli kısmı piyasalarda davranış değişikliklerine gitmiştir. Performans ve rekabet baskısı profesyonel fon yöneticilerini daha kısa vadeli düşünmeye zorlamıştır. Böylece finans piyasala-

rındaki işlem hacmi ve kayganlık önemli boyutlarda artış göstermektedir. Piyasalarda meydana gelebilecek rahatsızlıklar da hızlı bir şekilde piyasalar üzerinde etkisini gösterecektir. Fonksiyonel dünya finans piyasası enflasyonist beklentilere karşı da hissedilir reaksiyonunu gösterir. Yüksek faiz oranları ve döviz kuru reaksiyonları böyle bir durumda etkilerini göstermektedir ve enflasyonu arttırıcı politikaların, örneğin bütçe açıkları veya fiyatları olumsuz etkileyecek sözleşmeler, ekonomi için faydalı olmayacaktır<sup>(20)</sup>.

Finansal piyasalardaki köklü yapısal değişiklikler sonrası finansal enstrümanların miktarında da önemli artışlar olmuştur. Enstrümanların bir çoğu politikaların meydana getirdiği istikrarsızlıklara karşı korunmak amacıyla geliştirilmiştir. Yeni oluşturulan enstrümanlar aynı zamanda faiz vadelerinin kısalmasında da etkili olmuşlardır. Ayrıca finansal piyasaların bütünleşmesi uluslararası faiz ilişkisini daha da sıklaştırmıştır; reel faizler, yani nominal faizler ve beklenen ulusal enflasyon oranları arasındaki farklar, en azından kısa vadeli olarak aynı yönde hareket ederler. Amerikan Merkez Bankası'nın 1997 yılının başında faiz oranlarını yükseltmesi finansal piyasaları etkileyecektir. Yükselen Amerikan faiz oranlarını diğer ülkelerin faiz oranları takip edecektir<sup>(21)</sup>. Finansal piyasaların bütünleşmesi ulusal Merkez Bankalarını nitelik rekabetine, yani istikrara, yöneltmiştir<sup>(22)</sup>. Sermaye yatırımlarında daha profesyonelce hareket edilmeye başlanmıştır. Portföy yöneticileri günlük olarak ulusal devletlerin sermaye yatırımı açısından uygunluğunu araştırmaktadır. Bir bölgede veya ülkede iktisadi ve iktisat politikası bakımından olumsuz gelişmeler tespit ettiklerini

inandıklarında, sermaye başka bölgelere veya ülkelere kaydırılmaktadır. Portföy yöneticileri enflasyon riskine ve paranın beklenen değer kaybına karşı sık sık etkili reaksiyon göstermektedir. Söz konusu ülkeler için oluşacak olumsuz kanaat sermaye kaçıışı, paranın değer kaybı ve faizlerde yükseliş şeklinde etkisini gösterir.

### Globalleşmenin Gelişmekte Olan Ülkeler Açısından Değerlendirilmesi

Globalleşme dünya ekonomisini temelde değiştirmiştir. Bu değişimde gelişmekte olan ülkeler de önemli rol oynamışlardır. Söz konusu ülkeler bütünleşme sürecinde itici güç görevini üstlenmişlerdir. Gelişmekte olan

ülkelerin ihracat ve ithalatının 1980'li yıllarda GSMH'de % 33 olan payı 1994 yılı itibariyle % 43'e yükselmiştir. Bu oranın son dönemde de daha artış göstereceği kesindir. Bu artış aynı zamanda söz konusu ülkelerdeki reformlarda önemli bir gelişme ile birlikte görülmüştür<sup>(23)</sup>.

Gelişmekte olan ülkelerin dünya ticaretine hızlı bir şekilde entegrasyonu, global finans piyasalarına entegrasyonu ile devam etmektedir. 1990 ve 1994 yılları arasında gelişmekte olan ülkelere olan özel sermaye girişi 4 kat artış göstermiştir. Gelişmekte olan ülkelere giriş yapan bu sermayenin yaklaşık beşte üçü uzun vadeli net sermaye girişlerinden oluşmaktadır. Gelişmekte olan ülkelere giriş yapan doğrudan yatırımların payı 1980'li yılların ortalarında % 23 iken 1992-94

Tablo: Entegrasyon Sürecinde Gelişmekte Olan Ülkeler Arasındaki Farklar\*

ÜLKELERİN SAYISI						
ENTTEGRASYON DERECEŚİ	DOĞU ASYA	GÜNEY AFRİKA	LATİN AMERİKA VE KARİBİK	ORTADOĞU VE KUZEY AFRİKA	(ORTA) AFRİKA (SAHRA'NIN GÜNEYİ)	AVRUPA VE ORTA ASYA
Hızlı Entegrasyon	6	3	5	2	2	5
Orta Dereceli Entegr.		2	5	4	10	2
Yavaş Entegrasyon	3		9	2	10	
Çok Yavaş Entegr.			2	5	14	2
Toplam	9	5	21	13	36	9

\* Gelişmekte olan ülkelerin 1980-1990 yılları arasındaki entegrasyon temposu

Kaynak: Dünya Bankası Tahminleri; Brahmhatt, M.; Dadush, U.; Unterschiede bei der Integration in die Weltwirtschaft, in: Finanzierung und Entwicklung, September 1996, s. 48.



yılları arasında % 40'lara ulaşmıştır<sup>(24)</sup>. Gelişmekte olan ülkelere olan özel sermaye girişinin artmasında politik alandaki iyileşmeler ve gelecek beklentilerinin olumlu yönde olması önemli rol oynamıştır. Deregülasyon ve piyasaların liberalleşmesi, yatırımların çeşitliliği ve çok uluslu şirket aktivitelerinin uluslararasılaşması gibi dünya sermaye piyasalarının entegrasyonuna katkı sağlamıştır.

Gelişmekte olan ülkeler arasında entegrasyonun seviyesi ve gelişme hızı bakımından önemli farklılıklar mevcuttur. Gelişmelerdeki bu dengesizlik Doğu Asya ve Afrika ülkeleri kıyaslandığında daha net olarak ortaya çıkmaktadır. Uzak Doğu ülkelerinin dünya ticaretine entegrasyonu hızlı ve devamlı bir gelişme gösterirken, Afrika ülkelerindeki gelişmeler bunun tersi bir seyir izlemiştir. Gelişmekte olan ülkeler arasındaki entegrasyon farklılıkları tablodan daha net izlenebilir.

Diğer taraftan gelişmekte olan ülkelerin finansal piyasalara entegrasyonu benzer şekilde dengesiz gerçekleşmektedir. 1991-1994 yılları arasında gelişmekte olan ülkelere giriş yapan özel sermaye, düşük gelirli Çin ve Hindistan dışında orta gelirli Doğu Avrupa ve Latin Amerika ülkelerinde yığılma göstermiştir<sup>(25)</sup>. Globalleşme gelişmekte olan ülkelere de önemli tesirler meydana getirmektedir. Ticari işlemlerin serbest piyasalarda gerçekleşebilmesi, özel sermayenin önemli ölçüde giriş yapması ve yeni teknolojilerin elde edilmesinin kolaylaşması gibi avantajlar globalleşmenin beraberinde getirdiği olumlu gelişmeler olarak görülebilir. Gelişmekte olan ülkelerin dışa dönük olarak gerçekleştirdikleri reformlar globalleşmeyi teşvik etmekte ve aynı za-

manda da bundan fayda sağlamaktadır. Etkinlik, verimliliğin artırılması, ihracat ve yatırımları kolaylaştırılması gelişmekte olan ülkeler açısından ekonomik kalkınmaya katkı yapmaktadır.

Globalleşmenin getirmiş olduğu bütün bu avantajların yanında bazı dezavantajları da ortaya çıkmaktadır. Globalleşmenin zorunlu kıldığı liberal ticaret ve yatırım rejimi ticari alanda rekabeti daha zorunlu bir hale getirmekte; finansal alandaki uluslararası sermaye piyasalarının entegrasyonu ve bunun sonucu sermaye hareketlerinin kayganlığı gelişmekte olan ülkelerde genel iktisat politikasının karmaşıklığını daha da arttırmaktadır. Hem ulusal hem de uluslararası piyasalarda güveni sağlayabilmek için politikacılar yeni bir disiplin ile karşı karşıya kalmaktadır. Bu çerçevede başarılı politikalar ödüllendirilirken, başarısız politikalar, hatalar cezalandırılmaktadır. Bunun ötesinde globalleşme politik rejimlerde rekabeti de arttırmaktadır<sup>(26)</sup>. Artan sermaye esnekliğinde yatırımcılar dünya genelinde şanslarını değerlendirmekte ve bir ülkenin politikasını diğer ülkeninkine göre sadece mutlak olarak değil, aynı zamanda nisbi olarak da değerlendirilmektedir.

Gelişmekte olan ülkelerin dünya ekonomisine artan oranda entegrasyonu hem gelişmiş, hem de gelişmekte olan ülkelere uzun vadede refah seviyesinin artışını da ifade eder.Yalnız burada gelişmekte olan ülkeler bazı noktalara dikkat etmek zorundadırlar. Bunlardan birincisi dünya konjonktürünün uygun olduğu bir dönemde gelişmekte olan ülkeler dünya ekonomisine entegrasyonda başarılı olmak zorundadır. Bu yarışta geri kalan ülkeler diğer ülkelere kı-

yaşla arayı kapatılmayacak şekilde açabilir. Dünya ekonomisine başarılı entegre olan ülkeler, yani politikalarını ve yapılarını hızlı bir şekilde dışa açık büyümeye göre yönlendiren reformları gerçekleştiren ülkeler, globalleşmenin avantajlarından en iyi bir şekilde yararlanan ülkeler olacaktır. Dinamik Doğu Asya ülkeleri (Güney Kore, Tayland, Singapur) burada örnek olarak verilebilir. Dünya ekonomisine entegre olmada yeterli başarı sağlayamayan ülkeler (bazı Afrika ülkeleri) globalleşmenin avantajlarından istifade edememekte ve böylece uluslararası farklılıkların arttığı görülmektedir (Bknz. Tablo). Diğer bir nokta ise, uluslararası sermaye piyasalarına gelişmekte olan ülkelerin entegrasyonudur<sup>(27)</sup>. Finansal piyasalarda entegrasyonda güven ve istikrarın sağlanması için tutarlı bir iktisat politikası gereklidir, çünkü yapılacak yanlışların getireceği mali yük fazla olabilir.

Ayrıca gelişmekte olan ülkelerin dünya ticaretine entegrasyonundan bu ülkelerin yanında gelişmiş olan ülkeler de yarar sağlayacaktır. Fakat entegrasyon süreci bazı engellerle karşılaşabilir. Gelişmiş ve gelişmekte olan ülkeler arasındaki artan ticaret hacmi gelecekte bazı endüstrileri küçültmekle birlikte, bazılarında da büyümeler gerçekleşecektir ve böylece dünyanın ekonomik yapısı değişime gösterecektir. Gelişmiş ülkelerdeki düşük ücretli emek yoğun endüstriler de gelişmelerden etkileneceklerdir. Diğer taraftan bu ülkelerde mukayeseli avantajlara sahip olan sanayiler ve hizmetler sektörü büyüyecektir. Ticari ve mali entegrasyon sonucu gelişmiş ülkelere meydana gelen üretim ve gelir artışı, bu ülkelere yüksek gelir esnekliğine sahip bu tür hizmetlerde talep artışına sebep olacak-

tır. Bu artışın bir kısmı emek yoğun hizmetlere isabet edecektir. Gelişmiş ülkelerin yapması gereken, entegrasyondan fayda sağlayan endüstrilere kaynakların yeni dağılımında uyumun sosyal maliyetlerini minimize etmektir. Burada, istihdam piyasasında esneklik çok önem taşımaktadır. İşsizliği düşük tutabilmek için bu piyasalar arızasız fonksiyonlilerini yerine getirmelidir<sup>(28)</sup>. Gelişmiş ülkelerde istihdam ve mal piyasaları daha esnek bir yapıya kavuşturmak suretiyle, sosyal uyum maliyetlerini azaltıp kaynakların tekrar tahsisini daha kolay bir hale getirerek, başarılı bir geçiş süreci sağlanabilir. Bu sürecin aşılabilmesi durumunda korumacılık yönündeki baskıların artma riski devam edecektir.

## Sonuç ve Değerlendirme

Zamanımızın bir fenomeni olan globalleşme bir çok durumda liberalleşme eğilimlerini arttırmıştır. Deregülasyon ve finansal piyasaların uluslararasılaşması birbirlerine karşılıklı olarak katkı sağlamaktadır. Burada ayrıca sistemlerin rekabeti olumlu rol oynamıştır. Globalleşmeden bazı sonuçlar çıkarmak mümkündür. Birincisi, globalleşme iç problemlerin bir sebebi değildir. Globalleşme sadece iç piyasalardaki yetersizlikleri ve zayıf noktaları hızlı ve net bir şekilde ortaya çıkarmaktadır. Mal piyasalarında ve bölgeler arasındaki artan rekabet istihdam piyasasındaki esnek olmayan yapıyı işsizlik ile cezalandırmaktadır. Bütünleşen finans piyasaları, devletin bugünün mali yükünü kolay bir yol olarak gelecek nesillere aktarmasını zorlaştırmaktadır. İşletmelerin uluslararasılaşması, işletmelere gelirlerini başka bölgelere aktarma imkanı ver-

mekte ve böylece vergi gelirlerini azaltabilmektedirler. Böylece globalleşmeden şu anlamı çıkarabiliriz: Esnek olmayan yapılar bütünleşme sürecinden sonra daha çok maliyet oluşturmaktadır.

Globalleşmenin diğer bir sonucu ise, bu sürecin geri dönüşünün olmadığıdır. Globalleşme, Asya'da, Amerika'da ve Avrupa'daki bir çok ülkenin serbest piyasa ekonomisi şartları içerisinde hareket ederek, kendilerini dünya ekonomisine entegre etmeleri demektir. Globalleşme herşeyden önce bilgi işlem ve iletişim teknolojilerinin hızlı gelişmelerine dayanmaktadır. Mal ve hizmetlerin bölgesel olarak bölüşümlü gerçekleştirilmesi ve bunların nakledilebilirliği önemli ölçüde artmıştır. Önceden, ağırlıklı olarak istihdam piyasaları özelliği taşıyan piyasalar bu süreçte yeni bir rekabet ilişkisine girmektedir.

Globalleşme her yerde aynı yapı ve standardı talep etmez. Sosyal barış ve politik istikrar yatırımcılar için oldukça önem taşıyan faktörlerdir<sup>(29)</sup>.

Sonuçta uluslararası sermaye hareketleri her zaman rasyonel hareket eder. Bu en azından başlangıç hipotezi olmalıdır. Sermaye akımları bazan politikayı şaşırtabilir, bu da spekülasyonun her zaman rasyonel olmadığı anlamına gelmez. Spekülasyon genelde rasyonel hareket tarzıdır ve serbest piyasa ekonomisinin bir parçasıdır. Yatırımcılar haklı olarak genelde politik ve ekonomik değişmelere karşı hassas reaksiyon göstermektedir, gelir elde etmeye yönelik olduklarından buna da mecburdurlar. Sonuçta bu iktisat politikası açısından anlamlı olmakta ve tavsiye edilmektedir, çünkü bu disipline etmekte ve böylece kit olan sermayenin sonuçta

daha etkin kullanıma yönelmesini sağlamaktadır.

Globalleşen dünyada, piyasalar bazen aşırılığa meyillidirler. Bu da fiyatlarda keskin düzeltmeleri beraberinde getirebilir. Şüphesiz bu tür aşırı gelişmelerin önlenmesi faydalı olacaktır; ancak, piyasalardaki bu tür dalgalanmalar tamamen önlenemez. Sabit olan şudur; iktisat politikası ne kadar açık ve prensiplerine sadık olursa aşırılıkların istisna olma şansı da o kadar yüksektir. Finansal piyasaların denetlenmesi burada kendi payına düşeni yapabilir. Piyasaların globalleşmesinin arka planında özellikle bu alanda ileri derecede uluslararası işbirliği her zaman önemlidir. Yani, bütün dünyanın iktisadi refahı için uygulanan politikaların global ilişkisi, kurumların ve sermaye piyasalarının etkin denetimi gereklidir.

Ayrıca globalleşme sürecinde, çoğu ülkeler bir çok problem ile karşı karşıya kalacaktır ve globalleşme trendi bütün ülkeleri etkileyecektir. Ortaya çıkacak etkilerin olumlu veya olumsuz olması ve ülkelerin global piyasalardaki başarısı, ortaya çıkacak problemlere karşı gösterecekleri reaksiyonlara; yani, esneklik ve uyum kabiliyetlerine önemli ölçüde bağlı olacaktır.

### Kaynakça

*Brahmbhatt, M.*; Dadush, U.; Unterschiede bei der Integration in die Weltwirtschaft, in : Finanzierung und Entwicklung, September 1996.

*Camdessus, M.*; Globalisierung und ihre Herausforderungen an Deutschland, Europa und den IWF, in : D. Bundesbank, Auszüge Aus Presseartikeln, Nr.4,1997.

DPT, Yedinci Beş Yıllık Kalkınma Planı, ÖİK Raporu, Dünyada Küreselleşme ve Bölgesel Bütünleşmeler, Ankara 1995.

*Duisenberg, W.F.;* Projekt Euro: Die Bedeutung nachhaltiger Konvergenz für die Wirtschafts- und Währungsunion, in : DB Auszüge Aus Presseartikeln, Nr.16, 1997.

*Ghosh, S.;* Die zunehmende Bedeutung der Entwicklungslaender, in : Finanzierung und Entwicklung, Maerz 1997.

*Gaddum, J.W.;* Stabilitaetspolitik und Kapitalmarkt, D. Bundesbank, Auszüge Aus Presseartikeln, Nr.31, 1996.

*Ghosh, S.;* Die zunehmende Bedeutung der Entwicklungslaender, in : Finanzierung und Entwicklung, Maerz 1996.

*Hansen, G.;* The Domestic Terms Structure and International Interest Rate Linkages: A Cointegration Analysis, in: Wirtschaftsarchiv, Bd. 132, 1996, H4.

*Hesse, H.;* Auf dem Weg zur europaeischen Währungsunion-Wo stehen wir?, in : D. Bundesbank Auszüge Aus Presseartikeln, Nr.16, 1996.

*İncekara, A.;* Globalleşme ve Bölgeselleşme Sürecinde Nafta ve Etkileri, İTO, 1995.

*Matthes, H.;* Wettbewerbsfaehigkeit Europas in der Triade-ein Flexibilitaetsproblem, in : D. Bundesbank Auszüge Aus Presseartikeln, Nr.69, 1996.

*Oureshi, Z.;* Globalisierung: Neue Chancen, grosse Herausforderungen, in : Finanzierung und Entwicklung, Maerz 1996.

*Tietmeyer, H.;* Die europaeische Wirtschaft zwischen globalen Maerkten und internen Herausforderungen, in : D. Bundesbank, Auszüge Aus Presseartikeln, Nr.75,1996.

*Tietmeyer, H.;* Geldwertstabilitaet und soziale Marktwirtschaft im Zeitalter globaler Maerkte, D. Bundesbank, Auszüge Aus Presseartikeln, Nr.3, 1997.

*Tietmeyer, H.;* Finanzmaerkte und Beschaeftigung, in : D. Bundesbank, Auszüge Aus Presseartikeln, Nr.43, 1996.

*Tietmeyer, H.;* Waehrungspolitik und Finanzmaerkte, in : D. Bundesbank, Auszüge Aus Presseartikeln, Nr.5, 1996.

*United Nations, World Investment Report 1995, Transnational Corporation and Competitiveness, New York, 1995.*

## Dipnotları

1) Camdessus, M.; Globalisierung und ihre Herausforderungen an Deutschland, Europa und den IWF, in : D. Bundesbank, Auszüge Aus Presseartikeln, Nr.4,1997, s. 16.

2) Camdessus, M.; a.g.e., s.16-17.

3) Tietmeyer, H.; Die europaeische Wirtschaft zwischen globalen Maerkten und internen Herausforderungen, in : D. Bundesbank, Auszüge Aus Presseartikeln, Nr.75,1996, s.2.

4) United Nations, World Investment Report 1995, Transnational Corporation and Competitiveness, New York, 1995, s.XIX.

5) Duisenberg, W.F.; Projekt Euro: Die Bedeutung nachhaltiger Konvergenz für die Wirtschafts- und Währungsunion, in : DB Auszüge Aus Presseartikeln, Nr 16, 1997, s. 8.

6) DPT, Yedinci Beş Yıllık Kalkınma Planı, ÖİK Raporu, Dünyada Küreselleşme ve Bölgesel Bütünleşmeler, Ankara 1995, s.11.

7) Tietmeyer, H.; a.g.e., s.2.

8) Ghosh, S.; Die zunehmende Bedeutung der Entwicklungslaender, in : Finanzierung und Entwicklung, Maerz 1997, s.38

9) Tietmeyer, H.; Tietmeyer, H.; Die europaeische Wirtschaft zwischen globalen Maerkten und internen Herausforderungen, s.2.

10) Tietmeyer, H.; Finanzmaerkte und Beschaeftigung, in : D. Bundesbank, Auszüge Aus Presseartikeln, Nr.43, 1996, s.3.

11) Tietmeyer, H.; Waehrungspolitik und Finanzmaerkte, in : D. Bundesbank, Auszüge Aus Presseartikeln, Nr.5, 1996, s.3.

12) Tietmeyer, H.; Europaeische Geldpolitik in globalen Maerkten, a.g.e., Nr.27, s.2-3.

13) İncekara, A.; Globalleşme ve Bölgeselleşme Sürecinde Nafta ve Etkileri, İTO, 1995, s.23.

14) Tietmeyer, H.; Europaeische Geldpolitik in globalen Maerkten, a.g.e., Nr.27, s.3.

15) Tietmeyer, H.; Waehrungspolitik und Finanzmaerkte, a.g.e., Nr.5, s.3.

16) Matthes, H.; Wettbewerbsfaehigkeit Europas in der Triade-ein Flexibilitaetsproblem, in : D. Bundesbank Auszüge Aus Presseartikeln, Nr.69, 1996, s.11.

17) Camdessus, M.; a.g.e., s.18-19.

18) Tietmeyer, H.; Die europaeische Wirtschaft zwischen globalen Maerkten und internen Herausforderungen, Nr.75,1996, s.2-3.

19) Tietmeyer, H.; Geldwertstabilitaet und soziale Marktwirtschaft im Zeitalter globaler Maerkte, D. Bundesbank, Auszuege Aus Presseartikeln, Nr.3, 1997, s.4.

20) Gaddum, J.W.; Stabilitaetspolitik und Kapitalmarkt, D. Bundesbank, Auszuege Aus Presseartikeln, Nr.31, 1996, s.5.

21) Hansen, G.; The Domestic Terms Structure and International Interest Rate Linkages: A Cointegration Analysis, in: Wirtschaft-sarchiv, Bd. 132, 1996, H4, s.685.

22) Hesse, H.; Auf dem Weg zur europaeischen Waehrungsunion-Wo stehen wir?, in : D. Bundesbank Auszuege Aus Presseartikeln, Nr.16, 1996, s.11.

23) Qureshi, Z., Globalisierung: Neue Chancen, grosse Herausforderungen, in : Finanzierung und Entwicklung, Maerz 1996, s.31.

24) Qureshi, Z.; a.g.e., s.31.

25) Qureshi, Z.; a.g.e., s.31.

26) Qureshi, Z.; a.g.e., s.31-32

27) Qureshi, Z.; a.g.e., s.32-33.

28) Ghosh, S.; Die zunehmende Bedeutung der Entwicklungslaender, in : Finanzierung und Entwicklung, Maerz 1996, s.41.

29) Tietmeyer, H.; Geldwertstabilitaet und soziale Marktwirtschaft im Zeitalter globaler Maerkte, a.g.e., Nr.3,1997, s.3.

banka ve  
ekonomik  
yorumlar  
Aylık Dergi

●  
Ciltlenmiş eski sayıları:  
●

(1 Ocak 1997'den başlayarak)  
1991 Yılı Cildi: 2.500.000 TL  
1992 Yılı Cildi: 2.500.000 TL  
1993 Yılı Cildi: 2.500.000 TL  
1994 Yılı Cildi: 2.500.000 TL  
1995 Yılı Cildi: 2.500.000 TL  
1996 Yılı Cildi: 3.000.000 TL  
(Öğrencilere % 40 indirim)

●  
İSTEME ADRESİ

Binbirdirek Mahallesi  
Suterazisi Sokak No. 6/2  
Sultanahmet – İstanbul  
Telefon: (0212) 518 17 32  
Fax: (0212) 518 66 43

Sayın  
Okurumuz,  
aboneninizi  
yenilediniz mi?  
Bekliyoruz...

Adres: .....

Telefon: .....

Fax: .....

## EKONOMİK GÖSTERGELER DIŞ DÜNYA (EKİM 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.	3.6	2.2	3.6	5.2	-197.0	-158.7	5.53	8.50
Almanya	2.9	2.1	1.4	10.5	70.4	-9.8	3.08	4.70
Avustralya	3.2	0.3	2.5	8.7	1.6	-13.0	5.00	8.75
Avusturya	0.3	1.2	5.0	7.0	-9.0	-5.9	3.34	6.50
Belçika	2.3	1.6	1.7	14.5	11.0	15.2	3.66	7.00
Danimarka	3.7	2.5	4.0	8.9	4.9	1.2	3.35	6.00
Fransa	2.3	1.5	2.7	12.4	26.2	32.0	3.19	6.30
Hollanda	3.1	2.6	2.9	6.7	19.0	21.2	3.12	5.00
İngiltere	3.5	3.6	4.5	7.5	-16.1	3.8	6.09	8.00
İspanya	3.1	1.8	3.2	22.0	-17.2	10.9	5.04	7.25
İsveç	2.6	1.5	2.7	9.0	16.9	6.1	4.00	5.40
İsviçre	0.2	0.4	1.3	4.5	0.7	19.8	1.50	3.38
İtalya	1.9	1.4	4.6	12.0	37.5	40.1	6.88	9.00
Japonya	-0.3	2.1	7.7	3.3	88.6	76.7	0.42	1.63
Kanada	3.7	1.8	0.4	9.4	22.8	-2.2	3.37	5.25

Açıklamalar: (b.d.) = Belli Değil. Kaynak: The Economist, 11 Ekim 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.

## Ayın Ekonomik Olayları

Dr. YILDIRIM KILKIŞ

**T**ürkiye'nin ekonomik sorunları, İMF'nin 9 Eylülde açıklanan raporunda belirtil-  
diği gibi, ekonomik dengesizlik ve yüksek enflasyon olarak özetlenebilir. Bu  
genel duruma rağmen, ülkemizde, 1997'nin ilk altı ayında, DiE tarafından açık-  
landığı gibi, sabit fiyatlarla büyüme hızı % 6 olmuş. Sanayi üretimi ilk 7 ayda %  
8.1 artmıştır. Döviz rezervleri de 12 Eylül 1997'de 18,5 milyar dolara ulaşmıştır.  
Dünya Bankası 1998 yılından itibaren Ülke Yardım Stratejisi çerçevesinde 1.5  
milyar dolarlık mali yardım yapmayı onaylamıştır.

Bu manzaranın yanında iç borç stoku Hazine müsteşarlığı tarafından açık-  
landığına göre, Ağustos sonunda 4.9 katrilyon liraya ulaşmıştır. Hazinenin Eylül  
ortası itibarı ile ilk defa Euro-Dolar ile borçlanacağı öğrenilmiştir. Maliye Bakan-  
lığı bütçe açığının 1997 Temmuz ayı itibarı ile 879 trilyon lira olarak gerçekleştiği-  
ni açıklamıştır.

Sayın Başbakan Mesut Yılmaz, 1997 yılı bütçesinin enflasyonla mücadele  
bütçesi olacağını açıklamıştır. Mesut Yılmaz Hükümetinin Almanya'ya ve Avrupa  
Birliği'ne istikrar mesajları vermesi ve bu mesajlara olumlu tepkiler almaya baş-  
ladığı anlaşılmaktadır.

1997 Eylül ayında tesbit edilen başlıca ekonomik olaylar aşağıda açıklan-  
maktadır.

### DIŞ TİCARETLE İLGİLİ OLAYLAR

#### 1997'nin İlk Altı Aylık Dış Ticaret Rakamları

1997 yılının ilk yarısında, ihracatımızın 11 milyar 751 milyon dolar, ithalatımız-  
nın ise 21 milyar 287.3 milyon dolar olduğu DiE tarafından açıklanmıştır.  
1996'nın aynı dönemine göre ihracatımız % 9, ithalatımız % 4.4 artmıştır. Buna

göre dış ticaret açığımız % 0.9 küçülerek 9 milyar 536.1 milyar dolara gerilemiştir. Bu gelişmeye paralel olarak ihracatın ithalatı karşılama oranı, 1996'nın ilk 6 ayındaki % 52.8'den, 1997'de % 55.8'e yükselmiştir.

### **Gümrük Vergilerinde Değişiklikler**

#### **Gümrük Genel Tebliğinde Değişiklik**

14 Eylül 1997 tarihli Resmi Gazetede yayımlanarak yürürlüğe giren Gümrük Genel Tebliği, geçici kabul ithalat işlemlerine izin veren Gümrük İdaresi'nden yapılabileceğini, ancak talep halinde geçici kabul ithalat işlemlerinin bu idarenin bağlı bulunduğu başmüdürlük bağlantılarından izin vermeye yetkili bulunan Gümrük İdare'lerinden de yapılabileceği hükmünü getirmektedir.

Geçici kabul kapsamında getirilen ve gümrük işlemleri bitirilerek çekilen eşyanın, hasarları veya bozuk olması, sipariş şartlarına uygun bulunmaması veya tarafların sipariştan vazgeçebilmesi gibi nedenlerle malların iade veya üçüncü bir ülkeye gönderebilme talebinde bulunabilecek.

#### **Hassas Mallarda Gümrük İndirimi**

Bakanlar Kurulunun 10 Eylül 1997 tarihli Resmi Gazetede yayımlanan kararına göre, ülkemiz ile Avrupa topluluğu arasında geçiş dönemini düzenleyen katma protokol çerçevesinde; otomobil, midibüs, minibüs, motosiklet, çimento, petrol ürünleri gibi malların bulunduğu hassas mallar listesindeki gümrük vergisi oranları % 10'a indirildi.

Böylece Avrupa Topluluğu tarafından hassas mallar için verilen 5 yıllık uyum süresi içinde gümrük vergilerinin sıfırlanması yolunda bir adım daha atılmıştır.

## **MALİ KONULARLA İLGİLİ OLAYLAR**

### **Eğitim, Gençlik, Spor ve Sağlık Hizmetleri Vergisi**

Maliye Bakanlığı'nın Tebliği ile, eğitim, gençlik, spor ve sağlık hizmetleri vergisinde maktu tarife yerine, nisbi vergilemeye geçilerek, vergi oranı kapsamına giren ürünlerin tamamı için % 10 olarak belirlendi. Tebliğe göre, vergi matrahı tütün mamülleri ile her türlü alkollü içkilerde, katma değer vergisi hariç, perakende satış fiyatı olacak.

### **Eğitime Katkı Payı Genel Tebliği Yayımlandı**

1 Eylül 1997 – 31 Aralık 2000 tarihleri arasında, eğitime katkı payı ödenmesi Maliye Bakanlığı'nın Genel Tebliği ile hükme bağlanmıştır. Tebliğine göre;

- Vergi dairelerine ve belediyelere verilen beyannamelerin her biri için 500.000. TL,
- Gümrük idarelerine verilen beyannamelerin her biri için 1. 000.000. TL,
- Sigorta prim bildirgelerinin her biri için 500.000. TL,



- Taşıt alım vergisine tabi olan (11 yaşına kadar) motorlu taşıtların kayıt ve tescilleri ile devirlerinde 10.000.000. TL,
  - Spor Toto, Spor Loto ve Sayısal Loto'dan kolon başına 10.000 TL, at yarışlarından kolon başına 20.000. TL,
  - Silah taşıma ve bulundurma vesikaları olan veya yeniletenden 20.000.000. TL, kara avcılığı ruhsat tezkerelerinden 10.000.000. TL,
  - İMKB'ında aracı kurumların müşterilerinden aldığı kurtaj ücretlerinden ve SPK'da yapılan tescil ve kayıt işlemlerinin dörtte biri,
  - Cep telefonlarının aylık sabit tesis ücretinin biri tutarı ve abonelik tesisinde 2.000.000. TL,
  - RTÜK tarafından reklam gelirinden alınan pay kadar olan tutar.
  - Tapu işlemlerinden her işlem için 5.000.000. TL,
- Tebliğ ile katkı paylarının tahsiline ilişkin işlemler de belirtilmiştir.

#### Yıllık Faaliyet Bildirimi Süresi Uzatıldı

Maliye Bakanlığı'nın Vergi Usul Kanunu Genel Tebliği, Resmi Gazetede yayımlanarak yürürlüğe girdi. Tebliğe göre, bilanço esasına göre defter tutan mükellefler için yıllık faaliyet bildirimini ile borçların mal ve hizmet alımlarına ilişkin bildirim süresi 25 Ekim 1997 akşamına kadar uzatılmıştır.

#### FİYAT İNDEKSLERİ

1997 Eylül ayında, DİE rakamları ile tüketici fiyat indeksi aylık % 7.3, yıllık % 89.9 olmuştur. Toptan eşya fiyatları indeksi ise aylık % 6.3, yıllık % 85.4 düzeyine çıkmıştır. Bu rakamlar, ülkemizdeki enflasyonun şiddetini açıkça göstermektedir.



# SİZ DE ABONE OLUN!

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

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: 2.000.000.- TL

1 Yıllık: 3.000.000.- 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

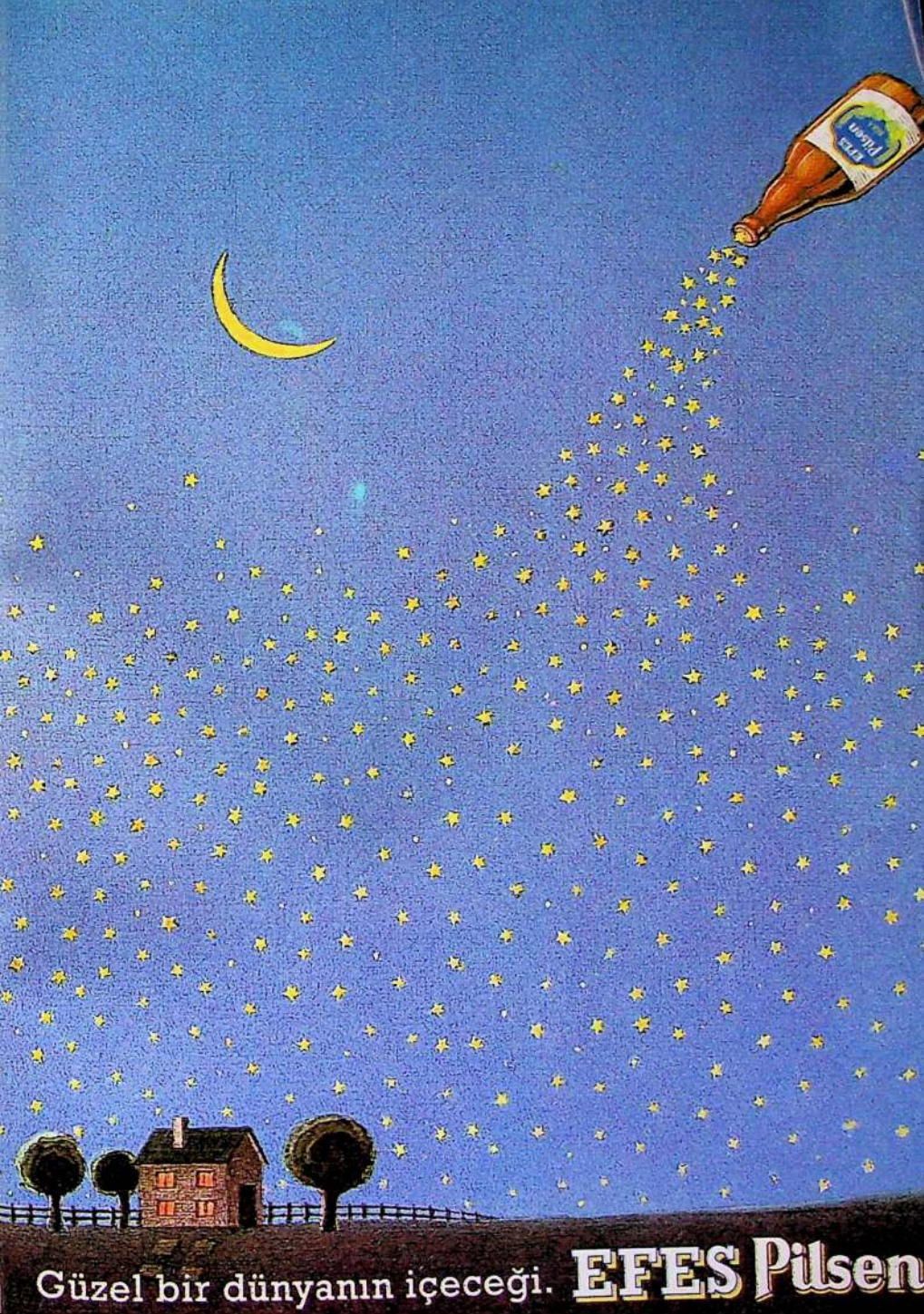
Akbank T.A.Ş.  
Nişanca Şubesi  
Hesap No. 10469-5

Yapı Kredi Bankası  
Çemberlitaş Şubesi  
Hesap No 2269-9

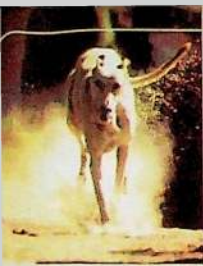
Ziraat Bankası  
Beyoğlu Şubesi  
Hesap No 768

T. Ticaret Bankası  
Nuruosmaniye Şubesi  
Hesap No: 21345

«EKONOMİK VE SOSYAL YAYINLAR A.Ş.» adına, abone bedeline ilişkin, bankaya yatırdığınız makbuzun (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**



# Laguna'yla kimse yařamaz.

Renault Laguna'yı

rakipsiz kılan

öyle çok şey var ki!

Soylu çizgilerinin

altında yatan

büyük güç,

şımartıcı konforuyla

bütünleşen üstün

emniyet unsurları,

sadece sürücüsüne

değil bütün

yolcularına verdiği

eşsiz zevk...

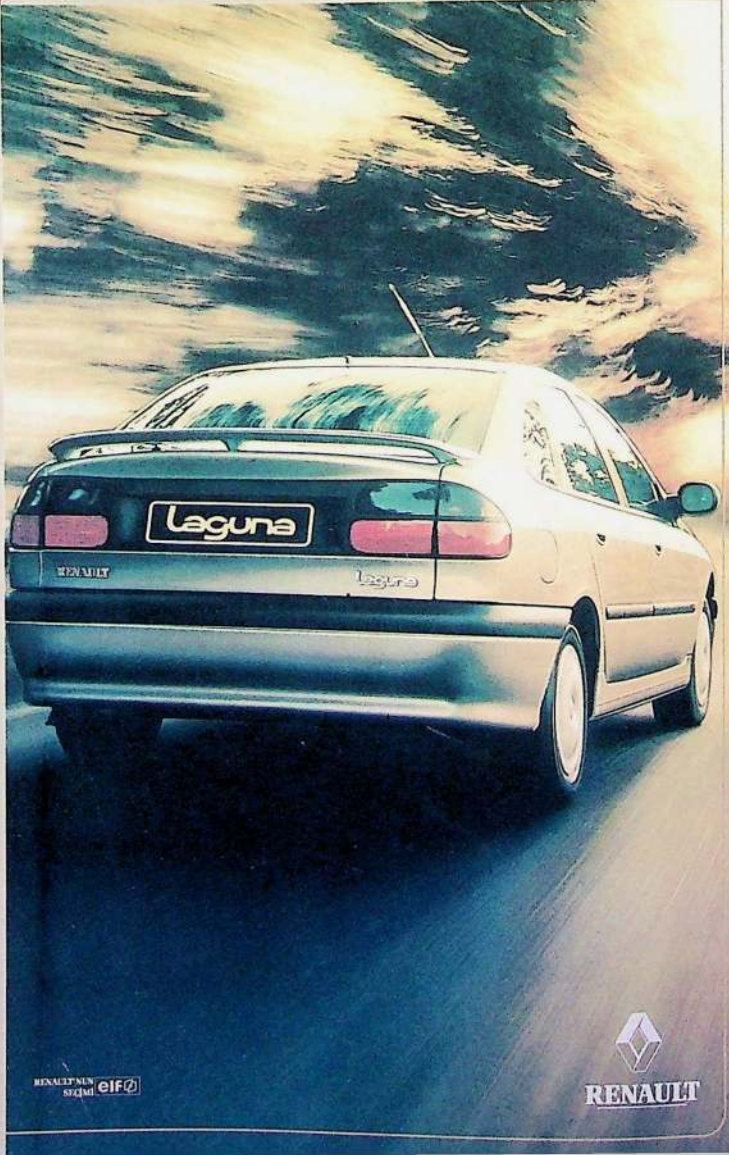
Size en yakın

Renault yetkili

satıcısına uğrayın,

Laguna'yı

kendiniz deneyin.



RENAULT'un  
sıradaki eif2

  
RENAULT