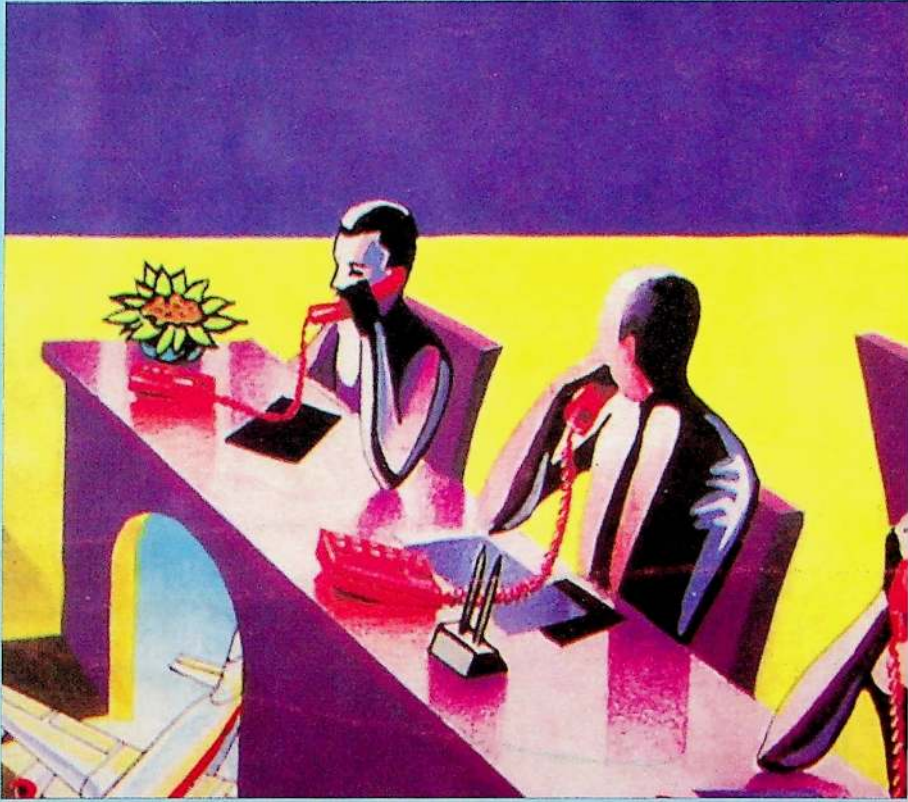


BANKA VE EKONOMİK

AYLIK DERGİ
YIL : 34
ARALIK 1997
•
250.000 LİRA

YORUMLAR 12



- TÜRKİYE'DE FAKTORİNG SEKTÖRÜNÜN DURUMU; GELİŞMESİ VE 1998 YILINA İLİŞKİN BEKLENTİLER
- OPSİYON KAVRAMI VE OPSİYON FİYATLANDIRMA MODELİNE BİR ÖRNEK (BLACK & SCHOLES)



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

ARALIK 1997 • YIL: 34 • SAYI: 12 • 250.000 LİRA (KDV DAHİL)

Ekonomik ve Sosyal Yayınlar A.Ş. Adına

İmtiyaz Sahibi

BÜLEND ÇORAPÇI

Yazı İşleri Müdürü

DR. ÖZTİN AKGÜÇ

Danışma Kurulu Başkanı

ŞİNASI ÇELİKKOL

Danışma Kurulu

Asaf Savaş Akat • Dr. Öztin Akgüç • Prof. Dr. Erdoğan Altınbaş • Prof. Dr. Güven Alpay • Dr. Orhan Altan • Tefik Altınbaş • Prof. Dr. Mustafa A. Aysan • Prof. Dr. Ömer Faruk Batirel • İzzet Berk • Prof. Dr. Ünal Bozkurt • Prof. Dr. Kenan Çelik • Prof. Dr. Nasuhı Bursal • Yavuz Canevi • Ege Cancaalılık Ceyhan • Mehmet Gün Çalika • Özer U. Çiller • Doğan Çorapçı • Ahmet Demirel • Zeki Döşluoğlu • Necdet Erbaş • A. Aydın Dündar • Gazi Erçel • Kaya Erdem • İzzet Erdem • Oktay Ersoy • Prof. Dr. Cümhuri Ferman • Prof. Dr. Atilla Gönenli • Prof. Dr. Emre Gönensay • Doç. Dr. Mustafa Gürsel • Prof. Dr. Zeyyat Hatiboğlu • Erhan İşil • Prof. Dr. İzzet A. Kabaalioğlu • Prof. Dr. Müh. Kemal Kafalı • Adnan Kafaçoğlu • Y. Doç. Dr. Ahmet S. Kalın • A. Nazif Kaya • Prof. Dr. Yıldırım Kalkış • Prof. Dr. Tamer Koçel • Mustafa Kurdaş • Prof. Dr. Kemal Kurtuluş • Prof. Dr. Erol Maniçoğlu • Prof. Dr. Orhan Morgil • Prof. Dr. Erdoğan Moroğlu • Zeyyat Moroğlu • Ergin Neng • Alp Orçun • Rahmi Onen • Prof. Dr. Mustafa Özkan • M. Celâlettin Özgen • Ertan Özgür • Tunç Özlü • Selâhattin Özmen • Ertuğrul İhsan Özal • Prof. Dr. Mustafa Özsunay • Prof. Dr. Merih Paya • Prof. Dr. Relia Polat • Prof. Dr. Dündar Sağlam • Halit Soydan • Prof. Dr. Mehmet Tekbaş • Osman N. Torun • Fikret M. Tuncer • Neşet Üstüner • Prof. Dr. Gül G. Turan • Doç. Dr. Şeref Türeci • T. Güngör Uras • İbrahim Ülken • Dr. Cüneyt Ülsever • Mustafa Yalın • Mehmed Tarık Yaşa • Doç. Dr. Göksel Yücel • Prof. Dr. Ahmet Yüksel

Yazı Kurulu

Bülent Akgüç • Doç. Dr. Seyfettin Gürsel • Prof. Dr. Merih Polat • Prof. Dr. Dündar Sağlam • Prof. Dr. T. Güngör Uras

Genel Yayın Yönetmeni

MUSTAFA BARIŞ

BU SAYIDA

EKONOMİK YORUMLAR 3

**A. AYDIN DÜNDAR
RENGİN EKMEKÇİOĞLU
MEHMET KARAKAŞ
ERDİNÇ ÖZSELÇUK
ALPER UYAR**

Doç. Dr. Mehmet Bolak
Sermaye Piyasası 35

Ekonomik Göstergeler (İç) 42

Yrd. Doç. Dr. Müge İşeri
**Opsiyon Kavramı ve Opsiyon
Fiyatlandırma Modeline Bir Örnek
(Black & Scholes)** 43

Ekonomik Göstergeler (Dış) 56

Yrd. Doç. Dr. Selim Erdoğan
Emeklilik Devrimi 57

Dr. Yıldırım Kalkış
Aynı Ekonomik Olayları 60

Abone Formu 64

Adres: Binbirdirek Mah. Suterazisi Sok. No. 6/2: 34400 Sultanahmet - İstanbul • Tel: (0212) 518 17 32 • Faks: (0212) 518 66 43 Yazış-
ma: 769; 80005 Karaköy - İstanbul • Açıklama: Dergi'deki yazılar kaynak göstermek koşuluyla alınabilir • 1998 Yıllık Abone (KDV
dahil) 1400.000 TL. Öğrencilere: 3.240.000 TL • Banka Hesap Numaraları (İstanbul): Akbank Nişanca Şubesi 10469-5, İş Bankası Ca-
nakkale Şubesi 256319, Yapı ve Kredi Bankası Çemberlitaş Şubesi 2269-9, Ziraat Bankası Beyoğlu Şubesi 768 • T. Ticaret Bankası Nuru-
osmaniye Şubesi 21345 • Baskı: Kent Basımevi, Telefon: 629 31 44 • Cilt: Yenilik Ciltleri, Telefon: 629 45 04 • Baskı Tarihi: 19 Aralık 1997

• Genel Dağıtım: Yayınsat •

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 00
Antalya: (242) 247 49 00 Faks: 242 47 00

Ekonomik Yorumlar

AÇIK OTURUM

TÜRKİYE'DE FAKTORİNG SEKTÖRÜNÜN DURUMU; GELİŞMESİ ve 1998 YILINA İLİŞKİN BEKLENTİLER

KATILANLAR:

- Rengin EKMEKÇİOĞLU
- Mehmet KARAKAŞ
- Erdinç ÖZSELÇUK
- Alper UYAR

YÖNETEN:

- A. Aydın DÜNDAR

DÜNDAR – Efendim, toplantımıza hoşgeldiniz. "Banka ve Ekonomik Yorumlar Dergisi"nin bu ayki yorum çalışmalarını faktoring konusuna tahsis ettik. Bu konuda siz değerli uzmanları bir araya getirmiş olmaktan dolayı mutluyuz, Dergi adına da teşekkür ediyorum. Faktoringin gerçekte hem dünyamızda, hem de özellikle Türkiye'mizde finans sektörü içerisinde yeni bir kurum olması, diğer kurumlara göre biraz daha az tanınmış bulunması nedeniyle bugünkü yapacağımız toplantı sonunda;

hem değerli okuyucularımıza konu hakkında bilgi ulaştırmış olacağız, hem de Türkiye'deki son gelişmeleri ve geleceğe ait beklentilerimizi ortaya koyacağız. Faktoringin anlamı ve gelişen dünyada hangi ihtiyaçtan ortaya çıktığı, Türkiye'de hangi tarihlerden itibaren gelişmeye başladığı hususundaki konuları sayın Karakaş beyefendiden dinleyelim. Buyurun Sayın Karakaş.

KARAKAŞ – Efendim çok teşekkür ederim. Ülkemizde yaklaşık

on yıldır faktoring uygulanıyor. Ancak yasal düzenlenmesi 1994 yılında gerçekleşti. Ben öncelikle oradaki tanımdan hareket etmek istiyorum. Ülkemizde faktoringten ne anlaşılması gerekiyor? Önce yasal tanımdan başlamamız lâzım. Bu tanıma göre mal ve hizmet satışından doğmuş veya doğacak alacakları temellük ederek, tahsilini üstlenen, bu alacaklara karşılık ödemelerde bulunarak finansman sağlayan şirketler faktoring şirketi olarak tanımlanmış. Şöyle bir detayına bakarsak; demek ki bir alacak söz konusu olacak, alacak var ise faktoring var.

DÜNDAR – Ticari işlem olması lâzım.

KARAKAŞ – Evet. Bu alacak mal ve hizmet satışından doğacak mal ve hizmet satışından doğan alacaklar faktoringe konu olabilir. Demek ki vadeli satışlar faktoringe tabi olabilir. Peşin satışlar faktoringe tabi olmaz. Ne yapacak faktoring şirketi bu alacakları temlik alıp? Ya tahsil edecek ve bu alacaklara karşılık ödemelerde bulunacak. Bu tanımda uygulamaya göre bir şey eksik, ihtiyaç duyulduğu halde alacakların alınması garanti altına alınabilir. Dünya uygulamasına göre şöyle özetlemek gerekiyor; Ülkemizde ve dünyada faktoring ilke olarak kısa vadeli alacaklarla ilgileniyor. Bu alacakların tahsili, borçlunun araştırılması, tahsili, borçların izlenmesi, ihtiyaç duyuluyorsa finansman sağlanması, ihtiyaç duyuluyorsa garanti sağlanması şeklinde Türkiye ve Dünya uygulaması böyle

özetlenebilir. Şunu da özellikle belirtmek istiyorum. Görüldüğü üzere faktoring bir hizmet değil, bir dizi hizmeti içeren kendine özgü bir uzmanlık alanıdır. Dünyadaki uygulaması da böyle, Türkiye'deki uygulaması da böyle. Faktoring ürününü iki ana şekilde ele alırsak, tartışmalarımızın bundan sonraki bölümünde daha rahat ortak bir noktaya ulaşabiliriz.

Factoringin birinci bölümü yurtiçi işlemlere yönelik faktoring işlemleri diye ele almalıyız. İkinci bölüm ise yurtdışı işlemlere yönelik faktoringdir. İkisinde de farklılıklar var. Taraflar farklı, dolayısıyla her ikisinde de alacak aynı ama işlemler biraz farklı. Onu da kısaca özetleyerek, tarihçesini anlatmak üzere sözü başka bir arkadaşına vermek istiyorum. Yurtiçi işlemlerde bir satıcı, bir alıcı var. Satıcı bir mal veya hizmet satışından doğan alacağını faktoring şirketine devrediyor ve ondan bir dizi hizmet istiyor. Hangi hizmete ihtiyacı varsa, bu alacağının tahsil edilmesini istiyor. Paraya ihtiyacı varsa bir miktar ön ödeme talep ediyor veya garanti isteyebiliyor. Faktoring şirketi bu hizmetleri sunuyor. Tabii bu alacakla ilgili istatistikleri yapıyor, araştırmaları yapıyor ve muhasebesini de tutuyor.

Yurtdışı işlemlerde ise kendine özgü bir nitelik var, yine vadeli bir satış söz konusu. İhracat işlemini ele alırsak, yine vadeli bir satış. Ülkedeki ihracatçı malını, yurtdışındaki ithalatçıya vadeli satıyor. Bunun karşılı-



AÇIK OTURUMA KATILANLAR:

Yukarıdaki fotoğrafta, soldan sağa doğru; **A. Aydın Dündar** (İktisatçı-Bayraktar Holding Yönetim Kurulu Üyesi), **Alper Uyar** ((Aktif Finansal Kiralama A.Ş. Genel Müdürü), **Rengin Ekmekçioğlu** (Yapı Kredi Faktoring Genel Müdürü), **Mehmet Karakaş** (İş Faktoring Genel Müdürü), **Erdinç Özselçuk** (Faktoring Derneği Genel Sekreteri); "Türkiye'de Faktoring Sektörünün Durumu, Gelişmesi ve 1998 Yılına İlişkin Beklentiler" konulu toplantıda, bir arada görülüyorlar.

ğında alacağını faktoring şirketine devrediyor. Genel uygulamaya göre faktoring şirketi yurtdışındaki muhabiri kanalıyla ithalatçıyı araştırıyor, kredibilitesini tespit ediyor, kabul edebileceği risk limitini tespit ediyor, bunu ihracatçıya bildiriyor. Mutabakat sağlandığı takdirde ne ihtiyaç var ise finansmanda sağlanabiliyor. Aynı yurtçinde olduğu gibi buradaki can alıcı nokta; ihracatçıya bir garanti sağlanması. Yurtdışındaki ithalatçı için bir garanti sağlanması ve ön ödemede bulunulmasıdır. Dolayısıyla bundan sonraki tartışmalarımızda bu

iki noktayı ayırarak gidersek yararlı olur diye düşünüyorum.

DÜNDAR – Teşekkür ederim Sayın Karakaş. Şimdi Sayın Ekmekçi-oğlu'ndan okuyucularımız için faktoringin tarihçesini dinleyelim. Neden hangi ihtiyaçtan doğmuş ve nasıl gelişmiş bunları sizden alalım. Buyurun Sayın Ekmekçioğlu.

EKMEKÇİOĞLU – Faktoring işlemleri bildiğimiz kadarıyla yüzyılımızın başından itibaren kullanılmakta. Başlangıcı Amerika Birleşik Devletleri'nde olmuş. Özellikle A.B.D ve

İngiltere arasındaki o günlerde oluşan ticaretten dolayı buna gerek duyulmuş. Aradaki orta adam denilen kişiler sonra bunların ismi faktör oluyor. İngiltere'den Amerika'ya mal satan, özellikle pamuk ipliği şeklinde gelişen ticarete aracı konumundalar ve Amerika'daki alıcılar adına İngiltere'deki ihracatçıya, yani bugünkü bildiğimiz deyimle ihracatçıya Amerika'daki alıcı adına garanti vermişler. Bu iş o kadar büyüyor ki, sonrasında faktör adı alınıyor ve daha sonrasında da faktoring diye bir endüstri oluşuyor. Finansal bir alt grup oluşuyor. Amerika Birleşik Devletleri'nden Avrupa'ya geçişi ise 1960'larda oluyor. 1960'ların başında ağırlıklı olarak yine tekstil sektöründe faktoringi görüyoruz. Faktoring bugün Avrupa'da 40 yıldır kullanılan bir yöntem. Avrupa'da ve Amerika'da 1970'lerin başında bu yoğun kullanımla birlikte özellikle İskandinav ülkelerindeki üç beş tane faktoring şirketinin birleşmesiyle ilk kez 1970'lerin başında FCI (Factors Chain International) yani faktörler zinciri diye bir grup oluşturuluyor. Bunların ilk üyeleri İskandinav ülkeleri, daha sonra İngilizler ve daha sonra da Avrupa'lılar.

DÜNDAR – Bu zinciri niçin oluşturmuşlar, istihbarat için mi?

EKMEKÇİOĞLU – Bu zinciri özellikle istihbarat için, hem de muhabir ilişkisi oluşturmak için. Biraz önce Sayın Karakaş'ın söylediği gibi, ihracat faktoringi yapıldığında ithalatçının riskini üstlenebilmek için o

ithalatçının ülkesinde bir faktoring şirketinin olması gerekir. Bu bakımdan Avrupa'lı şirketler zamanla içlerine yeni yeni şirketleri katarak bir muhabir ilişkisine giriyorlar. Bu FCI dediğimiz grup büyüyor. Amerika geliyor, daha sonra Uzak Doğudaki ülkeler de buna katılıyor. Türkiye'de ise ilk defa 1988 yılında bir şirket üye oluyor. Bu güne bakacak olursak FCI'da 50 ülkeden 125 adet üye var. Her ülkeden bir üye olması şartı da yok. Her ülkeden istenilen sayıda üye olunabilir. Aynı ayrı şirketler dünyadaki faktoring zincirine üye olabiliyorlar. Bugün Türkiye'den 14 şirket bu zincire üye.

Türkiye'deki faktoringin gelişimi, Avrupa ya da Amerika'dakinden biraz farklı oldu. Türkiye'de faktoring ilk önce ihracatta başladı. 1988'de, biraz önce dediğim gibi bir bankanın içinde bünyelenen, oluşan bir grup başlattı bu işi ve ihracat faktoringi bacağı başladı. Daha sonra 1990 yılında Türkiye'de ilk faktoring şirketi kuruldu. Bugün bildiğiniz gibi 70'e yakın faktoring şirketi var. İhracatta başlayan faktoring işi ise Türkiye'de 1990'lardan sonra ağırlığını yurtiçi faktoringe verdi.

DÜNDAR – İlk başlangıcı İngiltere Amerika arasında, ithalat ve ihracat. Daha sonra 1960'lı yıllardan sonra Avrupa'daki gelişimi de dış ticaret ile başladı. Türkiye'de de ihracatla başladığına göre pek farklı değil.

EKMEKÇİOĞLU – Avrupa'da

tam öyle değil. Avrupa'daki başlangıcı özellikle ihracatla başlamıyor, yurtiçi ile başlıyor. Bizim onlardan bir farkımız oldu. Çünkü Türkiye'nin ihraç ürünleri hepsi kısa vadede ödenebilen ürünler, yani tüketim malına yönelik ürünler. Türkiye bunun avantajını kullandı ve ihracatla başladı. Fakat bugün baktığımız zaman Türkiye'nin faktoring cirosu 2 milyar dolar ise (1996 yılı cirosu) bunun 400 milyon doları uluslararası faktoring. Bunun da %90'ı aşağı yukarı ihracat. Bu günkü pozisyonda Türkiye'de yurtiçi faktoring daha ağırlıklı kullanılmakta. Bu durum dünyada da böyle.

"Ülkemizde yaklaşık on yıldır faktoring uygulanıyor, ancak yasal düzenlemesi 1994 yılında gerçekleşti; yasal tanıma göre mal ve hizmet satışından doğmuş veya doğacak alacakları temellük ederek, tahsilini üstlenen, bu alacaklara karşılık ödemelerde bulunarak finansman sağlayan şirketler faktoring şirketi olarak tanımlanmışlardır"

KARAKAŞ – 1996 yılında Dünyada 395 milyar dolar. Uluslararası ihracat ve ithalat oranı ise 27 milyar dolar. Oranlarsak % 6.8 – % 7 civa-

rında. Halbuki Türkiye'de % 25'i Domestic Faktoring denilen yurtiçi işlemler tüm dünyada böyle.

UYAR – Bunun böyle olması çok doğal. Sayın Ekmekçioğlu'nun söylediği gibi bunu altını çizmek lâzım. Tanımında da kısa vadeli alacak diyoruz ama her ticari alacak ta faktoringe konu olabilir anlamına gelmemesi lâzım. İşin teorisine ve pratiğine de oldukça yansıyor. Tüketim mamüllerinin ticareti daha uygun. Yani kısa vadeli ticaret olması lâzım. Dünya ticaretinin çok büyük bir kısmı da yatırım mamülleri ve ana mamüllerdir. Yatırım ve ana mamüllerde genellikle vadeleri daha uzundur. Uluslararası ticarete konu olması bakımından farklı enstrümanlara tabidir. Dolayısıyla dünyada ticaret hacminden geriye gelerek bakıldığında bir miktar yarıltıcı olabilir. Her ülkenin kendi içindeki ticareti de düşündüğünüzde bu oranlar çok acayip değildir. Bu Türkiye'de Domestic Faktoringin daha da gelişebileceğini gösteriyor. Sayın Karakaş'ın dediği gibi uluslararası işlemler % 25 civarında. Demek ki daha Türkiye'de iç piyasada konu olabilecek çok fazla potansiyelde var.

DÜNDAR – Sayın Uyar'ın katkısına çok teşekkür ediyorum. Ben buna bir şey daha ilave edeyim. Esasen dünya ticaret hacminde, toplam dünya ticaretini mukayese ettiğimiz zaman ticaret hacminin geçmiş rakamlarla 7 trilyon dolar olduğu tahmin ediliyor. Ama toplam ülkelerin kendi iç ticaretini de aldığınız zaman

zaten rakam çok büyük. Bütün dünyanın toplam alışverişi ile uluslararası alışverişi kıyasladığınız zaman bu zaten % 20'ler mertebesinde bir oran, faktoring de ana yapıya uyacaktır. İç ve dış faktoring arasında böyle bir doğal dengenin olması doğaldır. Sayın Ekmekçioğlu siz isterseniz devam ediniz. Biz böyle bir tespiti yaptık. Eleştiriliyor, çünkü faktoring şirketleri niye iç piyasada çalışıyor deniyor. Demek ki bu tabii bir dengedir. Buyurun Sayın Ekmekçioğlu.

"faktoring işlemleri yüzyılımızın başından itibaren kullanılmakta; başlangıcı Amerika Birleşik Devletleri'nde olmuş; faktoring bugün Avrupa'da 40 yıldır kullanılan bir yöntem; Türkiye'de faktoring ilk önce ihracatta başladı"

mında, dernek üyesi. Yine bu 70 şirketin 14 tanesi uluslararası FCI'a üye. Tabii dernek üyesi olmak şirketlere bir takım avantajlar getiriyor. Bunları bilahare konuşacağız. Faktoringin cirosundan da bahsettik. 1996 rakamları ile 2 milyar dolar civarında, bunun 400 milyon doları da uluslararası faktoringdir.



RENGİN EKMEKÇİOĞLU

EKMEKÇİOĞLU – Faktoringin dünyadaki gelişimini Türkiye'deki gelişimine bağladık. İlk şirket 1990 yılında kuruldu, diğer şirketler bunu takip ettiler. 1993 yılına geldiğimizde Türkiye'de 4 tane faktoring şirketi vardı. Ondan sonra Türkiye'deki şirket sayısı birden bire arttı. Bugün sayısını kesin olarak vermek gerekirse 70 diyebiliriz. Bunların da 26 tanesi faktoring derneği kapsa-

DÜNDAR – Sayın Ekmekçioğlu'na teşekkür ederek, ben Sayın Uyar'dan hem girişteki fikirlerini almak, hem de söylenen bir iki rakamın teyidini istiyorum. Rakamın anlamadığını 1996 yılı cirosu faktoringin 2 milyar dolar. 1994 yılında 800 milyon dolar veya 1 milyar dolar civarında idi. Demek ki son üç yılda % 100'e yakın bir gelişme var. Ancak Sayın Karakaş'ın bahsettiği tebliğe rağmen benim bilebildiğim kadarı ile

bu işin denetiminden sorumlu olan Hazine, faktoring işlem hacmi konusunda veya faktoring istatistikleri konusunda bir yayım yapmadı. Bu 2 milyar doları nereden buldunuz? İlk sorum bu.

UYAR – Çok yayım yapmadı demek doğru değil, gecikmeli olarak elimizde var. En son 1996 yıl sonu raporları var. 1997 yılı içinde benim bildiğim kadarıyla bir yayım yok.



A. AYDIN DÜNDAR

DÜNDAR – 1996 yılını konuşalım. Bu 2 milyar dolar teyid edilmiş bir rakam mı?

UYAR – Evet teyid edilmiş bir rakam. Hazine Müsteşarlığı bütün faktoring şirketlerinden (faaliyet izni almış) iki aylık dönemler itibariyle işlem hacmi v.s. bilgileri raporlamasını istiyor. Onları kendi nezdinde topar-

layıp bir araya getiriyor, yayınlıyor. Ama esas sorun çok gecikmeli yayınlıyor. Her bir şirket sektördeki kendi yerini, rakiplerinin aşağı yukarı ne durumda olduğunu v.s. göremiyor. Sonuç itibariyle bizler içinde böyle bir sorun oluşuyor. Tabii gönül ister ki aylık çıksın ya da bir ay gecikmeli olsun. 1997 yılında henüz çıkmış bir şey yok. Biz 1997 yılının sonundayız, ancak bu rakamı tahmin edebiliriz. Muhtemelen büyümüş olması lazım. En azından mantık bunu gerektiriyor, şirket sayısı 1997 yılı içinde de çoğaldı.

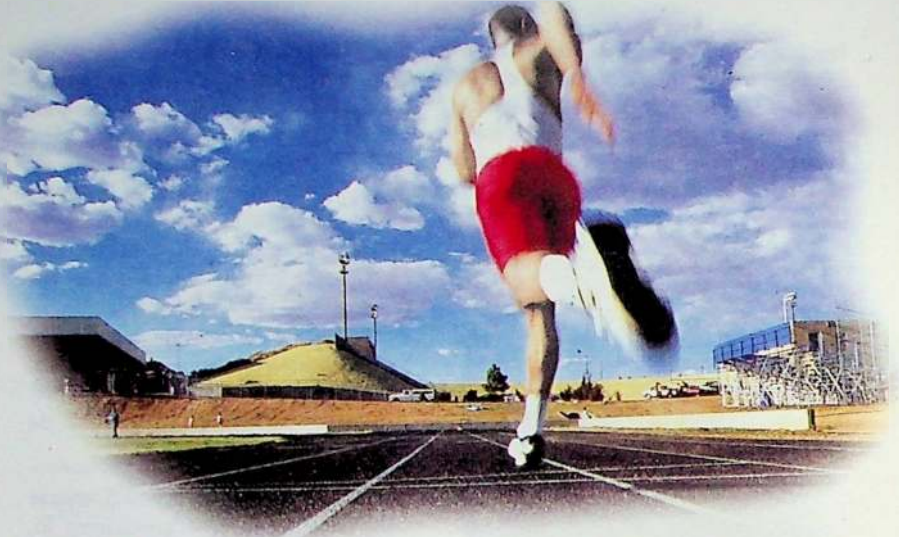
DÜNDAR – 2 veya 2.5 milyar dolar civarında. Ama gözüküyor ki, bir gelişme var.

UYAR – 1994 yılı için kesin, hesaplanmış rakamı 870 milyar dolar idi.

DÜNDAR – 1994 yılından bu yana aşağı yukarı 2.5 katı artmış. Bu da gösteriyor ki ciddi bir gelişme var. Bu gelişme sizce iş dünyasının sektöre olan ilgisinin artmasından mı, yoksa şirket sayısının çoğalmasından mı?

UYAR – 70 tane şirket vardı. Bugün 70 diye tahmin ediyoruz. Mesele bu demin konuştuğumuz konunun bir uzantısı tam rakamı yine bilemiyoruz. 70 tane şirkete çıkınca ister istemez herkes yeni müşteriler kazandırdı sektöre, pastanın kendisi de büyüdü.

DÜNDAR – Burada bir paralellik var. Şirket sayısının çoğalması pastanın büyümesine de bir vesile



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 zamanı bir fırsat

çıkartır, birincilik ipini 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

midir? Demek ki her bir şirket kendi müşterisini yarattı.

UYAR – Evet bir miktar eklendi, yeni şirketler kurulunca. Değişen piyasa koşullarında var olan şirketler değişik sektörlerle yayıldılar. Değişik sektörlerde iş yapmaya başladılar. Onların da bir noktada katkısı olduğunu düşünmek lâzım.

DÜNDAR – İsterseniz şimdi sözü Sayın Özselçuk Beye verelim. Şimdi 70 şirket diyoruz, bu bizim bildiğimiz sayı. Hazineden izin alarak çalışan şirketler aslında. Aralık 1994'te çıkan tebliğe göre izin almak mecburiyetleri var. Ama zaman zaman duyduğumuza göre kendi ismini faktoring diye ayırarak çalışan şirketlerde var. Ne kadar var; onu bilemiyoruz, kestiremiyoruz. Tıpkı kayıt dışı ekonomi gibi diyelim. Şimdi bu 70 küsür şirketten ne kadarı derneğinin üyesi, bu derneği ne zaman kurduk, ne kadarı üye, üye gelişimi nedir, niye tamamı değil, bu dernek ne yapmak istiyor. Buyurun Sayın Özselçuk.

ÖZSELÇUK – Teşekkür ederim Sayın DüNDAR. Faktoring derneği özellikle hukuki altyapısı henüz oturmamış. Faktoring konusunda incelemeler, araştırmalar yapmak, üyeler arasındaki iletişimi sağlamak, üyeler arasındaki birliği sağlamak üzere 1993 yılında bir girişimle başlanmış. Sayın Yılmaz Karakoyunlu ve Sayın Aydın DüNDAR Beyin çalışmaları ile tüzük hazırlanmış ve 1995 yılı Kasım ayında tüzüğümüz kabul edilerek

"Faktoring Derneği" resmen faaliyete başlamıştır. Daha önce söylediğim gibi esas şey hukuki altyapı oturmadığı için devamlı sorunlarla karşılaşan sektörde, bu sorunları aşmak, faktoringi Türkiye'de yerleştirmek ve üyeler arasında işbirliği sağlamak amacıyla kurulan bir dernek.

Fakat derneğin esas vurgulamak istediği şey gerçek faktoring yapan kimselerin derneği olmak. Türkiye'de faktoring adı altında, az önce de sizinde söylediğiniz gibi, sadece senet kırmak gibi birtakım işlemler yapılıyor. Bunlar faktoring adı altında yapılıyor. Sayın Karakaş'ın başta da söylediği gibi arkasında fatura olmayan işlemler faktoring değildir. Faktoring bir mal veya hizmet alım – satımı sonrasında kesilen faturaya dayanan bir işlemdir. Faturasız işlem yapan şirketlerin de faktoring adı altında halen piyasada faaliyet göstermesi bence faktoring şirketleri aleyhine işleyen bir konudur. Bu konunun özellikle üzerinde durulması ve halledilmesi lâzım.

DÜNDAR – Demek istiyorsunuz ki, faktoringin tercemükte hiçbir alakası yok.

ÖZSELÇUK – Aslında başta yanlış bir imaj oluşmuş. Derneğin önemli faaliyetlerinden bir tanesi de bu imajın düzeltilmesi, gerçek faktoring işlemleri yapan şirketlerin piyasada hakim olması konusudur.

DÜNDAR – Bunu nasıl yapıyorsunuz?

ÖZSELÇUK – Onun için biz derneğimizde, tüzüğü hazırlayanların görüşlerini de nazarı dikkate alarak, Derneğimize ancak uluslararası denetim raporu almış, denetim görmüş şirketleri kabul ediyoruz ve bunu da bir üyelik şartı olarak tüzüğümüze koymuşlar.

DÜNDAR – Açar mısınız, uluslararası denetim raporu ne demek? Türkiye'deki sıradan denetim şirketleri rapor verirse almıyor musunuz?



ERDİÑ ÖZSELÇUK

ÖZSELÇUK – Hayır almıyoruz. Uluslararası denetim şirketi, (Hazine tarafından kabul edilen ve tebliğlerde belirtilen şirketlerdir) bunlar özellikle uluslararası denetim yapmakta olan şirketlerin mümessilleri, ortakları banka olmuş ve Hazinece ilan edilen şirketlerdir. Bu şirketler sade-

ce bilançodaki kâr ve zarardaki rakamların kontrolüyle kendilerini sınırlı saymıyorlar. Aynı zamanda konularla ilgili, yani faktoring ile ilgili hukuki altyapıya uyup uymadıklarına da bakıyorlar. Onun için işlemin gerçek faturalı olup olmadığına da baktıkları için biz dernek olarak uluslararası denetim raporu olmadan üye kabul etmiyoruz.

KARAKAŞ – İzin verirsiniz ben burada bir konu eklemek istiyorum. Ben derneğin kurucu üyelerinden biriyim, o aşamada bu koşulun konmasının nedeni denetim kuruluşlarını ayrıma tabi tutmak değildir. Sadece denetim kalitesini, standardını belirleyebilmek içindir. Bu ana kadar da olumlu izlenimler edindiğimizi belirtmek isterim.

"Türkiye'de ilk faktoring şirketi 1990 yılında kuruldu; 1993 yılına geldiğimizde 4 tane faktoring şirketi vardı; daha sonra şirket sayısı birden bire arttı, bugün sayısını kesin olarak vermek gerekirse 70 tanedir; bunların da 26 tanesi faktoring derneği kapsamındadır."

DÜNDAR – Hazine tarafından benimsenmiş şirketler, sizin için tartışılmaz şirketlerdir.

ÖZSELÇUK – Bu söylediğim önemli şartlardan bir tanesi bu. Diğer şartlar ise; biliyorsunuz dernekler kanununa göre derneğe sadece şahıslar üye olabilir. Bizde bu nedenle faktoring şirketlerinin yönetim kurulu başkanı, yönetim kurulu üyesi, genel müdür ve genel müdür yardımcılarında her şirketten iki kişinin üye olmasını kabul ettik. Üyeler söylediğim şahıslardan oluşmakta. Şu anda derneğimize üye şirket sayısı 26, en son Hazinesinin ilan ettiği faaliyette bulunan şirket sayısı ise 58'dir. Demek ki biz daha faaliyette bulunan şirketlerin yarısına ulaşabilmişiz. 12 şirkette müracaatını yapmış, ancak daha faaliyet iznini almamış. Onları da eklerseniz 70 şirket yapıyor. Bunların bazıları da faaliyete geçmiş olabilir, çünkü istatistikler çok geç geliyor.

DÜNDAR – Belki gözden kaçı ama faktoring şirketi kurabilmek için A.Ş. statüsü şart. Ben tekrar Sayın Karakaş'a dönmek istiyorum. Sayın Özselçuk'tan bu işin tefecilikten ayrılması için söylediklerini dinledik. Gerçekten bu işin tefecilikle karıştırılmasını bugünkü mevzuat önleyebiliyor mu? İkincisi de herkesin sorduğu geçmişte bankalarda çok revaçta olan, bugünlerde pek kullanılmayan bildiğimiz klasik senet avansları kredisinden ne farkı var?

KARAKAŞ – Önce son sorunuzdan başlamak isterim. Çünkü bizim sektörümüzde görev yapanların büyük bir çoğunluğu bankacılık kesiminden gelen arkadaşlar. Bankalar herhangi bir müşteriyle kredi işlemine girdikleri zaman, önce o firma hakkında istihbarat yaparlar. Son üç yıllık hesap vaziyetini alırlar, değerlendirebilirler. Firmanın ne tür, kredilere ihtiyacı olduğunu tespit ederler. Bununla ilgili sözleşmeler ve ek teminatlar alırlar. Bu kredilerin çok değişik isimleri olabilir. Bu kredilerden bir tanesi senet karşılığı kredidir. Senet karşılığı kredi, yine normal şekilde istihbaratı yapılmış firmaların, sözleşmeleri yapılmış, teminatları alınmış firmaların senetli alacaklarının bankaya devredilmesi. Dikkatimizi çekerim teminat olarak devredilmesi şekliyle kredilerin sağlanmasıdır.

DÜNDAR – İskonto muamelesi değildir.

KARAKAŞ – Evet değildir. Burada diğer teminatların yanı sıra senetlerde bir teminat görevi görmektedirler. Faktoringe geldiğiniz zaman, faktoring olaya başka türlü bakmakta, satıcıdan değil, alıcıdan hareket etmektedir. Bankalar ilke olarak kredi talep edenden, yani satıcıdan hareket ederler. Aramızdaki temel fark budur. Faktoring şirketine herhangi bir faktoring talebi geldiğinde önce alacağın kalitesini incelemektedir. Alacağın vadesini, sektörünü, bunun gerçekten mal veya hizmet satışından doğup doğmadığını araştırıp,

alıcının ödeme gücünü araştırıp ondan sonra evet ya da hayır demektedirler. Satıcıya bakmıyorlar demek istemiyorum ama ikinci plandadır. Bankacılıkla faktoring arasındaki temel fark budur.

DÜNDAR – Borçlunun kabiliyetine bakıyorlar. Halbuki bankalar senedi kim getirdiyse ona bakmaktadırlar. Ama senedi getirende borçlu sayılmıyor mu? Ciroyu almış gelmiş.

KARAKAŞ – Tabii senedi kimin ödeyeceğine de bakar. Burada önceliği kime verdiğimiz önemli. Bankacılık sistemi tekrar ediyorum, ilke itibariyle kredi başvurusunda bulunan firmayı incelerler. Tabii alacağın kalitesine de bakarlar. Bu ikinci plandadır. Halbuki faktoring tam tersine senet borçlusundan yani alacağın kalitesinden hareket etmekte, tabii ki satıcının da durumunu incelemektedir. Aradaki fark temelde budur.

DÜNDAR – Senet avansı kredileri veya başka banka kredilerinde finansman aracı olarak baktığımızda; kuruma bir kredi işlemi için dosya hazırlanır, istihbarat yapılır, işin hacmine göre otorize kredi ise belli kullardan geçer bir nevi bankacılık sektöründe formalitesi olan bir iştir. Halbuki faktoring daha kestirmedir mi demek istiyor sunuz?

KARAKAŞ – Bakış açısı farklıdır demek istedim ama uygulamaya bakarsak daha pratiktir diyebiliriz. Karar mekanizmalarının daha çabuk oluştuğunu söyleyebiliriz. Şunu da

özellikle vurgulamamızda fayda var. Herhangi bir firma senetlerini bankaya götürüp bir kredi kullandığında, bu onun bilançosunda kredi olarak yer almaktadır. Yani borç olarak yazılmaktadır. Halbuki aynı firmanın bir faktoring şirketine gidip alacaklarını temlik ettiğini düşünürsek bu bir kredi değildir. Alacaklarının gayri kabulü rücu olarak faktoring şirketine devri halinde bilançosunda bir borç gözükmeyeceği ortaya çıkar. Bu da tabii ki faktoringin lehinde önemli bir unsurdur.



MEHMET KARAKAŞ

DÜNDAR – Ben aynı şeyi Sayın Uyar'da sorayım. Sayın Karakaş diyor ki, gayri kabulü rücu olması halinde bilançosunda aktiften ve pasiften çıkar. İki de çıkar, borcu da çıkar, aktiften stokları da çıkar, yani senetleri çıkar. Gayri kabulü rücu ol-

Paranızı harcarken bile işletin.

Garanti'de bir E.L.M.A. Hesabı açtırın. 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
lerseniz kira
telefon, su,
faturası, taks
düzenli ödeme
sizin yerinize he
yapılacak. Ayri
nızda yapılan
leri ve yatırı
durumunu g
ekstre, her a
ze postalanac
E.L.M.A. He
nızı, sizin seçimle
otomatik olarak
Siz, harcarke
teceksiniz. B
sabınız olu
misiniz? E.L.
HI



GARANTİ

Başka bir arzunuz?

duğu takdirde ne olur, bunun için bir provizyon mu olacak karşımıza çıktığı zaman.

UYAR – Bu konu dünya da özellikle İngiltere’de tartışılmakta olan bir durum. Kabulü rücu bir işleni, bilançodan çıkılıp çıkılmayacağı tartışılıyor. Şu anda genel kabul görmüş kural şu, muhasebe tekniği açısından bakıldığında her ikisinde de kredi olarak görülüyor; görülmesi gerekiyor. Ancak bilanço dönemi yapma itibarıyla eğer kabulü rücu ise bunun bilançoya bir dipnot olarak yazılması gerekiyor. Eğer gayri kabulü rücu ise zaten dip not olarak dahi geçmesi doğru değil. Ancak gayri kabulü rücu bile olsa Sayın Karakaş’ın söylediği gibi kredi olarak, yani pasifte yer alan faktoring şirketi. Bunu şurdan tekrar geriye almak lâzım. Faktoringin finansman fonksiyonundan bahsediyoruz. Kredinin tek fonksiyonu vardır, finansman. Faktoringin tek fonksiyonu yoktur. Faktoringin fonksiyonlarından bir tanesidir finansman. İlla bir firma faktoring firması ile çalışıyor diye, finansman kullanması gerekmez. Yani tahsilat servisinden yararlanabilir, garanti servisinden yararlanabilir. Sayın Karakaş’ın söylediği bilançodaki değişik gösterimi sadece finansman fonksiyonu geçerlidir. Burada kabulü rücu ile gayri kabulü rücu arasında muhasebe tekniği açısından bir fark yok. Sadece bilanço düzenlendiği dönemde bunlarla ilgili olarak bilanço dipnot düşülmesi gerekiyor. İngiltere’deki kurul bunu böyle söylüyor.

KARAKAŞ – Bu konuda bir açıklık yok.

DÜNDAR – Aslında bu olay faktoringin küçük bir bölümü. Ama çok konuşulduğu için bu meseleye bir berraklık getirelim. Özellikle Sermaye Piyasası Kurulu denetime tabi şirketlerde, halka açık şirketlerde kabulü rücu faktoring işlemlerinde hissedarların yanıtılmaması için, üçüncü şahısların yanıtılmaması açısından bilançoda bunu nasıl bir izle takip edilebileceği konusu berrak değil, açıklık kazandırılması lâzım.



ALPER UYAR

KARAKAŞ – Diğer bir konu; tefeciliğin tanımını ben bilmiyorum, fakat faktoringin tanımını biliyorum. Ama yine şöyle özetleyebilirim. Tefeciliği kayıt dışı işlemler, kayıt dışı para ticareti olarak belki tanımlayabili-

riz. Faktoring bunun tam tersi, belki de ilacıdır. Faktoring ilke olarak kayıt dışı işlemlerle ilgilenmektedir. Tanımında da bu var, kanun koyucunun özünde de bu var; kanunun metninde de bu var. Mal ve hizmet satışından doğmuş faturalı veya bir fatura olmasa bile belgelenebilen bir işlemi içeriyor faktoring. Tefecilik ise tam tersi kayıt dışı işlemleri içeriyor. Bu konuyu özellikle vurgulamak istiyorum. Dolayısıyla faktoring sektörünün hakemediği eleştiri ile ve tanımlama ile karşı karşıya kaldığına inanıyorum. Faktoring tefecilik değildir. Tam tersine tefeciliği önleyen, tüm işlemleri kayıt içine almaya çalışan, ülke çıkarlarına uygun bir hizmettir. Peki bunu nasıl anlatacağız, kim anlatacak. Tabii ki öncelikle bu sektörde görev yapanlara, yani bizlere düşüyor. Bunun ötesinde mutlaka ve mutlaka faktoring derneğine düşüyor. Bunun ötesinde medyaya düşüyor, basın organlarına düşüyor. Kanun koyucunun öngörüldüğü şekilde denetim yapmasına, bu ikisini birbirinden ayırmasına bağlı olduğuna inanıyorum.

DÜNDAR – Ben tekrar Sayın Ekmekçiöğluna dönüyorum. Benim takip edebildiğim kadarıyla siz dış ticaret faktoringinde biraz daha ileri durumdasınız. İlk önce ülke bazında faktoringin, özellikle ihracatın gelişmesinde ne tür bir fonksiyonu olabilir, uygulama nereye doğru gidiyor. İkincisi ise, biraz önce banka kredileri ile mukayesesini yapmıştık. İthalatçı açısından faktoring olayının akre-

ditif ile çalışmaya göre ne tür avantajları var, getirdiği yenilikler var. Bunları lütfen sizden dinleyelim. Buyurun Sayın Ekmekçiöğlü.

"faktoring derneği, faktoring konusunda incelemeler, araştırmalar yapmak, üyeler arasındaki iletişimi sağlamak üzere 1993 yılında bir girişimle başlanmış ve 1995 yılı Kasım ayında resmen faaliyetine başlamıştır"

EKMEKÇİÖĞLÜ – Türkiye’de ihracat faktoringinin gelişmesi tahminlerimizden daha çabuk oldu. Bunun en büyük nedeni Türkiye’nin ihracat ürünlerinin faktoringe çok uygun olması. Neydi bu ihracat ürünleri? Aşağı yukarı % 85 – % 90’ı tüketim malı. Türkiye tüketim malı ihracat eden bir ülke gıda, tekstil yan sanayi, burada gördüğümüz, üstümüze giydüğümüz herşey tüketim malı. Böyle olunca Türkiye ihracatçısı faktoring ile tanışma olanağını buldu. Bunun üzerine faktoringin başlangıcından bu yana Avrupa’daki süreci gözönünde bulundurmak lâzım. Eskiden Avrupa’lı ithalatçı Türkiye’den mal aldığı zaman rahatlıkla akreditif açarken, Avrupa’da yaşanan likidite sıkıntısında; Avrupa’daki ithalatçının da artık

akreditifsiz iş yapmaya yönlmesine neden oldu. 1990'lardan bu güne gelsek, bugün artık Avrupa'ya ihracat yapan firmalar kolaylıkla akreditif sağlamıyorlar, bu bir gerçek. Ne yapacaklar o zaman; ya malın bedelini peşin alacaklar, malı göndermeden bu da çok olanaklı birşey değil. Belki biraz avans alabilirler, ya da mal mukabili mallarını gönderecekler. Avrupa'daki ithalatçı bunu böyle istiyor.

DÜNDAR – Akreditif göndermeyen, zaten parayı da göndermez.

EKMEKÇİOĞLU – Evet göndermez. Bazen çok özel arajmanlarla avans gönderilebilir. O zaman ne yapıyor ihracatçı, çözüm olarak faktoringe geliyor. Ya da biz onlara gidiyoruz, karşılıklı oluyor. Buradaki büyük bir açığı doldurmuş oluyoruz. Avrupa'daki mal almak isteyen ithalatçıya bizim muhabirlerimiz aracılığı ile bir limit çıkarıyoruz. İhracatçıya diyoruz ki; senin 60 gün vadede bu ithalatçıya, bu mal almıcağa 100 bin dolarlık limitin hazır. 60 gün vade içerisinde siz satıcı olarak 100 bin dolarlık yüklemeler yapabilirsiniz. İhracatçı böyle bir limiti aldığı takdirde, rahatlıkla yüklemeyi aynen akreditif varmışçasına yapabiliyor. Akreditif varmışçasına derken bunun altını çizmek gerekiyor. Yurtdışındaki ithalatçı ödeme güçlüğüne düştüğü anda, ya da battığı anda gelip faktoring şirketinden (sözleşme imzaladığı faktoring şirketinden) o malın bedelinin % 100'ünü alabiliyor. Vadeden sonra 90. gün Türkiye'deki sözleşme imza-

ladığı faktoring şirketinden alabiliyor.

Burada ayrıcalıklı olarak iki şeyi söyledim. Türkiye'deki ihracatçının faktoring şirketi ile sözleşme imzalaması gerekiyor. İhracat faktoringi yapabilmek için, aynı yurtiçi faktoringi yapabilmek için imzaladığı sözleşme gibi. Bu 1994 yılında çıkan yönetmeliğe göre böyle. İhracat faktörünün gelişmesindeki en büyük etken; bizim ihraç ürünlerimizin uygun olması ve Avrupa'da yaşanan likidite krizi nedeniyle Türkiye'ye akreditiflerin açılmaması. Bu ihracatçının bankaya olan bağımlılığını ortadan kaldırıyor, ihracatçı açısından. İhracatçı normalde bankaya gider, kredi sağlar. Eğer akreditif aldı ise krediyi daha rahat kullanabilir. Şu anda akreditif yok, ne yapsın faktoringe geliyor. Faktoring şirketinden hem garanti limiti alıyor, risksiz ihracat yapıyor. Hatta bir zamanlar sloganımız vardı, "ihracatta sıfır risk" diye. Bu slogan aslında faktoringi çok güzel açıklayan bir slogan. İkincisi kendine bir kaynak yaratıyor. Nasıl bir kaynak yaratıyor? Elindeki alacağı faktoring şirketine devrederek, hangi ülkeye mal satıyorsa, hangi döviz cinsinden satıyorsa bu döviz cinsinden finansman kullanabiliyor. Biraz önceki örneğe dönersek; diyelim ki 100 bin dolarlık bir limit aldı. Tesadüf olarak faturası da 100 bin dolar. Bunun 80 bin dolarını yüklemenin ardından, bir gün içerisinde faktoring şirketinden alarak, ihracatını finanse etmiş oluyor. Tüm dünyadaki eğilime göre faktoring şir-

ketleri diyor ki, ben sana ürettiğinin bedelini yani masraflarını ödeyeyim, fakat kârını da vadede ödeyeyim. 60 gün bekle % 20'sini o zaman vereyim. Bütün dünyadaki prensip böyle.

DÜNDAR – Burada sormak istediğim birşey var. İhracat faktöringinde bir de muhabir ilişkiniz var. Burada rücu ve kabulü rücu olayına dönüyoruz. Risk nerede kalıyor?

"faktoring şirketine herhangi bir faktoring talebi geldiğinde önce alacağın kalitesini incelemektedir; alacağın vadesini, sektörünü, bunun gerçekten mal veya hizmet satışından doğup doğmadığını araştırıp, alıcının ödeme gücünü araştırıp ondan sonra evet ya da hayır denmektedir"

EKMEKÇİOĞLU – Türkiye'de faktoring adı altında yapılan ihracatın tamamı hemen hemen gayri kabulü rücu. Risk yurtdışındaki faktoring şirketine, muhabirimize yıkılıyor. Çünkü alıcıyı o tanıyor, araştırmasını o yapıyor, riski de o alıyor. Bizimde burada riskimiz muhabirde. O bakımdan Türkiye'deki ihracat faktoringi yapan, ihracat faktoringi hiz-

metleri veren şirketlerinde muhabir seçimlerinde dikkatli olmaları gerekiyor. Kendilerine öyle muhabirler seçmeliler ki, herhangi bir durumda bu alacakların ödenmeme durumu olmasın.

KARAKAŞ – İzin verirsiniz ihracatla ilgili olarak bir iki şeyde ben söylemek isterim. İhracat faktoringini Sayın Ekmekçiöğlü çok güzel açıkladılar. Biraz daha netleştirirsek, peşin satıyorsa ihracatçı, zaten sorun yok. Keşke Türk ihracatçısı malını her yere peşin satabilse. O zaman faktoringde gerek yok, krediyede gerek yok. Hazırlık kredilerine belki bankacılık sistemi yardımcı olabilir. Ama dünyadaki rekabet ortamı, özellikle Sayın Ekmekçiöğlü'nün bahsettiği tekstil ortamındaki rekabet ihracatçıları vadeli satışa itiyor. Siz vadeli satmazsanız başka bir ülke satıyor. Dünya küçülüyor ve rekabet ortamı artıyor. O halde vadeli satıştan kaçınmak mümkün değil. O zaman vadeli satışta ihracatçı ne yapacaktır? Aca ba Şili'deki ithalatçının ödeme gücünü nereden bilecektir? Ya da Endonezya'daki ithalatçının ödeme gücünü nasıl bilecektir? Vadesinde ödeyip ödeyemeyeceğini nereden bilecektir. O zaman ne yapacak ihracatçı rahat edebilmek için, bankacılık sistemine gider. Bankacılıkta bu tür araçlar var. Karşı taraftaki ithalatçı bu araçları kullanıyorsa zaten sorun yok, faktoringde de gerek yok. Ama uygulama gösteriyor ki, ithalatçılar artık bu bankacılık araçlarından kaçıyorlar ve son derece pratik bir yön-

tem olan faktoring bu nedenle gelişiyor.

EKMEKÇİOĞLU – İhracatın tersi ithalat. Türkiye'deki ithalatçılar faktoring kullanıyor mu? Burada ithalatçıya ne gibi kolaylıklar var? Sanyorum sorunuz böyle idi. Bunun için az önce anlattığım örneği ters çevirelim. Türkiye'de bir firma düşünelim, yurtdışından devamlı kauçuk alan bir firma olsun, Endonezya'dan Türkiye'ye kauçuk satan bir firma olsun. Türkiye'deki ithalatçısından akreditif isteyecektir. İthalatçı da aynı yurtdışında gördüğü örneği, Endonezya'daki ihracatçıya uygulamak isteyebilir. Ben akreditif açmıyorum, mal mukabili yükle, ben de sana bedelini 60 gün sonra vade de ödeyeyim diye bir talepte bulunabilir. Madem dünyada böyle bir eğilim var. Hatta ithalatçı burada diyebilir ki; faktoring kullanalım , böyle bir teklifle de gidebilir. Çünkü bunun böyle ters olarak başlatılması da mümkün. O zaman yurtdışındaki Endonezyalı ihracatçı bir faktoring şirketine giderek Türkiye'ye yapacağı ihracatı faktoring aracılığı ile yapacağını söyler. Bu ihracat faktörü büyük bir ihtimalle FCI zinciri içerisinde gelip bizi bulacak. Bize diyecekler ki, bu kauçuk ithalatçısı A şirketi için 100 bin dolarlık limit var. Şimdi bir bankacı bir faktör aramızdaki fark. Bankacı olsaydı ne yapacaktı? Gidecekti bu şirkete 100 bin dolarlık bir limit çıkaracaktı, kredi sözleşmesi imzalatacaktı. Akreditif açacağı için sonuçta bir kredi olacaktı. Faktoring şirketi ne

yapıyor? Firmaya gidiyor, 100 bin dolarlık gayri kabulü rücu, yani kauçuk alan ithalatçı battığı zaman, ödeme güçlüğüne düştüğü zaman bundan 90 gün sonra Endonezya'daki şirkete ödeme yapabilecek şekilde değerlendirilmesi gerekiyor. Ben çıkarıp cebimden bu şirket adına 100 bin dolarlık bir ödemeyi garanti edebilirdim diye bir değerlendirime yapıyor.

Bu değerlendirme her bir şirket için ayrı yapılıyor. Fakat bu değerlendirmeyi yaptıktan sonra ithalatçı ile aynı banka gibi oturup bir kredi sözleşmesi imzalamasının gereği yok. Hatta bu işi habersiz bile yapabilir. Yani ithalatçının önüne fatura gelene kadar, Endonezya'da gönderilen kauçuk faturası önüne gelene kadar ithalatçının bundan haberi bile olmaz. Ama benim algıladığımı, genelde Türkiye'deki uygulama limit çalışması sırasında, bilanço üzerindeki birtakım çalışmalarda ithalatçı ile bir kere yüzyüze görüşme ve belki bir taahhütname alışverişi var. Sözleşme değil, bu bir kredi olarak görünmüyor.

DÜNDAR – İş sağlama almak için yapıyorlar.

EKMEKÇİOĞLU – Evet tamamen iş sağlama almak için, teminat olarak bakılabilir. Risk bizde kalıyor.

DÜNDAR – Olayın gelişmesi Türkiye'deki ihracat faktoringi olayının paraleli ile aynı. İnsiyatif yine Endonezya'daki işlemde, siz bir pazarlama faaliyeti olarak herhangi bir itha-

latçıya gidip size faktoring yapalım diyemiyorsunuz.

EKMEKÇIOĞLU – Bazen diyebiliyoruz. Kredibilitesinden çok emin olduğumuz, böyle bir alımı olduğunu bildiğimiz, duyumunu aldığımız firmaya diyebiliriz. O zaman muhabirimize diyoruz ki; böyle bir alıcımız var, biz bu kadara kadar bir limit verebiliriz. Sen de satıcı ile konuş biz bunu faktoringe döndürelim diyebiliriz. Faktoringde ihracat olsun, yurtiçi olsun iş genelde satıcıdan başlıyor. Mal üretilmeli, satılmalı, faturaya dönüştürülmeli daha sonra temlük olmalı.

DÜNDAR – Çünkü ihtiyaç oradan başlıyor.

KARAKAŞ – İthalatla ilgili bir ekleme yapmak istiyorum. Peki Türkiye’de ithalat faktoringi ne durumda diye sorarsanız, neredeyse yok, son derece az. İhracat faktoringi son derece iyi geliyor, ithalat gelişmiyor neden? İki ayaktan gelişmiyor. Birinci ayak; yurtdışındaki ülkelerin Türkiye’ye bakışı, Türkiye riski, bunun üzerinde durmayalım. İkinci ayak ise, Türkiye’deki mevzuat vadeli ithalatı istemiyor, teşvik etmiyor. Dolayısıyla Türkiye’deki ithalatçılar peşin ithalatı tercih ediyorlar, KKDF nedeni ile. Ne zaman ki KKDF oranı düşürülecek ya da ithalatta ortadan kaldırılacak, yani peşin ithalat ile vadeli ithalat arasında fark kalmayacak ve bu aşamada ithalat faktoringi patlayacaktır.

DÜNDAR – % 6’lık orandan bahsediyorsunuz. Tabii bu ayrı bir tartışma konusu olabilir. Belki de önümüzdeki günlerde Hükümetimiz burada bir politika değişikliği yapar. Mesela doğrudan doğruya üretime girecek ham madde gibi yardımcı madde gibi olaylarda kaldırılabilirde, otomobilde, yatta, teknede kaldırılmaz. Ama şu anda konumuza girmiyor. Sayın Uyar’ın çalışmalarını bildiğim için kendime göre zor diye kabul ettiğim bazı noktaları kendisine sakladım. Bir tanesi sözleşme, yani Sayın Konuşmacıların her biri sözleşme yapılır diye söylediler. Bu sözleşme nedir, nasıl yükümlülük getiriyor? Böyle bir sözleşme yasal olarak mecburimidir? Yoksa derneğinizin mi bir uygulamasıdır? İkinci sorum ise Türkiye’de faktoring firmaları finans sektöründe, mevcut kullanılabilir fonları kullanıyorlar mı? Kendileri fon yaratabiliyorlar mı? Bu fonlama konusunda bütün arkadaşların ayrı ayrı fikirlerini alacağım. Sonra müşterek bir sorum daha var. Sayın Karakaş söylemişti; faktoring sadece bir para alma verme işi değildir, başka hizmetleri vardır. Bu hizmetlerin içerisinde enformasyon, müşteriye enforme etme çalışmaları ne ölçüdedir? Buyurun Sayın Uyar.

UYAR – Ben sözleşme ve fonlamayı cevaplayayım. Birincisi sözleşme 1994 yılından beri yasal bir zorunluluktur. 24 Aralık 1994 yılında yayımlanan yönetmeliğe göre, bir şirket ile faktoring şirketinin iş yapabilmesi için ortalıkta bir sözleşme olma-

sı şart. Yazılı bir sözleşme olması yasal bir zorunluluk. Ondan evvel kurulan şirketler, sözleşmesiz mi çalışıyorlardı? Hayır. O şirketlerden biri de biziz. Aktif Finans'da 1990 yılında kuruldu. O zamandan beri de sözleşmeyle çalışıyoruz. Fakat bundan evvel yasal bir zorunluluk değildir. 1994 yılından beri bu bir yasal zorunluluk. Medeni hukukta sözleşme ne ise burada da aynı. Sözleşmenin formatı, içinde şunlar olmalı, bunlar olmalı diye bir zorunluluğumuz yok. Ama sonuç olarak bir taraf bir takım hizmetler alıyor, bir tarafta bir takım hizmetler satıyor. Bunların şartlarını, ortamını, neye göre yapılacağını, kimin ne tür yükümlülükleri olduğunu belirleyen bir sözleşme bu. Bu sözleşmede bu tür şartlar var, fiyatlama var, birtakım limitler var. Hangi durumlarda iptal edilmesinin gerekliliği var. Müşterinin veya faktoring şirketinin karşılıklı yükümlülüklerini içeren sözleşme. Bu sözleşmeden önce her şirket tarafından geliştirdiği, kendi tezleriyle oluşturduğu bir formatta idi. 1997 yılı içerisinde faktoring derneğinde bu konu ile ilgili çok kapsamlı çalışmalar yapıldı, tek bir sözleşme çalışması yapıldı. Dernek üyesi olan şirketlere sunulmuş durumda. Firmalar kendi ihtiyaçları çerçevesinde bunu kullanacaklar. Herkesin veya dernek üyesi şirketlerin birbirine benzer bir sözleşme kullanacaklar. İçeriği her şekle göre değişse bile, bir sözleşme yapmak durumundayız.

DÜNDAR – Bu sözleşme; kredi sözleşmesi gibi global bir sözleşme.

Ondan sonra her işlemde ayrı bir sözleşme yapılıyor mu?

"Türkiye'de ihracat faktoringinin gelişmesi tahminlerimizden daha çabuk oldu; bunun en büyük nedeni, Türkiye'nin ihracat ürünlerinin faktoringe çok uygun olmasıdır"

UYAR – Hayır, sözleşmeler global bir sözleşme. Dolayısıyla her bir satış için veya her bir fon kullanımı için ayrıca bir sözleşme yapmak diye bir uygulama yok. Çok da mümkün değil gibi geliyor bana. Milyonlarca dolar ihracat yapan, bir ihracatçı firma için düşünürseniz, her bir işlem için ayrı sözleşme mantıklı değil. Belli bir tarih itibarıyla global sözleşme yapılıyor. Genel uygulama da bu sözleşmeler süresiz. İki taraftan birisi iptal edene kadar devam eder.

DÜNDAR – Bunun damga resmi ihtilafını nasıl çözdünüz?

UYAR – Her sözleşmenin içinde, az önce de sizinde söylediğiniz gibi bir tepe rakam var. Bu rakam üzerinden damga vergisi ödeniyor; damga vergisine tabi ise. Bu sözleşmeye yazılan, yapılacak eklerine de üzerinde cari damga vergisi oranı ödeniyor.

DÜNDAR – Yukarıya global yüksek bir rakam yazdığımız zaman önemlice bir damga resmini peşin ödemiş olursunuz. Acaba müşteriler böyle bir global sözleşmemi tercih ediyorlar. Yoksa o gün kullanacağı miktara kadar mı tercih ediyorlar. Uygulama nedir, okuyucularımız bilsin diye soruyorum.

UYAR – Çoğunluğu global rakamı imzalamayı tercih ediyor. Ancak çok özel bir durum olur ise, çok büyük bir satışı, çok büyük bir alacağı nakde çevirmek ihtiyacı durumu varsa: sadece onun gündeme geldiği zaman ilave birşey yapılıyor. En başta hacimler konusunda rakamda anlaşılıyor ve bu rakam üzerinden sözleşme imzalayıp bunun içinde dönülüyor.

KARAKAŞ – Bizde de aynı şekildedir. 100 işlemin 99'unda global sözleşme yapılıyor.

DÜNDAR – Sayın Ekmekçioğlu siz dış ticarete de aynı şeyi yapıyorsunuz değil mi?

EKMEKÇİOĞLU – Evet.

DÜNDAR – Genelde dış ticarete rakamlar büyür, onun için söylüyorum.

EKMEKÇİOĞLU – Tabii; o zaten çok ufaktır, bellidir aşağı yukarı Tyingler üzerinden sözleşme yaptığınız için rakamlar büyüktür.

DÜNDAR – Yüklüce bir vergi çıkar, ihracat olduğu için.

EKMEKÇİOĞLU – Çıkamaz, çünkü ihracatta vergi yok. Ama yeni limitler büyür. Firmanın ihracatı diğer ülkeleri de kapsar, başlangıçtaki ülkelerin dışında. O zaman sözleşmenin o maddesi yenilenir.

DÜNDAR – Biraz önce dediğiniz, ithalatın faktoringinde aramızda sözleşme bile yapmaya gerek yok. Taahhütname orada da bahis konusu oluyor mu?

EKMEKÇİOĞLU – Hayır.

DÜNDAR – Biz tekrardan fonlamaya geçelim. Buyurun Sayın Uyar.

UYAR – Teorik olarak bakıldığında faktoring şirketleri – bu yönetmeliğimizde de yazıyor – özkaynaklarına ilaveten dış kaynaklar alabiliyorlar ve 1'e 15 gibi bir rasyomuz var. Herbir özkaynağımıza 15 miktarında dış kaynak kullanabiliriz. Ancak burada yine yönetmelikten kaynaklanan birşey, özellikle bankalarla karşılaştırıldığında herhangi bir ivaz karşılığı para kabul edemeyiz. Yani mevduat benzeri işlemleri de yapamıyoruz. Dolayısıyla tamamen finans piyasaları geneline düşünerek kredi almak durumundayız. Bu kredi olabilir veya başka şeyler olabilir. Sonuçta finans piyasasından – altını çiziyorum vatanıştan, şuradan buradan kesinlikle alamayız – gerek kısa vadeli, gerek uzun vadeli...

DÜNDAR – Bunu açarmısınız, finans piyasası ile neyi kastediyor sunuz? Tahvil çıkarabilir misiniz?

UYAR – Tahvil çıkarabiliriz, finansman bonusu çıkarabiliriz, varlığa dayalı menkul kıymet çıkartabiliriz.

DÜNDAR – Bankadan borç alırsınız.

UYAR – Evet, bankadan herhangi bir türde kredi alabiliriz. Tamamıyla maliyet meselesidir. Sadece bankaların verdiği prefinansman denilen şeyi almamıza imkan yok, direkt ihracatçı sayılmadığımız için. Onun haricinde her tür kredi kullanabiliriz. Şimdi bu kadar geniş imkanınız var diye düşünülebilir ama iş maliyete döndüğü zaman, bunları alabiliriz de aldığımız zaman satabilmirmiyize döndüğü zaman sorunlarımız var.

DÜNDAR – Bu saydığınız finansman piyasasından alabiliriz dediğiniz şeyin gerçekçilik payı nedir? Örneğin tahvilin bugün bir anlamı var mı?

UYAR – İsterseniz çıkartırsınız fakat maliyeti var.

DÜNDAR – Çok yüksek faiz ödeyerek.

UYAR – İnanılmaz bir faiz ödersiniz. Bunun maliyeti çok yüksek olacağı için satılabilir bir oran...

DÜNDAR – Şu halde bugünkü kaynağınız sermaye ve bankalar. Öbürleri için süsü gibi gözüküyor. Fakat uygulama da yok.

UYAR – Bu konu benim için çok önemli, iki senedir yakındığım

bir konu. Finansman bonusu ve tahvil Türkiye'nin makro ekonomik dengelerinden de hariç duramaz. Ülkede herkes 15 günlük bir vadeye endekslenmişken, devlet % 150'lere varan efektif faiz oranlarından borçlanırken, ben çok iyi bir şirketim % 80'lik bir efektif faiz oranından borçlanacağım tahvil satarak diyemezsiniz. Böyle bir lüksünüz yok. Bunlar dediğim gibi ekonominin genel dengeleri açısından makul. Benim takıldığım tek bir yer var. Varlığa dayalı menkul kıymet konusunda, yani faizi ödemeye razı bile olsanız anlamsız şeyler var. Faktoring şirketinin, deminden beri konuşuyoruz alacak diye. Bizim bir sürü alacağımız var. Buna dayalı olarak çıkartabiliriz diye düşünüyor...

DÜNDAR – Bunu kime satacaksınız?

UYAR – Bu ayrı, müşterisini bulmak ayrı. Önemli olan bu değil. Varlığa dayalı menku kıymette , herhangi bir şirketten farkımız olmalı diye düşünüyorum. Ancak bunun yönetmeliğinde , tebliğinde bakıyorsanız, mutlaka bir banka garantisi istiyor, banka aracılığı ile çıkarmamızı istiyor. Ben % 140 faizi ödeyecek dahi olsam, birde üzerine bankaya ihraç komisyonu ödeyeceğim. Halbuki tahvil için bu gerekmiyor. Ben kendi şirketim için konuşuyorum. Aktif Finans'ın yeterli kredibilitesi varsa, ben bunu satabiliyorsa banka garantisine ihtiyaç duymamalıyım. Çünkü bizim işimiz alacak. Her birimiz trilyonlarca liralık iş yapıyoruz, işimiz bu. İşin mantığına baktığımızda da

çok yaygın bir alacak portföyü taşıyoruz. Biz bunu pratikte istesek dahi yapamaz durumdayız. Yarın, öbür-gün ekonomi düzeldi, faizler makul seviyelere indi. Faizler makul seviyelere inmesine rağmen bu şartlar dolayısıyla ilave gelecek.

"24 Aralık 1994 yılında yayımlanan yönetmeliğe göre, bir şirket ile faktoring şirketinin iş yapabilmesi için yazılı bir sözleşme olması yasal bir zorunluluktur; fakat 1994 yılından önce bu yasal bir zorunluluk değildi"

DÜNDAR – Bu fonlama konusu ve tabii fonlamanın arkasından maliyet meselesi çıkıyor. Ben Sayın Karakaş'a soruyu biraz daha komplike yaparak, yani genelde fonlama nasıl oluyor sorusunu biraz daha daraltmak istiyorum. Anlaşıldığı kadarıyla fonlamada kaynak yine bankalar. Zaten faktoringin gelişmiş tarafına da baktığımız zaman bankaların yan kuruluşu olarak faktoring şirketleri var. Tabii müstakil olanları da var. Nasıl oluyor da, bankalardan fonlayarak bankalarla rekabet yapabiliyor sunuz? Bunu öğrenmek istiyorum Sayın Karakaş.

KARAKAŞ – Faktoringi iki ana

bölümde ele almıştık. Yurtiçi işlemler ve yurtdışı işlemler. İki farklı fonlama türüne de ihtiyacı olabilir faktoringin. İlk önce yurtiçini konuşalım. Alacağını temlik eden herhangi bir müşterinin finansmana ihtiyacı olması halinde faktoring şirketi bu parayı nereden bulacak. Sayın Uyar'ın dediği gibi özkaynağımızın 15 katına kadar borçlanma imkanımız var. Demekki kanun koyucu faktoring şirketinin 15 kat borçlanabileceğini kabul ediyor. Peki nereden borçlanacak, tabii ki bankacılık sektöründen. Bankacılık sisteminin karşısına faktoring şirketinin herhangi bir ayrıcalığı yok. Herhangi bir müşteri gibidir, faktoring şirketleri.

DÜNDAR – Bu sizin birader olduğunuz bankanın politikasına bağlı. Sizi geliştirmek istiyorsa, size ayrıcalık tanyabilir. Alternatif kâr meselesi.

KARAKAŞ – Ticari bir dünyada yaşıyoruz. Banka bunu satabiliyorsa satar. Kaldı ki, o bankadan da fonlanmak gerekmez. Benim burada vurgulamak istediğim. Faktoring şirketinin bankadan fon temin ederken bir ayrıcalığım olmaması – Satarken ise, bankadan 100 birime satın aldığı bir malı – öyle varsayalım, fiyatı 100 birim olsun, acaba müşterisine kaç satacaktır. Tabii ki, üzerine bir kârpayı koyacaktır. Diyelim ki 2 puan kârpayı koysun. Demekki bankadan 2 puan fazlaştı bir anda. Artı bizde bizim mevzuatımız gereği ayrı bir BSMV'ye (Banka Sigorta Mucamele Vergisi) tabiyiz. Dolayısıyla bir

BSMV'de kârpayı kadar bankacılık sisteminden daha pahalı olduğumuz söylenebilir. Yurtiçi işlemlerde daha ucuz olduğumuz söylenemez. Hatta bu gerçekler karşısında faktoring sektörünün daha pahalı fon sattığı söylenebilir. Yurtdışı işlemlerde ise başka bir sorun var.

DÜNDAR – Yurtiçi işlemlerde nasıl oluyorda satıyor sunuz? Yani size çok marjinal müşterilermi geliyor? Bankaların beğenmediği müşteriler mi geliyor?

KARAKAŞ – Faktoring sektörünün riskli bir sektör olduğunu açıklıkla belirtmemiz lâzım. Gerek dünyada, gerek ülkemizde son kaynak, son başvuru yeri olarak görülüyor faktoring sektörü. Banka limitleri dolmuş olan, bankada kredi limitleri dolmuş olan müşterilerin başvurdukları bir adres faktoring. Ama sadece bu mu dersiniz, tabii ki hayır. Gerçek anlamda faktoring, biraz önce belirlendi; faktoring sadece finansman sağlama değil, bir dizi hizmet. Hiçbir şekilde finansman sağlamadan da yaptığımız pek çok işler var. Alacağını devrediyor, biz tahsil ediyoruz. Ya da alacağını bize temlik ediyor, biz vadesinde ödeneceğini garanti ediyoruz. Bakın burada da finansman yok. Finansman olan işlemlerde de, gerçek faktoring dediğimiz, yani ruhuna uygun olarak baktığımızda da , ülkemizde çek ve senete dayanmayan faktoringide gözönüne almak lâzım. Öyle bir satıcı ve alıcı düşünün ki , alıcının güçlü olduğu durumlarda çek

ödemediğini düşünün, alacağına karşılık.

DÜNDAR – Büyük kuruluşlar vermiyorlar.

KARAKAŞ – Evet büyük kuruluşlar vermiyor. Ne yapacaktır o satıcı? Tabii ki faturayı verecektir, ancak faktoring şirketine verebilir. Bunun bankacılık sektöründe pek yaygın olmadığını söyleyebiliriz. Bu gibi durumlarda çok büyük şirketlerin faktoring yaptığını söyleyebiliriz.

DÜNDAR – Sayın Ekmekçioğlu, acaba faktoring şirketlerimiz bankalar gibi fonlamada açık pozisyona giriyorlar mı?

EKMEKÇİOĞLU – Evet giriyorlar. Üstelik faktoring şirketlerinin bankalar gibi bir kısıtı yok. Gerçi bu kısıt bankalarda da biraz düzeldi.

DÜNDAR – 15 katından fazla borç alamazsın.

EKMEKÇİOĞLU – Borç alamam ama, bankalarda belli oranda bir kısıt var. Faktoring şirketi bir karar alır. Der ki, ben bütün kaynaklarımı, dış kaynaklarımı ve dış pozisyon açarım.

DÜNDAR – Para veren bulursanız.

EKMEKÇİOĞLU – Bulduğunu farz edelim, bulabilir neden bulamazsın.

DÜNDAR – Araya bir banka mektubu girerse, araya pozisyonlar giriyor.

EKMEKÇİOĞLU – Anne, baba bankası bu garanti mektubunu ona veriyordur. Sermayesi 1 milyon dolar ise 15 milyon dolar pozisyon açar ve bunu Türkiye’de TL olarak fonlar, bunu müşterilerine aktarabilir.

DÜNDAR – Ben uygulamayı soruyorum. Halen Türkiye’de uygulama nedir?

EKMEKÇİOĞLU – Faktoring şirketleri Türkiye’de bildiğim kadarıyla pozisyon açıyorlar.

DÜNDAR – Böyle bir meblağı telaffuz edebilir misiniz? Türkiye’nin açık pozisyonu bankalar için 4 – 4.5 milyar dolar olduğu söyleniyor.

EKMEKÇİOĞLU – Böyle bir meblağı telaffuz edemem. Sadece Mart ayından yola çıkabiliriz. Her faktoring şirketinin sermayesine bakılır. Bunun en az % 50’sinin pozisyonla fonladığı düşünülebilir ve bu çok kabaca bir hesap olur.

DÜNDAR – Dış fonlama ile, pozisyon açık fonlama ile iç faktoring yapmak uygun düşüyor mu yoksa bu pozisyon açık işleri daha çok dış faktoringte, ihracattan mı kullanıyor sunuz?

EKMEKÇİOĞLU – Pozisyon açmaktan ben, yurtdışından dolar ya da mark olarak kaynak getirip onu da Türk Lirasına çevirmeyi kastediyorum.

DÜNDAR – Peki bunları Türk Lirasına çevirdiniz, kime satıyor sunuz? Her isteyene satıyor musunuz?

EKMEKÇİOĞLU – Müşterilerimize verebilir. Bütün faktoring şirketleri bunu yapıyor. Yurtiçindeki müşterilerimiz yani (Domestic Faktoring) yurtiçi faktoring yapan müşterilerimize verebiliriz. Bu da kaynak maliyeti artı devalüasyondan bir hesaptır bu. O hesaba göre bankalardan alacağınız kredilerden daha aşağıda ise bunun maliyeti aradaki marjınız daha yüksektir.

DÜNDAR – Dışarıdan örneğin 10 milyon dolar fonlayıp, Türkiye’deki bir ihracatçıya dolar cinsinde krediler vermiyor musunuz?

EKMEKÇİOĞLU – Onu veriyoruz, o pozisyon açmak değil.

DÜNDAR – Genel fonlamada sizin görüşünüz nedir?

"faktoring sektörünün riskli bir sektör olduğunu açıklıkla belirtmemiz lâzım; gerek dünyada, gerekse ülkemizde son kaynak, son başvuru yeri olarak görülüyor faktoring; bankada kredi limitleri dolmuş olan müşterilerin başvurdukları bir adres faktoring; faktoring sadece finansman sağlama değil, bir dizi hizmetleri veren sektördür"

EKMEKÇİOĞLU – Bu konuda diğer arkadaşlar ile görüşlerimiz pek farklı değil. Hepimiz üç aşağı beş yukarı aynı sıkıntıları yaşıyoruz. Sıkıntılar Sayın Karakaş ve Sayın Uyar'ın dediği gibi aynı sıkıntılarımız var. BSMV'yi iki kere ödememiz var. Üst üste koyduğumuz zaman sermayemiz artı bankalardan aldığımız krediler ve diğer enstrümanlar – bu pozisyon açmak olur veya tahvil çıkarmak olur – tamamen bu şirketlerin fon yaratma politikaları ile paraleldir. Az önce siz birşey söylediniz. Sizin maliyetiniz bu kadar pahalı ise marjinal müşterileremi gidiyorsunuz. Bu da doğru değil. Bizim müşterilerimiz orta ölçekli firmalar olabilir. 3A diye nitelendirdiğimiz firmalarda olabilir. O bakımdan fon maliyetiniz paçalı önem.

DÜNDAR – Bu bankalardan alınacak kredinin maliyetine bağlı.

EKMEKÇİOĞLU – Sermayesinin büyüklüğüne bağlı.

DÜNDAR – Böyle işlerde sermaye çabuk biter. İş büyüdükçe, genişledikçe sermaye biter. Her seferinde sermaye arttıramazsınız. O zamanda ona göre ortaklara kâr payı dağıtmanız lâzım.

KARAKAŞ – Yurtdışı fon teminlerine ben birkere daha değinmek istiyorum. İhracatçının faktoring hizmeti fon sağlamadan da olabilir. İhracatçı sadece garanti ihtiyacı için faktoringe başvurabilir. Vadesinde ihracat bedelinin ödenebileceğini bilmesi bir hizmettir. Bu hizmet karşılı-

ğı faktoring şirketi bir komisyon alır. Ama diyelim ki, ihracatçının ön finansmana da ihtiyacı var. Faktoring şirketi bu döviz bedelini nereden, nasıl bulacaktır. Doğal olarak bunun yurtdışından gelmesi, ihracat bedeli olarak nitelendirildiği için faktoring ön ödemesinin yurtdışından gelmesi lâzım. Zaten Merkez Bankası genelgesi bunu öngörüyor. O halde faktoring şirketi ihtiyacı olduğu fonu yurtdışından bulacaktır. İşte burada faktoring sektörünün karşılaştığı berrak olmayan bir durumu da bu vesileyle belirtmek istiyorum. Faktoring derneği olarak ta bu konunun açıklığı için Merkez Bankasına başvurduk. Faktoring şirketlerinin, ihracatçılara ödemek üzere yurtdışından temin ettikleri kısa vadeli fonların KKDF'den muaf olduğunun açıkça belirlenmesi sektörümüzü rahatlatacaktır.

DÜNDAR – Yani 2 yılın altında alacağımız her kredi için artı bir de % 4 – 6 şarj oluyor. Bu konuya berraklık getirilmesi lâzım.

KARAKAŞ – İhracatçılara ödeme yaptığınız için, bu ihracatın teşvihi ile ilgilidir.

DÜNDAR – Oldukça zor tabii, keyz yapmak lâzım. Gelen fonların nerede kullanıldığının tespit edilmesi lâzım. 2 yılın altındaki kredilerde bankalarda aynı fonu ödüyorlar, dışardan fonlandığı zaman.

KARAKAŞ – Doğrudan ihracatçıya ödenen tutarlarla ilgili olarak.

UYAR – İşlem olarak bakıldığı

zaman farklılıkları var. Tamam bankalarda 2 yılın altında, bir yılın altında aldığı zaman % 4 gibi birşey var ama birkere oradaki rakamlar çok büyük rakamlardır. 1 - 5 - 10 milyon gibi düz rakamlardır. Bizim hiçbir işlemimiz yüklenme evrakından bağımsız değildir. Yani Türkiye'deki ihracatçılar da 10 milyon doları bir seferde, - bir ton çimentoyla - yükleyebilecekleri bir mal yok. Dolayısıyla Türkiye'ye ihracatçılar adına gelen fonlar, ki bunun altını da çizmek lâzım, bunlar direkt ihracatçı adına gelen fonlardır. Mutlaka kusurahtır, alt bir detay olarak görülse de çok önemlidir.

DÜNDAR - Firma bazında geliyorsa, kredi size değil firmaya geliyorsa siz aracısız.

UYAR - Firma bazında geldiği gibi, GÇB, GB bazında da gelir. Bunlar döviz alım belgesi kesilirken bir gümrük beyannamesine bağlıdır. Dolayısıyla bu direkt ihracatın mal bedeli şeklindedir. Bizce bu konu çok berrak ama Sayın Karakaş'ın söylediği gibi bu konuya açıklık getirilmelidir.

DÜNDAR - Çünkü 10'uncu yılınıza daha yeni geliyorsunuz. Bankalar asrı geçti, buna rağmen sorunları var. İşin geleceğini konuşmadan ben Sayın Özselçuk Beye dönmek istiyorum. Derneğimizin genel sekreteri olarak. Bu sektör için ortaya çıkan çeşitli sorunlar var. Bir tanesi sözleşmeler, bu sözleşmelerin mükerreren yapılması hususunda tartışıldı. Siz böyle bir sorunumuz yoktur dediniz ama bazıları var. Bir daha sözleşme yapmak var mı bilemiyorum. Bazı maliyecilerin takıldığım öğrendim.

Bir sözleşmeye istinaden her seferinde yeniden iskonto yaptığınız zaman veya işlem yaptığınız zaman damga resmine tabi olup olmayacağı meselesi var. İkincisi başından beri bir şikayet var, bu da double BSMV (Banka Sigorta Muamele Vergisi) ödeniyor. Siz fonlanırken, bankadan kredi alırken banka sizden herhangi bir kredi müşterisi gibi vergiyi tahsil ediyor, sizde bunu müşterinizden satışta tahsil ediyorsunuz. Üstüne de ayrıca % 5 toplam yarattığınız hizmet kadar, aldığınız fon kadar ilave ediyorsunuz. Üstelik müşteri bunu doğrudan doğruya maliyetine atıyor. KDV gibi mahsup şansına haiz değil. Bu arada KDV'mi olsun BSMV'mi olsun tartışmaları var.

Fonlamaya gelince acaba derneğin yurtdışında birtakım araçları var mı? Yani IFC ile Türkiye'nin genel kredibilitesi dışında temayüz etmiş faktoring şirketlerinin tanıtımı açısından bir fonlama çalışmamız var mı? Dernek bir merkezi enformasyon fonksiyonuna ulaşabildi mi, en azından Merkez Bankasındaki risk santalizasyonuna benzer bir işlem yapabilecek bir noktaya geldi mi? Bunları sizden dinleyelim, sonra da çok kısa olarak geleceği konuşalım.

ÖZSELÇUK - Önce dernek ile ilgili olarak daha önce söylemediğim birşeyi söyleyeyim. Bize üye olan kişiler derneğe hazırlanmış "Faktoring Derneği Temel Mesleki Ahlak Değerleri" adı altında sıraladığımız şartlara, koşullara uymak zorundadırlar ve bunu her üyemize önceden veririz. Bu şartları sağlayacaksa, bu şartları sağlamayı taahhüt ederek derneğe üye olurlar. Bunlar genel olarak, yap-

tiği sözleşmeye uygun hareket etmek, yetenekli, tecrübeli eleman çalıştırmak, şirketler arasındaki haksız rekabete meydan vermemek gibi konuları içerir.

"faktoring sektöründe çok sayıda firma faaliyet göstermektedir, sektörde rekabet şartları ağırlaşmakta ve çoğu zaman haksız rekabete yol açılmaktadır; kısa vadede şirket sayısının kontrol altına alınması ve mevcut şirketlerin denetlenmesi gerekli görülmektedir"

DÜNDAR – Üye şirketlerinizi belirten amblemler ve işaretler var.

ÖZSELÇUK – Evet, her üyemizin dernek üyeliği ile ilgili bir plaketi ve temel ahlaki değerlerle ilgili olarak hazırladığım çerçeveli tabloyu girişlerine asmışlardır. Hem dernek üyesi belgesi, hem de müşteri girdiği zaman ilk olarak bu çerçeveli tablolara bakmalıdır. Dernek üyesi mi değil mi. Sorunlarımıza gelince, faktoring sektörünün temel sorunu hukuki alt yapı meselesinden kaynaklanıyor. Bu konuda henüz bir açıklık yok. Önceden çıkan bir kanun hükmünde kararname ve bir yönetmeliğimiz var. Bunlar herşeye açıklık getirmemiş.

Onun için uygulamada bir takım olaylar ortaya çıkıyor. Bir bakıyorsanız, bu bir faktoring sorunu. Kaynak ile ilgili olabiliyor, çifte vergi ile ilgili olabiliyor. Az önce söylediğiniz gibi damga vergisi ile ilgili olabiliyor.

Derneğin amaçlarından bir tanesi de bu. Şirketler bu işlerle tek tek uğraşacağına, bütün şirketlerin kurduğu bir dernek adı altında bu sorunları kamuya iletmek ve mümkün olduğu kadar kısa sürede sonuç alabilmek. Dernek hemen kurulduktan bir müddet sonra – 1996 Şubat ayında – Merkez Bankası Hazine Müsteşarlığı ve Maliye Bakanlığı yetkililerinin bulunduğu bir toplantı düzenlemiş ve sorunlarını fazla ilişkide bulunduğu üç kamu kurumuna iletmış. Az önce arkadaşlarımızın da söylediği gibi, yurtdışı kredilerle ilgili KKDF meselesinin, sözleşmelerle ilgili çifte damga vergisi meselesi, risk santralizasyonu meselesi.

DÜNDAR – Bunu üyeleriniz arasında bilgisayar ile halledemez misiniz?

ÖZSELÇUK – Bankalar da bunu istiyorlar. Geçmişte finans kesimini sadece bankalar oluşturduğu için risk santralizasyonunun sadece bankaları kapsaması bir sorun yaratmıyordu. Bugün bankalar içinde bir sorun risk santralizasyonu.

DÜNDAR – Siz Merkez Bankasını girmek istiyor sunuz?

ÖZSELÇUK – Evet, bankalar da bunu istiyorlar. Çünkü bankalar sadece banka riskini biliyorlar. Faktoring, leasing gibi diğer finans kurumlarının riskini bilmiyorlar, çünkü Merkez Bankası bunları toplamıyor. Ama herhangi bir şirket borçlarını

geri ödemediği takdirde, birde bakıyorsunuz ki bu şirket aynı zamanda hem faktoringden, hem de leasingden birtakım borçlanmalar yapmış. Riski bankaların bildiğinin çok üzerinde bir risk. Bankalarda bu nedenle Merkez Bankasından risk santralizasyonu istemeye başladılar. Bu yüzden biz dernek içinde risk santralizasyonu kurmaktansa Merkez Bankasına girmek için girişimlerde bulunduk. Bu konuda yazılı ve sözlü müracaatımızı da yaptık. Yakında Bankalar Birliği'nde bu işle ilgili olarak bir çalışma içine girdiğini öğrendik. Zannediyoruz Bankalar Birliği ile işbirliği yaparak tekrar Merkez Bankası Krediler Müdürlüğü ile bu konunun halledilmesi için çalışmalarımızı sürdürüreceğiz.

Diğer bir konu, damga vergisi konusu. Damga vergisi konusu şuradan kaynaklanıyor. Biz bir sözleşme yapıyoruz. Sözleşmeden sonra da herbir faturayı malı alan kimseye gönderirken o faturanın üzerine bu fatura bilgilerinin faktoring yapıldığını ve bu nedenle faktoring şirketine ödenmesi gerektiğini gösteren bir etiket yapıyoruz. Bazı kimselere göre etiket yapılmış fatura da bir mukavele sayılıyor ve bundan da damga vergisi istemeye başlıyorlar. Bu konuda bizde gerekçeli bir form hazırlayarak Maliye Bakanlığına müracaat ettik. Mukavelename dediğimiz şey, yani name dediğimiz şey damga vergisi tarifine baktığımız zaman hep nameleri damga vergisine tabi tutar. Hukuki bir sonuç yaratan belgeleri damga vergisine tabii tutar. Halbuki fatura üzerine sticker yapıştırmak bir bilgi vermektir. Onun için, damga vergisine tabi olmaması gere-

kir. Bu gerekçeleri belirterek ve biri hukukçu, diğeri maliyeci iki müşavirden rapor alarak Maliye Bakanlığına müracaat ettik. Bu konuda sonucu bekliyoruz, henüz bir sonuç almadık. Diğer bir konu BSMV ile ilgili, burada haksız bir rekabet var. Bankalar kendi aralarındaki fonlamalarda ya BSMV ödemiyorlar, ya da çok düşük bir BSMV ödüyorlar, % 1 civarında bir BSMV ödüyorlar. Bankalardan kredi alarak çalışan faktoring firmaları ile bankalar arasındaki haksız rekabet doğmuş oluyor. Bu haksız rekabeti kaldırmak için, bizden de bankalardan fonlama sırasında BSMV'nin aynı bankalar arasında olduğu gibi isteyerek, müracaatımız var. Ancak biliyorsunuz son yılların en önemli konularından bir tanesi bütçe. Eğer herhangi bir isteğiniz bütçede gider veya gelir eksilmesi yaratıyorsa, şu sıralarda onun halledilmesi oldukça güç. Hatta BSMV'nin KDV'ye dönüşmesi konusu da dahil olmak üzere, birkaç kere konu ortaya atıldı. Ama gelir kaybı dolayısıyla devamlı ertelendi, halen de erteleniyor. Zannediyorum gelecek yıl içinde de bu mesele halledilmeyecek.

DÜNDAR – Sayın Özselçuk ben buna şundan katılmıyorum. Bir kurum ya finans kurumudur ya da Ticaret Kanununa tabii bir kurumdur. Yani devekuşu gibi hem ondan, hem bundan olamaz. Siz eğer bir finans kurumu iseniz, – bu bir dava konusu da yapılabilir – BSMV'ye tabi bir finans kurumu iseniz, finans kurumlarının kendi aralarında yaptığı işlem gibi bir işlem yapmanız lâzım. Yok finans kurumu değilseniz, BSMV hiç ödemeyip KDV'ye dönmeniz lâzım. Niye bunu bir dava konusu yapmı-

yorsunuz. Derneğin fonksiyonlarından bir tanesi bu olmalıdır, dava açılmalıdır. Neyiz biz, bir finans kurumu isek, finans kurumunun tabi olduğu mevzuata tabi olacaksınız. Yok değilsek BSMV ortadan kalkacak, doğrudan doğruya KDV'ye geçeceksiniz.

ÖZSELÇUK – Sizin söyledikleriniz o kadar doğru ki. Biz dernek olarak sorunlarımız ile ilgili Merkez Bankası ve Hazine'ye müracaat ettiyssek de, hiçbirinden bize şu teşviği verin, bize farklı şekilde muamele yapın diye hiçbir müracaatımız yok. Bütün müracaatlarımız az önce sizin söylediğiniz konudur. Yani açıklık getirin; var mı, yok mu. Açıklık olması en büyük haksız rekabet. Biliyorsunuz insanlar iki türlüdür. Birincisi, risk almayı sevenler. İkincisi ise riskten kaçanlardır. Açıklık kazandıramazsanız, yüksek riskle çalışmak isteyen insanlar herhangi bir yorumla bu işlemi yaparlar.

DÜNDAR – Sayın Özselçuk: Ankara'nın insiyatifine, risk alıyormu, almıyor mu diye bu konuyu bağlayamazsınız. Ankara eğer size bir eko vermiyorsa o takdirde bunun yasal yolu idari davadır.

ÖZSELÇUK – İdari işlem için de bir karşı işlemlerle karşılaşmamız lâzım. Şu ana kadar böyle bir işlem yok. Özellikle Ankara bizi çok iyi karşılıyor. Ankara devamlı olumludur bu konuda. Açıklık kazandıramıyor konuya, mesele orada. Onun başka bir nedeni de var. Türkiye'de en önemli nedenlerden birisi de, sık sık hükümet değişmesi.

DÜNDAR – Sayın Uyar faktoringin geleceği hakkında ne düşünüyorsunuz? Örneğin bugün Türkiye'nin en önemli sorunu fon sorunudur diyoruz. Yabancı sermaye bu işe rağbet ediyor mu? Siz özellikle firmaları yöneten kişiler olarak bu işin çok daha iyi gelişeceğini söyleyebilir misiniz?

UYAR – Faktoring Türkiye'de henüz çok yeni, az tanınıyor. Faktoring sektörünün önünde muhteşem bir potansiyel duruyor. Yerli veya yabancı sermaye verimli bulunduğu her sahaya girer. Faktoring geliştikçe fonları da artacaktır. Yeterki haksız rekabet önlensin. Şirketlerin sayısal artışı haksız (küralsız) rekabete bağlı kalsın. Şu anda Türkiye'de çok sayıda şirket var. Bu insan kaynağı sorununu da doğuruyor. Şirketler sayısal olarak arttıkça, eleman yetiştirmeden aynı kaderi paylaşmak durumunda kalıyorlar. Ayrıca şunu da ilave etmeliyim, kredi risk sigortası henüz yok. Böyle bir kurumlaşma gerçekleşirse gerçekten faktoring olayı

"faktoringin, esasında iş hayatında bilinmesi gerekli en önemli olayın birincisi, işletme sermayesi ihtiyacına olan katkısı; alım satım işlemiinde özellikle satıcı ve üretici firmalara destek veren bir kurum olduğunun bilinmesidir; faktoring bir yatırım aracı değildir"

da güçlenir. Şirketler kendi aralarında birleşip güçlenebilirler.

DÜNDAR – Faktoring şirketlerinin sayısı, örneğin Fransa’da ne kadardır?

EKMEKÇİOĞLU – Fransa’da şu anda 14 tane faktoring şirketi var. Bu sayı Almanya’da ise 18. Bana göre bizdeki sayı biraz fazla.

KARAKAŞ – Dünyada faktoring şirketlerinin sayısına baktığımız zaman; Avrupa’da 314, Amerika’da 213, Afrika’da 11, Asya’da 212, Avustralya’da ise 21 tanedir. Dünyada toplam 661 adet faktoring şirketi bulunmaktadır.

DÜNDAR – Sayın Karakaş size göre faktoring şirketlerinde bir uzman kadrosu yetişebilirdi mi?

KARAKAŞ – Efendim Türkiye’de faktoring yaklaşık olarak on yıldır kullanılıyor. Sektör bu süre içerisinde kendi bünyesinde belirli bilgiye sahip elemanlar yetiştirmiştir. Benim görüşüme göre, son yıllarda çok güncel hale gelen faktoring sektöründe çok sayıda firma faaliyet göstermektedir. Ayrıca kurulma aşamasında olan şirketlerin de yakın gelecekte sektöre katılacakları düşünüldüğünde, halen yeterli büyüklüğe ulaşmamış, sektörde rekabet şartları ağırlaşmakta ve çoğu zaman haksız rekabete yol açılmaktadır. Böylece, riskli işlemler gündeme gelmekte; ayrıca, hizmet kalitesi genelde yükselmektedir. Kısa vade de, şirket sayısının kontrol altına alınması ve mevcut şirketlerin denetlenmesi gerekli görülmektedir. Sonuç olarak ise şunları söyleyebilirim. Tüm Dünyada olduğu gibi ülkemizde de her geçen gün öne-

mini artıran faktoring sektörü, finans alanında önemli bir boşluğu dolduracak nitelikleri taşımaktadır. Sektörün doğru yönde gelişmesi ve hakettiği itibarı taşıması bir yandan sektörde faaliyet gösteren şirketlerin çabalarınınca, diğer yandan da kamu kuruluşlarının düzenlemelerine bağlıdır. Önümüzdeki iki – üç yıl içinde sektörün tam olarak yerine oturması, sorunlarının büyük ölçüde çözülmesi, mevzuatın uygulamalar ışığında yeniden ele alınması ve sektörde hizmet kalitesinin öne çıkması beklenmektedir.

DÜNDAR – Şimde son konuşmayı Sayın Ekmekçioğlu’na vermek istiyorum. Faktoringin gelişmesi ve geleceği hakkında ne düşünüyor sunuz? İhtisaslaşmaya gidilebilir mi? Yabancı sermaye faktoringi Türkiye’ye nasıl bakıyor?

EKMEKÇİOĞLU – Sektörel faktoring şirketlerinin olduğunu görüyoruz. Bir takım gruplar bazı sektörlerde kendi şirketlerini kurdular. Bunlar gıdada olabilir, kereste sektörü olabilir. Onlar kendilerine ait faktoring şirketlerini kurdular. Kahverengi eşyada faktoring şirketlerinin kurulacağını biliyoruz. Böyle bir takım sektörel faktoring şirketleri kurulabilir. Bunlar gibi örnekler yurtdışında da var. Bu olurken de arkadaşlarımda söylediği gibi, küçülmeler ve birleşmelerde yaşanacaktır. Ayrıca dış ticaret faktoringde de ihtisaslaşma, özelleşme olacaktır. Yabancı sermaye faktoringi Türkiye’ye nasıl bakıyor? İlk başta benim çalıştığım şirkette bir yabancı sermayesi vardı. Bu yabancı sermaye Türkiye’den gitti. Bunun geldiğinin en büyük sebebine

gelince; ne Türkiye'deki risk sigortası idi, ne şuydu, ne buydu. Tamamen enflasyonun böyle bir canavar halinde oluşuydu. Bugün enflasyon varsa Türkiye'de, bir yabancı sermayenin gelip sadece ihracat faktoringi için Türkiye'de duracağını ya da geleceğini ben tahmin etmiyorum. O da tamamen enflasyonun gidişatına bağlı.

DÜNDAR – Efendim bütün konuşmacılara teşekkür ediyorum. Dünyada 2000'li yıllara geçerken globalleşme dediğimiz olayda şunu izledik ki, bu olayda iki önemli sektör çok öne çıkıyor. Bir tanesi bilgi – enformasyon diğeri ise finans. Yani sanayi inkilabından bu yana sanayi üretiminin geçirdiği evreleri üzerinde artık dünya küçüldükçe enformasyon ve enformasyona dayalı finansın çok öne çıktığını görüyoruz. Türkiye 1980'lerdeki atılımları ile bu işte çok geç kalmış değil. Arkadaşlarımızın da söylediği gibi Avrupa'da 1960'lı yıllarda var olan sisteme 1980'li yıllarda Türkiye'ninde katılmış olması bence çok gecikme anlamına gelmez. Türkiye finans sektöründe bir hayli geniş, yaygın kuruluşlara sahip. Sayısal bakımdan ortada birazcık şişkinlik olsa da. Enflasyon kanımıza girdiği için bunada alışmış durumdayız. Firma sayısında da zamanla bir eliminasyon olacaktır. Birleşme şeklinde bunun da düzeleceğini varsayıyoruz.

Factoringin, esas da iş hayatında bilinmesi gerekli en önemli olayın birincisi, işletme sermayesi ihtiyacına olan katkısı. Alım satım işleminde özellikle satıcı ve üretici firmalara destek veren bir kurum olduğunun bilinmesidir. Factoring bir yatırım aracı değildir. Leasing gibi veya bir

başkası gibi. Ama faktoring üretici veya satıcı firmaları, müşterilerine tanıdığı vade faktöründen kurtaran, en azından onu düşünmekten kurtaran, belli standartlara oturmuş ilişkiler içerisinde, kafasından artık onu atıp doğrudan doğruya kendisini üretime veya işinin, satışının programının gerçekleşmesine iten çok yararlı ve faydalı bir kuruluştur. Türk ekonomisinin dışarda da rekabete giren bir ekonomi olarak, faktoringde çok kısa bir sürede özümleyip, benimseyip büyüteceği muhakkaktır. Gelecek konusundaki iyimserliğe katılıyorum. Nitekim 1994 yılından sonra, yani factoringin belli bir yasal düzene oturduğundan bu güne kadar geçen rakamları izlediğimizde, hemen hemen bütün sektörlerin önünde reel bir büyümenin de olduğunu görüyoruz. Bu, sektörün tanındığını göstermektedir. İhracat 50 milyar dolara ulaştığında sektörün payının 10 milyar dolara çıkacağı anlaşılıyor. Önümüzde ciddi bir potansiyel duruyor.

Sorularına bakınca, bunların bünyesel değil, yapay olduğunu görüyoruz. Çoğu mevzuattan veya yorumsuzdan kaynaklanıyor. Akıllı bir yönetim bunları kısa sürede halledecektir. Arkadaşlarımız, vakit yokluğundan olacak herhalde "hizmet alım satımından doğan işlemlerin factoringine" değinemediler. Hizmet sektöründe hem genişliyor hem de vadeli işlemler yapıyor. Bu sektör, gelecekte ve halen kuvvetli bir factoring müşterisidir. Toplantıya katıldığınız için hepinize teşekkür ediyorum.

Derginin Notu: Yukarıda sunulan "Açık Oturum" 2 Aralık 1997 günü yapılmıştır.

Sermaye Piyasası

Doç. Dr. MEHMET BOLAK

İstanbul Teknik Üniversitesi İşletme Fakültesi Öğretim Üyesi

Borsada Tedirgin Bekleyiş Dönemi

Ekim ayında gösterdiği sıçrayışla 3.600 puan mertebelerine kadar tırmandıktan sonra ayın son haftasında büyük bir düşüş yaşayan ve 2.800 puan civarına gerileyen borsa indeksi, Kasım ayı boyunca dar bir aralık içinde dalgalanma göstermiştir.

Borsanın zaman zaman içine girdiği bu davranış biçimi yatay piyasa diye tanımlanmakta, ne kadar süreceği ve sonunda borsanın hangi yöne meyledeceği kestirilememektedir. Küçük bir bahane borsayı biraz yükseltebilirken yine küçük bir bahane düşüşe neden olabilmektedir. Yatırımcıların, hisse senedi alırlarsa fiyatların düşebileceği, satarlarsa yükselbileceği yolundaki tedirginlikleri nedeniyle işlem hacmi de hayli düşük düzeylerde seyretmektedir. Nitekim Ekim ayında 100 trilyonu aşan günlük işlem hacimleri gerçekleştirilirken, Kasım ayında yeniden işlem hacminin 30 trilyonlar mertebelerine gerilediği gözlenmiştir.

Kasım ayının ilk günlerinde toparlanma sinyalleri vermekte olan borsada ilk tedirginlik, başbakan yardımcısı Sayın Bülent ECEVİT'in, özelleştirmenin askıya alındığı yolundaki açıklamasıyla gelmiştir. Yıllardır özelleştirme konusunda somut adımlar atılmadığını herkesin açıkça görmesine rağmen, görülen bir gerçeğin dile getirilmesi şeklindeki böyle bir açıklama nedense gereğinden fazla olumsuz tepki yaratmaktadır. Nitekim bu olumsuz tepkiyi gidermek için ertesi gün Sayın ECEVİT "sözlerinin yanlış anlaşıldığı" şeklinde yeni bir açıklama yapmak gerektiğini hissetmiştir. Hatırlanacağı üzere benzer olay, fiyatların nasıl yükseldiği herkes tarafından açıkça görülebileceği halde, Sayın Güneş TANER'in "enflasyonun % 100'e ulaşabileceği" yolundaki açıklamasının ardından da yaşanmıştı.

Ay içinde yaşanan ikinci olumsuzluk, Irak ile Amerika arasında, sıcak çatışmaya dönüşebilecek denli bir gerginliğin tırmanmasıyla oluşmuştur. İMKB dahil tüm tünya borsalarında bir hafta kadar yaşanan tedirgin bekleyişin ardından, körfez gerginliği zoraki diplomasiyle çözüme ulaşır gibi olmuş, borsalar da bu gelişmeye yeniden olumlu tepki göstermişlerdir.

Borsa körfez virajını da dönüp tekrar gözünü yukarıya çevirmişken bir süredir iyi bir çizgi üzerinde yürüdüğü için borsa üzerinde olumlu etki yaratmakta olan IMF görüşmeleri hayal kırıklığı ile sonuçlanmıştır. Türkiye'nin hazırladığı, "enflasyonun 3 yıl içinde düşürülmesi" üzerine oturtulmuş plan, IMF heyetince yeterli bulunmamış, enflasyonun 1 yılda düşürülmesi, bunun için yeni bir program oluşturulması gerektiği belirtilmiştir. Bu öneriler doğrultusunda "şok tedbirler paketi" hazırlayan Güneş TANNER'in yeni planı kamuoyunda tartışmalara yol açmış, genelde gerçekçi bulunmayarak onay görmemiştir. Kamuoyunda oluşan ve borsaya da yansıyan tedirginlik yine, "böyle bir şok program söz konusu değil" açıklamasıyla giderilmeye çalışılmıştır.

IMF önerilerinin uygulanmaması halinde dış kredi olanaklarının tehlikeye girmesi, azınlık hükümeti konumundaki koalisyon ortaklarının da önerilerin uygulanmasını siyasi açıdan riskli görmeleri nedeniyle, ayın son günlerinde "erken seçim" sözleri telaffuz edilmeye başlanmıştır. Yavaş yavaş gündem teşkil etmeye başlayan bu konunun Aralık ayında daha fazla tartışılır hale gelmeye başlayacağını ve yine borsa üzerinde olumsuz etkiler yaratacağını tahmin etmek mümkündür.

Ayın son günlerinde borsaya bir darbe de Uzak Doğudan gelmiş, Japonya'nın en büyük borsa aracı kurumlarından Yamaichi'nin, ardında büyük bir borç yükü bira-karak iflas etmesi önce Japon piyasasını, hemen ardından da tüm dünya borsalarını ve İMKB'yi etkilemiştir. Yatırımcılar iç piyasadaki gelişmeleri takip etmekte bile zorlanırken, artık tüm dünyadaki sürpriz gelişmelere hazır olmak zorunda kalmışlardır.

TABLO 1
Kasım Ayının En Başarılı Hisseleri

Dergi İndeksi Kapsamında	Verim (%)	Diğer	Verim (%)
Bağfaş	48.73	Medya Hol.	112.99
Döktaş	25.27	Hürriyet G.	54.02
T. D. Döküm	12.00	Netaş	40.00
Ege Bira	11.11	Sifaş	36.36
Çelik Halat	10.61	Kerevitaş	27.14
Aktaş	10.53	Enka Hol.	26.53
T. Garanti B.	10.53	Dardanel	25.33
Yapı Kredi B.	8.93	İhlas Hol.	22.33
Brisa	8.79	Nergis Hol.	21.84
Good-Year	3.75	Kent Gıda	21.74
Koç Holding	1.09	Bosch Fren	20.00

Sıralanmaya çalışılan bu gelişmelerin yarattığı dalgalanmalar sonucunda İMKB Ulusal 100 indeksi "28 Kasım 1997 Cuma" günü kapanış fiyatları itibariyle 2.879 puan olmuş, Ekim ayı sonuna göre 33 puanlık ya da % 1.16 oranında artış göstermiştir. Banka ve Ekonomik Yorumlar Dergisi indeksi ise yine "28 Kasım 1997 Cuma" günü kapanış fiyatları itibariyle % 1.22 oranında gerileyerek 839.360,91 puana inmiştir. İndeks kapsamındaki 40 hisseden 11 tanesi değer kazanıp, 28 tanesi değer kaybederken, değerini koruyan tek hisse Güney Bira olmuştur. Kasım ayının en çok değer kazanan hisseleriyle en çok değer kaybeden hisseleri Tablo 1 ve 2'de gösterilmiştir.

TABLO 2
Kasım Ayının En Başarısız Hisseleri

Dergi İndeksi Kapsamında	Verim (%)	Diğer	Verim (%)
Ege Gübre	- 18.10	Akal Teks.	- 25.96
Çimsa	- 16.87	Kütahya Por.	- 20.31
İzmir D. Ç.	- 16.83	Beko Elek.	- 17.86
Arçelik	- 15.85	Konfrut Gıda	- 16.98
Konya Çim.	- 13.95	Tofaş Oto Fab.	- 15.69
Erdemir	- 13.33	Maret	- 15.15
Petrol Ofisi	- 13.04	Turcas	- 14.81
T. Şişe Cam	- 11.11	Birlik Men.	- 13.27
Mudurnu	- 11.01	Net Holding	- 11.67
Gübre Fab.	- 10.20	Vakif F. K.	- 11.61

Şirket Haberleri

Kasım ayında gerçekleştirilen sermaye artırımlarıyla 9 şirketin ödenmiş sermayeleri yükselmiştir. Bu şirketlerin yaptıkları sermaye artırımları ve ödenmiş sermayelerinin son durumu Tablo 3'de görülmektedir. Tablodaki şirketlere ilaveten, bedelli arttırımı daha önce gerçekleştirilmiş olan İntermedya'da da ay içinde bedelsiz hisselerin dağıtımı yapılmıştır.

Ay içinde Aksu'nun kayıtlı sermaye tavanını 1.5 trilyon liradan 10 trilyona yükseltme talebi Sermaye Piyasası Kurulu tarafından onaylanmış, öte yandan yine Kasım ayında borsaya iki yeni şirket daha katılmıştır. Bu şirketlerden Arat Tekstil'in hisseleri "6 Kasım 1997 Perşembe" gününden itibaren 19.500 TL. baz fiyatla, Kipa Kitle Pazarlama, Ticaret ve Gıda Sanayi A.Ş.'nin hisseleri de "20 Kasım 1997 Perşembe" gününden itibaren 6.200 TL. baz fiyatla borsa ulusal pazarında işlem görmeye başlamıştır. Böylece borsada hisseleri işlem görmekte olan şirketlerin sayısı 256'ya yükselmiştir.

TABLO 3
Kasım Ayında Sermaye Artırımları (Milyon TL)

Şirket	Eski Ser.	Bedelli	%	Bedelsiz	%	Yeni Ser.
Aksigorta	3.750.000	-	-	1.875.000	50.00	5.625.000
A. Isuzu	217.195	-	-	2.606.340	1.200.00	2.823.535
Çemtaş	1.152.000	1.152.000	100.00	-	-	2.304.000
Denizli Cam	290.000	-	-	110.000	37.93	400.000
Finansbank	10.000.000	5.000.000	50.00	-	-	15.000.000
Koç Holding	10.683.700	-	-	5.341.850	50.00	16.025.550
Marmaris M. O.	800.000	600.000	75.00	600.000	75.00	2.000.000
Ray Sigorta	657.000	433.620	66.00	59.130	9.00	1.149.750
Tofaş Oto Tic.	480.000	-	-	1.044.596	*	1.524.596

(*) Tofaş Oto Ticaret'deki sermaye artırımı, Opar Otomotiv Parçaları A.Ş.'nin aktif ve pasifinin bir küll halinde devir alınması nedeniyle, sadece Opar Otomotiv Parçaları A.Ş. ortaklarına 1.000 TL nominal değerdeki bir hisse karşılığında 1.492.28 TL nominal değerli Tofaş Oto Ticaret A.Ş. hisse senedi verilmesi şeklinde gerçekleşmiştir.

Dokuz Aylık Kârlar

Şirketlerin 9 aylık mali tabloları borsaya ulaşmalarını müteakiben borsa bültenlerinde yayınlanmıştır. Tablo 4'de örnek kütleimizde yer alan 100 şirketin 1997 yılı 9 aylık kâr rakamları ve geçen seneki 9 aylık kârlara göre sağladıkları artış oranları (KBO) verilmiştir. Tabloda yer alan şirketlerden, geçen yılın dokuz aylık bilançosunda zarar açıklayanların sayısı 2 iken (Metaş ve Tüpraş), 1997 yılının aynı döneminde bu şirketlere Birlik Mensucat da eklenmiş, Metaş ile Tüpraş da zararlarını arttırmışlardır. Bu üç şirket için KBO değeri negatif hesaplanırken, negatif KBO değerine sahip diğer 18 şirket, geçen yılın aynı dönemine göre kârları azalmış olduğu için negatif KBO değeri elde etmişlerdir. En yüksek kâr artışı sağlayan şirket, geçen yıl çok düşük kâr elde etmiş bulunan Olmuksa olurken, Teletaş (% 580.10), Bosch Fren (% 485.46), Kütahya Porselen (% 353.58), Hürriyet Gazetecilik (% 342.70), Enka Holding (% 338.20), Çimsa (% 331.59), Bağtaş (% 324.58) ve Yasaş (% 323.80), % 300'ün üzerinde kâr artışı sağlayan diğer şirketler olmuşlar ayrıca 9 şirket daha % 200-300 arasında kâr artışı sağlamayı başarmışlardır. Tabloda yer alan 100 şirket için hesaplanan ortalama KBO değeri % 212.61 olurken, aşırı yüksek KBO değerine sahip Olmuksa (% 12.803.65) ile aşırı düşük KBO değerine sahip Tüpraş (% -592.81) hariç tutulduğunda, ortalama KBO değeri % 92.35'e gerilemektedir. Bu rakam da aşağı yukarı yıllık enflasyon oranına karşılık gelmekte, ortalama olarak şirketlerin reel bir kâr artışı gerçekleştirememiş olduklarını göstermektedir.

Faiz Kazancına Vergi mi, Vergi İadesi mi?

Maliye Bakanlığı'nca hazırlanan bir tebliğle, elde edilen faiz gelirlerinin beyanname ile bildirilmesi mecburiyeti getirilmiş ve vergilendirilmesi öngörülmüştür. Tebliğle

göre tahvil, hazine bonusu, repo, mevduat faizi, kâr zarar ortaklığı belgesi kazancı gibi kazançlar beyannameye tabi olacak, her yıl tesbit edilen yeniden değerlendirme oranının aynı dönemdeki bir yıl vadeli devlet tahvili ortalama faiz oranına bölünmesiyle bulunan oran yukarıda belirtilen kazançlardan düşüldükten sonra kalan tutarın 1.5 milyar liranın altında kalıyorsa beyanname vermek gerekmecektir. Kalan tutarın 1.5 milyar lirayı aşması halinde ise beyanname verilecek ancak faiz kazançlarının brüt tutarı üzerinden stopaj şeklinde kesilmiş olan vergiler, indirim uygulandıktan sonra kalan ve beyan edilen net faiz kazancı üzerinden hesaplanacak gelir vergisinden mahsup edilecektir.

Bu anlattıklarımızı sayısal verilerle açıklamakta yarar vardır. 1997 yılı için tespit edilen yeniden değerlendirme oranı % 80.4, aynı dönemdeki bir yıl vadeli devlet tahvili faizi ortalaması % 118.9 olduğundan, 1997 yılında elde edilen faiz gelirlerinin % 67.62'si (% 80.4 / % 118.9) vergiden muaf olacaktır. Dolayısıyla, yıllık faiz kazancı oranının 10 milyar lira olan bir mükellef, bunun % 32.38'ini yani 3 milyar 238 milyon lirasını beyan edecektir. Bu tutar üzerinden hesaplanacak gelir vergisinden, daha önce 10 milyar lira kazanç üzerinden kesilmiş stopaj mahsup edilecek, kalan rakam mükelleften tahsil edilecek, gerekirse kendisine vergi iadesi yapılacaktır. Bilindiği gibi faiz gelirlerine % 12 stopaj uygulanmaktadır. Elde etmiş olduğu tüm faiz kazançlarından stopaj kesilmiş olan bir mükellefin, ek vergi vermesi için, beyan edeceği % 32.38 kazanç oranı üzerinden hesaplanacak gelir vergisinin toplam kazancın % 12'sini geçmesi, yani en az % 37 oranında (% 12 / % 32.38) gelir vergisine tabi olması gerekecektir. Aksi takdirde mükellefe vergi iadesi yapılması söz konusu olacaktır. Kanımızca tebliğin bu şekilde uygulanması halinde vergi tahsilatı yaratması bir yana, vergi iade mekanizması olarak devletin yükünü arttıracaktır. Faiz kazançlarını vergilendiriyoruz adı altında böyle bir mekanizma yaratılmasını anlamak mümkün değildir. Sistemin işe yaraması için ya istisna uygulamasından vazgeçilmesi ya da gelir vergisinden istisna edilen kısım için kesilmiş olan stopajın, mahsup edilecek tutara dahil edilmemesi gerekmektedir.

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	94874.84	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	849700.62
Kasım	3241.70	6955.17	10214.39	9344.20	44519.48	74373.54	96196.98	267385.51	839360.91
Aralık	4940.99	6750.24	11048.39	9744.28	51099.56	71525.29	96450.06	277923.68	

TABLE 4
Şirketlerin 9 Aylık Kârları (Milyon TL)

ŞİRKET	97/9	KBO	ŞİRKET	97/9	KBO
AKAL TEKS.	1.382.474	35,89	HURRIYET G.	9.392.164	342,70
AKÇANSA	3.632.976	199,81	İHLAS HOL.	1.132.475	111,68
AKIN TEKS.	579.235	-26,13	İNTEMA	83.086	6,45
AKSIGORTA	2.881.760	214,42	İZDAŞ	242.347	217,56
AKSU İPLİK	603.301	-18,79	İZOCAM	520.795	153,68
AKTAŞ	2.957.593	22,21	KARTONSAN	2.837.785	34,35
ALTINYILDIZ	805.314	0,51	KAV	391.699	-22,36
ANA BİRA	385.084	14,37	KENT GIDA	2.107.781	220,34
ANA CAM	101.862	-78,00	KEPEZ ELEK.	3.694.026	200,59
ANA SİG.	2.253.038	93,72	KEREVİTAŞ	352.235	71,87
ARÇELİK	11.960.823	109,92	KOÇ HOL.	10.208.464	103,72
ARDEM	3.145.250	182,24	KONFRUT GIDA	101.495	-49,28
ASELSAN	1.255.669	27,23	KONYA ÇİM.	821.407	168,13
AYGAZ	2.549.380	2,32	KORDSA	3.184.022	57,58
BATIÇİM	4.151.728	222,06	KÖYTAŞ	600.603	207,96
BAGFAŞ	1.539.141	324,58	KÜTAHYA P.	259.321	353,58
BEKO ELEK.	3.131.943	69,18	MAKİNA T.	379.769	143,60
BİRLİK MEN.	-282.315	-147,78	MARDİN ÇİM.	737.515	219,69
BOLU ÇİM.	1.700.187	107,20	MARET	174.205	-11,28
BORUSAN	810.903	7,62	MARMARİS M.O.	602.219	191,64
BOSCH FREN	439.880	485,46	MERKO GIDA	302.649	-6,91
BOSSA	1.225.064	-20,17	METAŞ	-515.079	-126,01
BRİSA	8.020.011	74,79	MIGROS	1.916.322	133,45
ÇELİK HAL.	284.210	39,75	MUDURNU	401.567	29,37
ÇEMTAŞ	882.841	177,67	MUTLU AKÜ	20.657	-94,14
ÇİMSA	2.632.910	331,59	NERGİS HOL.	1.246.786	125,95
ÇUKUROVA EL.	8.577.694	122,10	NETAŞ	4.421.210	62,88
DARDANEL	503.320	169,41	NET HOL.	1.107.070	119,50
DEVA HOL.	169.147	-57,76	NET TURİZM	1.167.472	60,98
DÖKTAŞ	730.374	225,79	OLMUKSA	321.559	12803,65
ECZ. İLAÇ	1.269.067	63,41	OTOSAN	17.498.121	191,51
ECZ. YAPI	392.388	-28,45	PETKİM	19.214.156	11,93
ECZ. YAT.	166.545	-42,54	PETROL OF.	12.742.127	100,93
EGE BİRA	1.998.743	35,09	PINAR SÜT	761.684	146,67
EGE ENDÜSTRİ	530.291	170,56	RAKS ELEK.	1.693.664	72,27
EGE GÜBRE	41.080	-44,70	SARKUYSAN	2.144.770	83,72
EGEPLAST	640.478	-4,64	SİFAŞ	514.088	178,20
EGE SERAMİK	823.083	16,87	TELETAŞ	4.937.993	580,10
EGS DIŞ TİC.	703.608	114,41	TİRE KUT.	411.266	1,21
ENKA HOL.	646.678	338,20	TOF.OTO FAB.	6.570.540	79,04
ERBOSAN	329.994	108,68	TRAKYA CAM	2.028.687	-14,83
ERC. BİRA	535.454	-78,54	TURÇAS	1.890.040	4,75
ERDEMİR	394.929	-86,63	TÜPRAŞ	-33.399.212	-592,81
GEDİZ İPLİK	49.236	39,68	T.D.DÖKÜM	1.074.289	90,74
GENTAŞ	781.579	134,51	T.ŞİŞE CAM	2.890.454	22,86
GOOD-YEAR	3.804.311	38,01	USAŞ	3.651.264	97,96
GÜBRE FAB.	71.396	-67,85	ÜNİYE ÇİM.	1.107.688	207,03
GÜNEŞ SİG.	2.746.102	118,81	VAKIF FİN.K.	1.331.519	27,28
GÜNEY BİRA	604.928	8,18	YASAŞ	1.779.334	323,80
HEKTAŞ	660.696	1,09	YATAŞ	1.303.372	72,90
			ORTALAMA		212,61

Sıra No.	Kuruluşun Adı	Kayıtlı Sermaye (Milyon TL)	Çıkarılmış (Ödenmiş) Sermaye (Milyon TL)	Takvım Yılı Kârı (Net)			Dağıtılan Kâr Payı (%)			Piyasa Fiyatı (TL)			
				1994 (Milyon TL)	1995 (Milyon TL)	1996 (Milyon TL)	1994 (Net)	1995 (Net)	1996 (Net)	Kasım 1996	Eylül 1997	Ekim 1997	Kasım 1997
1	AKTAŞ	-	1 000 000	-	929 662	3 231 885	-	-	1 100 00	102 500	350 000	142 500	157 500
2	ANADOLU CAM	8 000 000	3 085 000	161 647	153 595	328 300	60	39	29 00	2 950	3 100	3 300	3 000
3	AÇELİK	30 000 000	10 125 000	1 107 368	3 010 177	8 705 597	26	35	50 00	9 600	22 000	20 000	17 250
4	BAĞFAŞ	2 000 000	200 000	445 728	300 947	667 192	120	100	170 00	21 750	57 000	79 000	117 500
5	BOLU ÇİMENTO	6 000 000	4 356 083 744	201 300	554 630	1 222 117	27 80	31 44	41 65	2 800	3 900	3 850	3 650
6	BRISA	25 000 000	1 063 125	750 626	2 469 222	6 829 680	33	110	322 00	45 000	77 000	91 000	99 000
7	ÇELİK HALAT	1 000 000	997 150	39 071	108 668	349 676	20 30	27	48 50	5 300	5 700	6 600	7 300
8	ÇİMSA	10 000 000	1 404 000	614 748	670 379	1 139 237	740	115	39 00	8 400	32 500	41 500	34 500
9	ÇUKUROVA ELEKTRİK	5 000 000	500 000	8 736	538 409	5 446 640	10	130	967 65	102 500	320 000	410 000	375 000
10	DÖKTAŞ	1 000 000	460 000	221 282	273 144	278 166	60	62 50	50 00	8 700	32 500	45 500	57 000
11	ECZACIBAŞI YATIRIM	3 000 000	800 000	90 339	132 597	313 860	50	-	-	8 200	7 500	7 900	7 700
12	EGE BİRACILIK	3 150 000	1 097 296 2	1 149 526	1 217 144	1 056 326	100	-	35 00	26 500	20 000	18 000	20 000
13	EGE GÜBRE	500 000	432 000	125 783	97 480	71 402	200	37	28 00	4 850	4 650	5 800	4 750
14	EREĞLİ DEMİR ÇELİK	20 000 000	6 336 000	2 234 869	8 786 278	6 109 443	24 66	65 26	45 37	14 500	31 000	30 000	26 000
15	GENTAŞ	600 000	449 280	-	257 981	539 035	-	-	-	6 100	12 250	14 750	13 750
16	GOOD-YEAR	1 500 000	534 125	795 566	1 855 422	3 722 772	125	300	500 00	11 750	75 000	80 000	83 000
17	GÜBRE FABRİKALARI	2 500 000	576 000	250 101	114 913	508 705	20	10	40 00	7 500	9 800	12 250	11 000
18	GÜNEY BIRA	1 000 000	1 097 296 2	260 492	434 383	600 596	85	60	55 00	5 000	10 500	13 500	13 000
19	HEKTAŞ	2 000 000	1 577 600	14 610	499 190	790 278	5 23	89 23	75 09	820	3 650	3 500	3 200
20	İZMİR DEMİR ÇELİK	10 000 000	8 300 000	280 445	54 452	247 950	10 50	-	-	6 400	2 600	2 525	2 100
21	İZOCAM	4 000 000	900 000	156 338	220 972	420 809	50	40	20 00	9 500	7 800	8 600	7 900
22	KARTONSAN	2 700 000	2 025 000	673 242	2 030 810	2 739 522	120	130	120 00	2 325	13 250	11 250	11 000
23	KAV	3 000 000	2 340 000	148 850	151 776	733 144	130	65	22 40	21 000	4 800	4 800	4 600
24	KOÇ HOLDİNG	16 000 000	16 025 550	3 294 193	3 702 432	6 676 864	65	15	15 00	18 500	66 000	69 000	46 500
25	KONYA ÇİMENTO	-	2 436 720	-	120 783	467 258	-	-	60 00	13 750	4 150	4 300	3 700
26	KORDSA	10 000 000	2 126 250	436 633	1 259 441	2 868 202	100	140	400 00	1 975	14 750	15 500	14 500
27	MAKİNA TAKİM	3 500 000	2 669 640 1875	18 734	50 016	242 291	2	6	25 00	8 000	1 725	2 200	2 025
28	MİGROS	1 000 000	945 000	395 144	716 101	1 345 346	220	40	50 00	100 000	152 500	192 500	165 000
29	MUDURNU TAV.	-	750 000	-	224 902	250 539	-	-	-	9 500	5 100	5 450	4 850
30	OLMUKSA	2 000 000	1 270 500	225 547	587 737	26 058	45	110	-	42 000	7 500	8 000	7 900
31	OTOSAN	2 500 000	1 392 500	397 840	2 607 218	9 532 194	25	100	401 08	32 500	135 000	160 000	152 500
32	PETROL OFİSİ	20 000 000	7 000 000	2 924 574	4 027 889	10 575 635	93 18	144 34	272 65	3 400	41 500	34 500	30 000
33	PINAR SÜT	984 150	984 150	9 367	105 016	688 452	10	120	56 00	7 300	10 000	13 000	11 750
34	SARILYAN	10 000 000	1 134 000	575 334	887 118	1 621 319	150	100	90 00	8 500	20 250	20 000	18 500
35	TELETAŞ	10 000 000	2 000 000	(44 928)	552 445	1 705 621	-	75	30 00	8 300	50 500	26 250	25 000
36	TÜRK DEMİR DÖKÜM	3 600 000	2 500 000	55 742	371 859	968 314	6 5	25	50 00	24 750	12 000	12 500	14 000
37	T. GARANTİ BANKASI	-	40 000 000	-	9 029 604	1 973 440	-	-	78 64	5 200	9 400	9 500	10 500
38	TÜRKİYE ŞİŞE VE CAM	50 000 000	11 200 000	427 966	1 312 990	3 130 151	17	50	50 00	11 500	12 000	15 750	14 000
39	YAPİ KREDİ B.	-	60 068 468	2 869 293	16 225 432	22 724 428	60	20	60 00	2 800	4 350	5 600	6 100
40	YASAŞ	972 000	324 000	215 515	66 892	865 980	200	17	232 00	7 000	32 000	33 000	31 500

Ekonomik Göstergeler (İç)

Aralık / 1997

	1995	1996	1997		
			Temmuz	Ağustos	Eylül
T.C. MERKEZ BANKASI					
Döviz ve Altın Mevcudu (milyon \$)	13732.0	-	-	-	-
Banknot Miktan (milyar TL)	223934.0	-	-	-	-
T.C. Merkez Bankası İç Kredileri (milyar TL)	206126.0	-	-	-	-
Hazineye Kısa Vadeli Avans (milyar TL)	192790.0	-	-	-	-
BANKALAR (milyar TL)					
Toplam TL Mevduat	1297155.5	3294383.7	4768393.0	4783185.0	5275189.0
Ticari Kuruluşlar Mevduatı	202144.7	474632.3	512579.0	476175.0	575619.0
Tasarruf Mevduatı	684904.3	1733118.2	2477665.0	2527617.0	2703106.0
Vadesiz Tasarruf Mevduatı	52471.5	133919.9	200733.0	168174.0	177869.0
Vadeli Tasarruf Mevduatı	632432.9	1599198.3	2276932.0	2359443.0	2525237.0
Mevduat Sertifikası	6916.6	11207.6	3343.0	716.0	627.0
Resmî Kuruluş Mevduatı	36839.9	165741.0	328445.0	320850.0	347308.0
Bankalar Mevduatı	178367.7	485498.2	741061.0	833402.0	886700.0
Diğer Kuruluşlar Mevduatı	187982.2	424186.2	705300.0	624425.0	734829.0
Döviz Tevdatı	1367626.8	2851132.0	4160426.0	4431119.0	4508335.0
Toplam Krediler	1738270.3	3860069.8	6054333.0	6271385.0	6703532.0
Tarım	326982.3	668826.0	743259.0	739116.0	750717.0
Kalkınma ve Yatırım Bankaları	178290.2	351902.0	465800.0	507782.0	542800.0
Mesleki (Küçük Esnaf ve Sanatkar)	47242.0	72522.0	216936.0	123750.0	128099.0
Gayrimenkul	56350.0	77380.0	97251.0	100045.0	105933.0
Denizcilik	1562.0	4732.0	9896.0	10537.0	11124.0
Turizm	7903.2	11770.0	13878.0	15185.0	15762.0
Diğer İhtisas Kredileri	1842.0	74766.0	135435.0	145412.0	157287.0
Ticari, Sınai, Sair	1118098.5	2598171.3	4372678.0	4629558.0	4991810.0
PARA ARZI (milyar TL)	396047.0	-	-	-	-
FIYATLAR (DİE; 1987 = 100, 1994 = 100)					
Toplam Eşya Fiyatları İndeksi (Genel)					
Tarım (Genel)	8733.7	-	-	-	-
İmalat Sanayii (Genel)	9313.7	-	-	-	-
Tüketici Fiyatları (Türkiye)	8403.9	-	-	-	-
Tüketici Fiyatları (İstanbul)	10962.3	-	-	-	-
	10718.2	-	-	-	-
DIŞ ÖDEMELER (milyon \$)					
Dışalım (CIF)	35709.0	-	-	-	-
Dışsatım (FOB)	21635.9	-	-	-	-
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 (M₁) dar tanımlıdır. (4) Fiyatlar, Ocak/1996'dan itibaren «1994=100» olarak verilmektedir. (5) Dışalım, dışsatım rakamları Şubat/1996, işçi dövizleri Ocak/1996 itibarıyla.

Görüşler

Yrd. Doç. Dr. MÜGE İŞERİ

İstanbul Kültür Üniversitesi, İşletme Bölümü Öğretim Üyesi

Opsiyon Kavramı ve Opsiyon Fiyatlandırma Modeline Bir Örnek (Black & Scholes)

GİRİŞ

Opsiyon sahibine herhangi bir varlığı, önceden belirlenmiş bir tarih ve fiyat üzerinden satın alma ya da satma hakkı veren bir sözleşmedir⁽¹⁾. Pekçok kişinin opsiyonların sadece hisse senetleri için kullanıldığını düşünmesine karşın opsiyonlar her türlü varlık için kullanılabilir. Bir opsiyonun en önemli özelliği, sahibini herhangi bir hareketi yapmaya zorunlu tutmamasıdır. Opsiyonlar sahibine sadece bir varlığı satın alma veya satma hakkı verir, mecburiyet doğurmaz. Opsiyonun kullanılması halinde, eğer opsiyon sahibi zarara uğrayacaksa, bu takdirde opsiyonu kullanmaz⁽²⁾.

Opsiyon kavramı uzun yıllardan (1800'lü yıllar) beri var olmasına kar-

şın yakın geçmişe kadar kullanımı dünyada pek yaygın değildi. Geçmişte opsiyonun vadesi her farklı alışveriş için alıcı ve satıcı arasındaki pazarlık belirlenirdi. Ancak 1973'de ilk olarak organize olmuş, opsiyon alışverişi Chicago Board Option Exchange'de (borsasında) yapılmıştır. Borsa, sözleşmelerin standartlaşması, alıcı ve satıcılar için bir takas merkezi oluşturması, likiditenin artması ve opsiyon sözleşmelerinin alım satım maliyetlerinin azaltılması yönlerinden elverişlidir⁽³⁾. Ülkemiz açısından olaya yaklaştığımızda İstanbul Menkul Kıymetler Borsası (İMKB) vadeli işlemler piyasasının kuruluş aşamasında olduğunu görüyoruz. 1997 Aralık ayına yetiştirilmeye çalışılan, piyasada önce İMKB 30 Endeksi üzerine futures ve opsiyon işlemlerinin başlatılması, ardın-

dan da faiz oranına dayalı vadeli işlemler ve hisse senedi opsiyonlarının pazarının açılması planlanmaktadır. Yetkililer vadeli piyasalara sahip olan ülkelerde spot piyasasının likiditesinin arttığı ve işlem hacimleri açısından piyasalara istikrar geldiğinin gözlemlendiğine işaret etmektedirler.

1 – OPSİYONLARLA İLGİLİ TERİMLER

Aşağıda opsiyonlarla ilgili temel kavramlara değinilmiştir⁽⁴⁾.

1) *Satın Alma Opsiyonu:* Sahibi belli bir kıymet bugünden belirlenen bir fiyat üzerinden belli bir vade içinde veya sonunda satın alma hakkı veren opsiyondur. Örneğin elinizde IBM kuruluşunun hisselerini 100 Dolar'dan 90 günlük satın alma opsiyonu varsa, bu opsiyon sahibine gelecekteki 90 gün içinde herhangi bir zaman ya da vade sonunda IBM hisselerini satın alma hakkı verir.

2) *Satma Opsiyonu:* Alıcısına veya sahibine belli bir kıymeti bugünden sabitlenen bir fiyat üzerinden belli bir vade içinde ya da sonunda satma hakkı veren opsiyondur. Örneğin Ford kuruluşunun hisselerini 30 Dolar'dan 30 gün için satma opsiyonu, sahibine ya da alıcısına gelecekteki 30 gün içinde herhangi bir zaman bir adet Ford hissesini 30 Dolar'dan satma hakkı verir.

3) *Opsiyon Fiyatı:* Opsiyon alıcısı tarafından satıcıya ödenen fiyattır. Örneğin Ford hisselerinin satma opsiyonu 1991 yılında 5. 3/8 veya 5.375 Do-

lar olarak ifade edilmekteydi. Buna karşılık IBM'in satın alma opsiyonu 4. 5/8 veya 4.625 Dolar idi. Ancak bu opsiyon sözleşmeleri en az 100 adet hissenin alınması veya satım durumlarında geçerlidir. Yani IBM'in satın alma opsiyonu için en az $100 (4.625) = 462.5$ dolar ödenmesi gerekmektedir. Opsiyon satıcısına bazen yazıcı da denmektedir.

4) *Kullanım Fiyatı:* Bir aktif değer için yapılan opsiyonda tarafların anlaştıkları değere, yani opsiyon hakkının kullanılması halinde uygulanacak olan fiyata denir.

5) *Opsiyon Vadesi:* Opsiyonun kullanılabilceği son günü ifade eder.

6) *Amerikan ve Avrupa Tipi Opsiyonlar:* Amerika tipi opsiyonlarda opsiyon sahibi satın alma veya satma hakkını sözleşmede belirtilen vade boyunca istediği zaman kullanabilir. Oysa Avrupa tipi opsiyonlarda opsiyon sadece vadenin son günü kullanılabilir. Başka deyişle sahibine belli bir kıymeti belirli bir fiyata sadece belli bir tarihte satma ya da alma hakkı verir.

7) *Kârda Opsiyon - Zararda Opsiyon:* Hisse senedinin spot fiyatı o hisse senedinin opsiyonunun kullanım fiyatından, bazen yüksek, bazen düşük, bazen de eşit olabilir. Bir satın alma opsiyonunda hisse senedinin spot fiyatı (piyasa fiyatı) kullanım fiyatının üzerindeyse buna kârda opsiyon denir. Çünkü bu durumda opsiyon sahibi, opsiyonu kullanma fiyatından alır ve piyasada daha yüksek bir fiyatla tekrar satar. Bir satın alma opsi-

yonunda tam tersine, spot fiyat, kullanım fiyatından daha düşükse buna zararda opsiyon denir. Spot ve kullanım fiyatları birbirine eşit olursa başabaş opsiyon adı verilir. Aynı terimler satma opsiyonları için de geçerlidir. Ancak bu takdirde tanımlar tersine çevrilmelidir.

Örnek: 31 Aralık 1991'de Chicago Opsiyon Borsasında Sears Kuruşlarının bir adet hissesini 40 dolardan satın almak için ödenen prim 5/16 veya 0.3125 dolardır. Minimum 100 hisse alma zorunluluğu olduğu için $0.3125 \times 100 = 31.25$ dolar ödeyerek, Seras hisselerini hisse başına 40 dolardan (diyelim ki 30 gün için) satın alma hakkına sahip olunabilir. Opsiyon süresi içinde spot fiyat 40 doların altında kalırsa sadece 31.25 dolar kayıpla olunur, ancak, diyelim ki spot fiyat 50 dolara çıktı. Bu durumda yapılan 31.25 dolarlık yatırım opsiyon sahibine $100 (50 - 40) = 1000$ dolar kazandırır.

Bir opsiyonun değerini etkileyen faktörler aşağıdaki şekilde sıralanabilir⁽⁵⁾.

1) Belirli bir kullanım fiyatına göre hisse senedinin spot fiyatı ne kadar yükselirse, satın alma opsiyonunun değeri o kadar artar. Tam tersine satma opsiyonunun değeri düşer.

2) Opsiyon süresinin uzaması opsiyonun değerini artırır. Çünkü vade ne kadar uzunsa, hisse senedinin kullanım fiyatının altına düşmesi ya da üzerine çıkması ihtimali o denli artar.

Satın alma ve satma opsiyonlarını daha detaylı olarak örnek üzerinde görürsek, aşağıdaki bulgulara ulaşabiliriz⁽⁶⁾.

Satın Alma Opsiyonu: Satın alma opsiyonu sahibi söz konusu varlığın spot fiyatı, kullanım fiyatının üzerine çıktığında opsiyonunu kullanır. Tam tersi durumda ise bu hakkını kullanmaz. Yani spot fiyat kullanım fiyatından düşükse bu hakkı kullanmaz. Kar elde etmek yalnızca spot fiyatını, kullanım fiyatı (+) satın alma opsiyonu priminin üzerine çıkmasıyla mümkündür.

Örneğin IBM satın alma opsiyonunun 1 dolar ve kullanım fiyatının 100 dolar olduğunu varsayalım. Vade bitiminde piyasa fiyatı 100 dolarda ise opsiyon için başabaştadır denir. Opsiyon sahibi 1 dolar ödediği için kaybı bu kadarla kalır. Ancak IBM'in spot fiyatı 110 dolara çıkarsa, opsiyon sahibi opsiyonu kullanır. Hisse senedini 100 dolardan alır. 110 dolardan satar ve net 9 dolar kazanır. Bu durum kârda opsiyondur. Diyelim ki, spot fiyat 95 dolar, bu takdirde opsiyon sahibi bu hakkını kullanmayacak (zararda opsiyon) ve 1 dolarlık kayıpla yetinecektir. Satın alma opsiyonunda opsiyon sahibinin maksimum kaybı ödediği prim kadardır. Kazancı ise teorik olarak sınırsızdır. Kısaca opsiyon sahibi veya hamili, alım opsiyonunda da, satım opsiyonunda da aktif değerin alım veya satım olanaklarını elinde bulundurmakta, istediği takdirde vade sonunda opsiyonu hakkını kullanmayı talep etmektedir. Buna karşılık satın alma opsiyonunda yazıcının (ya-

ni opsiyonu satan kişi) limitli kâr potansiyeli (prim kadar) ancak limitsiz kayıp riski vardır.

Satma Opsiyonu: Satma opsiyonunun alıcısı, söz konusu varlığın fiyatı, kullanım fiyatının altındaysa potansiyel kârdadır. Satma opsiyonunun kullanıcısı elindeki varlığı gerçek piyasa fiyatının üzerinde değerle yazıcıya satar. Örneğin opsiyon fiyatı 9 dolar, vade bitiminde IBM'in hisse senedinin fiyatı 88 dolar, kullanım fiyatı 100 dolar ise, opsiyon kullanıcısı opsiyonu kullanır. Hisse senedini piyasadan 88 dolara alır, yazıcıya 100 dolara satar. Bu durumda opsiyon kullanıcısının net kazancı 3 dolardır. Çünkü kullanıcı başlangıçta opsiyonu kullanmak için 9 dolar vermiştir. Ancak satma opsiyonu zarardaysa, örneğin spot piyasa fiyatı 105 dolarsa kullanıcı opsiyonu kullanmaz ve kaybı başlangıçta ödediği 9 dolarla kalır.

Satma opsiyonu kullanıcısına limitli risk (opsiyon ücretinin kaybı) ve limitsiz potansiyel sunar. Satıcı ya da yazıcı açısından satma opsiyonu kullanıcının tam tersi bir durum yaratır. Eğer IBM'in hisse senedi fiyatı vade bitiminde 105 dolarsa opsiyonun hiçbir değeri yoktur ve opsiyon kullanılmaz. Bu durumda yazıcı sadece 9 dolarlık opsiyon ücretini kazanmış olur. Ancak hisse senedi fiyat vade bitiminde 88 dolarda ise, kullanıcı opsiyonu kullanır ve yazıcı tarafından herbir hisse 100 dolardan alınmak durumundadır. Hisse senedinin kullanım fiyatı ve üzerindeki her fiyat için yazıcının kazancı sadece opsiyon primi ile sınırlıdır. Ama kullanım fiyatının

altındaki fiyatlar için yazıcının kaybı sonsuzdur. Dolayısıyla satma opsiyonu yazıcısı, satın alma opsiyonu yazıcısında olduğu gibi limitli kâr potansiyeline (opsiyon primi kadar) ancak bunun karşılığında oldukça yüksek kayıp potansiyeline maruzdur.

Birleşik Opsiyonlar: Yatırımcılar aynı hisse senedi üzerinde farklı opsiyon sözleşmelerini birleştirerek ya da aynı hisse senedi üzerinde uzun veya kısa vadeli sözleşmeleri birleştirerek kâr ve riski dengeleme amacıyla farklı durumlar yaratabilirler. Bunlara birleşik pozisyonlar denir (Strips straddles). Bu durumu bir örnek üzerinde çözecek olursak; bir yatırımcının IBM hisselerinin fiyatının, gelecekte, geçmişte olduğundan çok daha oynak olacağını beklediğini farzedelim. Yatırımcı hisse senedinin fiyatının yüksek ya da düşük olacağını bilmemekte, sadece fiyatın düşme ya da yükselme eğilimlerinden birinde olacağına inanmaktadır. Bu inanişaya göre bir yatırım pozisyonu almak mümkündür. (Uzun pozisyon almak ya da uzun vadede iki tarafı birden tutmaz). Bu durumda yatırımcı aynı hisse senedinden, aynı kullanım fiyatı üzerinden aynı miktarda satın alma ve satma opsiyonları alır⁽⁷⁾. (Bkz. Tablo 1). Tablodan da anlaşılacağı üzere Ocakta IBM'in 100 dolarlık satın alma opsiyonu, 1 dolardan satılmış karşılığı olan satma opsiyonu ise, 9 dolardan (yaklaşık) satılmıştır. Bu durumda yatırımcıya toplam maliyet 10 dolardır. Vade bitiminde IBM'in hisse senedi fiyatı 100 dolar ise hem hem satın alma, hem de satma opsiyonları başabaşta. Hiç-

bir opsiyonun değeri yoktur ve kullanılmazlar, yatırımcı da toplam 10 dolar kaybeder. Bu parayı ise bu birleşimin alındığı yazıcı kazanır.

Ancak vade bitiminde IBM'in fiyatı 120 dolara çıkarsa yatırımcı satın alma opsiyonunu kullanır. $120 - 100 = 20$ dolar brüt kâr yapar. Net olarak da $1 + 9 = 10$ dolar opsiyon primlerini düştüğümüzde 10 dolar kazanır. Buna karşılık IBM'in spot fiyatı 80 dolar olursa, yatırımcı satma opsiyonunu kullanır hisse senedini 80 dolardan alıp 100 dolardan yazıcıya tekrar satar ve net 10 dolar kazanır. Bu durumda birleşik yatırım ancak IBM'in hisse senedi fiyatı 90 dolar - 110 dolar arasında değişirse para kaybeder, ama fiyatlar bu aralığın dışında herhangi bir fiyat olursa kâr yapılır. O halde bu türde bir yatırımın beklenen kârlılığını IBM hisselerinin fiyat oynamalarıyla doğrudan ilişkilidir. Yatırım,

hisse fiyatları çok oynaksa kâr yapar; fiyatlar durağan ise para kaybeder. Dolayısıyla IBM hisselerinin opsiyon fiyatlarındaki oynamaların haricinde olarak daha fazla oynaklık göstereceğini uman yatırımcılar bu tür bir yatırımı satın alırlar. IBM hisse fiyatlarının opsiyon fiyatlarındaki oynamalardan daha az oynak olacağını uman yatırımcılar ellerindeki bu tür birleşik yatırımı satarlar ve (kısa pozisyon) alırlar. Bu tür bir yatırımın yazıcısı (satıcısı) ancak hisse fiyatları durağan olduğunda para kazanır, fiyatlar arasında büyük oranda dalgalanmalar varsa para kaybeder.

Satma, Satın Alma Paritesi: Denge durumunda satma ve satın alma opsiyonlarının fiyatları birbiriyle ilişkilidir. Bu ilişkiye satma - satın alma paritesi denir. Açıklama yapmadan önce varsayımlarımız; opsiyonların Avrupa tipi opsiyon yani sadece vade bitimin-

Tablo 1
Chicago Opsion Borsası Kotasyonları

Newyork Borsası Kapanış Fiyatı	Kullanım Fiyatı	SATIN ALMA			SATMA		
		Aralık	Ocak	Nisan	Aralık	Ocak	Nisan
IBM							
91 1/4	90	3	4 1/2	6 3/4	1 7/16	2 9/16	4 3/4
91 1/4	100	1/4	1	2 3/4	8 3/4	9 1/8	10 3/4
91 1/4	110	işlem görmemiş	1/4	1 1/8	işlem görmemiş	18 3/8	19
SEARS							
35 1/2	40	1/16	5/16	7/8	4 1/2	4 7/8	5 1/4
CENTOLOR							
50 1/2	40	10 1/2	11	14	1/16	7/8	2 5/8

de kullanılabilirdiği ve hisse senedinin opsiyon dönemi içinde kâr payı dağıtmadığıdır.

Satma - satın alma paritesine göre herhangi bir tür opsiyonun değeri diğer tür opsiyonun değerini bildiğimiz müddetçe, kolaylıkla bulunabilir.

Vade bitimindeki opsiyon fiyatını kesin olarak bilebilirsek de bu fiyatın kullanım fiyatına eşit olduğunu (P_x) varsayarsak kullanım fiyatının bugünkü değeri risksiz iskonto oranı üzerinden iskonto edilmiş haline eşittir.

$$\text{Yani, } P_s + P_p - P_c = P_x / (1 + \text{KRF})^t$$

P_x : Opsiyonun kullanım fiyatı

P_s : Vade bitiminde hisse senedinin fiyatı

P_p : Satma opsiyonunun fiyatı

P_c : Satın alma opsiyonunun fiyatı

KRF: Risksiz iskonto oranı (devlet tahvilinin getirisi)

t: Vade bitimine kadar geçen zaman

Bu eşitliği, satın alma opsiyonunun değerini satma opsiyonunun bir fonksiyonu olarak tekrar yazmak da mümkündür.

$$P_c = P_s + P_p - P_x (1 + \text{KRF})^t$$

$$\text{veya } P_p = P_c + P_x / (1 + \text{KRF})^t - P_s$$

Bu durumda P_s , P_x , KRF ve t'yi bildiğimiz her zaman, satın alma opsiyonunun fiyatı, satma opsiyonunun fiyatına bağlıdır. Ya da tam tersi ilişki geçerlidir. Bir opsiyonun fiyatı hisse senedinin fiyatı ve kullanım fiyatından öte başka faktörlere de bağlıdır. Op-

siyon vadesine kadar geçen süre, hisse senedi fiyatının değişkenliği, risksiz iskonto oranı.

Opsiyonun süresi ne kadar uzunsa değeri o kadar artar ve getirisi o denli fazla olur. Örneğin bir opsiyonun bugün öğleden sonra 16.00'da vadesi bitiyorsa, hisse senedinin fiyatının büyük oranda artma şansı pek olmaz ve opsiyon kullanım fiyatına yakın bir değerden satılır, böylelikle getirisi az olacaktır. Öte yandan vade bitim müddeti örneğin bir yıl sonra ise hisse senedi fiyatı oldukça büyük oranlarda artıp opsiyonun değerini yukarı çekebilir. Fiyatları oldukça oynak hisse senetlerinin opsiyonları fiyatları durağan olan pek değişmeyenlerinkine göre daha değerlidir. Pek fazla fiyat hareketi olmayan bir hisse senedinden büyük kazançlar elde etme şansı pek azdır. Tam tersine hisse senedi fiyatı çok oynaksa opsiyon kolaylıkla çok kazançlı hale gelebilir. Üstelik opsiyonlar üzerindeki kayıpları da limitlidir. Hisse senedi fiyatındaki büyük düşüşler aynı oranlarda opsiyon sahibine kötü etki yapmaz. Dolayısıyla bir hisse senedi fiyatı ne kadar değişkense onun opsiyonunun değeri de o denli yüksektir. Opsiyonu yatırımcılar için cazip kılan en büyük özellik, küçük sermayeyle yola çıkıp, büyük kârların elde edilebilmesine olanak sağlayan bir finansman aracı olmasıdır. Kaldıraç etkisi ile fiyatlardaki küçük bir dalgalanma, yatırımcıların oransal olarak çok daha fazla kazanç sağlamalarına olanak verir.

2 – OPSİYON FİYATLAMA MODELİ

Bu modele girmeden önce daha basit bir örnek üzerinde, konuyu incelemekte fayda vardır.⁽⁶⁾ Hazır yemek üretimi üzerine çalışan bir şirketin 1 yıllık satın alma opsiyonu olduğunu varsayalım. Her bir opsiyon için kullanım fiyatı 35 dolar ve şu anda şirket her bir hissesini 40 dolardan satmaktadır. Ayrıca bugünden itibaren bir yıl sonra opsiyonların vadesi dolacağından şirketin hisselerinin şu

iki fiyat üzerinden ya 30 dolar ya da 50 dolar üzerinden satılacağını varsayalım. Bu koşullar altında şirketin satın alma opsiyonunun değeri nedir? Bu soruyu yanıtlamak için öncelikle;

1) *Vade bitimindeki getirileri belirlemek gerekir:* Vade bitiminde hisse senedi fiyatı ya 30 dolar ya da 50 dolar olacaktır. Opsiyon değeri de bu fiyatlara bağlı olarak değişecektir. O halde vade bitiminde şu durumla karşılaşacağız.

	Hisse Senedi Fiyatı	Opsiyon Değeri
Düşük	30 Dolar	0 Dolar (Opsiyon Değeri Yok)
Yüksek	50 Dolar	15 dolar
Yüksek - Düşük Aralığı	20 Dolar	15 Dolar

2) *Kazanç Aralığını Dengelemek:* Kazanç aralığı, herbir hisse senedi yatırımı için 20 dolardır (ya 30 dolar ya da 50 dolar kazanç) ve bir birim opsiyon yatırımı için 15 dolardır. (ya 0, ya da 15 dolarlık kazanç). Bu ara-

lıklar her iki yatırım için, şirket hisselerinden 0,75 oranında alındığı takdirde, eşit olacaktır. (Yani 100 opsiyona karşılık, 75 hisse senedi alındığı takdirde üstteki matris şu şekli olacaktır).

	Hisse Senedi Fiyatı	0.75 Hissenin Değeri	Opsiyon Değeri
Düşük	30	22.5	0
Yüksek	50	37.5	15
Düşük Yüksek Aralığı	20	15	15

3) *Risksiz bir portföy yaratmak:* Şirketin 0.75 hissesini alarak, bir adet satın alma opsiyonu satarsanız, risksiz bir portföy yaratılabilir. Satın alma opsiyonunu satmak, hisse fiyatı düş-

se bile, sonuçtaki portföy değerini etkilemez, ancak hisse fiyatı yükselirse bu satış portföy değerini düşürür. Sonuçta kazanç matrisi şu şekli alır.

Hisse Senedinin Fiyatı	0.75 Hissenin Değeri	Satın alma opsiyonu satışının portföy değeri üzerine etkisi	Portföy Değeri
Düşük 30	22.5 +	0 =	22.5
Yüksek 50	37.5 +	(15) =	22.5

Vade bitiminde hisse senedi fiyatı 30 dolar olursa, hisse senedine yapılan yatırım, 22.5 dolar tutacak ve satın alma opsiyonu kullanılmayacak ve portföy değeri etkilenmeyecektir. Öte yandan vade bitiminde, hisse fiyatı 50 dolar olursa, hisse senedine yapılan yatırım 37.5 dolar olacak ancak, satın alma opsiyonu sahibi opsiyonunu kullanacaktır. Bu nedenle kullanım fiyatı 35 dolar olan ve piyasadaki 50 dolar alınabilecek opsiyon satılacak ve hisse başına 15 dolar kayıpta olunacaktır. Dolayısıyla hisse senedi fiyatı ne olursa olsun (bu örnekte ya 30 ya 50) portföy değeri 22.5 dolar olacak ve risksiz bir portföy yaratılmış olacaktır. Bu olay, hisse senedi satın alıp o hisse senedinin satın alma opsiyonunu satarak gerçekleştirilmek mümkün olmuştur.

4) *Satın Alma Opsiyonunun Değeri:* Şu ana kadar satın alma opsiyonunun kaç paradan satılacağı belirlenmemiştir. Sadece bir yıl sonra eldeki risksiz portföyün 22,5 dolar olduğu belirtilmiştir. Eğer risksiz iskonto oranı % 8 ise, portföyün bugünkü değeri, $22.5 / 1.08 = 20.83$ dolar olur. Şirketin bugün bir adet hissesi 40 dolarsa, risksiz bir portföy yaratmak için $0.75 (40) = 30$ dolarlık yatırım (–) satın alma opsiyonu satışından ele geçen miktar gerekir.

to oranı % 8 ise, portföyün bugünkü değeri, $22.5 / 1.08 = 20.83$ dolar olur. Şirketin bugün bir adet hissesi 40 dolarsa, risksiz bir portföy yaratmak için $0.75 (40) = 30$ dolarlık yatırım (–) satın alma opsiyonu satışından ele geçen miktar gerekir.

Risksiz bir portföy yaratmak için gereken toplam yatırım miktarı 20.83 dolara eşit ya da daha az olması gerektiğinden (20.83 dolar portföyün bugünkü değeridir). Satın alma opsiyonu en azından $30 - 20.83 = 9.17$ dolara satmak gerekmektedir. 9.17 dolar başabaşta olunan satış noktasıdır. Opsiyon piyasasında rekabet sözkonusuysa 9.17 dolar opsiyonun denge fiyatıdır. Bu basit örnek aslında gerçeğe uygun değildir. Çünkü şirketin hisse senedi fiyatı bir yıl sonra herhangi bir değer olabilir. Ama bu örnek, prensipte yatırımcıların hisse senedi satın alıp bu hisse senetlerinin satın alma opsiyonlarını satarak risksiz bir portföy oluşturabilecekleri ve bu tür bir portföyün getirisinin risksiz iskonto oranına eşit olacağını göster-

mesi açısından faydalıdır. Satın alma opsiyonları bu şartı yerine getirecek şekilde, fiyatlandırılmamışsa yatırımcılar hisse senedi ve opsiyonları denge noktasına ulaşana dek alıp satarlar.

Şimdi temeli risksiz portföy yaratmak olan ancak geniş bir hisse senedi fiyat aralığına dayandığı için çok daha gerçekçi olan *Black-Scholes* (*Fischer Black - Myron Scholes*) opsiyon fiyatlandırma modeli hakkında bilgi verilecektir⁽⁹⁾.

3 – BLACK - SCHOLES OPSİYON FİYATLANDIRMA MODELİ VARSAYIMLARI

Satın alma opsiyonlarını değerlendiren bu model, 1973'de geliştirilmiştir ve yatırımcılar tarafından oldukça geniş kullanım alanına sahiptir. Modelin varsayımlarını sıralayacak olursak;

– Satın alma opsiyonunun hisse senedi, opsiyon süresi boyunca temettü dağıtmaktadır.

– Hisse senedi ya da opsiyon alım satımıyla ilgili işlem maliyeti sıfırdır.

– Hisse senedi alıcısı, satın alma fiyatının risksiz iskonto oranı üzerinden belli bir oranını ödünç alabilir.

– Satın alma opsiyonu sadece vade bitim tarihinde kullanılabilir. (Avrupa tipi opsiyon)

– Hisse senedi fiyatı rasgele olarak değişmektedir.

Black-Scholes opsiyon fiyatlandırma modeli hisse senetlerini satın alıp, aynı hissenin satın alma opsiyonunu satarak yatırımcının risksiz bir yatırım pozisyonu yaratmasına dayanır. Burada hisse senedi üzerindeki kazançlar opsiyonda olan kayıplarla karşılanıp risk sıfırlanır. Bu risksiz yatırım, risksiz iskonto oranı kadar bir kazanç sağlamalıdır. Aksi takdirde bir kazanç fırsatı doğar ve yatırımcılar bu fırsattan yararlanarak opsiyon fiyatını denge noktasına çekerler.

Black-Scholes Modeli şu üç eşitliği sağlamalıdır.

$$1) V = P [N(d_1)] - xe^{-KRFt} [N(d_2)]$$

$$2) \frac{d_1 \ln(P/x) + KRF + (V^2/2)^t}{V \sqrt{t}}$$

$$3) d_2 = d_1 - \sqrt{t}$$

V = (t) zamanı ile vade bitimine kadar satın alma opsiyonunun güncel değeri.

P = Söz konusu hisse senedinin güncel fiyatı.

N (d₁) = Standart normal bir dağılımda d₁ den daha az sapma olasılığı. N (d₁) ve N (d₂) standart normal dağılım fonksiyonundaki alanları belirtir.

x = Opsiyonun kullanım fiyatı

e = Üslü fonksiyon = 2.7183

KRF = Risksiz iskonto oranı

t = Opsiyon süresi (opsiyonunun vade bitimine dek geçen süre)

ln (P/x) = P/X'in logaritması

V² = Hisse senedinin iskonto oranının varyansı

Eğer opsiyon fiyatı 1- No'lu eşitlikte belirtilen denklemden farklı çıkarsa, yatırımcılar için kâr etme olanağı doğar. Bu da sonuçta opsiyon fiyatını modelde belirtilen noktaya çeker. Gerçekte 1- No'lu eşitliğin ilk terimi, yani $P [N (d_1)]$ gelecekteki hisse senedi fiyatının beklenen o günkü değeridir. İkinci terim ise, $x e^{-KRF_1} [N (d_2)]$ kullanım fiyatının bugünkü değeri şeklinde düşünülebilir. Anlatılanları örnek üzerinde göreceğiz. Hisse senedinin güncel değeri P , kullanım fiyatı x , vadeye kadar geçen zaman t , herhangi bir ekonomik kaynaktan öğrenilebilir. Risksiz iskonto oranı, KRF , opsiyonunu vade bitimiyle aynı zamanda vadesi biten, devlet tahvilinin getirisi. Hisse senedi fiyatının varyansı (V^2), geçen senenin günlük hisse senedi fiyatlarındaki yüzdesel değişimin varyansını hesaplayarak tahmin edilebilir. Bu varyansı günlük olarak şöyle formüle etmek mümkündür. $(P_t - P_{t-1}) / P_t$

Elimizde aşağıdaki verilerin olduğunu varsayalım.

$P = 20$ dolar (güncel hisse senedi fiyatı)

$x = 20$ dolar kullanım fiyatı

$t = 3$ ay veya 0.25 yıl (vade bitimine dek geçen zaman)

$KRF = 0.12$ risksiz iskonto oranı

$V^2 = 0.16$ hisse senedi fiyatı varyansı

Bu verilerle opsiyon fiyatlandırma modelini üç eşitliği çözerek kurmak mümkündür. 1. eşitlikte d_1 ve d_2 gerektiği için öncelikle 2 ve 3 no'lu eşitlikler çözülmelidir.

$$d = \frac{\ln(20/20) + [0.12 + (0.16/2)](0.25)}{0.40(0.50)} = \frac{0 + 0.05}{0.20} = 0.25$$

$$d_2 = d_1 - 0.20 = 0.05$$

$N (d_1) = N (0.25)$ Standart normal dağılım

$N (d_2) = N (0.05)$ fonksiyonundaki alanlardır.

Standart normal dağılım fonksiyonu altındaki z alan değerlerine baktığımızda $d_1 = 0.25$ değeri 0.5987 olasılığı verir $N (d_2) = 0.5987$ ve $N (d_2) = 5199$ olur. Bu değerler denklemden yerine konulduğunda; $20e - (0.12)(0.25)$

$$V = 20 (0.5987) - 19.41 (0.5199) = 1.88 \text{ dolar.}$$

Varsayılan koşullar altında opsiyon değeri 1.88 dolardır. Opsiyon fiyatının şu anda 2.25 dolar olduğunu kabul edelim. Bu durumda yatırımcılar ellerindeki opsiyonu satarlar ve aynı opsiyonun hisse senedinden satın alırlar. Bu şekilde risksiz bir kazanç elde ederler. Opsiyonun güncel fiyatı 1.88 dolar altında olursa; yatırımcılar 1.88 dolardan daha fazla fiyat ödemeye yanaşmazlar. Böylelikle 1.88 dolar opsiyonun denge fiyatı değeri olur.

Opsiyon fiyatlandırma modeli faktörlerinin opsiyonun değerini ne şekilde etkilediğini görmek için Tablo 2'ye bakılmalıdır. En üstteki sırada veri olan faktörlerle opsiyon değeri 1.88 dolar bulunmuştur. Daha sonraki her sıra için bir faktör yükseltilmiş, diğerleri sabit tutulmuştur. Şimdi her bir

TABLO 2

Durum	Hisse Sen. Fiyatı (P)	Kullanım Fiyatı (x)	Opsiyon Süresi (t)	Risksiz İskonto Oranı (KRF) (%)	Hisse Sen. Getirisinin Varyansı (T ²)	Satın Alma Opsiyonu Değeri (V)
Temel Durum	20	20	0.25	% 12	% 16	1.88
P 5 dolar	25	20	0.25	12	16	5.81
x 5 dolar	20	25	0.25	12	16	0.39
t 6 ay	20	20	0.5	12	12	2.81
KRF 16 %	20	20	0.25	16	16	1.99
V ² 0.25	20	20	0.25	12	25	2.27

faktördeki değişmelerin opsiyon değerini nasıl etkilediğini görelim.

1) Hisse senedi fiyatı (P) 20 dolardan 25 dolara çıkarsa opsiyon değeri 5.81 dolara yükselmektedir. Dolayısıyla opsiyon değeri hisse senedi fiyatı arttıkça artmaktadır. Ancak bu artış hisse senedi fiyatındaki artıştan azdır. (3.93 dolara karşı 5 dolarlık artış)

2) Kullanım fiyatı (x), 20 dolardan 25 dolara çıkınca, opsiyon değeri düşmektedir. Opsiyon değerindeki düşüş, kullanım fiyatındaki artıştan azdır.

3) Opsiyon süresi (t), üç aydan (0.25 yıl), altı aya (0.5 yıl) çıkınca opsiyon değeri 1.88 dolardan 2.81 dolara yükselmiştir. Diğer faktörler sabit tutulduğunda altı aylık opsiyon değeri üç aylık opsiyondan fazladır. Çünkü opsiyonun değeri söz konusu hisse senedinin fiyat artışıyla doğru orantılıdır. Ayrıca, opsiyon süresi arttıkça hisse senedinin fiyat artışı şansı yükselmektedir.

4) Risksiz iskonto oranı % 12'den % 16'ya çıktığında, opsiyon değeri 1.88 dolar'dan 1.99 dolara yükselmiştir. Çünkü genelde opsiyon fiyatları faizi oranlarındaki değişmelere fazla duyarlı değildir.

5) Hisse senedi getirisinin varyansı % 16'dan % 25'e çıkınca opsiyon değeri de 1.88 dolardan 2.27 dolara yükselmiştir. Bu bize hisse senedinin riski arttıkça opsiyonunun değerinin arttığını göstermektedir. Çünkü kullanım fiyatı üzerinden satılan ve $V^2 = 0$ olan bir opsiyon aldığınız takdirde, bu hisse senedi fiyatının artma olasılığının sıfır olması demektir. Böylelikle opsiyondan para kazanma olasılığı yoktur. Öte yandan yüksek varyansa sahip bir hisse senedinin opsiyonunu alırsanız yüksek bir olasılıkla hisse senedi fiyatı çıkacak ve opsiyondan oldukça fazla kâr elde edeceksiniz. Doğal olarak yüksek varyansı olan hisse senedinin fiyatı düşebilir de. Ancak opsiyon kullanıcısının kaybı opsiyon için ödediği fiyatla sınırlı kalır. Varyansın yüksek olması opsiyonun değerini de artırır. Riskli hisse senet-

lerinin opsiyonları, güvenli düşük varyanslı hisse senetlerinden her zaman için daha değerlidir.

ABD ve Avrupa'da uzun yıllardan beri yaygın olarak kullanılan opsiyonların Türkiye'de uygulanmasına 80'li yılların sonlarında başlanmıştır⁽¹⁰⁾. Ancak Türkiye'de opsiyon uygulamalarının çok fazla yaygınlaşmamasının başlıca nedenleri arasında aşağıda belirtilen nedenler yer almaktadır⁽¹¹⁾.

Bilgi ve tanıtım yetersizliği, opsiyon piyasalarının gelişimini destekleyecek mevzuat ve altyapı yetersizliği, yüksek enflasyon ve ekonomideki belirsizlikler nedeniyle opsiyon satıcısının çok fazla risk üslenmesi.

4 – SONUÇ

Dünya ticaretindeki hızlı gelişmeler ve globalleşme sonucunda işletmeler yeni finansman teknikleri arayışına girmişler ve bu teknikleri kullanmaya başlamışlardır. Opsiyon tekniği de mali piyasaların yüksek kazanç sağlayan ve düşük maliyet içeren finansal araçlar bulma gereksiniminden doğmuş tekniklerden biridir. Bu çalışmanın yapılmasındaki amaç, opsiyon kavramı ile ilgili teorik bilgiler vermek ve kuruluş aşamasında olan İstanbul Menkul Kıymetler Borsası Vadeli İşlemler piyasasının ülkemiz için çağrı yakalamak açısından ne denli gerekli olduğunu vurgulamaktır.

KAYNAKÇA

BRIGHAM Eugene; GAPENSKI Louis C; Intermediate Financial Ma-

nagement, University of Florida, 1992.

BÜKER Semih; AŞIKOĞLU Rıza; SEVİL Güven, Finansal Yönetim Eskişehir 1994.

CEYLAN Ali: Finansal Teknikler, Ekin Kitabevi Yayınları, 1995.

COX John C.; RUBINSTEIN, Mark: Options Markets, Prentice-Hall, New-Jersey, 1985.

FETTAHOĞLU Abdurrahman: Finansal Piyasalarda Yenilikler ve 1980 Sonrası Türkiye, Ankara, 1991.

GALAI Dan: "Tests of Market Efficiency of the Chicago Board Options Exchange" Journal of Business, April 1977.

HULL John C.: Options, Futures and Other Derivative Securities, Prentice - Hall, New-Jersey, 1989.

MACBETH James D.; MERVILLE Larry J., "An Empirical Examination of the Black-Scholes Call Option Pricing Model", Journal of Finance, December 1979.

PETTY William J.; KEOWN Arthur J.; SCOTT JR David F.; MARTIN John D.; Basic Financial Management, Prentice - Hall Inc., 1993.

STRONG Robert A: Speculative Markets Options, Futures and Hard Asscts, Chicago 1989.

WESTON Fred J.; BRIGHAM Eugene F.: Managerial Finance, The Dryden Press, 1980.

WESTON Fred J.; BRIGHAM Eugen F.; ABERWALD Dana A.: Essentials of Managerial Finance (Study Guide), The Dryden Press, 1992.

DİPNOTLAR

1- John HULL: Options, Futures and other Derivative Securities, Prentice - Hall, New - Jersey, 1989, pp. 10-11.

2- John C., Cox and Mark RUBINSTEIN: Options Markets, Prentice - Hall, New-Jersey, 1985, p. 8.

3- Eugene BRIGHAM, Louis C. GAPENS-
KI, Intermediate Financial Management, Uni-
versity of Florida, 1992, pp. 144-145.

4- J. Fred WESTON, Eugene F BRIG-
HAM, Dana A. ABERWALD: Essentials of Ma-
nagerial Finance (Study Guide), The Dryden
Pres, 1992, pp 172-180.

5- Robert A. STRONG, Speculative Mar-
kets: Options, Futures and Hard Assets, Chica-
go, 1989, pp. 36-41.

6- COX John C., op. cit., pp 20-21.

7- Eugene F. BRIGHAM, Louis C. GA-
PENSKI, op. cit., p. 146.

8- Dan GALAI, "Tests of Market Efficiency
of the Chicago Board Options Exchange," Jo-
urnal of Business, April 1977, pp. 167-197.

9- James D. MALBETH, Larry J. MERVIL-
LE, "An Empirical Examination of the Black -
Scholes Call Option Pricing Model," Journal
of Finance, December 1979, pp. 1173-1186.

10- Abdurrahman FETTAHOĞLU: Finan-
sal Piyasalarda Yenilikler ve 1980 sonrası Tür-
kiye, Ankara, 1991, s. 25-30.

11- Ali CEYLAN: Finansal Teknikler, Ekin
Kıtabevi Yayınları, 1995, s. 215-216.

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 hiçbir zaman bilimsel, ciddi
politika ve tedbirlere başvurmayacaklardır. Böyle bir tutuma girmeyeceklerdir.
Oysa devlet gemisi fırtınalı bir denizde kayalıklara doğru hızla sürüklenmektedir.»

Fiyatı: 800.000.- TL / Öğrencilere indirimli

İsteme adresi

Binbirdirek Mah. Suterazisi Sok. No: 6/2; Sultanahmet - İstanbul
Telefon: (0212) 518 17 32 • **Fax:** (0212) 518 66 43

EKONOMİK GÖSTERGELER DIŞ DÜNYA (ARALIK 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.	3.9	2.1	4.2	5.3	-196.4	-156.9	5.44	8.50
Almanya	2.4	1.9	1.1	10.7	73.1	-6.9	3.43	5.00
Avustralya	3.6	-0.3	2.4	8.5	1.8	-13.2	4.98	8.75
Avusturya	1.3	1.1	5.0	7.0	-8.0	-6.2	3.45	6.50
Belçika	2.9	1.4	2.2	13.5	11.1	14.3	3.29	7.25
Danimarka	3.7	2.2	4.1	8.3	4.0	0.5	3.60	6.25
Fransa	2.6	1.3	2.7	12.5	27.3	34.9	3.38	6.55
Hollanda	2.9	2.3	3.1	6.6	16.4	22.4	3.32	5.25
İngiltere	3.8	3.7	4.3	7.2	-17.4	3.8	6.72	8.25
İspanya	3.1	1.9	3.2	21.9	-17.0	10.2	5.07	7.25
İsveç	2.6	1.8	3.9	7.9	17.3	7.2	4.00	5.80
İsviçre	0.8	0.4	1.3	5.1	0.1	20.3	1.06	3.13
İtalya	1.9	1.6	4.5	12.0	34.5	34.2	6.94	9.00
Japonya	1.0	2.5	2.3	3.4	97.5	87.6	0.50	1.63
Kanada	3.7	1.5	-1.8	10.0	18.9	-8.5	3.62	5.50

Açıklamalar: (b.d.) = Belli Değil. Kaynak: The Economist, 13 Aralık 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.

Çeviri

Yrd. Doç. Dr. SELİM ERDOĞAN

Dicle Üniversitesi Hukuk Fakültesi Öğretim Üyesi

Emeklilik Devrimi*

Birçok ülke tasarruflarını yükseltmek ve ekonomik büyümeyi desteklemek ve teşvik etmek için özel emeklilik planları yapıyorlar. Şili'nin reformu bu konuda yol gösterici olabilir mi?

Şili'nin başkenti, Santiago şüphesiz hac yeri gibi görünmüyor, fakat iktisatçılar için Mekke'nin bir parçası olmuştur. Onbeş yıl önce, Şili emeklilik sistemini özelleştirdi. Birçok kişi ülkenin son ekonomik başarısını destekleyen öncü reformu tartıştı. Özellikle ulusal tasarruf oranının gayri safi yurtiçi hasılanın 1981'de % 8.2'den 1995'te % 27.6'ya yükselmesi şaşırtıcıdır.

O zaman, Arjantin, Kolombiya ve Peru'yu kapsayan diğer Latin Amerika ülkelerinin hemen Şili reformlarının

yumuşatılmış çeşitlemelerin önceden kabul etmelerinde şaşılacak birşey yoktur. Birkaç Doğu Avrupa ülkesi benzer sistemleri düşünüyor. Onların beklentisi özelleşen emeklilik sisteminin yüksek tasarrufa yol açacağı, sırayla bunun yatırıma destek verip daha hızlı kalkınmaya yol açacağıdır. Fakat bu gerçekten Şili'nin verdiği ders midir?

Şili reformunun amacı iflase yaklaşmış kamu emeklilik sisteminin yerine kişisel emeklilik hesaplarına dayanan sistemi yerleştirmektir. İşçilerden, maaşlarının en az % 10'unu kendi emekliliklerini sağlamak için özel olarak yönetilen (fakat ağır yürüyen) emeklilik fonuna koymaları istendi. İşçinin emeklilik maaşı, hükümetin teklif ettiği kadar değil, kendi fonuna ne kadar ödeme yaptığına bağlı olacak

ve fon kazançları geriye dönecektir, bu sistem "belirlenmiş katkı" sistemidir. Çoğu kamu emeklilik cetvelleri, işçi ne kadar öderse ödesin devletin belirli emeklilik maaş garantisi, "belirlenmiş fayda" sistemidir. Şili'de ise devlet garantisi bir güvenlik ağı olarak sadece minimum yardımdır.

Teoride özel fona tamamen kaymanın birkaç yararı vardır (hükümetin şimdiklere cömert davranması yoluyla gelecek nesilleri cezalandırmayı önlemekten başka); İlki, örneğin eğer işçinin kendi emeklilik fonuna minimum katkısı gönüllü tasarrufundan daha çok ise ya da eğer bu fonlar daha çok kazandırıyor, onu daha fazla tasarrufa teşvik eder. İkincisi emeklilik fonları arasındaki rekabet, daha etkin sermaye piyasaları yaratarak, finansal sektörü daha yararlı kılabilir. Üçüncüsü, iş piyasası çarpıklıklarını da azaltabilir: Ücret vergisini ödemekten kaçınmak için işverenleri gayri resmi ve kaçak işçi çalıştırmaya cesaretlendirir, özel sistem ise işçileri kayıtlı olarak çalışmaya özendirir.

Bu etkilerin her biri Şili'de meydana geldiği gibi görünüyor. Ulusal tasarruf oranı hemen hemen dört katına çıktı ve bu Latin Amerika'daki en yüksek orandır. Bugün sermaye piyasası kapitalizasyonu 1986'daki % 24'den Gayri Safi Milli Hasılanın % 100'ünün üstündedir. Şili, aktif uzun dönem şirket-tahvil piyasasıyla bölgesindeki tek ülkedir. Kanuni kayıtlı işlerdeki istihdam net bir şekilde artmıştır.

Fakat bu gelişmeler neden - sonuç ilişkisini ispatlamıyor. Ticaretin serbestleştirilmesi ve özelleştirme gibi diğer pek çok reformlar da Şili'de yapıldı. Bu yüzden gelişmelerde emeklilik reformunun ne kadar etkisi vardır?

Doğru Araçlar, Yanlış Sebepler

Cevap olarak, Almanya'da Saarland Üniversitesindeki iktisatçı Robert Holzmann, emeklilik reformunun bu sonuçlardan yalnız bir kısmını da pay sahibi olduğunu ileri sürer.

Emeklilik fonlarının gelişimi Şili'nin mali piyasaları için aşırı derecede olumlu olmuştur. Borsa indeksi, örneğin emeklilik fonlarının hisse senetlerine yatırıldığı ilk yıl 1985'te keskin bir yükselişe başladı. Hisse senedi ve tahvil alım satımı emeklilik fon varlıklarına uygun bir şekilde büyüdü, fonlar toplam pay sahiplerinin küçük bir oranını oluştursalar bile pazar likiditesinin büyük kaynağını teşkil ediyorlardı.

Tasarruflarda reformun etkisi karmadır. R. Holzmann, emeklilik fonlarına giren para akışını ve onlardan oluşan kazancı toplayarak, yeni fonların ne kadar özel tasarruf oluşturduğunu hesapladı. Ondan sonra reformdan kaynaklanan tasarrufların direkt kaybını çıkardı. Bu, hükümetin artık emeklilere ödemek için mevcut işçilerden yeni katkılar almadığından eski sistemde emekliye ayrılan insanlara maaş sağlamada bulunan kamu harcamalarını da içermektedir. Aynı zamanda daha önce eski sisteme yaptıkları ödemeler için özel fonlara dö-

nen işçilerin tazminatlarını da içermektedir. Emeklilik fonlarıyla direkt olarak hasıl olan yeni fonlardan bu eski tasarrufları çıkarırsak, 1981 ve 1988 yılları arasındaki emeklilik fonlarının baştan başa tasarruflar üzerindeki direkt etkisi fiili olarak negatifti. Şili'nin ulusal tasarruf oranı yeni emeklilik planlarından dolayı yükseldi. Yalnız şaşırtıcı olan emeklilik reformunun yapılmasından sekiz yıl sonra tasarruf oranlarının yükselmesine neden olmasıdır.

R. Holzmann'a göre yalnız direkt etkiye bakmak yanlış olur diyor. Reformun, tasarruf üzerinde iki büyük dolaylı -ve olumlu- etkisi olmuştu. İki maliye politikası vasıtası ile idi. Şili, yeni emeklilik sistemine geçiş masraflarının çoğunu başka yerlere yapılan harcamaları kesmekle finanse etti. Bu tasarruf oranını direkt olarak yükseltti, çünkü kamu sektörünün fazlası veya açığı ulusal tasarrufun büyük bir kısmını oluşturuyordu.

Diğer dolaylı bağ, özel emekliliğin finansal ve iş piyasalarına destek vermesi idi. Derinleşen ve likiditesi artan sermaye piyasaları, kullanılan tasarrufların etkin artmasıyla Şili'nin kalkınmasına yardım edip destek verdi. Daha yüksek kalkınma düzeyi kendi kendine daha yüksek tasarruflara yol açabilir. Şili'nin tasarruf oranı 1980'lerin ortasında yükselmeye başladı ve kalkınma oranı kalkışa geçti.

Böylece, emeklilik reformu için üç teşvik? Bekle diyor, R. Holzmann. Şili emeklilik düzensizliğini düzeltirken, hükümet aynı zamanda kemer-

leri sıkılamakla meşgul idi. R. Holzmann, hükümet tasarruflarındaki bu artışın altında, Şili'nin ekonomik ilerlemesinin yattığını tartışır. Yani Şili'nin başarısını kopye etmeyi arayan ülkeler için bu önemlidir. Şili modeli emeklilik reformu mükemmel bir fikirdir, fakat yalnız özel emeklilik fonlarına yönelme tasarrufları hızlı olarak desteklemeyecektir. Bu güçlü maliye politikasını gerektirir.

* The Economist, 23-29 Kasım 1996.

1 "Pension Reform, Financial Market Development, and Economic Growth: Preliminary Evidence from Chile." IMF Working Paper Wp/96/94. August 1996.

Sayın
Okurumuz,
1998 Yılı
Aboneliğinizi
Yenilediniz mi?
Bekliyoruz...

Adres:

.....

.....

.....

Telefon :

Fax:

Ayın Ekonomik Olayları

Dr. YILDIRIM KILKIŞ

Ekonomide Zor Günlere Doğru

1997 Kasım ayı, 55. Hükümetin İMF görüşmeleri ile başlayarak, önerilen çok programlarının tartışılmasına, Hükümetin 6 ay süre ile KİT ürünlerine zam yapılmayacağı beyanlarına ve hatta erken seçim tahminlerine kadar varmıştır. İMF'nin sosyal güvenlik ve vergi reformları, özelleştirmenin hızlandırılması, enflasyonun düşürülmesi gibi hususların hızla ele alınmasını ve sonuçlandırılmasında ısrar ettiği anlaşılmaktadır. Enflasyonun bir yıl içinde öngörülen % 15 civarına düşürülmesi için sabit döviz kuru, fiyatların ve ücretlerin dondurulması, yatırımların durdurulması gibi çok katı tedbirler gerekmektedir. Bu tedbirlerin konuşulması bile piyasalarda tepkiler yaratmış, 1998 yılı iş programlarına hazırlanan iş dünyasının, Hükümetin ekonomi ile ilgili kararlarını endişe ve merakla beklemesine yol açmıştır. Bu konuda genel görüş, kamu zamlarının dondurulmasının yeterli olmayacağı, geniş kapsamlı yapısal düzenlemelere de gerek olduğu yönündedir. Çünkü 6 aylık bir sürede dondurulmuş fiyatların bu süre sonunda, daha şiddetle artacağı ve 3 rakamlı enflasyona neden olması ihtimal dahilindedir.

Yapısal düzenleme ile ilgili bir örnek, Kasım ayı başlarında Bakanlar Kuruluna sunulan Teşvik Kararnamesidir. Bu kararnameye göre, teşvik alarak yapılması planlanan yatırımlara ilişkin kredi ve prim ödemeleri, fon kaynaklı kredi ile öngörülen orta vadeli finansman ve yatırımlarını verilen sürede tamamlayamayanlar, kendilerine aktarılan parasal teşviklerin icra yolu ile geri alınacağı anlaşılmaktadır.

Özelleştirme konusunda, Etibank Bankası'nın satışı daha ileride açıklandığı gibi sonuca bağlanmış, Sivas Demir Çelik için ihale açılması aşamasına gelinmiştir.

Merkez Bankası verilerine göre döviz rezervleri 1997'nin ilk 10 ayı içinde 20 milyar 921 milyon dolara, toplam 30 milyar 878 milyon dolara yükselmiştir. Ekim

ayında imalat sanayii kapasite kullanım oranı % 81.5 olmuştur. Bu oran Eylül ayında % 87.1 idi. Ülkemizdeki 7. otomobil fabrikası olan Honda fabrikası 15 Kasım 1997'de üretime açılmıştır. Güney Kore menşeli olan Daewoo otomobil fabrikasının Eskişehir'de kurulması hazırlıklarına başlanmıştır.

Dış borç ödemesinin 1997'nin ilk 10 ayında 8 milyar 580 milyon dolar olduğu Merkez Bankası tarafından açıklanmıştır.

1997'nin Kasım ayında tespit edilen başlıca ekonomik olaylar aşağıda açıklanmaktadır.

MALİ OLAYLAR

1998 yılı yaklaşırken, bazı vergilerin yeni oranlarla düzenlendiği bilinmektedir. Bu konudaki yeni esaslar şöyledir:

Emlak Vergisi Esasları

1 Ocak 1998'den itibaren uygulanacak olan emlak vergisine esas olacak inşaat maliyet bedelleri 31 Ekim 1997 tarihli Resmi Gazetede yayımlandı.

Yeniden Değerleme Oranı % 80.4

Maliye Bakanlığı Genel Tebliği, 1 Ocak 1998'den itibaren geçerli olacak yeniden değerlendirme oranını % 80.4 olarak belirlemiştir. Bazı vergi ve cezalar, harçlar, değerli kâğıtlar ve noter ücretleri bu orana göre düzenlenecektir.

Fuar Düzenleyicilerine 10 Milyar Sermaye Zorunluluğu

Sanayi ve Ticaret Bakanlığı'nın Resmi Gazetede yayımlanan İç Ticaret Tebliği, fuar düzenleyicileri için en az 5 milyar lira olan ödenmiş sermaye miktarının 10 milyar lira, tüketici günleri düzenlenmesi için gerekli olan 1 milyar lira ödenmiş sermaye miktarının 2 milyar lira olarak yeniden belirlemiştir.

BANKALARLA İLGİLİ OLAYLAR

Disponibilite Yükümlülükleri Hafifletildi

Merkez Bankası'nın Umumi Disponibilite Tebliğinde yapılan değişiklikle, bankaların disponibilite bulundurma yükümlülükleri hafifletilmiştir. Ertelenen vergiler, disponibiliteye esas taahhütler arasından çıkartılarak, bankaların bu hesaplar için disponibilite bulundurma yükümlülükleri kaldırıldı. Disponibilite değer olarak kabul edilen senetler yeniden tanımlandı.

Merkez Bankası, vadeli açık pozisyon limit uygulamasına son verdi. Vadeli açık pozisyon limitleri içinde kalmak koşulu ile işlem yapılmasına ilişkin uygulamayı yeniden düzenleyerek, bankaların forward işlemler için limit uygulaması zorunluluğu 1 Ocak 1998'den itibaren kaldırıldı.

Merkez Bankası tebliği ile özel finans kurumları blokaj hükümleri değiştirilmiştir. Buna göre, özel finans kurumları nezdinde açılan TL ve yabancı para cari ve katılma hesaplarında biriken fonlar için blokaj tesis edecektir.

Döviz Büfesi Açılması

Devlet Bakanlığı'nın, 7 Kasım 1997 tarihli Resmi Gazetede yayımlanan tebliğ ile, halk arasında döviz büfesi diye bilinen, döviz alım satımına yetkili müesseselerin çalışma esasları yeniden düzenlendi. Buna göre, döviz büfelerinin asgari ödenmiş sermaye şartı 40 milyardan 200 milyar liraya, Ziraat Bankası'nda açmak zorunda oldukları bloke hesabın tutarı 100 bin Marktan 200 bin Marka yükseltilmiştir.

Etibank Bankacılık A.O. Satıldı

Etibank Bankacılık Anonim Ortaklığı'nın daha önce iptal edilen satışının 1 Aralık 1997 günü tamamlandığı öğrenilmiştir. Yapılan görüşmelerden sonra Etibank Bankacılığının % 100 oranındaki kamu hissesi 155.5 milyon dolara Cavit Çağlar'a ait olan İpek Ortak Girişim Grubuna satılmıştır. Bu satışın % 40'ı peşin, gerisi yıllık % 10 faiz üzerinden 2 yıl vadeli olarak ödenecektir.

Özelleştirme Yüksek Kurulu'nun kararı ile satış kesinlik kazanacaktır.

Deutsche Türkisch Bank'ı Ziraat Bankası Satın Aldı

Öğrenildiğine göre, Almanya Frankfurt'ta kurulu bulunan Deutsche Türkisch Bank'ın sermayesinin 33 milyon DM'dan 100 milyon DM'a yükseltilmesi ve T.C. Ziraat Bankası'nın bu bankadaki % 76 olan payının % 97.5 oranına çıkarılması, Bakanlar Kurulu Kararı ile onaylanmıştır.

Garanti Bankasına BBB + Notu

Garanti Bankası'nın Uluslararası Finans Kurumundan aldığı (IFC) 100 milyon dolarlık krediye dayalı olarak çıkarılan varlığa dayalı menkul kıymetlere, uluslararası kredi değerlendirme kuruluşu Driff and Phelps (D&R) tarafından BBB + notu verilmiştir. Bu not, hem Garanti Bankası'nın borçlarını ödeme gücünü, hem de IFC'nin garantisi anlamına gelmektedir.

DIŞ TİCARETLE İLGİLİ OLAYLAR

İhracatçılara KDV İadesi

Maliye Bakanlığı tarafından hazırlanan tebliğ ile ihracatçılara yönelik basitleştirme ve kolaylaştırma öngörülmektedir. Bu kapsamda ihraç bedeli dövizin gelmesi nedeni ile, ihracatçıların KDV iadelerini geç almalarının önleneyeceği ve sayısının azaltılacağı anlaşılmaktadır. Bunun için KDV iadesinde döviz alım belgesi aranması uygulamasının kaldırılması beklenmektedir. Ayrıca ihracat istisnası ile ihraç kaydıyla yapılan teslimlerde sınırlar 200 milyon liradan 400 milyon liraya yükseltilmiştir.

FİYAT İNDEKSLERİ

1997 Kasım ayında, DİE rakamları ile tüketici fiyat indeksi aylık % 6.6, yıllık % 95.8; toptan eşya fiyatları ise aylık % 5.6, yıllık % 88.4 olmuştur.

ZAMLAR

Fiyat artışlarının sonucu enflasyonun yüksek oranlara çıkması geçim sıkıntılarını arttırmaya devam etmektedir. 1997 Kasım ayında ve Aralık ayı başlarında tespit edilen başlıca zamlar aşağıda açıklanmaktadır.

- Akaryakıt ürünlerine 11 Kasım 1997'de % 5, 1 Aralık 1997'de % 9 zam yapıldı.
- Tüpgaz fiyatları da, akaryakıt ürünleri ile beraber 11 Kasım 1997'de % 5 ve 1 Aralık 1997'de % 9 zam görmüştür.
- Erdemir tarafından üretilen yassı demir mamülleri 15 Kasım 1997'de % 2 - % 5 zamlanmıştır.
- Çay İşletmeleri Genel Müdürlüğü (Çaykur), 20 Kasım 1997'de çay fiyatlarına % 2 - % 9 oranlarında zam yapmıştır.
- Türk Telekom, telefon konuşma ücretleri 21 Kasım 1997'den itibaren % 5.1; telefon tesis ücretleri de % 7.1 arttırılmıştır.
- Cep telefonu aylık sabit ücreti 1.675.000.- TL'den, 1.875.000.- TL'ye yükseltilmiştir. Aradaki fark Kasım ayı faturalarına yansıtılacaktır.
- SEKA Genel Müdürlüğü 1 Aralık 1997'den itibaren kâğıt ürünlerine % 5 - % 8.1 oranlarında zam yapmıştır.

SİZ DE ABONE OLUN!

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

Adı Soyadı :

Firma Adı :

Adres :

Posta Kodu : Tel:

- Abone olmak istiyorum.
 Yeniden abone olmak istiyorum.
 Lütfen temsilcinizi gönderin (İstanbul'da oturanlar için).

«BANKA VE EKONOMİK YORUMLAR» Aylık Dergi, 12 sayı için 1998 Yılı Abone Koşulları;

YURT İÇİ

6 Aylık: 3.000.000.- TL

1 Yıllık: 5.400.000.- TL

YURT DIŞI

6 Aylık 25 \$

1 Yıllık: 40 \$

Not: Öğrencilere % 40 indirim yapılmaktadır.

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

T. İş Bankası
Cağaloğlu Şubesi
Hesap No: 256319

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

Yapı Kredi Bankası
Çemberlitaş Şubesi
Hesap No. 2269-9

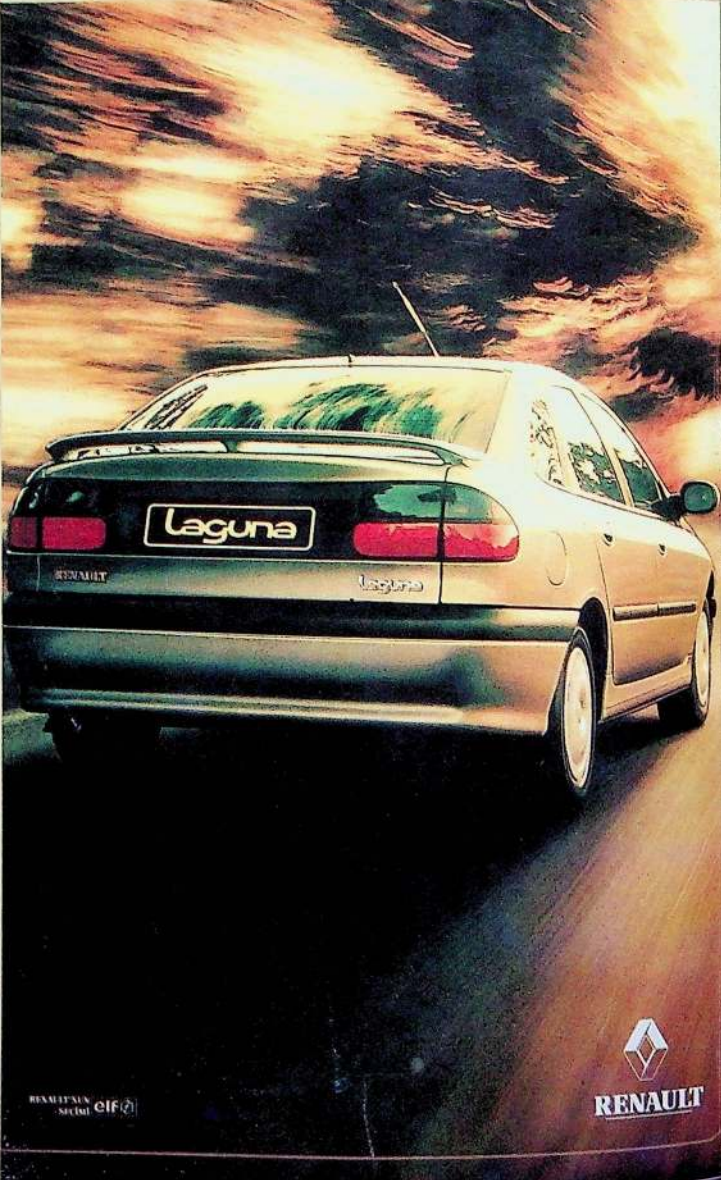
Ziraat Bankası
Beyoğlu Şubesi
Hesap No. 768

T. Ticaret Bankası
Nuruosmaniye Şubesi
Hesap No. 21345

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

Laguna'yla kimse yarışamaz.

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 SUN
SUCUMI elf


RENAULT