

BANKA-MALİ VE

EKONOMİK 11 YORUMLAR

AYLIK DERGİ
YIL : 37
KASIM 2000
•
2.000.000 LİRA



- EKONOMİK PROGRAM PERSPEKTİFİNDE 2001 YILI BÜTÇESİ
- YÖNETİMİN STRATEJİK ESNEKLİĞİNİN DEĞERLENDİRİLMESİ
- MALİ SÜRECE İLİŞKİN KURALLARIN İYİLEŞTİRİLMESİ
- DEĞİŞİK BİR VERGİ YAZISI

Yatırım bankacılığı
hizmetlerinde önünüzü
gösteren bir ışık var:



DENİZ FENERİ:

Siğ, kayalık, tehlikeli
suları işaret eder,
denizcileri uyarır ve
onlara seyrüsefere
elverişli derinlerdeki
yolları gösterir.
Gece karanlığında bile,
güçlü ışığıyla, kolay,
güvenli yol almayı sağlar.
Mendirek girişlerinde parlar,
fırtınalı havalarda sığınacak
limanları işaret eder.
Bir deniz feneri, kendini,
müllerce uzaktan gösterir,
uzak görüşlülüğün
avantajlarını sunar.

Kurumlara yönelik finansal çözümlerde Yapı Kredi Yatırım farkı !

Hepsi birarada...

Başarılı uluslararası kurumlarca tanınmış, deneyimli uzmanlardan oluşan profesyonel bir kadro.

Yatırımcıları en iyi bilgilendiren sektör ve şirket araştırmaları.

Yurtiçine yayılmış geniş şube ağına bağlı etkin plasman gücü.

Yabancı yatırım bankalarına ve fonlara etkin ulaşım ve işbirliği.

Sadece Yapı Kredi Yatırım'da.

Yatırım bankacılığı hizmetlerinde, yolunuzu, en hızlı ve en güvenli biçimde Yapı Kredi Yatırım aydınlatıyor.

YKY uzmanları, kuruluşunuzla işbirliğine ve her aradığınızda hizmet sunmaya hazır.
Halka arz, finansal ortaklık (private equity), stratejik ortaklık, şirket evlilikleri, proje finansmanı konularında YKY uzmanlığından yararlanın.

Halka arzda lider.

YAPI KREDİ
YATIRIM

BANKA – MALİ VE EKONOMİK YORUMLAR

KASIM 2000 • YIL: 37 • SAYI: 11 • 2.000.000 LIRA (KDV DAHİL)

**Ekonomik Mali Yayınlar San. Tic. A.Ş. Adına
İmtiyaz Sahibi
ADNAN NAS**

**Yazı İşleri Müdürü
DR. ÖZTİN AKGÜÇ**

**Danışma Kurulu Başkanı
ALİ İHSAN KARACAN**

Danışma Kurulu

Prof. Dr. Asaf Savaş Akat • Dr. Öztin Akgüç •
Prof. Dr. Erdoğan Alkin • Tevfik Altınok • Yıl-
maz Argüden • Prof. Dr. Mustafa A. Aysan •
Dr. Metin Berk • Prof. Dr. Ünal Bozkurt • Ya-
vuz Canevi • Ege Cansen • Bülend Çorapçı •
Ahmet Demirel • Zeki Döşlüoğlu • Necdet Du-
rakbaşı • A. Aydın Dündar • Mahfi Eğilmez •
Gazi Erçel • Zeynel Abidin Erdem • Meral Gez-
gin Eriş • Prof. Dr. Cümhur Ferman • Prof. Dr.
Atilla Gönenli • Zeki Gündüz • Doç. Dr. Seyfet-
tin Gürsel • M. Akif Hamzaçebi • Prof. Dr. Zey-
yat Hatiboğlu • Avni Hedili • Erhan İşil • Prof.
Dr. Halük A. Kabaaloğlu • Adnan Başer Kafa-
oğlu • Y. Doç. Dr. Ahmet S. Kalm • Ali İhsan
Karacan • Kemal Kurdaş • Korhan Kurdoğlu •
Mehmet Kutman • Prof. Dr. Orhan Morgil •
Prof. Dr. Erdoğan Moroğlu • Adnan Nas • Er-
gin Neng • Sezai Onaral • Prof. Dr. Suat Oktar
• Prof. Dr. İsmail Özasan • Tuncay Özilhan •
Ersin Özince • Ertuğrul İhsan Özöl • Prof. Dr.
Merih Paya • Mehmet Faruk Sabuncu • Prof.
Dr. Mehmet Şukru Tekbaş • Dr. Turgut Telman •
Cihan Turper • Prof. Dr. T. Güngör Uras

Yazı Kurulu

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

**Genel Yayın Yönetmeni
MUSTAFA BARIŞ**

BU SAYIDA

Okurlara Mektup 3

EKONOMİK YORUMLAR

PROF. DR. ERDOĞAN ALKİN

MAHİR EĞİLMEZ

M. AKİF HAMZAÇEBİ

ADNAN NAS

Ekonomik Program Perspektifinde

2001 Yılı Bütçesi 5

Ekonomik Göstergeler (İç) 34

Mustafa Barış

Sermaye Piyasası 35

Ekonomik Göstergeler (Dış) 44

Doç. Dr. Ertuğrul Karsak

Yönetimin Stratejik Esnekliğinin

Değerlenmesinde Reel Opsiyon

Yaklaşımı 45

Ferhat B. Özgen

Mali Sürece İlişkin Kuralların

İyileştirilmesi Vergi ve Harcama

Yetkilerinin Çerçevesi 55

**Banka-Mali ve Ekonomik Yorumlar
Dergisi**

Bankacılık Sektöründen Haberler 67

Zeki Gündüz

Değişik Bir Vergi Yazısı 75

İdare Yeri: Binbirdirek Mah. Suterazisi Sok. No. 6/2; 34400 Sultanahmet – İstanbul • Tel: (0212) 518 17 32 - 516 11 45 • Faks: (0212) 518 66 43 • **Açıklama:** Dergideki yazılar kaynak göstermek koşuluyla alınabilir. • Dergide yayımlanan yazılardaki görüşler, yazarlarına aittir. • **2000 Yılı Abone Bedeli (KDV dahil):** 22.000.000.- TL. • **Öğrencilere:** 15.400.000.- TL. • **Banka Hesap Numaraları (İstanbul):** Akbank Nuruosmaniye Şubesi Hesap No: 35875-4, Garanti Bankası Nuruosmaniye Şubesi Hesap No: 6299897, İş Bankası Çarşıoğlu Şubesi Hesap No: 530979 • **Baskı:** Kurtiş Matbaacılık, Telefon: 518 11 28 • **Dizgi:** Zafer Dizgi Celal Aydın Tel: (0212) 520 74 45 - 520 80 35 • **Cilt:** Dostlar Ciltvi, Tel: 526 59 24 •

Baskı Tarihi: 24 Kasım 2000 • **Genel Dağıtım:** Dünya Süper Dağıtım

Euromoney de aynı fikirde:

Global Menkul Değerler,
"2000 yılında Türkiye'nin En İyi Aracı Kurumu"



Global Menkul Değerler, kurumsal finansman, satış ve araştırma alanlarındaki başarısını onurlandıran ve uluslararası finans kuruluşlarından aldığı 40'a yakın performans ödülüne şimdi de dünyanın en saygın yayınlarından Euromoney'nin verdiği: "2000 Yılı Türkiye'nin En İyi Aracı Kurumu" Ödülü'nü ekledi.

 **GLOBAL**
MENKUL DEĞERLER

Kayıtlı sermaye tavanı 20 Trilyon, çıkarılmış sermayesi 8 Trilyon 750 Milyar Türk Lirası'dır.

Merkez: Maya Akar Center Büyükdere Caddesi No: 100/102 Esentepe 80280 İSTANBUL Tel: (0212) 211 49 00

www.global.com.tr

Dergiden

OKURLARA MEKTUP

Sevgili Okurlar,

Üç yıl devam edecek ve umarız bu defa yarıda kalmayacak olan ekonomik programın, adına ister dezenflasyon ister istikrar programı diyelim, temel doğrultusundan sapmadan birinci uygulama yılının sonuna yaklaşıyor. Hemen belirtelim ki, program süresince hedeflerde oluşan sapmalar, zaman zaman ileri sürülen argümanların aksine hedeflerde revizyon yapılmasını gerektirmiyor. Önemli olan ana trendin sürdürülmesi, yürüngeden sapılmamasıdır. Nitekim kamu otoritesi de hedefleri değiştirmedğini açıklamış bulunuyor:

Biz bu sayıda, programın ikinci yılı yani 2001 ile ilgili devlet bütçesini ana konu olarak irdeliyoruz. Bütçe, hele de bu yılın bütçesi, sadece kamu kesimini değil ekonominin iç ve dış bütün taraflarını yakından ilgilendiren ve bütün makro göstergeleri etkileyen hedefler ve özellikler taşıyor. Başta bankacılık sistemi olmak üzere ekonominin çeşitli kompartmanlarında oluşan ve oluşabilecek diğer gelişmelerin yönü, büyük ölçüde bu bütçenin gerçekçiliğine ve gerçekleşme düzeyine bağlı. Bu nedenle zamanlama açısından çok yerinde bir tartışma olduğuna inanıyoruz.

Bu ayın dergisinde üç yazı daha sunuyoruz. Zeki Gündüz, vergi sistemimizin ciddi fakat trajikomik bir hastalığını ironik bir bakışla önümüze koyuyor. Galatasaray Üniversitesi Öğretim Üyelerinden Doç. Dr. Ertuğrul Karsak, Yönetimin Stratejik Esnekliğinin Değerlenmesinde Reel Opsiyon Yaklaşımı başlıklı yazısı ve Adnan Menderes Üniversite'sinden Ferhat B. Özgen, Mali Sürece İlişkin Kuralların İyileştirilmesi-Vergi ve Harcama Yetkilerinin Çerçevesi başlıklı yazısı yer almaktadır.

Sizlerle paylaşmak istediğimiz bir planımızda dergimizi, geleneksel profilini değiştirmeden, formatıyla ve faaliyetleri ile daha farklı yüksek bir platforma taşımak ve çabalarımızı bu doğrultuda yönlendirmektir. Kuşkusuz bu husustaki en büyük dayanağımız da Danışma Kurulu'muzun seçkin üyeleri ve siz değerli okuyucularımız olacaktır.

Saygılarımızla,

**Pamukbank'tan bir ilk daha:
WAP'ta online hisse senedi alım satımı.**



7577 400

Online hisse senedi
alım satımı.

Kredi kartı
ödemesi.

Fatura
ödemesi.

Yatırım fonu
alım satımı.

Para
transferi.

Pamukbank size, Türkiye'de ilk defa cep telefonundan anında hisse senedi alıp satabileceğiniz teknolojiyi sunuyor. Böylece, nerede olursanız olun borsaya anında ulaşabileceksiniz.

Peki sizin bankanız bugünlerde sizin için ne yapıyor?

PAMUKBANK



Ekonomik Yorumlar

AÇIK OTURUM

EKONOMİK

PROGRAM PERSPEKTİFİNDE

2001 YILI BÜTÇESİ

KATILANLAR:

- Prof. Dr. Erdoğan Alkin
- Mahfi Eğilmez
- M. Akif Hamzaçebi
- Adnan Nas

YÖNETEN:

- Adnan Nas

NAS – Efendim hepiniz hoş geldiniz. Banka-Mali ve Ekonomik Yorumlar Dergisi'nin Kasım 2000 sayısında yayınlanacak olan konuyu hep beraber tartışacağız. Ele alacağımız konu, "Ekonomik Program Perspektifinde 2001 Yılı Bütçesi"dir. Sözlerime başlamadan önce ben bu fırsattan yararlanarak hem size hem de yeni okurlarımıza, yeni bir döneme giren dergimiz hakkın-

da kısa bilgi vermek istiyorum. Banka-Mali ve Ekonomik Yorumlar Dergisi, halen Türkiye'de yayını sürdüren en eski, tarafsız ve ciddi ekonomik dergidir. Biz bu iddiadayız. Dergi 2000 yılı ile birlikte 37'inci yayın yılını doldurmuştur. Bu süre içinde yayınına hiç ara vermemiş, 37 yıl önce başladığı üslubu terk etmeden, tarafsız, ekonomik ve sosyal ağırlıklı içerikle yaşamını

sürdürmüştür. Bu arada ekonomik konularla ilgili önde gelen kişileri bir araya getirerek tartışmalar düzenlemiş ve bunların metnini yayınlamıştır. Bu nedenle dergimiz Türk yazılı basınında önemli tirajlar yapıyor iddiasında bulunan birçok dergi veya gazeteye göre hem daha kıdemlidir, hem de hiçbir grubun etkisinde kalmadan yaşamını bağımsız olarak sürdürmektedir.

Türkiye bu sıralarda yine bir kritik dönemeçte. Her zamankinden daha kararlı bir şekilde bir ekonomik istikrar programı yürütülüyor. 1980 öncesinin kapalı ve himayeci ekonomisinde ödemeler dengesinde tıkanan Türk ekonomisi, 1980 sonrasının dışa nispeten açık modelinde de kamu finansman dengesi ve bütçe açıklarında duvara dayandı. Program ve onun parçası olan bütçeler, bu nedenle öncelikli hedef olarak kamu finansman açığını düşürmeye odaklandı.

Biz bu ayki konumuzu olağan bir bütçe gibi değil, biraz da olağan dışı bir bütçe gibi ele alalım daha doğru olur diye düşünüyorum. Bildiğiniz gibi üç yıllık bir istikrar programı var. Bir yılını tamamlıyoruz. Bu bütçe programının ikinci yılının bir yol haritası olacak. İstikrar programının, para po-

litikalarının yanında bir de maliye politikası aracı olarak, önemli bir parçası olacak. Bu çerçevede bütçenin gelir ve gider taraflarının analizine daha sonra gireceğiz. Öncelikle ben sizlerin ekonomik tabloyu, makro göstergeleri -bütçede bunlar da yer alıyor zaten, bütçenin esasını da teşkil ediyor-bunları irdelemenizi rica ediyorum. Bütçe genel olarak, genel resim içindeki parça olarak gerçekçi mi ve nereleri daha çok gerçekçi, programa etkileri nasıl olacak önce bu tarafı ile başlayalım. İlk önce sözü Sayın Alkin'e vermek istiyorum. Buyurun Sayın Alkin.

ALKİN – Çok uzun bir süre yıllık programlarla bütçenin birbirine entegre olması gibi 2000 yılı bütçesi gibi 2001 yılı bütçesinin de izlenen istikrar programının ikinci yılına entegre olduğunu, onunla örtüştüğünü gayet iyi biliyoruz. O bakımdan gerçekte genel olarak bakmak lazım. 2001 yılı bütçesinin gerçekçiliğini önce hedef, makro hedeflerle birlikte tartışmak lazım. O makro hedefler gerçekleşirse bu bütçe gerçekçi olacaktır. Bununla şunu demek istiyorum. Eğer, örneğin makro hedefler içerisindeki enflasyon hedefi ve Gayri Safi Milli Hasıla (GSMH)'nın reel büyüme hızı he-

defi gerçekleşecekse bu hedeflerle birlikte uygulamaları, yani hem gelirler yanı, hem de harcamalar yanı gerçekçi olacak mı, gerçekçi görünüyor mu? Öte yandan madem ki bu hedeflere göre gerçekçiliği tartışıyoruz acaba hedeflerin kendisi gerçekçi mi? Onu da tartışmamız gerekiyor. Eskiden yıllık programlarla bütçe entegre olduğu zamanda aynı tip tartışmalar yapardık. Ama bu sefer elimizde bir istikrar programı var. Birinci yıl uygulamaları bitti. Onun için sınırlı istikrar programı ile ilgili hedeflerle birlikte ele alınacak bütçenin gerçekçiliğini tartışmak gerekiyor.

NAS – Teşekkür ederim Sayın Alkin. Sayın Hamzaçebi, sizin de bütçenin genel görünümü üzerine görüşlerinizi alabilir miyim?

HAMZAÇEBİ – Teşekkür ederim. Sizin de belirttiğiniz gibi 2001 yılı bütçesi uygulanmakta olan ekonomik programın ikinci bütçesidir ve programın uygulanmasına ilişkin kararlılığı göstermesi ve beklenen mesajı vermesi açısından önemlidir. Bütçeler bir ülkenin içinde bulunduğu durumu göstermesi açısından dikkatle üzerinde durulan bir bilançodur. Bütçede gelir ve gider taraft olmak üzere iki ana kalem yer alır.

Biz bunun gelir ve gelir içinde de vergi gelirleri tarafında yer almaktayız. Gelir ve harcama politikaları birbirine sıkı sıkıya bağlı olan politiklardır. Gelir politikalarının dizaynında en etkili unsur kamu harcamalarının yarattığı baskıdır. Eğer harcama yoksa gelir ihtiyacı da yok demektir.

OECD ülkeleri genelinde 1965' li yıllardan itibaren gerek sosyal devlet olma gereğinin ön plana çıkması gerekse nüfusun yaşlanmasına paralel olarak sosyal güvenlik ve sağlık harcamalarının artması vergi politikasının di-



M. AKİF HAMZAÇEBİ
(Gelirler Genel Müdürü)

zaynında gelir artırıcı yönde önemli baskı unsurları olmuştur. Bu nedenle harcamaların gelişimi yapısındaki değişimler vergi politikaları açısından yakından takip edilmesi gereken faktörlerdir.

Şu anda itiraf etmeliyiz ki, bütçenin harcama tarafı esnekliğini yitirmiştir.; çünkü faizler ve personel giderleri bütçenin büyük bölümünü yutmaktadır. Uygulanmakta olan program bu yapıyı değiştirip sürekli ve sağlıklı bir kamu finansmanı oluşturmaya dönüktür. Programın, önceki programlardan önemli farkı da problemlerin kaynağını teşkil eden yapısal bozuklukları giderecek reformları içermesidir. Ancak yapısal reformlar yerleşmiş alışkanlıkları ortadan kaldırdığı ve politik olarak pek sevimli olmadığı için oldukça zor bir süreçtir. Diğer taraftan reformların kamu maliyesi üzerindeki olumlu etkisi de hemen değil zamanla ortaya çıkmaktadır.

NAS – % 4.5 büyüme oranı ve GSMH deflatörü % 18 gibi makro büyüklükler gerçekçi mi Sayın Alkin? Ayrıca bu konuda Sayın Eğilmez’inde görüşünü sormak istiyorum.

ALKİN – Aslında büyüme hızında söyleyeceğimiz bir şey yok.

Bu sene büyüme hızı tahmin edilenin de üzerinde, % 6'nın üstüne çıkacak. 2001 yılı için % 4.5 büyüme hedefi abartma değil. Önemli olan enflasyon hedefleri, acaba gerçekçi mi. Şu söylenebilir, 2000 yılında hedefleri koyduk, fakat o hedeflerin gerçekleşemeyeceği anlaşıldığından revizyona tabi tutuldu hedefler rakamsal olarak. Bu iki defa yapıldı diyebiliriz. Bunun için 2001 yılında hedefleri aslında iyi niyetli hedeflerdir. Fakat nasıl olsa gerçekleşemeyecek, çeşitli revizyonlara tabi tutulacak. İstikrar programlarında aslında böyle görüşlere yer yok. Yani biz 2000 yılı için bir enflasyon hedefi koyduk, bu enflasyon hedefine ulaşamayacağı zaten senenin ortasında belli oldu, bir iki defa revizyona tabi tutuldu. O halde gelin 2001 yılı enflasyon hedeflerini de bu revizyona tabi tutulmuş 2000 yılı rakamlarına göre bir daha yorumlayalım ve böyle bir iyimser rakam koymayalım. Şimdi istikrar politikalarında böyle bir şey yok. Yani ilk yılında ne kadar değişirse değişsin, enflasyon hedefleri hangi revizyona tabi tutulursa tutulsun, siz ikinci yıl hedeflerinden katıyen taviz veremezsiniz. Taviz verdiğiniz takdirde o istikrar programı olmaktan çıkar. İstikrar programlarındaki hedefler adeta idealdir,

Evinize 1 günde taşının 10 yılda ödeyin.

Garanti'den Konut Kredisi alın.
10 yıla kadar vadeyle, uygun faizlerle
kolayca ödeyin.
Evinizde güle güle oturun.



ona uymaya mümkün olduğu kadar çalışacağız.

EĞİLMEZ – Bugün üzerinde durduğumuz konular ve onları ilgilendiren bazı yan konulara baktığımızda programda hedeflerinden sapmalar görüyoruz. Hedefler sapma olsun diye alınır zaten. Bunda hiç kuşku yok. Ama sapsamalara baktığımızda iki ve daha çok sayıda sapma görüyoruz. Büyüme ve faiz dışı fazlada pozitif; dış ticaret, cari açık ve özelleştirmede negatif sapma var. Buna karşılık büyümenin beklenenin üzerinde gelecek olması yani hedeflenen % 5.5'e karşılık muhtemel % 7 gerçekleşme oranı, daha önce de birkaç kez değindiğimiz gibi programa devam konusunda siyasal cesareti arttıracığı için olumlu.

NAS – Sanıyorum ince ayar anormal değil, her zaman mümkün.

ALKİN –Evet ince ayar mümkün, sene içerisinde yapılacağını biliyorsak. Fakat senenin başında, örneğin bütçe kanununda canım nasıl olsa bunlar ince ayara tabi olacak, nasıl olsa revize edilecek onun için biz gelelimde biraz daha gerçekçi rakam koyalım derse-niz o normal zamanların bütçe ta-

sarısı olur. İstikrar politikası uyguladığımızı göre, bu normal zamanların bir bütçesi değil, bir istikrar programı ile entegre olmuş, bütünleşmiş bir bütçedir. Onun için hiç hedeflerden taviz vermek lazım. Bu hedefler gerçekçi değil mi? Efendim bunun iyimser olduğunu hepimiz biliyoruz. Ama birçok büyüklükte, örneğin destekleme alımları, memur maaşlar v.s. hep bu hedeflere göre düzenleneceğinden daha başta bunlara taviz vermek demek, aslında istikrar programını sulandırmak demektir. Onun için ben bu sene sonu 10 - 12 TEFE, TÜFE hedefleri-



ADNAN NAS

(PricewaterhouseCoopers Yönetim Kurulu Başkanı)

nin gerçekçi olup olmadığını tartışmadan, iyimser olduğunu bile yerindedir diyorum.

NAS – Ben bu arada bir saptama yapayım. TEFE % 10, TÜFE % 12 derken GSMH deflatörü olarak % 18 öngörülmüş olmasında bir çelişki var mı?

ALKİN – Hafif bir kaydırmacıdır. Verilen TEFE ve TÜFE değerleri yıl sonu, deflatörü ise yıl ortalaması. Zaten eğer siz TEFE'ye yıl sonu hedefi olarak % 10 dersanız, 2000 yılı sonları % 30 dediğimize göre zaten bunun ortası % 17 ile % 21 arasında çıkacaktır. % 10 yıl sonu hedefine göre, % 18 ortalama deflatör makuldür. Ben bu noktadan hareketle aslında daha öncede savunduğum gibi 2001 yılı bütçesinin gelirler yanının gerçekçi olduğu kanaatindeyim.

NAS – Bütçenin sağlam tarafı o diyorsunuz. Sayın Eğilmez, sizin enflasyon beklentileri bakımından eklemek istediğiniz bir husus var mı?

EĞİLMEZ – Ekim ayın TEFE enflasyonu % 2.8 olarak beklenenin üstünde çıktı. Beklentiler % 2 - 2.5 aralığıydı. Özel imalat sanayii fiyatlarındaki artış da 3 aydır yükseliş trendinde. Tarım fiyatları mevsimsel nedenlerle yüksek bir

artış gösterdi. Bunun da katkısı var.

Özel imalat sanayii fiyatlarında ortaya çıkan tırmanma geleceğe ilişkin düşüş beklentilerini frenleyen en önemli gösterge. Ekim ayındaki artış buradaki inatçılığın kırılmadığını ortaya koyuyor.

ALKİN – Bütçenin sağlam tarafı gelirler demiştim. Diyelim ki, ortalama enflasyon % 18 olacaksa, büyüme hızı da gerçekçi olarak % 4.5 olacaksa o zaman 18 + 4.5 Nakdi Gayri Safi Milli Hasıla (NGSMH) % 22.5 şişecek, genişleyecek demektir. Türkiye'de yıllardan beri biliyoruz, sadece Türkiye'de değil, büyük ve ani vergi reformları geçirmeyen birçok ülkede vergi elastikliği birdir. Yani bunun Türkçe anlamı Nakdi Gayri Safi Milli Hasıla ne kadar genişlerse, vergi gelirleri de aynı oranda genişler. Bu adeta ortalama vergi oranını, artık belli kademeleri aşmış bir şirket kârını yüzde olarak ne kadar arttırırsa vereceği vergide yüzde olarak o kadar artır. Yani Türk halkı çalışmış çabalamış NGSMH'yı belirli bir oranda genişletmiş % 22.5. Tabidir ki % 22.5'de NGSMH artışından verilecek vergilerde % 22.5 makul bir varsayımdır, artacaktır.

NAS – Burada vergi talebinin

çok esnek olmadığını varsayıyoruz. Çoğu vergide esneklik yok diyoruz.

ALKİN – Ben sanıyorum ki, Hükümetin bu % 19'dan da daha fazla vergi artışı elde edip, gelecek yıl devletin mali yapısını iyice düzeltme niyeti var gibi geliyor. Çünkü bu ek vergiyle bu oranda aşılacak gibi geliyor bana. Bence bu bütçenin gelir tarafında önemli bir sorun yok gibi geliyor. Tabii sızlanmalar vs. olacak. Eğer bazı ek vergilerde abartmalı gidilmezse iyi olur gibime geliyor. Çünkü abartmalar bu seferde üretmede bir duraklamaya neden olabilir, çok dikkatli olmak gerekir. Bence bu bütçenin gerçekçilik açısından kritik yanı harcamalar hedefi.

NAS – Reel olarak bir artış yok, aksine düşüş var.

ALKİN – Az bir nominal artış öngörülmüyor. Bu reelde bir daralma, bunu harcamalarda başarabilirler. Bu reel daralmayı gerçekleştirebilirlerse gerçekten gelecek yıl hem enflasyonda bir azalma meydana gelebilir, hem de Devletin mali yapısına iyice bir çekidüzen verilmiş olabilir. Neden zorunlu harcamalara uymak? Bakın şurasını gerçekçi olarak kabul etmek gerekir ki, yaz başından beri 12

aylık enflasyonun aşağı doğru inmesinde matematikte çok yardımcı oldu. Çünkü; Haziran, Temmuz, Ağustos, Eylül, Ekim, Kasım ve Aralık ayları rakamları geçen sene çok yüksekti ve bu yüzden bu sene aylık % 2.5 - % 3 gibi artışlar dahi, geçen senenin rakamlarına göre yarı yarıya düşük olduğundan hep 12 aylık enflasyon burnunu aşağıya doğru bükerek yürüdü. 7 - 8 yıllık rekorlar kırmaya başladık. Bu 2001 yılı Mart ayının sonuna kadar devam edebilir. Bu yılın ilk üç ayında enflasyon yüksek seyretti. Fakat Nisan ayından



PROF. DR. ERDOĞAN ALKİN
(İstanbul Üniversitesi İkt. Fak., İktisat Böl. Bşk.)

İtibaren bu yıl, biraz da istikrar programının etkisiyle enflasyonun yavaş gitmeye başladığını görüyoruz. % 3'ler civarında, halen içinde yaşadığımız dönem. O zaman önümüzdeki yıl Nisan ayından itibaren bu istikrar programının aylık fiyat artışlarını % 2'nin altına indirmesi gerekiyor. Onun için vidaları biraz daha sıkıştırmak şart olacaktır. Yani bildiğimiz klasik maliye politikasıyla gelirleri daha fazla artırıp, harcamaları biraz daha kısmak gerekecektir.

NAS – Bu noktada sözü bütçenin borçlanma tarafının analizi için Sayın Eğilmez'e bırakalım. Eski bir Hazine Müsteşarı olarak bu cephedeki resmi değerlendirir misiniz?

EĞİLMEZ – Uygulanmakta olan programın en başarılı yönlerinden birisini iç ve dış borçlanma oluşturuyor. 2000 yılının ilk altı ayı ve sonrasında 1999 yılının iç borçlanma uygulamalarını karşılaştırdığımızda bu başarı açıkça görülebiliyor. Hazine'nin iskonto se-

netlerle yaptığı borçlanma ihalelerinin birikimli sonuçları -anlaşılabilir olması için- tabloda gösterilmektedir.

Tabloya bakıldığında Hazine'nin 1999 Ocak - Aralık döneminde 26.1 katrilyon liralık borçlanmaya karşılık 14.4 katrilyon lira net borçlanma hasılatı elde ettiği; buna karşılık 2000 yılının Ocak - Ekim ayları arasında yaptığı 24.2 katrilyon liralık borçlanmaya karşılık net 17.8 katrilyon lira hasılat elde ettiği görülmektedir. 1999 yılında borçlanmanın vadesi ortalama 262 gün, yani bir yıldan kısa iken, 2000 yılında vade ortalaması 364 güne, yani bir yıla uzamıştır. Tablonun en çarpıcı bölümü son sü-tündeki faiz ortalamasıdır. 1999 yılında iç borçlanma faiz ortalaması % 105.5 iken, 2000 yılının ilk on ayı itibarıyla bu oran % 35.9'a gerilemiş bulunmaktadır. Bu tablo, 2001 bütçesini yapılabilir hale getiren en önemli gelişmeyi gösteriyor.

TABLO

	Brüt Satış (Trilyon TL)	Ort. Ops. (Trilyon TL)	Top. Satış (Trilyon TL)	Net Satış (Trilyon TL)	Vade (Gün)	Faiz (%)
Ocak-Ekim 2000	21.318.4	2.833.8	24.152.2	17.754.1	364	35.9
Ocak-Aralık 2000	23.629.8	2.510.6	26.140.4	14.357.5	262	105.5
Fark	-2.311.4	+323.2	-1.988.2	+3.396.6	+102	-69.6

Benzer bir gelişme dış borçlanmada söz konusu oldu. Hazine'nin 2000 yılı programı 5.9 milyar dolarlık bir dış borçlanmayı öngörüyordu. Koşulların lehimize dönmesinden yararlanan Hazine 8 milyar dolara ulaşan başarılı bir dış borçlanma programı gerçekleştirdi. Bu görünüm bizi nereye götürüyor? Bir de bunu değerlendirmeye çalışalım. Önce iç ve dış borç stoklarını ve borç yükünü ortaya koyalım.

Yıllar sonra ilk kez, iç borç stokunun artış hızı kesilmiş bulunuyor, bu ilk olumlu tespit. İkincisi iç borç stoku tahvil lehine büyük bir değişim içine giriyor. Yani kısa vadeli borçlanma enstrümanı olan bononun 1997 ve 1998'deki ağırlığı uzun vadeli enstrüman olan tahvil lehine bozuluyor. Üçüncüsü Hazine artık Merkez Bankası kaynaklarını, yani kısa vadeli avans kullanımını terketmiş olduğunu kanıtlamış bulunuyor. Dördüncüsü Türkiye uzun bir aradan sonra ilk kez net dış borç geri ödeyicilikten çıkıp net dış borçlanıcı konumuna geçiyor. Beşincisi dış borçlanmanın vadeleri uzuyor. Altıncısı 1999'da korkutucu bir büyüklüğe doğru hareketlenmiş bulunan toplam borç yükü inişe geçiyor. İç ve dış borçlanmanın 2000 yılında bü-

yük bir başarıyla yönetilmiş olduğu anlaşılıyor.

NAS – Kısa dönemde harcamaları kısmak kolay olmadığından, gelirleri arttırmak şart. Siz ne diyorsunuz Sayın Hamzaçebi.

HAMZAÇEBİ – Bu durumda kamu finansman dengesini kısa dönemde sürdürülebilir bir noktaya çıkarmanın büyük yükü vergi gelirlerinin üzerine düşmüştür. Bu nedenle programın ilk yılı olan 2000 yılında vergi gelirlerinde gelir getirici radikal önlemler alınmıştır. Bunun sonucunda bütçe dengesinde meydana gelen önemli düzelmeyi hep beraber izlemekteyiz. 1999 yılında faiz dışı bütçe fazlasının GSMH'ya oranı % 2 iken, 2000 yılında faiz dışı bütçe fazlası hedefi aşılıarak GSMH'nın % 7'ne ulaşmaktadır. Faiz dahil bütçe açığı ise % 11.7'den % 9.3'e gerilemektedir.

Kamu finansmanı problemi, bütçe problemi uzun yıllardır biriken sorunların yansımasıdır ve bir ya da iki yılda çözmek mümkün değildir. Maalesef geciktikçe sorunların çözüm maliyeti de artmıştır. Bu nedenle 2001 yılı da sıkı bir maliye politikasının uygulanması gereken bir yıldır ve yine harcamalarda yeterli bir esneklik sağlanamaması nedeniyle vergi gelirle-

rini artırıcı politikalara ağırlık verilerek zoruna kalınmıştır. Hazırlanan bütçeye göre 2001 yılında vergi gelirlerinin 2000 yılı vergi gelirlerine göre % 19.7 oranında artarak 31.8 katrilyon liraya ulaşması hedeflenmektedir. Bu nedenle 2001 yılında da özel iletişim, özel işlem, eğitime katkı payı gibi ek vergilerin devamı öngörülmüştür.

NAS – Bu programdaki özellikle makro büyüklükler ile ilgili tahminleri değiştirmek gerekli değil. Çünkü aksi takdirde politikalarındaki kararlılık zedelenebilir. Bu bir yerde şunu da gösteriyor. Bu üç yılın bütçesi aynı zamanda biraz toplu halde ele alınmalı. Şu ay veya bu ay biraz sapma olması önemli değil. Ben sözü tekrar Sayın Alkin'e veriyorum. Buyurun Sayın Alkin.

ALKİN – Aynı fikirdeyim. rakamlardaki sapmadan çok bu işin ciddiyetine bakmak gerekir. Ancak biliyorsunuz ki, kamunun mali yapısı sadece konsolide bütçe değil; KİT'ler var, mahalli idareler var hatta fonlar var. Fonları bir tarafa koyalım.

NAS – Bir de özelleştirme gelirleri var.

ALKİN – Evet özelleştirme gelirleri var. Saydamlık için aslın-


da KİT'lerinde dengesinin, yani açıklarının ne olacağını -görev zararı gibi lafların arkasına sığınmadan- ve bunların nasıl finanse edileceğinin de mutlaka bu bütçe tasarısının yanında kamu gelir ve gider dengesinde görmemiz gerekir. Henüz çok büyük bir hazırlık yok. Gerçi KİT'ler hakkında da 2001 yılı tahminleri var ama KİT'lerde kritik. Çünkü KİT'ler bu sene konsolide zarar etti sanıyorum. Daha elime kesin sonuçlar geçmedi ama. Henüz daha 7-8 aylık rakamlar var. Mahalli idareler hakkında da hiç bir şey bilmiyoruz. Efendim denilebilir ki, onlar kendi yağıyla kavruluyor, şöyle böyle. Enflasyonu tahrik eden talep genişlemesi, biliyorsunuz sadece konsolide bütçe açıklarının finansmanından doğmaz. Aynı şekilde KİT açıklarının da finansmanı -ki bir kısmı bütçeden gidiyor- ve mahalli idarelerin açıklarının finansmanında kaynaklanır. Onun için bence konsolide bütçe ciddidir ve gerçekçidir. Fakat bir yandan da KİT'ler için ne düşünülüyor 2001 yılı için ve mahalli idarelerinde -maalesef veri vermek çok zor- ne yapacaklarını çok iyi bilmemiz gerekir, harcama programlarının ne olduğunu bilmemiz gerekiyor.


Konuşurken kendinize güvenin...

İletişim rehberiniz Genpa, en iyilerle ve en yenilerle, teknolojiyle güveni buluşturuyor. Hayatınıza giren her sese sıcakık tonlar katıyor.

**gen
pa**

İletişim teknolojisi ile güvenin buluştuğu nokta

 **TURKCELL**

ERICSSON 

SIEMENS

ALCATEL

NOKIA

NAS – Sayın Alkin bu görev zararları gider bütçesinin içinde görünmüyor. Bir şekilde bunları izlemenin, konsolide bütçe içinde yolu yok mu?

ALKİN –Var tabii, rakamlar açıklanırsa bal gibi var. Sanıyorum ki, artık Devlet bunları da açıklamalı ki bizde daha rahat analiz yapabilelim. Muhtemelen bu rakamlar IMF uzmanlarına veriliyordur. Bu kısmı bitirmeden önce kafama takılan bir iki noktayı belirtmek istiyorum. Bir yandan diyoruz ki, Türkiye'nin GSMH'sı resmen açıklandığı boyutlarda değildir. Bir de kayıt dışı ekonomi var. Hatta bazıları bunun neredeyse resmi GSMH rakamının iki katı kadar, kendisi kadar olduğunu ve böylece GSMH'nın sandığımızın iki katı olduğunu söylüyorlar. Bir yandan bunu söylüyoruz, bir yandan da bütçeyi tartışırken bütçe açığı/GSMH, vergi yükü/GSMH gibi oranlarla konuşuyoruz. O oranlara baktığımızda GSMH bizim sandığımızın, resmen ilan edilenin iki misli ise, bu oranlar batı ülkelerine göre değil sadece çok az gelişmiş fakir ülkelere bile komik oranlar. Yahut ta kayıt dışı ekonomiyi çok abartıyoruz. Bu benim kafama çok takılıyor. Ya onu söyleyelim, ya bunu söyleyelim. Eğer

Türkiye'de GSMH'nın resmen açıklandığının iki misli diyorsak, bütün bu bütçe açığı/GSMH, vergi yükü/GSMH o kadar komik rakamlara düşüyor ki. Onları hiç kullanmayalım, yahut ta bu abartılı kayıt dışı rakamlarından vazgeçelim, takılan bu. İkisi bir arada olmuyor, doğrusu laubalilik oluyor.

NAS – Dış ticaret dengesini irdelemedik. O yönden durum nasıl Sayın Eğilmez?

EĞİLMEZ – Bu gelişmelerin sonucunda dış ticaret açığı 17 milyar dolara tırmandı. Bu rakam geçen yılın aynı dönemine göre %



MAHFİ EĞİLMEZ
(T. Garanti Bankası A. Ş. Yönetim Kurulu Üyesi)

107 oranında bir artışa işaret ediyor. İlk 9 ayda ihracatın ithalatı karşılama oranı % 51. Bu oran geçen yılın ilk 8 ayında % 65.4 idi. En büyük bozulma kuşkusuz cari dengede ortaya çıkıyor. İthalattaki hızlı artış eğiliminin ardında birkaç neden var. Bunlardan ilki ham petrol ve doğal gaz fiyatlarının çok yüksek bir düzeyde seyretmeye devam etmesi. İkinci neden, Temmuz ayından itibaren konuşulmaya başlanan ithalatı kısıtlayıcı önlemler. Bu önlemlerin konuşulmaya başlanması, başta tüketim malları olmak üzere, ithalatı önemli ölçüde öne çekti. Bu çerçevede ithalatta Ağustos ayında ortaya çıkan bu artışın aynı hızla devam etmeyeceği beklenebilir. Buna karşılık geçen Ağustos ayında yaşanan deprem yarattığı gerilemeye karşın bu yılın Ağustos ayında ihracatın geçen Ağustos ayına göre % 2 azalması çok dikkat çekici.

NAS – Sayın Hamzaçebi Türkiye’de vergi az ödeniyor diye yorumlar yapıyor, bu sizce doğru mu? Madem bütçenin gelir tarafı öne çıkıyor, bu konuyu tartışmakta yarar var.

HAMZAÇEBİ – Türkiye’nin vergi performansının düşük olduğunu söylemek pek doğru değil-

dir. Ancak harcamalar ile karşılaştırıldığında gelirlerin yetersiz olduğu kesindir. Genel bütçe vergi gelirlerinin GSMH’ya oranı 1990 yılında % 11.4 iken bu oran 1999 yılında % 18.9’a ve nihayet 2000 yılında % 21.3’e yükselmiştir. Vergi gelirlerine mahalli idarelere ayrılan paylar ile fonları da eklediğimizde vergi yükü oranı % 25.5’e yükselmektedir. Ayrıca belediye gelirlerini de eklediğimizde bu oran % 26’nın üzerine çıkmaktadır.

OECD’de sosyal güvenlik katkı payları hariç tutulduğunda vergi yükü ortalaması % 27.6’dır. Türkiye OECD ortalamasına oldukça yakın bir durumdadır ve Amerika, Japonya, İspanya, İsviçre gibi ülkelerden daha yüksek vergi yüküne sahiptir. Diğer taraftan Türkiye’de tarımın GSMH içindeki payı % 17’dir. Buna göre Türkiye OECD ülkeleri arasında tarımın payının en yüksek olduğu ülkedir. OECD genelinde tarımın GSMH içindeki payı % 5’in altındadır. Tarımın görece olarak yüksek paya sahip olması vergi tabanının dar olduğunu gösteren bir özelliktir. Bu durumda Türkiye’deki efektif vergi yükünün daha yüksek olduğu söylenebilir.

OECD genelinde vergilemede 35 yılda çeşitli eğilimler ortaya çık-

mıştır. OECD genelinde sosyal güvenlik katkı paylarının toplam vergi geliri içindeki payında önemli düzeyde artış olmuştur. 1965 yılında sosyal güvenlik katkı paylarının toplam vergi geliri içindeki payı % 18 iken bu oran 1997 yılında % 25'e ulaşmıştır. Sosyal devlet ilkesinin yayılması, nüfusun yaşlanması ve paralel olarak sağlık harcamalarının artması bu gelişmede önemli rol oynamıştır.

Gelir vergisinin toplam vergi geliri içindeki payı ise 1965'de % 26 iken 1975'de % 30'a ulaşmış ancak daha sonra sosyal güvenlik katkı paylarının artışına paralel olarak düşüp 1997'de % 27 seviyesine inmiştir. Ancak benzer olmaları nedeniyle gelir vergisi ve sosyal güvenlik katkı paylarını birlikte alırsak 1965 yılında bu iki gelir, toplam vergi gelirinin % 44'nü oluştururken 1997 yılında % 52'e ulaşmıştır. Kurumlar vergisinin toplam vergi geliri içindeki payı ise 1965'de % 9 iken 1975'de % 8'e düşmüş daha sonra bu oranda süreklilik sağlayarak 1997 yılında da aynı orana sahip olmuştur.

Tüketim vergilerinin payı ise 1965 yılında % 36 seviyesinden 1975 yılında % 31'e inmiş ve 1997 yılına gelindiğinde halen % 31 oranını korumuştur. Ancak tüke-

tim vergilerinin yapısında önemli değişimler olmuştur. 1965 yılında KDV ve ATV gibi genel tüketim vergilerinin payı % 12 iken 1997 yılına gelindiğinde bu oran % 18'e ulaşmış buna karşın gümrük vergisi ve diğer tüketim vergilerinin payı % 24'den % 13'e gerilemiştir. Gümrük vergilerinin hızla düşmesi spesifik tüketim vergilerinin payını büyük hızla düşürmüştür. KDV'nin sisteme girmesiyle genel tüketim vergisinin toplam vergi geliri içindeki payı hızla artmıştır. Emlak vergilerinin payı da aynı yıllar arasında % 8'den % 5'e gerilemiş olmasına rağmen halen önemli bir vergi kaynağıdır.

Özetlemek gerekirse OECD genelinde sosyal güvenlik katkı payları artarak gelir vergisine yaklaşık eşit hale gelmiştir. Kurumlar vergisinin payında artış olmadığı gibi küçük bir düşüş vardır. Tüketim vergilerinde ise genel tüketim vergilerinin payı hızla artmaktadır.

NAS – Bu trendi siz nasıl yorumluyorsunuz Sayın Hamzaçebi?

HAMZAÇEBİ – Kurumlar vergisi payı niçin artmamaktadır? Çünkü vergi rekabeti nedeniyle ülkeler kurumları fazla vergilendirmekten kaçınmaktadır. Kurumların vergi tabanı akışkan bir vergi taba-

nıdır. Çok vergilendirirseniz artık küreselleşmekte olan dünyada hızla başka bir ülkeye kayabilmektedir.

Buna karşın gelir vergisi ve tüketim vergileri tabanı ise nispeten daha sabit ve dolayısıyla vergilemeye daha az tepki gösteren vergi tabanlarıdır. Gelir vergisinde ise sosyal güvenlik katkı payları artarken diğer gelir vergisi hafif bir düşüş içindedir. Gelir vergisinde özellikle yüksek gelirli grupların vergileneceği marjinal oranların yüksek olması yine vergi tabanının kaymasına yol açabilmektedir. Bu nedenle gelir vergisinin en üst marjinal oranı OECD genelinde 1980'den itibaren ortalama 13 puan düşürülmüştür.

Türkiye'de 1965 yılından 1997 yılına OECD geneline benzer bir vergi yapısı değişimi yaşamıştır. Gelir vergisinin toplam vergi geliri içindeki payı % 25'den % 22'ye düşmüş, sosyal güvenlik katkı payı ise % 6'dan % 15'e yükselmiştir. Genel tüketim vergisinin payı 1965'de sıfır ancak KDV'nin sisteme girmesi ile 1985'de % 23 ve 1997'de % 31 olmuştur. Özel tüketim vergilerinin payı ise gümrük vergi oranlarının düşürülüşü ile 1965 yılında % 53 iken 1997 yılında % 5'e inmiştir. Emlak vergisi-

nin payı ise % 11'den hızla düşerek % 3'e gerilemiştir. Buna göre tüketim vergilerinin payı OECD ortalaması üstüne çıkmış ancak bu durum tüketim vergilerine fazla yüklenilmesinden değil özellikle sosyal güvenlik katkı payının yeteri düzeye ulaşmaması nedeniyle toplam vergi hacminin görece olarak düşük olması nedeniyle.

Diğer taraftan kurumlar vergisinin payı 1965 yılında % 5 iken 1997 yılında küçük bir artış ile % 6 olmuştur. Bu durum kurumlar üzerinde fazla vergi yükü baskısı olmadığını göstermektedir. Türk vergi sisteminde OECD'ye benzemeyen en önemli özellik ise vergi dışında bir çok fonun olmasıdır. Bu fonlar nedeniyle, diğer vergi grubu toplam vergi geliri içinde OECD genelinde % 3 paya sahipken Türkiye'de % 18 paya sahiptir. OECD genelinde diğer farklı bir özellik ise emlak vergilerinin payının görece olarak düşük olmasıdır.

NAS – Az önce bütçenin harcama tarafının esnekliğini yitirdiğini söylediniz. Bu noktayı biraz açar mısınız?

HAMZAÇEBİ – Bu noktada Türkiye'de harcamalarında en az gelirler kadar irdelenip sorgulanması gerektiğini söyleyerek harca-

ma tarafına dönmek istiyorum. Türkiye'nin harcama yapısı yıllar boyunca önemli değişimler geçirmiştir. Kamu kesiminde sosyal güvenlik, tarım, özelleştirme gibi yapısal reformların yapılamaması, popülist politikalar, istikrarsız ortam, bütün bunların sonucunda ortaya çıkan kronik yüksek enflasyon, yüksek faizle borçlanma bütçenin şekillenmesinde rol oynayan ana unsurlardır.

Bundan 10 yıl önce 1990 yılında bütçe giderleri içinde cari giderler % 48.9 iken bu oran 2000 yılında % 27.9 oranına düşmüştür. Cari giderler içinde en büyük kalem olan personel giderleri 1990 yılında % 38.7 oranında iken 2000 yılında % 19.7'e gerilemiştir. Bu durum personel giderlerinin azaldığı şeklinde yorumlanmamalı. Çünkü personel giderlerinin GSMH'ya oranı 1990 yılında % 6.7 iken bu oran 1999 yılında % 8.8 ve 2000 yılında da %7.4 olmuştur. Genelde azda olsa reel olarak artmıştır. Ancak faiz ve diğer transfer harcamaları nedeniyle bütçenin hızlı şişmesi sonucu personel giderlerinin toplam bütçe giderleri içindeki payı düşmüştür.

Transfer giderlerinin bütçe giderleri içindeki payı 1990 yılında % 36.6 iken % 83.3 oranında arta-

rak 2000 yılında % 67.1'e ulaşmıştır. On yıl içinde transfer harcamalarının bütçe giderleri içindeki payı üçte birden üçte ikiye yükselerek bütçeyi bir transfer bütçesi niteliğine sürüklemiştir. Transfer giderleri içinde en büyük kalem olan faiz giderlerinin bütçe giderleri içindeki payı aynı dönemde % 121.5 artarak % 20.4'den % 45.2 oranına fırlamıştır. Bir başka deyişle faiz giderleri bütçenin beşte biri iken bugün yarısını götürür hale gelmiştir.

Diğer taraftan devletin devlet bankaları ve KİT'ler kanalıyla yapmış olduğu, görev zararı olarak adlandırılan ve önemli miktarlara ulaşan harcamalar bütçe giderleri içinde görülmemektedir. Yatırım harcamaları ise 1990 yılında bütçe giderlerinin % 15.1'ni oluştururken 2000 yılında bu oran % 5'e gerilemiştir. Çünkü bütçeden aktarılabilir kaynak giderek azalmaktadır. Yatırım harcamaları GSMH payı olarak da aynı dönemde % 2.5'den % 1.9'a gerilemiştir.

Harcamalar ile ilgili bu kısa özeti sonucu bütçenin harcama tarafının esnekliğini büyük ölçüde yitirdiğidir. Hükümetin yeni önlemleri ile bütçede yer alan gelir hedeflerinin tutacağını söylemek ma-kuldür.

NAS – Bu resim karşısında 2001 bütçesi için genel değerlendirmenizi alabilir miyiz Sayın Eğilmez?

EĞİLMEZ – Özetle ben 2001 bütçesini olumlu karşılıyorum. Buna karşılık Türkiye'nin kırılgan bir ekonomik yapı yaratmamaya özen göstermesi gerekiyor. Çünkü bu tür kapsamlı programlar sonuçta 2/3'ü çökmüş bir mali sektör ortaya çıkardığı ve sonuca da ulaşamadığı takdirde başlangıç noktasına göre çok daha kötü bir yere varabiliyor. Bunun en tipik örneği Brezilya'dır. 1986'dan bu yana uyguladığı 6'ncı program olan ve başlangıçta son derece olumlu sonuçlar veren "Real Plan Brezilya", Asya krizinin etkisine mali sektörü çökmüş olarak yakalandı ve kendisine empoze edilen her şeyi kabullenmek zorunda kaldı.

Risk var mı? Kâr olan, ya da daha genel bir ifadeyle yarar olan her yerde risk vardır. Bu programı sürdürürken iki şeye çok dikkat etmek gerektiğini düşünüyorum. Birincisi, mali sektörü kırılgan hale getirmemek için tedavi edici bir yaklaşım uygulamak gerekir. İkincisi, cari denge açığını çok yakından izleyip gereken önlemleri kısa zamanda alabilmek zorunludur.

Şu andaki en büyük risk dedi-kodu riskidir. Her gün banka batırıp çıkararak dedikodular, yalnız bankaların değil sanayinin de batmasına yol açar. Unutmamak gerekir ki, bu ülke 1998 ve 1999'da krizin eşiğindeydi. Asya ve Rusya krizlerinin etkisiyle sanayi büyük bir bunalıma girmişti.

Bugün sağduyu zamanıdır. Birbirine yönelik suçlamalar sonunda dedikodu üretiminin artmasına ve aynen dün Brezilya ve bugün de Arjantin'de olduğu gibi ciddi finansal sorunlara neden olur ve bu gelişmeden toplum kaybeder. Brezilya ve Arjantin'in karşısında ne sözde soykırım tasarıları ne Kıbrıs ne de Ege sorunu vardı. Onlar yalnızca finansal olarak ödeyecekler bu batışın faturasını. Kendi kendimize sorunlar yaratmaktan uzak durmamızda sayısız yararlar var.

NAS – Teşekkür ederim Sayın Eğilmez. Bu arada Sayın Alkin'in takıldığı bir nokta daha var. İsterseniz kendisinden onu da dinleyelim. Buyurun Sayın Alkin.

ALKİN – İkinci takıldığım noktayı söyleyeyim. Yine birçok çevrede, özellikle akademik çevrelerde bütçe açığı ile enflasyon arasında doğrudan bir ilişki yoktur



1996 yılında kurulan ve Haziran 1998'de hisselerinin % 49'u halka arz edilen **Yapı Kredi Koray Gayrimenkul Yatırım Ortaklığı** (İMKB: YKGYO), Türk gayrimenkul sektöründe büyük bir güç olarak yerini aldı.

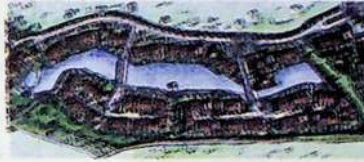
Yapı Kredi Koray Gayrimenkul Yatırım Ortaklığı, Yapı Kredi'nin fi-

nansal alandaki uzmanlığının ve Koray Yapı Endüstrisi'nin gayrimenkul alanındaki deneyiminin getirdiği gücü taşıyor.



Halen **Yapı Kredi Koray**

Gayrimenkul Yatırım Ortaklığı'nin portföyünde, Yapı Kredi Plaza'da ofis katları, Kemer Country Yalikonaklar ve



Elit Residence gibi lüks konut projelerinin yanı sıra, Türkiye'de, tamamı bir gayrimenkul

yatırım ortaklığı tarafından geliştirilen ve pazarlanan ilk konut projesi olan İstanbul İstanbul bulunuyor.

Yapı Kredi Koray Gayrimenkul Yatırım Ortaklığı, bugün, 100 milyon dolara yaklaşan toplam aktifleri



ve yeni projeleriyle, gayrimenkulün yüksek getiri sağlayan yatırım araçlarından biri olduğu ülkemizde, olağanüstü yatırım imkânları sunmaya devam ediyor.

YAPI KREDİ | KORAY

GAYRİMENKUL YATIRIM ORTAKLIĞI A.Ş.

Büyükdere Caddesi Yapı Kredi Plaza B Blok Kat: 7 Levent 80620 İstanbul
Telefon: (0212) 284 13 56 (pbx) Faks: (0212) 284 13 58

E-Posta: ykk@yapikredikoray.com İnternet Adresi: www.yapikredikoray.com

savı var. Örnek olarak ta Türkiye'den de daha büyük bütçe açığı veren batı ülkeleri gösteriliyor, bunlarda enflasyon düşük. Bütçe açığı ile enflasyon arasında tabiidir ki doğrudan bir ilişki kurulmaz ama aradaki ilişki o bütçe açığının neyle finanse edildiğidir. Eğer siz aşırı bütçe açığı verip, bu bütçe açığını para basarak ve yüksek faizle borçlanarak finanse ediyorsanız, tabiidir ki a zaman bu açık enflasyona neden olur. Türkiye'den de daha fazla bütçe açığı veren batı ülkeleri; gerek yasal olarak, gerek genel olarak böyle bir finansman yoluna başvurmadıklarından, örneğin Amerika Birleşik Devletleri'nin çoğu kez Türkiye'den daha büyük bütçe açığı verdiğini biliyoruz. İtalya'nın, Fransa'nın, İngiltere'nin ve son zamanlarda Belçika'nın Türkiye'den daha fazla bütçe açığı verdiğini biliyoruz. Fakat enflasyon yok, neden yok? Çünkü makul faizle uzun vadeli iç borçlanma ile finanse ediyorlar. O yüzden enflasyon yaratıcı bir şişme, bir talep şişmesi meydana gelmiyor. Fakat yine unutmayalım İngiltere ve İtalya'yı gayet iyi hatırlıyorum. Onlarda o kurala uymadıklarından 1980 öncesi iki ülkede de enflasyonun % 25'lere çıktığını biliyoruz. Fakat Türkiye'de 1974 petrol bunalımın-

dan ve 1975 yılının siyasal karmaşasından önce % 20'lik enflasyon görülmüş değildi. Fakat İngiltere ve İtalya gibi ülkelerde dahi bütçe açığının finansmanında yanlış yol tutulduğundan pekala enflasyona neden oldu. Hiç kendi kendimizi kandırmayalım. Latin Amerika gibi, Türkiye gibi bütçe açıklarının enflasyon yaratıcı yollarla finanse edildiği ülkelerde, pekala bütçe açıkları enflasyonun ana hedefidir. Böylelikle enflasyon ile bütçe açığı arasında büyük korelasyon vardır. Ondan titizleniyoruz zaten. Biz bütçe açığı daralsın, Devletin iki yakası biraraya gelsin mali yapısı düzelsin diye.

NAS – Bu tespit gerçekten iyi oldu. Çok tartışılan bir konuydu. Sayın Alkin burada cari açık meselesine biraz değinelim. Sadece bütçe açığı değil, cari açık da önemli; cari açığın ne kadarı sürdürülebilir, tolere edilebilir?

ALKİN – Cari açığın büyümesinden Türkiye'nin geçmiş tecrübelerini bilenler, yani benim yaşımda olanların tedirgin olmaması mümkün değil. Çünkü biz gayet iyi biliyoruz ki, bundan evvel gerek 1958 bunalımı, gerek 1968 - 1969'da başlayan bunalım, gerek meşhur 17 Şubat 1977 transferlerin durduğu bunalım ve en son

1994 krizi bunların hepsi döviz bunalımıdır. Yani dövizin başlatmış olduğu bunalımlardır. Onun için benim yaşımında olanların, özellikle öyle enflasyon rakamı, büyüme yavaşlamış, hızlanmıştan çok döviz dengesine bakmalarını çok yadırgamamak gerekir. Biz Türkiye'nin en az dört defa döviz yüzünden ekonominin başının derde girdiğini gördük. O yüzden bir tedirginlik var. Hepimiz biliyoruz ki, Latin Amerika ülkelerinde ve Türkiye'ye benzer ülkelerde devamlı bir döviz sorunu vardır. Bizim gibi ülkeler gereksinim duydukları dövizleri üretecek bir ihracat veya hizmet satışı kapasitesine erişmiş değildirlere. Ancak sermaye hareketleri ile finanse ediyorlar, cari işlemler açıklarını.

Bu yıl baktığımızda, ithalatta kurun yavaş gitmesinden dolayı hızlı bir artış oldu ve dış ticaret açığımızı umduğumuzun üstünde büyüttü. Ama unutmayalım 10 milyar dolarlık ithalatın -son rakamları söylüyorum- 8 milyar dolarlık kısmı petrol ve doğalgaz. Bir şanssızlık oldu. Dünyada petrol fiyatları istikrar programının başladığı yıl ani olarak fırladı ve bundan dolayı ithalatta bir artış, dış ticaret açığında bir genişleme ve ona bağlı olarak da cari işlemler aç-

ığında bir genişleme meydana geldi. Bu bir mazeret değil arna ortada bizim istikrar programını uygulayan Hükümetin bir taksirati yok. Ayrıca bunu durduracak bir marifet göstermesi de mümkün değil. Biz zaten az petrol tüketen bir ülkeyiz, bundan da daha düşük bir petrol tüketemezdik. Şu anda cari işlemlerde bir sorun olmadığını biliyoruz. Bugün cari işlemler açığı yayınlandı. Sanıyorum ki, sekiz ayda 8 milyar dolara yakın çıktı. Bu tabii insanları tedirgin ediyor. Açıklanan rakamlardan 2.5 ay ilerdeyiz. Fakat şu anda döviz piyasasında bir kıpırdama yok. Biz iktisatçılar devamlı olarak döviz piyasasına bakarız. Döviz piyasasında olağanüstü bir hareket yoksa anlarız ki döviz arzı döviz talebine şu an yetmektedir. Döviz piyasasında da uluslar arası kur hareketlerinden daha farklı bir hareket gözüküyor. Bizim mali bürokrasimizde, hakikaten cari işlemlerin kritik bir denge olduğu kanaatinde. Şu anda korkulacak bir durum yok. Fakat 2001 yılı makro ekonomik dengesi açısından gelecek yıl cari açığın bir miktar frenli gitmesinin önemi olduğu kanaatindeyim.

NAS – Zannedirim IMF'de bu konuya biraz önem vermeye başladı.

ALKİN – Ancak burada da çok dikkat etmek gerekir. Bu sadece kısıtlayıcı tedbirlerle olabilecek bir şey değil. Döviz gelirleri kısmında daha fazla gayret göstermek gerekecek, aynen bütçede konuştuğumuz gibi. Orada da dedik ki, harcamalarda yapabilecek bir şey yok, gelirler kısmıdır önemli olan. Cari işlemler açığının da frenlenmesinde aslında lider tarafında yapılacak pek fazla bir şey yok. Bir Gümrük Birliği içerisindeyiz. Dünya Ticaret Örgütü zaten 2002 yılından itibaren serbest ticareti onayladı. Yürürlüğe girecek bütün dünyada. Onun için çok fazla kısıtlayıcı tedbir alamıyoruz. Yani lüks arabaya vergi koyarak vs. bu ithalatın hızlı artışını tersine çevirip, ülke için evvela bizim irademizin dışında petrol meselesi var. Ayrıca gelirler yönünden de euronun neredeyse petrole benzer bir sarsıcı etki yarattığını unutmamamız gerekir. Euronun zayıflaması bizim Avrupa'ya olan ihracatımızda dolar cinsinden önemli kayıplar ortaya çıkardı. Şu halde ihracat için masa altından pek teşvik veremeyeceğimize göre burada sermaye hareketlerine kısa vadeli de olsa özen göstermemiz gerekiyor. Tabiidir ki, sabit sermaye yatırımlarını tahrik etmek, teşvik etmek yasal düzenlemelerle çok

önemlidir. Bize daha acil döviz geliri zaman. Bunun da birinci çaresi daha hızlı bir özelleştirme, tutuktuktan vazgeçmek, daha hızlı bir özelleştirme programı yürütmek ve portföy şeklinde gelecek kısa vadeli sermaye girişini ürkütmeyecek bir ortam yaratmaya çalışmak, mümkün olduğu kadar siyasi çalkantı çıkarmamaya çalışmak gerekir. Çünkü dış spekülâtorler bu konuya çok önem veriyorlar. Cari işlemler gelecek senenin kritik konularından birisidir. Sanıyorum o sorunun da üstesinden özellikle özelleştirmeyi hızlandırarak gelmek mümkün.

NAS – Portföy yatırımlarından söz ederken; Son zamanlarda hem yabancı yatırımcılar, hem de Dünya Bankası IMF gibi uluslararası kuruluşların tespitleri ile yeniden moda olan, doğrudan yabancı sermaye neden gelmiyor problemlerinde kısa vadede bir iyileşme beklenebilir mi?

ALKİN – Kısa vade demeyim ama, aslında biraz başladı. Hükümetin biraz daha dikkatli olması gerekir. Bazı ülkelere neden çok daha fazla yabancı sermaye gittiğine dair bir araştırma var. Çin ve Güney Kore gibi ülkeleri bir tarafa bırakıyorum. Çünkü Çin'e, Çin dışında muhkim olan Çin'lilerin

özellikle Amerika'da Çin'e giren sermayenin % 80 - % 85'ini yolladıklarını, ayrıca Güney Kore'ye de Amerika'da yaşayan Kore'lilerin gönderdiklerini biliyoruz. Bunların dışındaki ülkelere bakalım. Biliyorsunuz bunun için 50 bin türlü araştırma var. Efendim siyasi rejime bağlılar, makro ekonomik dengelere bağlılar. Fakat 3-4 yıl önce "Borner" adında İsviçre'li bir iktisatçı iki arkadaşıyla beraber, ekonometrik analizler yaptıktan sonra en nihayet anket usulüne başvurmaya karar verdi ve uluslar arası yatırımcılara bazı sorular sordu. Anketin sonuçlarını bir rapor halinde yayınladı. Economist dergisinde de bunun bir özeti çıktı. Bir ülkeye sabit sermaye hareketini cezbetmek için iki altın kural meydana çıktı. Birincisi ekonomiyi ilgilendiren kanunlar ve kararname ikide bir sürpriz niteliğinde değişmeyecek. İkincisi, bunlar değişmez olsa dahi Hükümet bunları etrafında dolanmayacak.

NAS – Yani kanunlar uygulanmalı ve değişmemeli. Bu konuda biz sabıkalıyız. Burada 2001 yılı bütçesi için bir şey beklemek anlamlı değil.

ALKİN – Evet. Almanya'daki Türk vatandaşları, Çin'lilerin Çin'e, Kore'lilerin Kore'ye yolladığı gibi

yığın bir şekilde yollayacakları söz konusu değil.

NAS – Harcamalar tarafında nominal olarak % 3.5 gibi bir artış var. Bu reel anlamda bir küçülme öngörüyoruz. Bu gerçekçi mi?

ALKİN – Zorunlu, biliyorsunuz zor oyunu bozar derler, bu zorunlu.

NAS – Bu açılsa bunu gelirden takviye etmek zorundalar diyorsunuz.

ALKİN – Evet başka çare yok. Memurlar haklıdır, reel gelirleri düşmüştür. Zaten resmi istatistiklerde ortaya koydu. Çiftçilerin bir kısmı haklıdır. Fakat enflasyonla mücadele böyle yapılır maalesef. Maaş zamları ile, destekleme alımları ve artışları ile enflasyonla başa çıkmak mümkün değil.

NAS – Biliyorsunuz Kıta Avrupa'sında ve Amerika'da bu vergi konusuna farklı yaklaşımlar var. Amerika özellikle yatırım hevesini kırmaması yönünden tüketim vergilerine yüklenilmesi konusunda bir eğilim de var. Kıta Avrupa'sında ise kurumlar vergisine olmasa bile, gelir vergisine ciddi bir yüklenme söz konusu. Fakat son yıllarda KDV nedeniyle tüketim vergilerinin payı artıyor. Türkiye'nin özel koşulları açısından siz-

ce ilave vergi focusu hangi vergiler üzerine yoğunlaştırılmalı. Şimdi duyduğumuz benim şahsen çok yanlış bulduğum, yatırım indirimlerinin stopajını artırarak vergi almak gibi eğilimlerde var yasa koyucu da. Tüketim vergileri bir taraftan hep kısıcı olması yönünden gerekli makro yönden. Bir taraftan da yatırım hevesini kırması yönünden bence doğru. Sizin bu konuda bir değerlendirmeniz var mı?

ALKİN – Ben Hükümetin argümanını anlamakla beraber, tüketim vergilerine yani KDV çok yüklenirse bu ödenmez. Satıcı ile alıcı arasında pazarlık olur. Bunu anlayışla karşılamakla beraber, aslında üretimi doğrudan olumsuz etkileyecek vergilere yüklenmenin hatalı olacağı kanaatindeyim. Üretimi dolaylı olarak gecikmeyle etkileyecek vergiler çok daha makul. Daha doğrusu, zaten bugün çağdaş vergi teorisinde harcamalardan alınan vergiler ön plana çıkıyor. Üretimden ve istihdamdan caydırıcı vergiler giderek demode haline geliyor. Amerika'nın zaten Avrupa'nın önüne geçmesinde en önemli neden de Amerika'da sürekli vergi reformunun üretimden caydırıcı vergilerden vergi yükünün tüketim vergilerinin harcanan

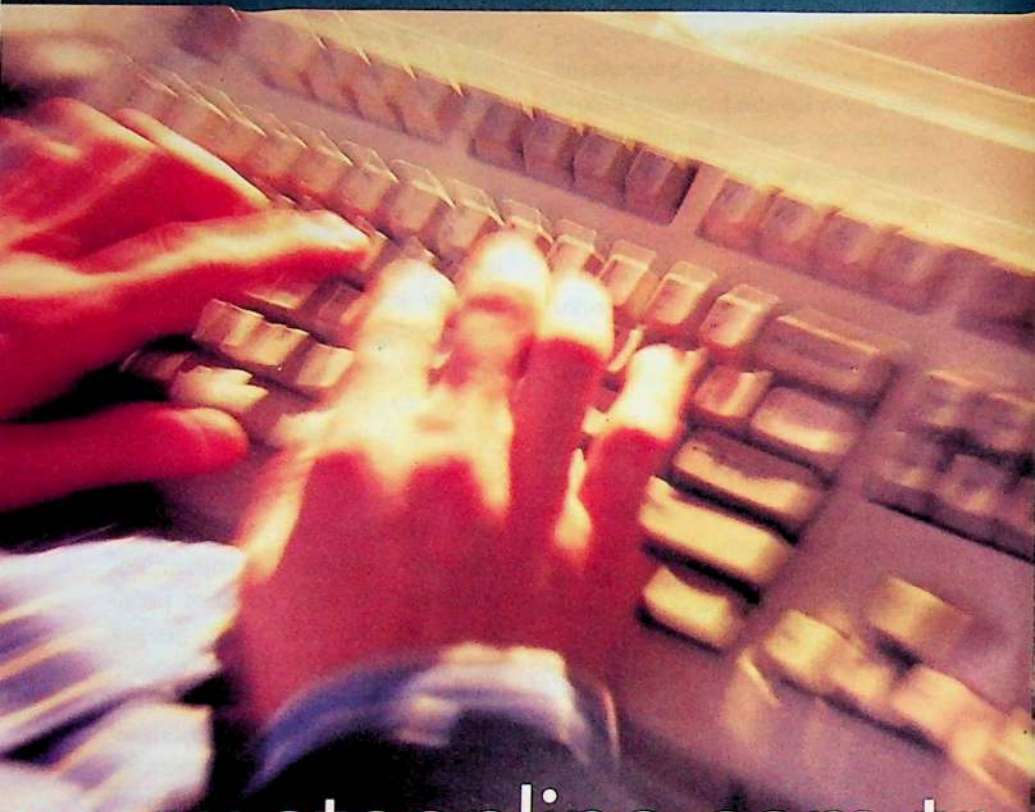
yönünün kaymasından dolayı. Avrupa halâ demode bir vergi sisteminde tutturmuş gidiyor, bu yüzden de darbe alıyor. Türkiye'nin de şu olağanüstü dönem aşıldıktan sonra benzer bir vergi reformunu mutlaka gündeme getirmesi gerekir. Harcama vergileri gayri adilanedir. Öbürleri müterakki tarife ile alındığından adilanedir, bu da demode oldu. Bence şu anda mümkün olduğu kadar üretimden ve istihdamdan caydırıcı ek vergilerden çok bütün risklerine rağmen tüketim ve harcama vergilerine doğru kaydırmak gerekiyor ek vergileri.

Başımıza çok başka bir sorun çıkacak. İstikrar politikasının amaçlarından çok daha büyük bir durgunluk ve işsizlikle karşı karşıya kalabiliriz. Hükümetin telaşını anlıyoruz. Öbüründen vergi toplamak güç olur diye, bu taraftan "kaz"ı bulduk biraz daha yolalım diyebilirler ama yolunacak tüy kalmadığı zaman da başımıza dert açılabilir. Son noktayı söyleyip konuşmamı bitireyim. Bu aralar Türkiye'yi çok dolaşıyorum. Hemen hemen her konferansta, açık oturumda bir iki kişi kalkıp bana şu soruyu soruyorlar. Bu istikrar programı devam edecek mi hocam? Yarı yolda hükümet bundan

vazgeçer mi? Ben şöyle söylüyorum; Bu hükümet iş başında iki sene daha kalırsa biz denk bütçeye eninde, sonunda ulaşabiliriz. Ama ondan sonra gelecek hükümetler için hiç kimse söz veremez. Şimdi halen bütün dünyada enflasyondan korkulduğuna göre, bunun arkasında başka bir korku yatıyor. Acaba enflasyonu sıfıra indiren, sıfırlayan Amerika'da, Avrupa'da yani sıfıra yakın düzeye indiren Hükümetlerin ardından gelen hükümetler çeşitli nedenlerle acaba tekrar popülist politikalara gidip enflasyonu azdıracak bir bütçe politikası uygulayabilirler mi? Hayır uygulayamazlar demek mümkün değil. Yakın tarihe baktığımızda Amerika bile halâ enflasyondan korktuğuna göre kimin ne yapacağı belli olmaz. Onun için bu Hükümet denk bütçeyi sağlasa bile ondan sonra gelecek Hükümetler bir daha tövbe diyecekler diye bir söz veremem ama bu bir ders olacak çok fazla bir sapma olmayacak. Yalnız şunu da bilelim, bunu söylemek zorundayım, müsrif Hükümetler elinde denk bütçe bile enflasyonu yaratır.

Bazıları diyorlar ki, denk bütçe enflasyon yaratmaz. Çünkü Devlet halkın elinden harcamaya-

cağı bir parayı almıştır, şimdi onu harcamaktadır. Demek ki harcamanın toplamında bir değişiklik olmaz. Fakat sizin parayı aldığınız kitle ile, parayı harcayarak yönelttiğiniz kitle birbirinden farklı. Hükümet ve aynı zamanda harcamaları yönelttiği kitle eğer paranın alındığı kitleden daha müsrif ise denk bütçe bile bal gibi talep genişlemesi yaratır ve yine enflasyona neden olabilir. Bundan sonra biraz daha dikkatli olacağız kanaatindeyim. Fakat dediğim gibi bu bir demokrasidir. Daha şimdiden hiçbir hükümeti taahhüt altına sokamazsınız. Öyle olağanüstü koşullar gelir ki veya popülist politikalar gelir ki, yine biraz gevşek bütçelere gidilebilir. Bütün temennimiz böyle bir şeyin ileride olmaması ve bu Hükümetinde herhangi bir siyasal kargaşa yönünden iki seneden önce dağılması, bunu inatla takip etmesi gerekir. Ben bu Hükümetin vazgeçeceği kanaatinde değilim. Eğer bu hükümet yerinde kalırsa bu istikrar programı tut aşağı, vur yukarı hedeflerde sapma olsa da, sonuna kadar devam ettirilir. Enflasyonu, yıllardır görmediğimiz makul bir düzeye düşüreceklerdir. Efendim ya 1951 ya da 1952 yılında Türkiye'de enflasyon yıllık % 0.8 idi. Şu anda bile çoğu batı ülkesinin gö-



www.ataonline.com.tr
...veee borsa!



remeyeceği bir düzeydeydi. Savaşın olağanüstü durumunu bırakalım. Türk halkı 1946 - 1973 yılları arasında bir iki dalgalanma dışında istikrara alışkın bir halktı, % 5'i aşmayan bir enflasyon vardı. Bizim kuşak ancak 1974 ile birlikte petrol bunalımı, petrol bunalımının siyasal kargaşa yönünden anlaşılmasını ve 3 ayda 6 ayda değişen hükümetler yüzünden enflasyonun % 130'lara kadar çıkardığı ve 24 Ocak Kararları geldi.

NAS - Türkiye imkanları ile yetinmek istemeyen bir ülke, biraz da iş bundan doğdu. Evet o dediğiniz zamanlarda enflasyon yoktu. Ama Türkiye yoksuldu. Şimdi onu kırmak için biraz borçlanalım. Tıpkı aile bütçesinde olduğu gibi, borç yığının kamçısıdır mantığı ile bir yerlere gidelim dendi ama fert başına milli gelirden de bir sıçrama sağlayamadık.

ALKİN - Açıkça söyleyeyim doğrudur. Ailelerin, bireylerin ihtiraslı olması gibi, milletlerinde ihtiraslı olması son derece doğal ve haklıdır. Yalnız çabalarında bu ihtirasa uygun olması gereklidir. Yani ben verimimi arttırmadan, -kişi veya firma için- yaptığım yatırımların daha verimli olması için elimden gelen çabayı göstermeden ve har vurup harman savurmaya de-

vam ederek, tasarrufa önem vermeden o hırsla daha fazla kalkınacağımla dersin girtlağına kadar borca gidersiniz, Devlet sende para basarsın, enflasyona girebilirsin. Hem döviz kısılcasına hem de enflasyon kısılcasına girilir. Bunu kaç defa yaşadık. Şimdi Türkiye'de rakamlar belli. Madem ki Türkiye yarım yüzyıl içerisinde ortalama % 5 büyümüş. Tut aşağı vur yukarı Türk halkının % 25 civarında ettiği ve yatırımlarında aslında 4'e 1 verimlilikte olduğunu anlıyoruz. Yatırımları 3.5 koy 1 al, 4.5 koy 1 ala yükseltmedikçe, tasarruf oranı % 25'lerden % 28'lere yükseltmek için bir çaba harcamadıkça, eğer siz o % 5 ortalamayı % 8'e çıkartmak isterseniz, olmayan kaynaklara başvurmak zorunda kalıyorsunuz. Yani ya para basmak ya da aşırı borçlanmak zorunda kalıyorsunuz. Bu sadece bizim maceramız değil. Latin Amerika ülkelerinin de macerası. Öte yandan iş bekleyen milyonlarca işsiz insan var, onları tatmin etmek istiyor Hükümetler. Fakat Hükümetler de ne kadar kısa vadeli düşünürlerse düşünsünler, ne kadar popülist olurlarsa olsunlar, sadece Hükümetlerin değil, bize benzeyen ülkelerdeki aydınların, sivil toplum örgütlerinin ihtiraslı Türkiye'nin bu ihtirasına uygun olarak verimliliği

yükseltmek ve tasarrufu arttırmak çabası içerisinde girmesini halka anlatmak gerekir. Öyle çalışıp çabalamadan, tasarrufu arttırmadan, verimi arttırmadan ihtiraslı olmanın sonu böyle oluyor işte.

NAS – O konuda son yıllarda Türkiye’de bir bilinç noksanlığı oldu. Sanki bedavadan olabirmiş gibi. Bir de bu vergilerle ilgili, bağlantılı nokta şu zannediyorum. Bence çok önemli, ben de bir iki yazımda buna değinmeye çalıştım. Vergi meselesi sadece ahlak meselesi de değildir verimlilik meselesidir. Çünkü Türkiye’de iş kesiminin içinde öyle işletmeler var ki, aslında etkin değiller. Ama vergi ödemedikleri için devam ediyorlar. Vergi ödemediği için gerçek durumunu da göremiyor, yeniden yapılanamıyor, böyle ciddi bir sakıncası var. Ekonomide verimlilik düzeyi düşüyor. Gelecek Hükümetlerin bir şey yapmasını garanti etmek mümkün değil ama şu mümkün galiba; En azından sağlam bir kamu finansmanı mantığı edinirsek. Kardeşim harca ama şunu buradan finanse et, bunu yaptığın sürece harcamada serbestsin. Böyle bir disiplin gelirse o zaman vergi ödeyen o harcamanın da ne olduğunu merak eder.

ALKİN – Vergi olağan döneme geçildikten sonra, bu olağanüstü dönemden sonra vergi oranlarını düşürücü ve zulümden adalete geçen bir vergi sistemi yaratmak durumundayız. Zulüm derken şu; bir ücretlinin nakdi gelirinin tamamını sağlık masrafları götürse bile o adamdan halâ vergi almaya devam ediyoruz.

NAS – Bizim vergilerimiz salmaya benziyor, tam bir vergi değil. Parafiskal gelirler konusunda da görüşlerinizi alabilir miyim Sayın Alkin. Gelir bütçesinde o da çok önemli, bizde çok düşük tabii.

ALKİN – Kara delikler derken, KİT’lerin yanında bir de sosyal güvenlik sistemi var. Bütçeye çok büyük bir yük teşkil ediyor. Onda önemli bir reform gerekiyor. Burada şu anda sosyal güvenlik sisteminin az çok dengede olduğu ama bu denge geçicidir. İki ülke hatırlıyorum; biri İngiltere, diğeri Amerika Birleşik Devletleri. Fakat Amerika Birleşik Devletleri’ndeki uzmanlar dahi sosyal güvenlik sisteminin 30 yıl sonra iflas edeceğini iddia ediyorlar. Buna bir çare bulmak gerekir. Yani sosyal güvenlik sisteminin aslında ülkenin üretken fonlarını götürücü değil, ülke ekonomisine bir fon yaratıcı bir sisteme dönüştürmek

gerekir. Bu konuda batıda çok önemli çalışmalar var. O önemli çalışmaları takip etmek gerekir. Özellikle sizde biliyorsunuz ki, yaş ortalaması yükseldikçe sosyal güvenlik sistemini iflastan kurtarmak giderek güçleşiyor.

NAS – Yine de anglosakson sistemleri bu konuda çok üretken. Özellikle ABD'de 7 trilyon dolara varan özel emeklilik fonları, sigorta şirketlerinden sonra en büyük kurumsal yatırımcı kategorisi haline gelmiş durumda. Tabii ciddi teşvik lâzım.

ALKİN – Evet. Artık kamunun değil, ülke ekonomisinin finansal dengesinde bu sosyal güvenlik sistemine de, para fiskal sistemine de veya sosyal güvenlik sistemine benzer sistemlere sanıyorum ayrıca bir dikkat, odaklanma gerekecektir.

NAS – 2001 yılı bütçesi, yürürlükteki 3 yıllık hayati programın bir parçası olarak hem çok güncel, hem de çok hassas bir dokü-

man. Sanıyorum, hem makro göstergeler, hem de gelir ve gider yönleri açısından oldukça ayrıntılı bir irdeleme yaptık. Göstergelerin çoğunda negatif, büyüme ve faiz dışı fazlada pozitif sapma olmasına rağmen genel doğrultuya bağlı kalındığı ve kararlılığın devam ettiği ortaya çıktı. Harcamalarda mümkün olduğu kadar kısıntı, gelirlerde de ciddi artış unsurlarının kaçınılmaz olduğunda herkes hemfikir. Sanırım 2001 Temmuz'unda mevcut sabit kur sisteminden esnek band sistemine geçinceye kadar hedeflerde direnilebilirse bu defa başarıyla sonuçlandı diyebileceğimiz bir program uygulaması mümkün olacak. En önemlisi, çekilen ıstırap sonunda bir işe yarayacak.

Değerli konuşmacılara katılımlarından dolayı çok teşekkür ederim.

Derginin Notu: Yukarıda sunulan "Açık Oturum" 16 Kasım 2000 tarihinde yapılmıştır.



Ekonomik Göstergeler (İç)

Kasım / 2000

	1997	1998	1999		2000		
			Aralık	Haziran	Temmuz	Ağustos	
T.C. MERKEZ BANKASI							
Döviz ve Altın Mevcudu (milyon \$)	19475 0	20723 0	24233 0	25530 0	25660 0	-	
Banknot Miktarı (milyar TL)	758878 0	1328542 0	2390748 0	2754 5(*)	2825 3(*)	-	
T.C. Merkez Bankası İç Kredileri (milyar TL)	346408 0	9098 0	9826 0	1 5(*)	1 5(*)	-	
Hazineye Kısa Vadeli Avansı (milyar TL)	337623 0	-	-	-	-	-	
BANKALAR (milyar TL)							
Toplam TL Mevduat	6625325 0	241 85291 0	-	5969064 0	-	-	
Ticari Kuruluşlar Mevduatı	950426 0	2114790 0	-	3746050 0	-	-	
Tasarruf Mevduatı	3193612 0	6427369 0	-	14502036 0	-	-	
Vadesiz Tasarruf Mevduatı	233887 0	326406 0	-	747861 0	-	-	
Vadeli Tasarruf Mevduatı	2959725 0	6100964 0	-	13754175 0	-	-	
Mevduat Sertifikası	159 0	15 0	-	0 0	-	-	
Resmi Kuruluş Mevduatı	221416 0	364966 0	-	1128866 0	-	-	
Bankalar Mevduatı	1241192 0	2410724 0	-	9420727 0	-	-	
Diğer Kuruluşlar Mevduatı	970491 0	2037881 0	-	-	-	-	
Döviz Tevdiatı	5920236 0	10783777 0	-	4297701 0	-	-	
Toplam Krediler	8811893 0	141 22355 0	-	26410778 0	-	-	
Tarım	1504492 0	1170731 0	-	28109572 0	-	-	
İhtisas Kredileri	668676 0	-	-	2258456 0	-	-	
Mesleki (Küçük Esnaf ve Sanatkar)	140062 0	211324 0	-	3808470 0	-	-	
Gayrimenkul	127097 0	311220 0	-	339372 0	-	-	
Denizcilik	13259 0	21491 0	-	532015 0	-	-	
Turizm	15958 0	25789 0	-	1853 0	-	-	
Diğer İhtisas Kredileri	187063 0	304221 0	-	52259 0	-	-	
Ticari, Sınai, Saz	6155286 0	2044776 0	-	624516 0	-	-	
PARA ARZI (milyar TL)	1378604 0	22841 74 0	4931262 0	24301102 0	6167 0(*)	-	
FIYATLAR (DİE; 1987 = 100, 1994 = 100)							
Toplam Eşya Fiyatları İndeksi (Genel)	787 7	1215 1	1979 5	2346 4	2370 5	-	
Tarım (Genel)	951 2	1635 4	2126 3	2595 1	2566 6	-	
İmalat Sanayii (Genel)	743 5	1093 8	1932 9	2265 5	2301 1	-	
Tüketici Fiyatları (Türkiye)	857 5	1488 1	2456 6	2895 1	2960 1	3024 4	
Tüketici Fiyatları (İstanbul)	875 1	1490 5	2521 0	2971 9	3036 1	3087 3	
DIŞ ÖDEMELER (milyon \$)							
Dışalım (CIF)	48569 0	45921 0	4069 5	25024 3	-	-	
Dışsatım (FOB)	26261 0	26881 0	2683 3	13353 4	-	-	
İçki Dövizleri	4197 0	5356 0	4529 0	-	-	-	

Notlar: (1) TCMB altın ve döviz mevcuduna, altın stokunun yeniden değerlendirilmesinden doğan değer artışı dahilidir. (2) TCMB kredilerine, borç tahkimleri (konsolide edilen krediler) dahil değildir. (3) Para arzı (M₁) dâhil değildir. (4) Fiyatlar, Ocak/1996'dan itibaren <1994=100> olarak verilmektedir. (5) Dışalım, dışsatım rakamları Şubat/1996, içki dövizleri Ocak/1996 itibarıyla'dır.

(*) 2000 yılı Haziran ayı Banknot Miktarı, T.C. Merkez Bankası İç Kredileri, Temmuz ayı Banknot Miktarı, T.C. Merkez Bankası İç Kredileri ve Para Arzı Trilyon TL'dir.

Sermaye Piyasası

MUSTAFA BARIŞ

Banka-Mali ve Ekonomik Yorumlar Dergisi Yayın Yönetmeni

Borsa Uzun Bir Aradan Sonra (Ekim Ayında) Nihayet Yatırımcısını Sevindirdi

İstanbul Menkul Kıymetler Borsası (İMKB), Ekim ayının ilk işlem gününe, enflasyon rakamlarının yarattığı belirsizlik, siyasetteki gelişmeler ve işlem hacminin yetersiz olması sebebiyle durgun bir seyirde başladı. Fakat haftanın ilerleyen günlerinde; GSM 1800 ihalesinin Danıştay'dan onay alması, enflasyon oranlarının aşırı yüksek çıkmayacağına yönelik beklentiler, Başbakan Ecevit'in enflasyon hedeflerinin tam olarak tutmasa bile çok yakın sonuçlar elde edileceğine yönelik açıklamaları, uluslararası danışmanlık şirketi Schroder Salomon Smith Barney tarafından enflasyona yönelik yapılan olumlu açıklamalar, hisse fiyatlarının yeterince düşmüş olması ve özellikle haftanın son işlem gününde yabancı yatırımcıların İMKB - 30 hisselerinde yapmış oldukları alımlar, borsanın haftayı % 9.7 oranında yükselişle kapamasını sağladı.

İMKB Ekim ayının ikinci haftasına, büyük yatırımcıların uzun zamandır mal taşıdıkları ve bu yükselişi fırsat bilip satışa geçmeleri, uluslararası borsalardaki düşüş, ayrıca yükselen petrol fiyatları nedeniyle düşerek başladı. Haftanın ikinci yarısından itibaren banka ve holding hisselerine gelen alımlar, Standart and Poors'un Türkiye'ye not artışı için geleceği haberi, Özelleştirme Yüksek Kurulu'ndan Türk Telekom ile ilgili olumlu kararlar çıkacağı beklentisi ve açıklanan 2001 yılı bütçe rakamlarından moral bulan borsa haftanın son gününe kadar yükselişini gösterdi. Haftanın son günü ABD borsalarındaki sert düşüşler, Ortadoğu gerginliği İMKB'de tedirginlik yarattı ve haftanın son gününü % 0.99'luk düşüşle kapattı.

Borsa Ekim ayının üçüncü haftasında; Ortadoğu'daki gerilimin biraz olsun azalması, uluslararası borsalarda yaşanan yükseliş, Enerji Bakanlığı'nın Rusya'dan satın alınan doğalgaz miktarının yükseltilmesi için anlaşma yapması, Bakan Sümer Oral'ın "faiz vergisi yok, geriye doğru bir vergiyi de benimsemiyoruz" şeklindeki olumlu açıklaması, Ermeni tasarısının geri çekilmesi gibi olumlu haberlerin gölgesinde yükselişini sürdürdü ve borsa haftayı % 4.3'lük artışla kapadı.

Tablo 1
Ekim Ayının En Başarılı Hisseleri

Dergi Endeksi Kapsamında	Verim (%)	Diğer	Verim (%)
Koç Holding	50.00	Koniteks	246.53
Ford Otosan	47.61	Zorlu Enerji	117.07
Olmuksa	45.40	Sabah Paz.	87.80
Arçelik	33.33	Söktaş	51.72
Kordsa Dupont	29.12	T. Ekonomi Bank.	51.02
İzocam	27.86	THY	50.56
Sabancı Holding	27.77	Ersu Gıda	49.49
Good Year	27.60	Burçelik	48.93
Anadolu Cam	24.52	Efes Holding	47.05
T.Demir Döküm	24.28	Kipa	46.88

Tablo 2
Ekim Ayının En Başarısız Hisseleri

Dergi Endeksi Kapsamında	Verim (%)	Diğer	Verim (%)
Konya Çimento	- 3.48	İş Bank.(Kur)	- 68.57
		Park Elektrik	- 37.03
		Altenratif Yat.Ort.	- 30.76
		Kaplamin	- 29.33
		Akın Tekstil	- 28.57
		Çimbeton	- 23.00
		Bayraklı Boya	- 19.81
		Viking Kağıt	- 18.39
		Esem Spor Giyim	- 16.98
		Emek Sigorta	- 16.21

Borsa Ekim ayının dördüncü haftasına ortalama % 2.77 oranında düşüşle başladı. Borsa Salı günü gelen tepki alımlarıyla biraz toparlandı. Fakat daha sonra Ortadoğu krizinin artması ve Etibank ve Bank Kapital'in Tasarruf Mevduatı Sigorta Fonu'na devredilmesi gibi nedenlerden dolayı hafta sonuna kadar, küçük çaplı da olsa düşüşünü sürdürdü. İMKB'de ortalama haftalık değer kaybı % 2.60 olarak gerçekleşti. İMKB Ekim ayının son iki işlem gününde ise durgun bir seyir izlemesine rağmen, küçükte olsa yükselişini sürdürdü.

Sıralanan bu etkiler sonucunda "31 Ekim 2000 Salı" günü kapanış fiyatları itibariyle 13.538,44 puana yükselen İMKB Ulusal - 100 endeksinin Eylül ayı sonuna göre değer artışı % 19.27 düzeyinde olmuştur. Yine aynı günkü kapanış fiyatları itibariyle, Banka - Mali ve Ekonomik Yorumlar Dergisi endeksi, İMKB Ulusal - 100 endeksine benzer bir artış göstermiş ve Ekim ayında % 16.87 oranında değer artışı göstererek 4.397.698,60 puana yükselmiştir. Endeks kapsamındaki 40 hisseden 36 tanesi yükselmiş, 1 tanesi değer yitirmiş ve 3 tane hisse değerini korumuştur. Ay içinde en fazla değer kazanan ve kaybeden hisseler tablo 1 ve 2'de gösterilmiştir.

Sermaye Artırımları

Eylül ayından sonra Ekim ayında da sermaye artırımları devam etmiştir. Tablo 3'te, Ekim ayında sermaye artırımını gerçekleştiren 9 şirketin artırım öncesi ve sonrası sermaye rakamlarıyla, bedelli ve bedelsiz artırımlarının tutarları gösterilmiştir. Sermaye artırımlarının yanı sıra, Ekim ayında 2 şirketin kayıtlı sermaye tavanı artırımları Sermaye Piyasası Kurulu (SPK) tarafından onaylanmıştır. Bu şirketlerin eski ve yeni kayıtlı sermaye tavanları Tablo 4'te gösterilmiştir.

Hazine aynı hafta içerisinde biri üç aylık diğeri 14 aylık tahvil olmak üzere 2 ihale düzenledi. Hazine'nin "23 Ekim 2000 Pazartesi" günü gerçekleştirdiği üç ay vadeli bono ihalesinde 571 trilyon 100 milyar liralık teklif gelirken, 228 trilyon liralık net satış yapıldı. Hazine'nin 248 trilyon 300 milyar liralık nominal satış yaptığı ihalede basit faiz oranları minimum % 35.07, maksimum % 36.50 ve ortalama % 35.77 düzeyinde gerçekleşti. İhalede bileşik faiz oranları ise en düşük % 39.95, en yüksek % 41.81 ve ortalama % 40.85 oldu. Hazine'nin en son "16 Ağustos 2000" tarihinde gerçekleştirdiği 91 gün vadeli bono ihalesinde ortalama bileşik faiz oranı % 31.37 olmuştur.

Hazine 14 ay vadeli tahvil ihalesinde nominal 574 trilyon 300 milyar, net 400 trilyon 500 milyar liralık satış gerçekleştirdi. Net 453 trilyon liralık borç-

lanmaya gidildi. Hazine ihalesinde, yıllık bileşik ortalama faiz % 37.38 oldu. Hazine gerçekleştirildiği ihaleyle 14 ay (413 gün) vadeli borçlandı.

Kritik Oranlar

Tablo 5'de, 6 aylık mali tablo verilerinden hareketle hesaplanmış ve şirketler hakkında fikir verecek bazı kritik oran değerlerine yer verilmiştir. Tablonun ilk sütununda, işletmelerin likiditelerini ölçmekte kullanılan Cari Oran (CARI) değerleri gözükmektedir. Dönen varlıkların kısa vadeli borçlara bölünmesiyle teşkil eden bu oran, şirketlerin karşılaşılabilecekleri muhtemel nakit sıkıntılarını hakkında fikir vermekte, emniyet açısından bu oran değerinin yüksekçe olması tercih edilmektedir. Tablodaki 86 şirket (İMKB Ulusal -100 endeksinde bulunan şirketler) için hesaplanan ortalama CARI değeri 8,41 olarak hesaplanırken, en yüksek CARI değerine 499,20 ile İş GMYO'nun sahip olduğu görülebilmektedir. Holding şirketlerinde likiditenin yüksek olması

Tablo 3
Ekim Ayında Sermaye Artırımları
(Milyon TL)

Şirket	Önceki Ser.	Bedelli	%	Bedelsiz	%	Yeni Ser.
Barvit	8.800.000	226.000	-	-	-	9.026.000
Borusan Yat.Paz.	1.500.000	-	-	6.000.000	400	7.500.000
Demirbank	205.700.000	69.300.000	33,69	-	-	275.000.000
Doğan Holding	66.503.000	-	-	26.602.000	40	93.104.000
EGS Holding	100.000.000	80.000.000	80	30.000.000	30	210.000.000
Feniş Alüminyum	418.000	-	-	627.000	150	1.045.000
Kipa	3.365.000	3.365.000	100	2.355.000	70	9.085.000
Koniteks	117.000	234.000	200	234.000	200	585.000
Sönmez Pamuklu	725.000	725.000	100	13.775.000	1900	15.225.000

Tablo 4
Ekim Ayında Kayıtlı Sermaye Tavanı Artırımları
(Milyon TL)

Şirket	Önceki Tavan	Yeni Tavan
Eczacıbaşı Yatırım	19.800.000	50.000.000
Mensa Mensucat	8.500.000	40.000.000

makul karşılanabilmekle birlikte, ikinci sırayı yine bir gayri menkul yatırım ortaklığı şirketi olan Yapı Kredi Koray GMYO 45,37 ile almaktadır. Üçüncü sırayı Alarko Holding 11,26 ile, dördüncü sırayı Efes Holding 10,02 ile ve beşinci sırayı da Eczacıbaşı Yatırım 9,43 ile almaktadır. Tabloda 1'in altında CARI değerine sahip 13 şirket; Kardemir (D), Tansaş, Türk Hava Yolları, Kipa, Tofaş Oto Fabrikaları, Turkcell şeklinde sıralanmakta ve tehlike sinyalleri vermektedirler.

Tablonun ikinci sütununda; şirketlerin toplam kısa ve uzun vadeli borçlarının, bilanço toplamına oranlarını ifade eden BORÇ değerleri yer almaktadır. Tablodaki 96 şirket için hesaplanmış ortalama BORÇ değeri 2,77 gibi oldukça makul bir değeri ifade etmektedir.

Tablonun son sütununda yer alan PDD değerleri, şirketlerin piyasa değerlerinin defter değerlerine oranlarını yansıtmakta olup, "3 Kasım 2000 Cuma" tarihli borsa kapanış fiyatlarının, hisse başına düşen özvarlık değerine bölünmesiyle hesaplanmıştır. Değerin küçüklüğü hisse fiyatının ucuz kalmış ve alım için uygun olduğunun göstergesidir. Tablodaki verilere göre "3 Kasım 2000 Cuma" tarihindeki fiyatlara göre 96 şirket için hesaplanan PDD değeri 9,08'dir.

Altı Aylık Kârlar

Her bilanço döneminde olduğu gibi, yine örnek kütlemizde yer alan şirketlerin net kârlarında, önceki döneme göre gözlenen artış oranları hesaplanmış ve Tablo 6'da gösterilmiştir. Tablonun ilk sütununda, şirketlerin 1999 yılı 6 aylık bilanço kârları, ikinci sütununda 2000 yılı 6 aylık bilanço kârları, üçüncü sütununda ise kârdaki büyüme oranı (KBO) değerleri aşağıdaki formüle göre hesaplanmıştır.

$$KBO = \frac{K\hat{A}R\ 2000 - K\hat{A}R\ 1999}{|K\hat{A}R\ 1999|} \times 100$$

Henüz 6 aylık mali tabloları elde edilmemiş olan Doğan Holding, Doğan Yayın Holding, İş Finansal Kiralama, Türk Ekonomi Bankası ve Türk Hava Yolları dışındaki 87 şirketin 35 tanesi negatif, 52 tanesi ise pozitif KBO değerine sahiptirler. Negatif KBO değerine sahip 35 şirketten Çarşı, Gima, Kardemir (D) ve Tansaş her iki dönemi de zararlı kapatmıştır. Bu şirketlerden Gi-

Tablo 5
Şirketlerin Kritik Oranları

Şirket	Cari	Borç	PDD	Şirket	Cari	Borç	PDD
ADANA ÇİMENTO (A)	2,91	0,41	3,20	İHLAS FINANS	-	16,51	1,02
AKBANK	-	5,80	2,64	İHLAS HOLDİNG	1,22	1,49	2,28
AKÇANSA	1,79	0,39	5,25	İŞ BANKASI (C)	-	2,95	4,63
AKSA	2,35	0,70	3,94	İŞ FIN. KIR.	-	-	-
AK SİGORTA	-	0,29	7,71	İŞ GMYO	499,20	0,00	2,45
ALARKO GMYO	2,26	0,71	0,84	İZMİR D.Ç.	2,67	0,46	1,01
ALARKO HOLDİNG	11,26	0,09	10,89	KARDEMİR (D)	0,48	3,87	2,38
ALCATEL TELETAŞ	1,43	1,74	9,26	KARSAN OTOMOTİV	0,97	1,20	9,06
ANADOLU CAM	1,01	0,61	1,41	KAV DAN.PAZ.TİC.	2,78	0,15	4,22
ANADOLU EFES	-	-	-	KİPA	0,62	1,65	6,15
ANADOLU HAYAT	-	0,42	6,18	KOÇ HOLDİNG	2,32	0,12	15,74
ANADOLU ISUZU	1,06	1,50	8,18	KORDSA DUPONT	2,26	0,93	5,53
ANADOLU SİGORTA	-	0,45	4,23	MAKİNA TAKİM	1,26	1,09	0,84
ARÇELİK	2,08	1,04	5,62	MARDİN ÇİMENTO	1,64	0,52	3,69
ASELSAN	1,24	2,60	6,01	MİGROS	1,23	1,64	10,56
AYGAZ	1,93	0,66	10,49	MİLLİYET G.	1,50	1,52	2,67
BAĞFAŞ	1,97	0,87	2,74	MİLPA	1,07	1,56	3,34
BANVİT	1,86	1,05	10,72	MUTLU AKÜ	1,60	1,31	5,23
BATI ÇİMENTO	2,57	0,34	3,15	NET HOLDİNG	11,46	0,12	0,99
BEKO ELEKTRONİK	1,21	3,48	4,04	NET TURİZM	1,31	1,20	1,35
BORUSAN YAT. PAZ.	5,94	0,03	4,33	NETAŞ TELEKOM	1,67	1,41	16,24
BOSSA	1,60	1,41	1,48	NUH ÇİMENTO	1,08	0,59	4,38
BRİSA	2,18	0,50	3,89	OTOKAR	0,81	2,33	10,06
ÇARŞI	0,97	-	-	PARK ELEKT. MAD.	0,91	-	-
ÇEMTAŞ	1,73	0,59	3,16	PETKİM	3,89	0,26	4,98
ÇİMSA	2,63	0,51	3,60	PETROL OFİSİ	1,66	2,15	16,45
DARDANEL	1,72	13,06	3,72	SABANCI HOLDİNG	1,40	0,10	4,84
DEMİRBANK	-	7,60	1,78	SARKUYSAN	1,56	0,74	2,32
DEVA HOLDİNG	1,24	1,66	1,79	SASA	1,02	1,56	3,57
DIŞBANK	-	6,23	1,09	SEZGİNLER GIDA	1,34	2,74	4,39
DOĞAN HOLDİNG	1,53	0,81	5,45	SODA SANAYİ	2,46	0,75	3,16
DOĞAN YAYIN H.	1,35	0,08	8,47	ŞİŞE CAM	1,11	0,13	7,74
DÖKTAŞ	1,07	1,94	3,00	TANSAŞ	0,50	77,38	291,82
ECZ İLAÇ	1,46	1,09	3,41	TAT KONSERVE	2,21	0,61	3,98
ECZ YAPI	1,89	1,41	2,54	T DEMİR DÖKÜM	1,17	3,55	4,82
ECZ. YATIRIM	9,43	0,07	3,45	T.EKONOMİ B	-	9,15	2,54
EFES HOLDİNG	10,02	0,08	5,72	TOFAŞ OTO FAB.	0,65	1,89	8,22
EGS DIŞ TİC.	1,04	7,49	1,10	TRAKYA CAM	2,14	0,69	4,55
EGS GMYO	5,17	2,02	1,84	TRANSTÜRK HOLDİNG	2,48	0,36	0,92
EGS HOLDİNG	1,10	0,28	2,09	TURÇAS	0,86	6,93	9,85
ENKA HOLDİNG	0,88	0,18	64,36	TURKCELL	0,70	5,53	26,47
EREĞLİ D.Ç.	2,23	0,83	2,28	TÜPRAŞ	1,35	1,89	6,77
FINANSBANK	-	7,97	1,39	THY	0,59	3,20	32,79
FORD OTOSAN	2,50	1,87	13,36	UZEL MAKİNA	1,60	2,04	6,04
GARANTİ BANKASI	-	6,39	2,95	VESTEL	1,61	1,30	3,85
GİMA	0,86	2,98	12,15	Y.KREDİ KORAY GMYO	45,37	0,76	1,44
GLOBAL M.D.	1,53	1,23	3,34	YAPI KREDİ B.	-	5,58	3,70
GÖLTAŞ ÇİMENTO	1,20	0,46	1,49	YAZICILAR	2,44	0,05	14,19
GSD HOLDİNG	1,12	0,24	5,41	ZORLU ENERJİ	4,04	0,60	5,21
HEKTAŞ	1,56	0,67	2,87				
HÜRRIYET G.	2,44	0,58	5,98				
				ORTALAMA	8,41	2,77	9,08

Tablo 6
6 Aylık Kâr Artış Oranları

Şirket	KBO			Şirket	KBO		
	1999/6	2000/6	(%)		1999/6	2000/6	(%)
ADANA ÇİMENTO (A)	3.381.189	3.058.443	9.54	İHLAS FINANS	5.437.075	2.106.658	-61.25
AKBANK	148.823.225	177.804.747	19.47	İHLAS HOLDING	2.221.052	2.553.432	14.96
AKÇANSA	8.435.422	1.504.232	-82.16	İŞ BANKASI (C)	136.171.510	210.610.351	54.66
AKSA	8.375.527	14.194.499	69.47	İŞ FİN KİR	-	-	-
AK SİGORTA	4.875.767	18.566.578	281.20	İŞ GMYO	-	277.896	-
ALARKO GMYO	6.945.243	8.327.154	19.89	İZMİR D.Ç	716.465	-1.477.115	-306.16
ALARKO HOLDING	7.702.187	7.305.811	-5.14	KARDEMİR (D)	-3.147.029	-3.103.621	-1.37
ALCATEL TELETAŞ	2.617.228	2.394.065	-8.52	KARŞAN OTOMOTİV	-	1.961.156	-
ANADOLU CAM	787.336	730.051	-7.27	KAV DAN PAZ TİC.	937.817	2.696.583	187.53
ANADOLU EFES	-2.580.319	130.762	-94.93	KİPA	677.991	432.507	-36.20
ANADOLU HAYAT	-	8.629.657	-	KOÇ HOLDİNG	20.192.482	23.517.683	16.46
ANADOLU ISUZU	436	5.172.299	1186.20	KORDSA DUPONT	2.327.046	7.391.114	217.61
ANADOLU SİGORTA	5.437.548	10.077.043	85.32	MAKİNA TAKİM	153.405	207.438	35.22
ARÇELİK	22.556.430	41.375.269	83.43	MARDİN ÇİMENTO	2.714.188	3.624.029	33.52
ASELSAN	1.899.495	2.774.267	46.05	MİGROS	11.672.620	8.314.761	-28.76
AYGAZ	7.754.150	14.236.741	83.60	MİLLİYET G.	1.600.652	710.540	-55.60
BAĞFAŞ	1.745.140	2.316.970	32.76	MİLPA	3.105.085	7.001.131	125.47
BANVİT	4.216.044	-706.248	-83.24	MUTLU AKÜ	-280.492	701.561	150.11
BATI ÇİMENTO	2.101.806	2.288.848	8.89	NET HOLDİNG	370.545	1.626.642	338.98
BEKO ELEKT.	3.795.259	4.581.992	20.72	NET TURİZM	-531.602	1.157.336	117.70
BORUSAN YAT.PAZ.	593.920	1.898.272	219.61	NETAŞ TELEKOM	3.023.820	8.270.731	173.51
BOSSA	2.547.993	1.266.025	-50.31	NUH ÇİMENTO	-	3.570.676	-
BRISA	6.251.783	8.185.852	30.93	OTOKAR	401.134	3.596.647	796.61
ÇARŞI	-1.589.854	-706.816	-55.54	PARK ELEKT.MAD.	-4.620.221	4.083.773	-11.61
ÇEMTAŞ	-1.938.121	470.333	-75.73	PETKİM	12.459.895	2.731.444	-78.07
ÇİMSA	7.089.256	7.037.547	-0.72	PETROL OFİSİ	34.264.379	23.740.363	-30.71
DARDANEL	30.953	-7.847.034	-25.25	SABANCI HOLDİNG	23.285.036	40.340.822	73.24
DEMİR BANK	42.077.413	48.218.000	14.59	SARKUYSAN	1.943.079	2.062.446	6.14
DEVA HOLDİNG	-708.272	287.341	-59.43	SASA	-1.594.215	4.776.295	199.60
DIŞBANK	24.039.143	30.010.477	24.84	SEZGINLER GIDA	-	1.765.579	-
DOĞAN HOLDİNG	-	-	-	SODA SANAYİ	-	535.985	-
DOĞAN YAYIN H.	-	-	-	ŞİŞE CAM	1.263.226	1.373.418	8.72
DÖKTAŞ	1.334.087	-546.748	-59.01	TANSAŞ	-560.688	-3.110.707	-454.80
ECZ İLAÇ	3.112.403	4.389.797	41.04	TAT KONSERVE	838.389	1.060.626	26.50
ECZ YAPI	-555.528	850.241	53.05	T. DEMİR DÖKÜM	-4.423.685	1.402.439	-68.29
ECZ YATIRIM	3.614.348	4.433.896	22.67	T. EKONOMİ B.	-	-	-
EFES HOLDİNG	1.039.041	759.437	-26.90	TOFAŞ OTO FAB.	-24.767.391	1.713.160	-93.08
EGS DIŞ TİC.	268.071	335.428	25.12	TRAKYA CAM	1.692.531	4.922.403	190.83
EGS GMYO	3.807.422	2.212.208	-41.89	TRANSTURK HOLDİNG	44.747	109.089	143.79
EGS HOLDİNG	-	1.627.582	-	TURCAS	169.869	-6.010.494	-3438.31
ENKA HOLDİNG	1.690.087	2.810.645	66.30	TURKCELL	6.673.773	-12.671.712	-89.87
EREGLI D.Ç	-23.033.959	63.002.705	173.52	TÜPRAŞ	71.231.482	61.588.027	-13.53
FINANSBANK	30.639.236	45.163.930	47.40	THY	-1.122.053	-	-
FORD OTOSAN	-1.893.230	17.219.957	809.55	UZEL MAKİNA	4.101.384	4.030.024	-1.73
GARANTİ BANKASI	87.539.345	116.545.000	33.13	VESTEL	14.350.851	23.013.754	60.36
GİMA	-332.821	-543.225	-63.21	Y.KREDİ KORAY GMYO	5.278.563	4.576.906	-13.29
GLOBAL M.D	505.050	7.751.503	1434.79	Y.KREDİ B	72.044.283	120.816.000	67.69
GOLTAŞ ÇİMENTO	2.165.039	2.154.479	-0.48	YAZICILAR	870.581	506.604	-41.80
GSD HOLDİNG	4.132.128	9.085.911	119.88	ZORLU ENERJİ	-	2.785.596	-
HEKTAŞ	-715.133	1.704.895	138.40				
HÜRRIYET G.	12.003.719	12.256.941	2.10				
				ORTALAMA			30.78

ma ve Tansaş'ın 2000 yılı 6 aylık zararları, 1999 yılı 6 aylık zararlarından daha fazla olmuştur. Banvit, Dardanel, Döktaş, İzmir Demir Çelik, Turcas Petrolcülük ve Turkcell geçen yılın ilk 6 ayında kâr elde ederken, bu yılın aynı dönemini zararlar kapatmışlar, geri kalan 25 şirketin KBO değerlerinin negatif olması ise kârlarının azalmasından kaynaklanmıştır.

Global Menkul Değerler 6 ayda en yüksek kârı getiren şirket olmuş, Global Menkul Değerlerin ardından, 6 ayın en çok kâr getiren diğer şirketleri de Anadolu Isuzu, Ford Otosan, Otokar, Net Holding, Ak Sigorta, Borusan Yatırım Pazarlama ve Kordsa Dupont şeklinde sıralanmışlardır.

KBO değerlerinin 87 şirket için basit aritmetik ortalaması % 30.78 olarak hesaplanmış, şirketlerin kârlarındaki ortalama artış oranının enflasyon oranının altında kaldığı görülmüştür. Diğer bir deyişle reel anlamda bir kâr artışı olmamıştır. Buna karşılık bireysel olarak bakıldığında, Global Menkul Değerler (% 1434.79), Anadolu Isuzu (% 1186.20), Ford Otosan (% 809.55), Otokar (% 796.61), Net Holding (% 338.95), Ak Sigorta (% 281.20), Borusan Yatırım Pazarlama (% 219.61) ve Kordsa Dupont (% 217.61) en fazla kâr artışı sağlayan; Turcas Petrolcülük (% - 3438.31), Tansaş (% - 454.80), İzmir Demir Çelik (% - 306.16), Anadolu Efes (% - 94.93), Tofaş Oto Fabrikaları (% - 93.08), Turkcell (% - 89.87), Banvit (% - 83.24) ve Akçansa (% - 82.16) ise en kötü performans gösteren şirketler olarak dikkat çekmektedirler. % 100'ün üzerinde bir kâr düşüşü, kârdan zarara düşülmesi ya da zararın katlanarak artması durumlarında söz konusu olabilmektedir.

Banka ve Ekonomik Yorumlar Dergisi Hisse Senedi Fiyat İndeksi

(Ocak 1974 = 100)

Aylar	1992	1993	1994	1995	1996	1997	1998	1999	2000
Ocak	12953.90	10382.15	46499.72	66641.02	121282.26	482009.45	970038.69	736963.15	5078678.55
Şubat	9572.27	14056.56	43685.74	72135.19	148672.55	481567.26	870185.89	996300.48	4534752.07
Mart	11006.98	13455.69	36336.97	94874.84	178248.67	449760.66	936427.88	1224154.39	4662632.07
Nisan	10128.12	20399.46	37260.41	109201.43	174945.81	419157.76	1246481.82	1343754.27	5742031.40
Mayıs	9067.92	21856.16	40688.45	112502.77	166514.22	468188.27	1073822.72	1403551.33	4833067.82
Haziran	12297.79	26303.88	52300.27	116528.07	193595.07	526546.21	1187994.27	1288600.47	4520368.33
Temmuz	11754.44	24501.68	59216.98	128087.60	176955.20	568012.42	1210065.312	1457020.55	4516028.77
Ağustos	11314.53	27193.90	69147.24	110555.47	183969.42	579112.78	737615.22	1352406.47	4355709.75
Eylül	10310.15	33729.97	68630.14	98538.52	207830.76	779779.25	630484.23	1733920.33	3762897.75
Ekim	9077.97	34444.97	66413.15	114393.38	238854.42	849700.62	573932.44	1797901.99	4397698.60
Kasım	9344.20	44519.48	74373.54	96196.98	267385.51	839360.91	703595.71	2336373.64	
Aralık	9744.28	51099.56	71525.29	96450.06	277923.68	956310.79	726072.07	4117624.90	

Sıra No.	Kuruluşun Adı	Kayıtlı Sermaye (Milyon TL)	Çıkarılmış (Odenmiş) Sermaye (Milyon TL)	Takvim Yılı Kârı (Net)			Dağıtılan Kâr Payı (%)			Piyasa Fiyatı (TL)			
				1997 (Milyon TL)	1998 (Milyon TL)	1999 (Milyon TL)	1997 (Net)	1998 (Net)	1999 (Net)	Ekim 1999	Ağustos 2000	Eylül 2000	Ekim 2000
1	AKTAŞ	-	1.000.000	5.026.515	4.794.000	3.310.528	400,00	99,00	275,00	92,00	150,00	150,00	150,00
2	ANADOLU CAM	70.000.000	8.170.000	19.951	174.000	1.117.488	-	1.000	-	3.350	6.700	5.300	6.600
3	ARÇELİK	100.000.000	60.600.000	18.901.661	25.647.000	61.253.949	20,00	6,600	60,00	17.750	20.750	16.500	22,000
4	BAĞFAŞ	10.000.000	2.000.000	2.694.148	2.380.000	2.599.697	50,00	11,000	50,00	13.250	22,000	18,500	23,000
5	BOLU ÇİMENTO	24.788.000	24.788.000	2.343.031	3.389.000	3.983.369	34,56	1,875	24,44	3.250	3,100	2.850	2,950
6	BRİSA	25.000.000	7.442.000	11.910.227	11.897.000	13.137.330	78,00	6,300	88,30	12,000	45,000	25,000	36,000
7	ÇELİK HALAT	5.000.000	1.994.000	557.598	349.000	312.870	24,00	3,850	12,00	7.500	6,600	6.000	6,100
8	ÇİMSA	16.848.000	16.848.000	3.393.778	6.279.000	10.788.069	100,00	6,700	31,00	6.400	11,000	8.700	11,500
9	ÇUKUROVA ELEKTRİK	-	500.000	12.957.796	8.805.000	-23.969.824	1601,38	310,000	-	212.500	485,000	485,000	485,000
10	DOKTAŞ	20.000.000	9.600.000	553.279	22.113.000	-1.550.430	25,00	5,400	-	4.900	7.500	5.800	5,800
11	EGZACİBAŞI YATIRIM	19.800.000	19.800.000	170.613	-437.000	7.897.837	-	13,000	50,00	3.150	4.800	3.900	4,650
12	EGE GÜBRE	2.009.000	2.009.000	166.267	484.000	1.259.177	36,00	7,100	57,89	4.250	5,500	5,200	5,300
13	EREĞLİ DEMİR ÇELİK	44.352.000	44.352.000	436.225	-32.675.000	-24.922.263	-	12,250	-	12,000	21.750	19,000	21,500
14	GENTAŞ	3.000.000	1.348.000	1.091.589	1.343.000	1.199.502	-	3,500	10,00	8.000	14,000	14,000	16,000
15	GOOD-YEAR	21.000.000	11.918.000	5.277.081	3.237.000	-4.585.600	25,00	6,300	-	5.500	18,000	9,600	12,250
16	GÜBRE FABRİKALARI	10.000.000	2.500.000	534.326	953.000	877.200	85,00	11,750	19,00	6.700	12,750	11,200	12,000
17	HEKTAŞ	15.000.000	10.308.000	788.164	820.000	-2.095.993	22,16	1,950	-	1.350	3,700	2,850	3,300
18	İZMİR DEMİR ÇELİK	62.250.000	62.250.000	638.191	772.000	1.147.455	-	460	-	1.425	1.350	1,100	1,250
19	İZOCAM	12.000.000	4.500.000	648.739	1.154.000	1.095.371	30,00	2,625	25,00	4.400	8,000	6,100	7,800
20	KARTONSAN	2.700.000	2.025.000	4.004.058	4.574.000	1.868.731	130,00	12,000	57,75	17,000	38,500	39,000	41,000
21	KAV DAN PAZ. TIC.	7.000.000	6.435.000	385.684	617.000	3.888.455	8,00	1,625	40,00	3.500	7,100	7,600	8,800
22	KOÇ HOLDİNG	250.000.000	64.102.000	14.193.141	27.140.000	42.296.323	20,00	25,000	15,00	48.500	36,000	29,000	43,500
23	KONYA ÇİMENTO	-	4.873.000	960.453	1.966.000	3.156.398	31,30	4,600	50,00	7.300	14,250	8,600	8,300
24	KORDSA DUPONT	60.000.000	24.084.000	4.690.334	3.361.000	3.421.774	50,00	7,800	24,50	6.900	11,500	9,100	11,750
25	MAKİNA TAKİM	18.500.000	16.819.000	514.997	960.000	420.697	-	1,250	-	690	940	980	980
26	MİGROS	9.180.000	9.180.000	4.432.806	15.275.000	25.038.772	300,00	330,000	350,00	207.500	68,000	78,000	94,000
27	MUDURNU TAV.	13.200.000	3.300.000	507.170	1.424.000	596.223	-	8,200	-	12.250	7,400	5,200	5,400
28	OLMUKSA	10.000.000	4.088.000	607.905	-994.000	659.712	-	3,550	-	7.600	13,000	9,800	14,250
29	OTOSAN	50.000.000	29.243.000	26.749.881	31.460.000	1.250.308	1200,00	92,000	-	7.300	37,500	31,500	46,500
30	PETROL OFİSİ	100.000.000	50.000.000	21.744.401	31.710.000	70.157.454	350,00	51,000	291,76	83,000	30,500	28,500	30,000
31	PINAR SÜT	15.000.000	5.167.000	1.036.843	1.503.000	3.261.658	90,00	8,400	50,00	9,700	10,750	9,300	9,600
32	SABANCI HOLDİNG	600.000.000	450.000.000	-	33.073.453	38.620.395	-	-	8,00	14.250	6,400	5,400	6,900
33	SARKUYSAN	10.000.000	4.000.000	2.876.541	3.912.000	4.020.727	200,00	13,250	55,00	6.600	15,250	12,250	13,250
34	TELETAŞ	10.000.000	2.000.000	5.613.207	6.796.000	4.488.080	70,00	13,000	-	30.500	102,500	86,000	105,000
35	TÜPRAŞ	100.000.000	74.752.000	-	96.367.000	212.969.504	-	-	233,70	32,000	25,500	27,000	31,000
36	TURK DEMİR DOKUM	15.000.000	10.000.000	2.148.231	546.000	-4.766.215	10,00	3,150	-	3.000	9,000	7,000	8,700
37	T. GARANTI BANKASI	1.000.000.000	260.000.000	60.206.087	130.075.000	181.098.648	-	8,800	-	4.100	6,700	5,700	7,000
38	TURKİYE ŞİŞE VE CAM	150.000.000	84.106.000	3.833.884	3.720.000	1.539.518	14,00	3,300	1,40	5.300	7,000	6,200	7,600
39	YAPİ KREDİ B.	-	501.563.000	61.707.502	85.119.000	211.276.596	50,00	3,900	64,00	7.000	5,500	4,800	5,900
40	YASAŞ	10.000.000	2.835.000	2.106.602	1.426.000	1.057.215	221,00	32,500	9,49	4.650	8,600	8,700	8,200

EKONOMİK GÖSTERGELER DİŞ DÜNYA (KASIM 2000)

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.	5.3	3.5	3.8	4.1	-404.0	-393.5	6.69	9.50
Almanya	3.1	2.4	1.9	10.5	57.7	-25.1	-	-
Avustralya	4.7	6.1	6.5	7.1	-6.6	-20.9	6.25	9.25
Avusturya	3.8	3.0	1.9	3.6	-4.2	-5.8	-	-
Belçika	4.4	3.0	2.2	11.8	15.3	10.8	-	-
Danimarka	3.6	2.7	3.3	5.6	4.8	2.7	5.05	8.00
Fransa	3.4	1.9	5.4	11.1	6.7	33.1	-	-
Hollanda	4.1	3.1	2.9	3.1	12.9	20.3	-	-
İngiltere	2.9	3.1	4.1	5.9	-44.6	-17.2	5.75	7.00
İspanya	3.9	4.0	2.3	15.4	-39.7	-18.1	-	-
İsveç	4.3	1.4	3.2	5.5	14.9	5.0	3.75	4.69
İsviçre	3.8	1.9	0.2	2.3	0.3	32.5	3.17	5.13
İtalya	2.4	2.6	1.7	11.4	4.6	-3.9	-	-
Japonya	0.8	-0.8	1.2	4.6	125.2	121.7	0.22	1.50
Kanada	5.3	2.7	4.1	7.1	29.9	5.8	5.58	7.50
Euro-11	3.7	2.8	2.4	10.0	22.5	-21.6	4.76	5.30

Açıklamalar: (b.d.) = Belli Değil. Kaynak: The Economist, 18 Kasım 2000



Yıllık Yüzde Değişim



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

Görüşler

Doç. Dr. ERTUĞRUL KARSAK

Galatasaray Üniversitesi, Mühendislik ve Teknoloji Fakültesi, Endüstri Mühendisliği Bölüm Başkanı

Yönetimin Stratejik Esnekliğinin Değerlenmesinde Reel Opsiyon Yaklaşımı

Giriş

Yeni bilgilere ulaştıkça yatırım kararlarını gözden geçirebilmek ve gerektiğinde değiştirebilmek, riski önemli ölçüde düşürebilmektedir. İskontolanmış nakit akışı analizi, hisse başına kâr gibi klasik finansal karar verme yöntemleri bu tür esnekliğin değerini gözardı etmektedir. Öte yandan, reel opsiyonlar, yönetimin stratejik esnekliğini dikkate alan teorik temeli güçlü bir yaklaşım olarak belirlemektedir.

Gerçekte, yatırımlardaki aşamalandırma işletmeye zararını

azaltma şansını vermektedir. Örneğin, bir işletmenin toplam maliyeti 300 milyon dolar olacak bir üretim tesisini kurmak için ilk yılın sonunda 100 milyon dolar yatırım yaptığını kabul edelim. Beklentiler gelirlerin 200 milyon dolardan daha düşük olacağını göstermekteyse, işletme geri kalan 200 milyon doları üretim tesisini tamamlamaya yatırmayı tercih etmeyecek ve zararını ilk yıl yapılan harcamalarla sınırlamış olacaktır. Öte yandan bugünkü değer analizi, üretim tesisinin kesinlikle tamamlanacağını ve işletileceğini var-

saymakta ve dolayısıyla gözden geçirilmiş beklentiler yatırıma devam etmemeyi öngördüğü halde yönetimin yatırımdan vazgeçme esnekliğini gözardı etmektedir.

Opsiyon teorisi finans piyasalarındaki uygulamalarının aksine, yatırım projelerinin değerlendirilmesinde yaygın olarak kullanılmamaktadır. Bunun temel nedenleri, opsiyon teorisinin finansal opsiyonlar yanında reel opsiyonlar içeren yatırımları değerlemede kullanılması fikrinin yakın bir geçmişe sahip olması, opsiyon teorisinin oldukça karmaşık bir matematiksel yapısının bulunması ve mevcut yöntemlerin belirsizliğin kaynağının petrol, doğal gaz gibi fiyat değişimleri dünya piyasalarında izlenebilen varlıklar olması yönündeki gereksinimi olarak sıralanabilir.

Bu çalışmada, yatırım projelerini değerlendirme sürecinde yönetimin stratejik esnekliğinin, reel opsiyonlardan yararlanılarak dikkate alınması irdelenmektedir.

Klasik Değerleme Yöntemleri ile Opsiyon Fiyatlama Yöntemlerinin Karşılaştırılması

İskontolanmış nakit akışı yaklaşımı yatırım değerlendirilmede en çok kullanılan yöntemlerden biridir. İskontolanmış nakit akışı yaklaşımı, geleceğe ait nakit akışı tahminlerini riske göre düzeltilmiş bir iskonto

oranı (çoğunlukla ağırlıklı ortalama sermaye maliyeti) kullanarak bugünkü değere indirger ve ilk yatırım maliyetini düşerek projenin net bugünkü değerini hesaplar. Pozitif bugünkü değere sahip projeler kabul edilirken, negatif bugünkü değere sahip projeler reddedilmektedir. Bu değerlendirme yöntemi nakit akışı temelli olması, kullandığı riske göre düzeltilmiş iskonto oranı ile projenin içerdiği farklı risk değerlerine göre ayarlanabilir olması ve birden çok dönemi dikkate alan bir yapıya sahip olması nedeniyle çok sayıda taraftar bulmuştur. Ancak en önemli eksikliği esneklik içermemesidir. İskontolanmış nakit akışı yöntemleri ilk olarak tahvil ve düzenli temettü dağıtan hisse senetleri gibi yatırım araçlarını değerlemek için önerilmiştir ve işletmenin yatırımları pasif bir yaklaşımla elde bulundurduğunu varsaymaktadır. Değişen piyasa koşullarına göre yönetimin, projenin işleyişini değiştirme esnekliğini gözardı etmektedir. Bir başka deyişle, yönetimin gelecekle ilgili beklentileri dikkate alarak geri dönülmeyen bir karar verdiğini ve piyasa koşullarında ne tür bir gelişme olursa olsun planında herhangi bir düzenleme ya da değişiklik yapmadığını kabul etmektedir. Proje ömrü sabit olarak alınmakta ve olumsuz gelişmeler sonucunda yatırımdan vazgeçme ya da beklenmeyen bir talep patlaması olduğunda yatırımın ölçeğini genişletme olanakları dikkate alınmamaktadır.

Reel opsiyonlar ve karar ağacı analizi yaklaşımı, iskontolanmış nakit akışı analizinin yukarıda belirtilen katı varsayımlarını yapmadan, projenin içerdiği esnekliği dikkate alır. Ancak bu iki yaklaşımdan sadece reel opsiyonlar, projenin içerdiği riske göre gerekli ayarlamaları gerçekleştirir.

Reel opsiyon yaklaşımından yararlanılarak yapılan değerlemenin karar ağacı analizinden temel farkı, opsiyon teorisinin temelinde eşdeğer getiriler sağlayan ve içerdikleri belirsizlikler aynı olan iki farklı yatırım seçeneğinin değerinin aynı olması gerekliliği ilkesinin bulunmasıdır. Opsiyon teorisine göre bu durum gerçekleşmediğinde, daha düşük değer biçilen yatırım seçeneği alınacak ve değeri daha yüksek belirlenen yatırım alternatifini satılacaktır. Bu şekilde risksiz bir kazanç sağlanmış olacaktır.

Opsiyonun riski, opsiyon kontratının konu olduğu varlığın riskinden çok daha büyüktür. Örneğin, bir hisse senedinin fiyatının 50 dolar ve hisse senedi üzerine yazılan alma opsiyonunun (call option) kullanma fiyatının 40 dolar olduğunu varsayalım. Alma opsiyonunun değeri kaba bir hespla yaklaşık olarak ikisi arasındaki fark olan 10 dolara eşit olacaktır. Eğer hisse senedi fiyatı 1 dolar aşağı inerse (bu % 2'lik bir değişimi ifade edecektir), opsiyonun değeri de yaklaşık olarak 1 dolar düşecektir (bu da yakla-

şık olarak % 10'luk bir değişimi göstermektedir). Bir başka deyişle, hisse senedinin fiyatında % 2'lik bir değişim, opsiyonun fiyatında yaklaşık % 10'luk bir değişime yol açmaktadır ve bu da opsiyonun hisse senedine göre daha riskli bir yatırım olduğunu göstermektedir. Bu nedenle, kullanılması gerekli iskonto oranı ağırlıklı ortalama sermaye maliyetinden görece olarak oldukça daha büyüktür. Reel opsiyon yaklaşımı, karar ağacı yapısında nakit akışlarının gerçek risklerini yansıtacak şekilde iskonto oranının sürekli olarak güncelleştirilmesi şeklinde yorumlanabilir.

Reel Opsiyonlar

Bir işletmenin mevcut bilgisayar sisteminin kapasitesini artırmak için yapılacak yatırım, klasik finansal değerlendirme yöntemleriyle analiz edildiğinde uygun bulunmayabilir. Ancak klasik değerlendirme yöntemleri, bilgi teknolojilerine yapılan yatırımın beraberinde getirebileceği mevcut ürün zincirini değiştirmek ya da yeni ürünleri piyasaya sürmek gibi opsiyonlardan kaynaklanacak stratejik esnekliği dikkate almamaktadır.

Yöneticiler teknolojinin önemini kavramakla birlikte, işletme hedeflerine ulaşmak için bilgi teknolojilerine yapılması gerekli yatırımı belirlemede çoğunlukla güçlük çekmektedir. Piyasaların ve işletmelerin büyük bir hızla değişim gösterdiği günümüz ekonomik yaşamında bu

konu daha da önem kazanmaktadır. Bilgi teknolojileri belirsizliğin hakim olduğu piyasalarda stratejik bir rol oynadığında, klasik finansal değerlendirme yöntemleri yetersiz kalmaktadır. Reel opsiyon yaklaşımı, belirsizlik ortamında stratejik yatırımları değerlemek için önerilen bir yöntemdir. Fisher Black, Myron Scholes ve Robert Merton tarafından geliştirilen ve finansal kontratlara başarıyla uygulanan opsiyon fiyatlama teorisinin uygulama alanını genişleterek, yatırım projelerinin değerlendirilmesine uyarlanmasını sağlamaktadır.

Reel opsiyonlar özellikle, yüksek düzeyde belirsizlik içeren ve yeni bilgi sağlandıkça bu belirsizliğin aşamalı olarak ortadan kalktığı projeler için değer arz etmektedir. Otomotiv sektöründe yeni model tasarımları için yapılan değerlendirme çalışmaları, enerji sektöründe petrol ve doğal gaz rezervlerini geliştirme çalışmalarında zamanlamanın belirlenmesi, medya ve eğlence sektöründe yeni ürün ve hizmetlerin piyasaya sürülmesinin planlanması, ilaç sektöründe ARGE projeleri arasında önceliklerin belirlenmesi, perakende ticaret sektöründe yabancı piyasalara açılma için zamanlamanın tesbit edilmesi, telekomünikasyon sektöründe coğrafi genişleme için şirket birleşme ve evliliklerinin gerçekleşmesi karşılaşılabilecek reel opsiyonlara örnek olarak verilebilir.

Reel opsiyon yaklaşımını basit bir örnek yardımıyla inceleyelim:

Bir işletmenin yönetimi yeni bir ürün zinciri imalatını gerçekleştirmek amacıyla bir üretim hattı kurmayı planlamaktadır. İşletme zaman darlığı nedeniyle gerekli piyasa araştırmalarını detaylı olarak gerçekleştirememiştir. Yeni ürün zincirine yüksek talep olduğu durumda bir yıl sonunda 6 milyon dolar nakit akışı sağlanacak, talebin düşük kaldığı halde ise 3 milyon dolar nakit akışı elde edilecektir. Talebin yüksek olması olasılığının, düşük olması olasılığına eşit olduğu kabul edilmektedir. Yukarıda belirtilen ölçüde risk içeren bir proje için uygun iskonto oranı % 10 olarak tesbit edilmiştir.

İskontolanmış nakit akışı yöntemi, riskli nakit akışlarının beklenen değerlerini bugüne indirgeyerek sonuca varır. Bu proje için beklenen değer 4,5 milyon dolardır ve % 10 iskonto oranı ile iskontolandığında elde edilen bugünkü değer 4,091 milyon dolardır $[4,5 / (1 + 0,1) = 4,091]$. Üretim hattının kurulması için ilk yatırım maliyeti 4 milyon dolar olduğunda, projenin net bugünkü değeri 91000 dolar olarak hesaplanır. Proje pozitif net bugünkü değere sahip olduğundan üretim hattının kurulması ekonomik olarak kabul edilebilir niteliktedir. Görüldüğü gibi bu yaklaşım, nakit akışlarının risk ve zamanlamasını dikkate almakta, ancak nakit akışlarının

içerdiği riskten maksimum avantajı elde etmek için yönetimin karar verme aşamasında sahip olduğu zamanlama esnekliğini gözardı etmektedir.

İşletme yönetiminin söz konusu üretim hattının yatırımı için bir yıl bekleme (ya da yatırımı bir yıl erteleme) opsiyonunun bulunduğunu varsayalım. Yönetim, gelecek bir yıllık dönem içinde piyasadaki gelişmeleri izleyip, bir yılın sonunda yatırım kararını verme esnekliğini elinde bulundurmaktadır. Gelecek yıl içinde yeni ürün zincirine talep düşük olursa, 4 milyon dolar yatırım yapıp bir yıl sonra 3 milyon dolar elde etmek ekonomik olarak cazip değildir. Ancak piyasa koşulları olumlu şekilde gelişip yeni ürünlere yüksek talep olması halinde, birinci yılın sonunda yapılan 4 milyon dolarlık yatırım, ikinci yılın sonunda 6 milyon dolarlık getiri sağlayacak ve bunun net bugünkü değeri birinci yıl sonu itibarıyla 1,455 milyon dolara eşit olacaktır.

Yeni ürün zincirine yüksek talep olması halinde üretim hattının birinci yıl sonunda kurulması kararı verilecek ve bunun sonucunda birinci yıl sonunda 1,455 milyon dolar elde edilecektir. Yeni ürünlere düşük talep olması halinde ise üretim hattına yatırım yapılmaması kararı verilecek ve bunun sonucunda birinci yıl sonundaki değer sıfıra eşit olacaktır. Yeni ürün zincirine yüksek ya da düşük talep olması olası-

lığı birbirine eşit olduğuna göre, birinci yıl sonunda projenin beklenen değeri 727500 dolar olacak ve buradan hareketle, yönetimin bir yıl bekleyerek karar vermesi halinde projenin net bugünkü değeri 661360 dolara eşit olacaktır.

Görüldüğü gibi, yönetimin piyasadaki gelişmeleri izlemek için bir yıl bekleme opsiyonunun değeri 661360 dolardır ve üretim hattı yatırımı projesinin statik net bugünkü değeri olan 91000 dolarla kıyaslandığında, bekleme opsiyonunu gözardı ederek yatırım yapmanın yönetimi sağlanabilecek önemli miktarda ilave getiriden yoksun bırakacağı anlaşılmaktadır.

Finansal ve Reel Opsiyonların Değerlenmesi

Bir finansal alma opsiyonunun fiyatı, temettü ödemesi, vergi ve işlem maliyetlerinin sıfıra eşit olması varsayımı altında Black-Scholes formülü yardımıyla hesaplanır⁽¹⁾. Temettü ödemelerini de dikkate alarak alma opsiyonunun değerini hesaplayan genişletilmiş formülasyon Robert Merton tarafından geliştirilmiştir⁽²⁾. Temettü ödemelerini de dikkate alarak bir hisse senedi üzerindeki alma opsiyonu için formülasyon aşağıda verilmiştir:

$$d_1 = [\ln(S/X) + (r - \delta + 0.5 \sigma^2) T] / \sigma \sqrt{T}$$

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

şeklinde tanımlandığında

$$V = S e^{-\delta T} N(d_1) - X e^{-rT} N(d_2)$$

Bu ifadede, V alma opsiyonunun değerini (fiyatını), S hisse senedinin fiyatını, X kullanma fiyatını, r risksiz faiz oranını, T opsiyonun vade bitimine kadar olan süreyi, σ belirsizliğin ölçütü olan hisse senedinin getirisindeki standart sapmayı, δ sürekli temettü ödemesini ve $N(d)$ kümülatif normal dağılım fonksiyonunu ifade etmektedir. Hisse senedinin fiyatındaki, risksiz faiz oranındaki, opsiyonun vade bitimine kadar olan süredeki ve belirsizlikteki artışlar alma opsiyonunun değerini artırıcı bir etki yapmaktadır. Öte yandan, kullanma fiyatındaki ve temettülerdeki artışlar ise alma opsiyonunun değerini azaltmaktadır.

Yukarıda verilen formülasyondan da anlaşılacağı üzere bir finansal opsiyonun değerini belirlemek için altı adet parametreye (S , X , r , T , σ , δ) ihtiyaç duyulmaktadır. Aynı parametreler, reel opsiyonların değerinin belirlenmesinde de kullanılacaktır. Önemli olan, bu parametrelerin reel opsiyonlar içeren yatırım alternatiflerini değerlendirirken karşılıklarını belirleyebilmektir.

Yukarıda verilen formülasyonda S ile ifade edilen hisse senedinin fiyatının reel opsiyonlardaki karşılığı, opsiyonun satın alındığı yatırım projesinden beklenen nakit akışlarının bugünkü değerine eşdeğerdir. Örneğin, geliştirilmesi düşünülen bir maden rezervi için, gelişti-

rilmiş rezervden sağlanacak nakit akışlarının bugünkü değeridir.

Formülasyonda X olarak belirtilen opsiyonun kullanma fiyatının reel opsiyon terminolojisindeki karşılığı, yatırım projesinin planlama dönemi içindeki sabit maliyetlerinin bugünkü değeri olarak tanımlanır. Örneğin, geliştirilmesi düşünülen bir maden rezervi için, rezervi geliştirme maliyetlerinin bugünkü değeridir.

Formülasyonda r ile ifade edilen risksiz faiz oranı, gerek finansal gerekse reel opsiyonlar için, opsiyonun kullanma süresinin bitimiyle aynı vadeye sahip risksiz varlığın getirisi olarak tanımlanır.

Finansal opsiyonlarda opsiyonun kullanılabilceği süreyi gösteren T 'nin reel opsiyonlardaki eşdeğeri, yatırım fırsatının geçerli olduğu süredir. Bu parametre, teknolojik değişim, piyasadaki rekabet düzeyi ve patent, lisans vb. faktörlerden etkilenmektedir.

Yukarıdaki formülasyonda hisse senedinin fiyatında gelecekte yaşanacak hareketlerin belirsizliğini yansıtan, bir başka deyişle, hisse senedinin getirisindeki standart sapmayı ifade eden σ , reel opsiyon terminolojisinde yatırım projesiyle ilgili nakit akışlarındaki hareketlerin belirsizliğini yansıtmaktadır. Geliştirilmesi düşünülen maden rezervi örneğinde, geliştirilmiş rezervin de-

ğerindeki dalgalanmaları ifade etmektedir.

Formülasyonda hissedarlara düzenli olarak ödenen temettüer δ ile gösterilmiştir. Reel opsiyon terminolojisinde δ , beklemeden hareket ederek yatırım yapan piyasadaki rakiplere kapırılan nakit akışlarını ifade etmektedir. Geliştirilmesi düşünölen maden rezervi örneğinde, geliştirilmiş rezervden sağlanan net gelirlerden tükenme payının düşölmesiyle elde edilen miktar olarak tanımlanır.

Opsiyon değerini hesaplamak için analitik çözümler, analitik yaklaşık çözümler ya da nümerik prosedürlerden yararlanılır. Opsiyon değerini elde etmek için en basit ve en hızlı yaklaşım analitik çözümdür. Avrupa tipi alma opsiyonunun değerini hesaplamada kullanılan Black-Scholes formölü analitik çözümlere örneğ olarak verilebilir. Ancak, bir opsiyonun değerini analitik çözümlerle elde etmek mümkün olmayabilir.

Analitik çözümler elde edilmesinde güçlüklerle karşılaşılana Amerikan tipi opsiyonların değerlenmesinde, analitik yaklaşık çözümlerden yararlanılabilir. Örneğin, temettü ödemelerini de dikkate alarak hisse senetleri için bir Amerikan tipi satma opsiyonunun (put option) değerinin belirlenmesi için geliştirilmiş bir analitik yaklaşık çözümler yöntemi mevcuttur⁽³⁾. Hisse senetleri, hisse senedi endeksleri, döviz veya

vadeli işlemler kontratlarının konu olduğu Amerikan tipi alma ve satma opsiyonlarının değerinin belirlenmesinde kullanılan kuadratik yaklaşık çözümler prosedürü, analitik yaklaşık çözümler yöntemlerine bir diğer örneğ olarak verilebilir⁽⁴⁾.

Analitik çözümler elde edilemediği durumlarda nümerik çözümlerden de yararlanılabilir. Binom ağaçları, Monte Carlo simölasyonu ve sonlu fark yöntemleri nümerik prosedürlere örneğ olarak verilebilir⁽⁵⁾. Binom ağaçları, opsiyon kontratına konu olan varlığın fiyatının (Δt şeklinde tanımlanmış küçük bir zaman aralığında sabit bir oranda artacağı ya da azalacağı varsayımından hareket eder. Opsiyonun değeri, ağacın sonundan başlayarak ve geriye doğru hareket ederek belirlenir. Sonlu fark yöntemleri, süreci tanımlayan diferansiyel denklemler fark denklemlerine dönüştürerek çözümlere ulaşır. Monte Carlo simölasyonu opsiyonun başlangıcından vade bitimine kadar ileriye doğru bir yaklaşım izlerken, sonlu fark yöntemleri vade bitiminden geriye doğru hareket eden bir algoritmik yapı izleyerek opsiyonun değerini hesaplar. Nümerik çözümler yöntemleri analitik çözümler elde edilemeyen durumlarda yaygın kullanım görmektedir. Ancak analitik yaklaşık çözümler yöntemleri genellikle nümerik prosedürlere kıyasla çözümler daha hızlı ulaşır.

Birden Çok Reel Opsiyon İçeren Yatırımlar

Reel opsiyonlar, büyüme opsiyonları, ölçek genişletme opsiyonları, zamanlama opsiyonları, girdilerin, çıktıkların ya da süreçlerin kullanımını değiştirme opsiyonları, ölçek küçültme opsiyonları ve vazgeçme opsiyonları olmak üzere sınıflandırılabilirler. Mevcut halde yatırım yapılmamış bir proje için bekleme opsiyonunun değeri vardır. Örneğin, petrol rezervini geliştirme çalışmalarını başlatmayı ertelemenin dünya piyasalarında petrolün varil fiyatındaki gelişmelere göre bir opsiyon değeri vardır. Daha önce yatırım yapılmış olan ancak piyasadaki gelişmelerden olumsuz olarak etkilenen projeler için girdi, çıktı ya da süreç değiştirme opsiyonları, ölçek küçültme ve vazgeçme opsiyonları gündeme gelebilir. Daha önce yapılan bir yatırım için piyasa koşullarındaki olumlu gelişmelere göre ise ölçek genişletme ya da kademeli olarak büyüme opsiyonları incelenebilir.

Gerçekçi bir analizde yukarıda söz edilen opsiyonların bir çoğu birarada bulunabilmektedir. Bir başka deyişle, yatırım projelerindeki yönetim esnekliği gerçekçi olarak reel opsiyonlar topluluğu ile ifade edilebilmektedir. Burada gündeme gelen önemli bir nokta, reel opsiyonların arasındaki etkileşimlerin bazı özel haller dışında toplanabilir olmadığıdır.

Herhangi bir yatırım projesinde tanımlanan reel opsiyonlardan birini kullanmanın, aynı proje üzerindeki diğer opsiyonların değerini etkileyeceği açıktır. Örneğin, harcamaları kısarak küçülme opsiyonu operasyonlarda daralmaya neden olarak, ek yatırım yaparak ölçek genişletme opsiyonu ise projenin boyutunu büyüterek, proje üzerindeki diğer opsiyonların değerini etkiler. Ayrıca bir reel opsiyonunun varlığında daha sonra gelen bir reel opsiyonu kullanmanın koşullu olasılığı, önceki opsiyonun aynı ya da karşıt tip olmasına bağlı olarak opsiyonu yalnız başına kullanmanın marjinal olasılığından sırasıyla daha büyük ya da daha küçük olur. Opsiyonların, Avrupa tipi ya da Amerikan tipi olmaları ve göreli olarak kârda (in-the-money) ya da zararda (out-of-the-money) olma dereceleri de opsiyonlar arasındaki etkileşimin derecesi ve dolayısıyla opsiyon değerlerinin toplanabilirliği konusunu etkilemektedir.^(6, 7)

Sonuç

Reel opsiyon yaklaşımı, öğrenme ve esnekliğin önemini vurgulayan bir karar verme disiplini ortaya koymaktadır. Reel opsiyon yaklaşımı özellikle, yüksek belirsizlik içeren ve esnekliği dikkate almadan yapılan hesaplamalarda başabaş noktasına yakın net bugünkü değer elde edilen projeler için büyük bir önem arz etmektedir.

Klasik (statik) net bugünkü değer yaklaşımı, yönetim esnekliğinin değerini gözardı ederek, bir projenin değerini olduğundan daha düşük gösterebilir. Klasik iskontolanmış nakit akışı analizi sonucunda negatif net bugünkü değer elde edilen bir proje için, yönetim esnekliğinin değeri (opsiyon primi) projenin beklenen nakit akışlarının iskontolanmış bugünkü değerini karşıladığı durumda, sözkonusu projeye yatırım yapılması kararı verilebilir. Yönetim esnekliğinin değeri opsiyon teorisi yardımıyla hesaplanabilir.

Klasik finansal analizlerde ifade edilen görüşlerin aksine, daha yüksek belirsizlik, daha yüksek reel faiz oranları ya da projeyi harekete geçirmek için gerekli sürenin uzaması, bir yatırım alternatifinin değerini düşürmeyebilir. Bu etmenlerin her biri yatırım alternatifinin statik net bugünkü değerine olumsuz etkide bulunsa da, yönetim esnekliğini artırarak opsiyon primi ya da yatırım alternatifinin değerinin stratejik bileşenini olumlu yönde etkileyecektir. Bu etmenlerin bütünsel etkisini ilk bakışta belirlemek kolay olmasa

da, opsiyon teorisinden yararlanarak bu etmenlerin opsiyon priminde sağladığı artışın statik net bugünkü değerdeki azalmaya göre boyutu incelenerek karara varılabilir.

DİPNOTLARI

1- Black, F., Scholes, M., "The Pricing of Options and Corporate Liabilities", *Journal of Political Economy*, no. 81, 1973, 637-659.

2- Merton, R.C., "Theory of Rational Option Pricing", *Bell Journal of Economics and Management Science*, vol. 4, Spring 1973, 141-183.

3- Geske, R., Johnson, H.E., "The American Put Option Valued Analytically", *Journal of Finance*, vol. 39, no. 5, December 1984, 1511-1524.

4- Barone-Adesi, G., Whaley, R.E., "Efficient Analytic Approximation of American Option Values", *Journal of Finance*, vol. 42, no. 2, June 1987, 301-320.

5- Hull, J.C., *Options, Futures, & Other Derivatives*, fourth edition, Prentice-Hall, Upper Saddle River, NJ, 2000.

6- Karsak, E.E., "Reel Opsiyonlar İçeren Yatırımları Değerleme Yöntemleri", *Banka ve Ekonomik Yorumlar*, no. 2, Şubat 1995, 41-46.

7- Trigeorgis, L., *Real Options*, The MIT Press, Cambridge, Massachusetts, 1996.



Temizlik Marathon'un işi!



Marathonlar, işyerinin vazgeçilmez elemanları:

Tuvalet kağıtları, havlular, peçeteler,
mumyaşama maca örtüsü, endüstriyel havlu,
klozet ve kapak örtüsü, bardak ağılığı...

Hepsi de temizliğin, sağlıklı ve kaliteli hizmetin
ayrılmaz birer parçası. Marathonlar işyerinin,
işini bilenlerin ideal temizlik kağıtları!

Üstün kaliteli ve ekonomik Marathonlarla siz de
işinizi kolaylaştırın...

MARATHON

İl Eczacıbaşı | FORT JAMES
İpek Kağıt

Girişimi Pazarlama A.Ş. İpek Kağıt'ın tüm Türkiye'de tek yetkili satıcısıdır.

Adana
(0322) 228 65 20

Ankara
(0312) 468 94 68

Antalya
(0242) 323 78 54

Bursa
(0224) 232 00 40

İstanbul
(0212) 212 86 17

İzmir
(0232) 232 51 76

Samsun
(0362) 435 47 41

Görüşler

FERHAT B. ÖZGEN

Adnan Menderes Üniversitesi, Nazilli İ.İ.B.F. Maliye Bölümü Araştırma Görevlisi

Mali Sürece İlişkin Kuralların İyileştirilmesi Vergi ve Harcama Yetkilerinin Çerçevesi*

Giriş

Bu çalışmada devletin vergi koyma ve harcama yetkilerine getirilecek alternatif anayasal sınırlar tartışılmaktadır. Bu çalışma bir çeviridir. James M. Buchanan'ın 1986'da Marilyn Flowers ile altıncı baskısını yayınladığı The Public Finance kitabının, Türkçe'ye "vergi ve harcamalar üzerindeki anayasal sınırlar" olarak çevrilebilen bir bölümü, yorumlanarak, düzenlenerek aktarılmıştır. Amaç, Türkiye'de devletin vergi ve harcama uygulamaları ve bütçe açıkları dolayısıyla, ortaya çıkan sorunlar karşısında, Buchanan'ın önerilerinin Türkiye'nin şartları dahilinde tartışılmasına katkı yapmaktır. Sadece bunun için, asıl metnin bire bir çevirisinden zaman zaman mümkün olduğu kadar

az uzaklaşmış, anlamı daha da netleştirecek, tartışmayı Türkiye platformuna taşıyacak bazı düzenlemelere başvurulmuştur.

1) Vergiye Sınır Koymanın Mantığı

1970'li yılların sonlarına doğru, iktisat literatüründe yoğun biçimde tartışılmaya başlanan önemli bir soru vardır. Devletin vergi koyma gücü üzerine anayasal sınırlamalar getirilmeli midir? Böylesi sınırlamaların başarı şansı nedir? Daha da önemlisi

(*) James M. Buchanan and Marilyn Flowers., The Public Finance, Homewood; Illinois, Richard D. Irvin Inc. 1986, ss. 141-149'dan çevrilmiş ve düzenlenmiştir.

devletin vergi koyma gücünün sınırlanması doğru mudur? Bu konu, devletin egemenlik yetkileri ve gücü ile nasıl bağdaştırılabilir?

Tartışmalar halâ devam etmektedir. Fakat vergiyi sınır koyma mantığının, devletin egemenlik yetkilerini kullanmasına aykırı olmadığı ve devletin vergi koyma gücünün sınırlanmasının gerekli olduğu düşüncesi 1970'lerden sonra güç kazanmaya başlamıştır. Daha önce geçerli olan görüşün zayıf yönleri şiddetle eleştirilmektedir.

Daha önce geçerli olan görüş, aşırı vergilendirme ve aşırı kamu harcamasına karşı, demokrasinin yeterli düzeyde korumalar getiriyor olduğu varsayımına dayanır. Bu varsayımda, demokrasi ve seçim mekanizmasına güvenilir. Milletvekilleri ve bürokratlar, halkın isteğinden çok daha fazla kamu harcaması yapmışlarsa ve yine halkın isteğinden çok daha yüksek oranlı vergiler tespit etmiş ve uygulamışlarsa, demokratik kurumların faaliyetleri ve seçim mekanizmasının işletilmesiyle, bu kişiler devlet idaresinden uzaklaştırılacaklardır. Bir sonraki seçimlerde, daha az vergi toplayacağını, bütçeyi küçülteceğini taahhüt eden milletvekilleri iş başına getirilecek, bürokratların görevlendirilmesi de bu doğrultuda olacaktır.

Dolayısıyla, 1970'lerde ve daha önce doğru olduğu kabul edilen bu varsayım göre, milletvekillerinin malî icraatları hakkında sınırlama koymak hem gereksizdir, hem de demokratik sürecin işlenmesini, devletin, vatan-

daşların gerçek taleplerini yerine getirmesini engelleyici olacaktır. Üstelik, devletin, geleceğin değişen mali ihtiyaçlarına yönelik esnek politikalar üretmesini de imkansız hale getirecektir.

1970'lerden sonra güç kazanmaya başlayan görüş, vergiyi sınır koyma mantığını açıklarken, yukarıdaki düşünceleri eleştirir ve şu varsayımlara dayanır:

- Seçime dayanan bir rekabet, çok sınırlı bir kontrol içerir ve başarılı olamaz. Daha az vergi toplayacağını, bütçeyi küçülteceğini taahhüt eden milletvekilleri iş başına gelemez. Sadece seçim mekanizması ile, bu sağlanamaz.

- Bürokrasi vergiler ve harcamaların artışı karşısında tamamiyle pasif ve ilgisizdir. Bürokratlar vergi ve harcamalar üzerinde bir etki icra etmezler. Seçime dayanan rekabetin başarılı olamaması yüzünden, vergilerin azaltılmasını (en azından vergi mükelleflerini zor durumda bırakacak şekilde arttırılmamasını) savunan bürokratlar iş başına gelemez.

- Vergilerin toplanması, harcamaların yapılması, sosyal yardımlar ve transferlerin gerçekleştirilmesini de içeren tüm mali süreç, bir bütün olarak değerlendirildiğinde, aksamadan işleyebilen bir süreç değildir.

- Yurttaşlar (seçmenler, vergi mükellefleri) harcama programlarının gerçek maliyetlerini tam olarak fark edemezler ve takip edemezler. Literatürde mali aldanma adı verilen süreç işler.

- Demokrasilerde koalisyon oluşturma, vergi ve harcamaların artışı üzerine olumsuz etkileri güçlüdür. Bir siyasal partinin tek başına iktidara gelememesi, ekonomik sorunların çözümünü güçleştirir.

- Öte yandan, çoğunluğu elinde bulunduranlar, vergilendirme ve harcama güçlerini, diğer grupları (azınlığı) sömürmek amacıyla ve görevde kalabilmek (tekrar seçilmek) için yeterli derecede oy alabilme yolunda rüşvet vermek amacıyla da kullanabilirler.

Sonuç olarak, bugün, rekabetçi seçim politikaları ve demokratik mekanizmaların, devlet gücünü, sınırları içinde, halka zararsız şekilde tutabilmede yeterli olmadığı anlaşılmıştır. Kamu sektörünün büyümesinin ardındaki asıl gerçek, bu seçim sürecinin, aşırı vergilendirme ve harcamaları kontrol edemediği gerçeğidir. Vergiye sınır koyma mantığının özünde bu gerçek vardır.

2. Dünya Savaşı'ndan sonra, 1960'lı yılların sonuna kadar, artan kamu sektörü aktiviteleri ile, pek çok ülkede yüksek oranlı büyüme mümkün olmuştur. Bu yüksek oranlı büyüme karşısında, kamu sektörü aktivitelerinin daha da artmasına halk tarafından izin verilmiştir. Sonuçta, seçim süreci, aşırı vergilendirme ve harcamaları kontrol edemediği için ve bu kontrolü sağlayacak başka bir mekanizma da tesis edilmemiş olduğu için, kamu sektöründeki aşırı büyümenin önüne geçilememiştir. Kamu sektöründeki aşırı büyüme, ekonomik

büyüme ve kalkınmaya engel olur hale gelmiş, gelir dağılımını bozmaya, sosyal yapıyı zedelemeye başlamıştır.

İyi işleyen bir sosyal düzende, mali otorite mutlaka sınırlanmalı, kontrol edilmelidir. Seçim süreci ile, mali otoritenin kontrolü tam sağlanamıyorsa, aşırı vergilendirme ve harcamaları kontrol edecek başka mekanizmaların bulunması gereklidir. Bunlar iki başlık altında toplanabilir:

1. Vergilerin toplanması, harcamaların yapılması, sosyal yardımlar ve transferlerin gerçekleştirilmesi de içeren tüm mali sürece ilişkin kurallar yeniden düzenlenebilir. Bu sürecin mümkün olduğu kadar az aksaması sağlanabilir. Mali kararların alındığı siyasal ve bürokratik yapıyı sağlamlaştırılabilir. Mali otoritenin sınırlanması, bu otoritenin saygınlığını artırır. Bu tür sınırlamalara prosedürel sınırlamalar adı verilebilir.

2. Mali otoriteyi sınırlayacak ve kontrol edecek daha kesin bir çözüm olarak, bu konuda Anayasaya hükümler konabilir. Anayasa, yurttaşın hak ve özgürlüklerini, devletin görev, yetki ve sorumluluklarını ifade eder. Anayasa hükümleri, hukuksal normlar hiyerarşisi içinde, en üst hukuk normlarıdır. Yasalar Anayasa'ya uygun olmak durumundadır. Devletin, gerek teoride gerekse uygulamada, Anayasa ve yasalar çerçevesinde hareket etmekten uzaklaşması zordur. Vergi ve harcamalara ilişkin sınırlamaların Anayasal düzeyde sayısal olarak tespit edilmesi, mali otoritenin

sınırsızca yetki kullanmasını sağlayan yürürlükteki yasaların, Anayasaya uygun şekilde değiştirilmesini sağlayacak; böylelikle kanun adaletini getireceğinden mali otoritenin saygınlığını arttıracaktır. Bu tür sınırlamaları sayısal anayasal sınırlamalar başlığı altında incelenebilir.

II) Mali Sürece İlişkin Kuralların İyileştirilmesi

Vergi ve harcamaların, siyasi karar verme sürecini yönlendiren ve bu sürece hakim olan kural ve prosedürler tarafından, dolaylı olarak kontrol edilmesi kısmen mümkündür. Bunun için, siyasi karar verme sürecine ilişkin kuralların daha iyi düzenlenmesi, daha açık, net olması sağlanabilir. Bu amaçla konulan sınırlamalara prosedürel sınırlamalar adı verilir. Prosedürel sınırlar, vergi ve harcamaları dolaylı olarak kontrol eden sınırlardır.

a) Harcama ve Vergilendirme Yasaları İçin Özel Çoğunluk Kuralı Getirilmelidir

Bu görüş, kamu ekonomisinde, Wicksell'in "mali değişim teorisine" (financial exchange theory) dayanır. Wicksell, politik karar vermeye ilişkin en iyi çözümün, bütün vergi ve harcama programlarının, en azından millet meclisinde oybirliği ile kabul edilmesi sayesinde mümkün olabileceğini savunmuştur. Çünkü, bu tür projeler kamu vicdanını, ancak oybirliği kuralı ile hoşnut eder. Wicksell'e göre, bundan herhangi bir sapma, mali

sömürüye potansiyel tehlike teşkil edecektir. Etkin olmayan projeler finanse edilebilecek ve vergi mükellefleri istemedikleri bir takım projeler için ödeme yapmaya zorlanmış olacaklardır.

Fakat Wicksell, oybirliği kuralının hiç pratik olmadığını da kabul etmiştir. Kendisinin temel mantığı, "bütçe kanunları için, özel ve yeterli çoğunlukları gerektiren politik reformlar yolunda pratik önerilere açık olma", şeklinde ifade edilebilir.

Anayasada yapılacak bir değişiklik, maliyeye ilişkin özel kanunları TBMM'den çıkarırken, 2/3, 3/4 veya 5/6 çoğunluk zorunluluğu ülkemiz için de getirilebilir. Bugün ABD'de nitelikli (özel) çoğunluk kuralı, federe devlet anayasalarında mevcuttur. Bu tür özel çoğunluklar, mali sömürüyü önlemede yeterli olabilir. Basit salt çoğunluktan daha büyük çoğunluklara yönelik her sapma, mali sömürü potansiyelini azaltır.

b) Harcama ve Vergilendirmede Genellik İlkesine Önem Verilmelidir

Dünyada "genellik kriteri", mali muhasebenin harcama tarafına, simetrik olarak genişletilememiştir. Belirli limitlerin ötesinde keyfi vergilendirmeye karşı, yasal-anayasal kısıtlamalar vardır. Bu anlamda, vergilendirmede genellik ilkesi bir ölçüde uygulanmaktadır. Fakat kamu harcamaları itibarıyla düşünüldüğünde, devletin istediği alanlarda rahatça harcama yapabildiği gözlenmektedir. Devlet



RENAULT Kangoo
PAMPA

Bir kapımdan girer,
bir kapımdan çıkar!



Kangoo Pampa'm var, her şeyim var. Konforum, emniyetim, özgürlüğüm var. Beş koltuğum, kimsede olmayan iki sürgülü kapım var. Kangoo Pampa'yla istersem bulvarda gezerim, istersem kıra giderim. İstersem sahile inerim, istersem dağa çıkarım. İstersem evin bütün eşyasını yazlığa taşıyım, istemezsem taşımam!

Hidrolik direksiyon, sürücü ve yolcu hava yastığı, sis farları, ABS.
www.renault.com.tr

Kangoo Pampa.
Hayal kapılarınızı açın!



Kangoo Pampa 1.4
Üretici firmanın, önceden belirtmeden model, renk, teknik özellik, ekipman ve aksesuar değişikliği hakkı saklıdır.

nereye, ne kadar harcama yapacağına, kendisi karar verir. Bu anlamda harcama tarafında genellik ilkesi yoktur. "Kamu harcamalarının yerindeliliğinin", hiçbir ön kritere bağlı kalmaksızın, devlet tarafından tespit edilmesi, kamu harcamalarını artıran ve verimsizliğe yol açan bir neden kabul edilebilir.

Öbür taraftan, bazı hukuk felsefecileri (özellikle Hayek) artan oranlı vergilendirmenin de mali genellik ilkesini ihlal ettiğini, buna karşın düz oranlı vergilendirmenin mali genelliğe uygun olduğunu ifade etmişlerdir. Bu hukuk felsefecileri, vergilendirme tarafında da mali genellik ilkesinin uygulanmadığını düşünürler. Sosyal devlet ilkesinin, aslında "sosyallikle" bağdaşmadığı tartışmaları vardır. Kamu programlarının (vergilerin ve harcamaların) genel veya tekil olarak sosyal amaçlar taşımasının, uygulamada mümkün olmadığı iddiası dile getirilir. Bu hukuk felsefecilerine katıldığımız takdirde, vergi sistemimizin mali genellik ilkesine ve "sosyallik ve adalet" prensibine aykırı olup olmadığını sorgulamamız gerekir.

Bunun da ötesinde, mali genellik ilkesini vergi tarafından harcama tarafına da genişletmediğimiz takdirde, artan oranlı vergilemeden düz oranlı bir vergilemeye geçişin getirebileceği üretim artırıcı etkilerin sınırlı kalacağını da hesap etmeliyiz. Çünkü o zaman, kamu harcamaları kısıtlanamayacak, harcama artışı, düz oranlı vergi reformunun uygulanmasını imkansız hale getirecektir.

Harcama ve vergilemede genellik ilkesine (mali genellik ilkesine) uymak, bu açıdan önemlidir. Belirli limitlerin ötesinde keyfi vergilendirmeye karşı, daha açık yasal-anayasal kısıtlamalar getirmeliyiz. Artan oranlı vergilendirmenin mali genelliğe, sosyalik ve adalet prensibine gerçekten uygun olup olmadığını tartışmalıyız. Kamu harcamalarının yerindeliliği konusunda karar verirken, göz önünde bulundurabileceğimiz anayasal düzeyde somut kriterler ayırdetmeye çalışmalıyız.

c) Harcama ve Vergilendirmeyi Birlikte Ele Alma Zorunluluğu Vardır

Bütçe iki taraflıdır. Hem gelir hem de harcama tarafı vardır. Mali süreç içinde, rasyonel harcama-vergilendirme kararları almak istiyorsak, bütçenin bu iki yönünü bir arada düşünmemiz daha doğru olur. Oysa bugün geçerli olan mali süreç içinde, bütçenin bu iki yönü birbirinden ayrı tutulmaktadır. Vergilendirme ve harcamaya ilişkin kanunlar birbirinden ayrıdır. Böyle olunca bir kamu programının fayda ve maliyetlerini eş zamanlı değerlendirmemiz mümkün olamamaktadır. Kamusal faaliyetlerin fayda-maliyet analizi tamamen imkansız hale gelmektedir. Politikacılar vergilendirmeden harcama yapma imkanına kavuşmaktadırlar. Kamu programlarının maliyetlerinin karşılanma usulü, yeterince net olmadığı için (bu maliyetler vergi ile ilişkilendirilme-

diği için) bütçe harcamalarını kısıtlanmada başarılı olunamamaktadır.

Wicksell bu konuda bir anayasal reform önerir. Wicksell, bir harcama yetkisinin kullanılmasının mümkün olabilmesi için, vergilendirmeye yetki veren kanun (anayasa) tarafından desteklenmiş, (harcama yetkisinin kullanılmasına izin verilmiş) olması şartının getirilmesini önermiştir. Wicksell'in önerdiği çözüm, bütçe kanunları düzeyinde değil, anayasal düzeydedir.

Yapılacak her harcamanın vergilendirme yoluyla finanse edilmesi zorunluluğunun getirilmesi, ilk zamanlarda bu kuralın bir prensip olarak benimsenmesi, daha sonra ise Anayasa kuralı haline getirilmesi uygun olabilir. Prensip kuralın ilk zamanlarda uygulamaya geçirilmesi için, TBMM'nin bütçenin uygulanması sırasındaki denetim yetkilerini etkinleştirecek acil, yeni mekanizmalar üzerinde durulabilir.

Buna benzer bir öneri ABD'de 1974 yılında uygulamaya konulmuştur. ABD'de 1974 Federal Bütçe Reform Yasası, federal hükümet bütçesinin her iki tarafını da koordine etme ihtiyacından ortaya çıkmıştır. Bu kanun, vergilerin genel anlamda her bir kalem için harcamaları kısıtlaması şeklinde bir zorunluluk içermemektedir. Fakat kongreye, bütçeyi parça parça değil, kendi bütünlüğü içerisinde değerlendirmesine yönelik prosedürler oluşturulabilmesi konusunda yetki vermiştir. Bu yetkinin hemen ardından federal harcamalardaki büyü-

me önemli ölçüde düşürülebilmektedir. Fakat bu kanun, Anayasal düzeye taşınmadığından, sonraki hükümetlerin bu kanunu değiştirebilme (gözdardı edebilme) imkanı vardır ve uygulamada da ABD'de federal harcamaların uzun süre düşürülmesi mümkün olmamıştır. Bugün ABD'de bütçe açıklarının 2002 yılında sıfıra indirilmesi için yeni bir program uygulamaya konmuştur.

d) Tahsis Edilmiş Vergilere ve Yerel Düzeyde Fayda Vergilemesine Daha Çok Yer Verilmelidir

Vergi tahsisi, hükümet harcamalarını onu finanse edecek vergilerle ilişkilendiren dolaylı bir yöntemdir. Bir kurum olarak, ABD'de çok sayıda federe anayasada yer almaktadır ve kanunla oluşturulmuştur. Belli bir vergi, belirli bir kamu hizmeti veya hizmetlerinde harcanmak üzere o hizmetlere tahsis edilir. Vergi tahsisi, tahsis edilmeye uygun olan vergiler için söz konusudur. En yaygın örneği otoyol veya yol kullanımı vergilerinden sağlanan gelirlerin, sadece o yolun inşaatı ve bakımına harcanması zorunluluğudur. Vergi tahsisi ulusal düzeyde yapılabileceği gibi, yerel düzeyde de yapılabilir.

Yerel düzeyde vergi tahsisi, fayda vergilemesi kavramı çerçevesinde incelenmektedir. Devlet, tam kamusal mal ve hizmetlerin yanı sıra, yarı kamusal mal ve hizmetler de sunar. Yarı kamusal mal ve hizmetlerin faydalarının bölünebilmesi ve dolayısıyla bu

mal ve hizmetlerin kısmen fiyatlandırılabilimleri mümkündür. Günümüzde kamu ekonomisindeki "geleneksel kamusal mallar teorisi" hızla değişmektedir. İktisadi etkinlik kuralı gereği, yarı kamusal mal ve hizmetlerin, dışsalılıkların izin verdiği ölçüde, yerel düzeyde görülmesi düşüncesi güçlenmektedir. Kaynak dağılımında etkinliğin, kamusal hizmetlerin mümkün olduğunca yerel düzeye aktarılmasıyla artacağı kabul edilmektedir.

Bu nedenle, fayda vergilemesine önem verilmesi, buna uygun kamusal gelirlerin yerel düzeye aktarılması veya doğrudan yerel idarelere bırakılması gereklidir.

Hem yerel hem de ulusal düzeyde olsun, bu tür bir tahsis, hükümetin harcama eğilimini azaltmaz. Hatta belirli şartlar altında harcamayı teşvik edebilir. Buna rağmen vergi tahsisi, EBMM ve siyasal iktidarları, bütçenin her iki tarafını eşzamanlı olarak incelemeye zorlar. Tahsis ilkesinin geçerli olduğu durumda, (fayda vergilemesine önem verilmediği, yarı kamusal mal ve hizmetlerin maliyetlerinin tam kamusal mal ve hizmetler gibi karşılandığı duruma göre) fayda ve maliyetleri karşılaştırmak çok daha kolaydır.

Anayasal açıdan gerekli olmasına rağmen vergi tahsisinin ABD'de ulusal düzeyde en önemli örneği, sosyal güvenlik yardımlarının, birleşik işçi-işveren bordro vergisinden (combined employee-employer payroll tax) finansmanıdır. Gerek ulusal gerekse yerel düzeyde vergi tah-

sisine ilişkin kuralların Anayasada yer almasıyla, vergilerin ve harcamaların yerindeligi kavramı çerçevesine oturan tartışmaları önleyen bir düzenleme yapılmış, vergileme ve harcamaların kriterleri tespit edilmiş olur.

e) Denk Bütçe İlkesi Bir Üst Hukuk Normu Olarak Düzenlenmelidir

Public Finance (Kamu Maliyesi) kitabının yazıldığı sırada, 1986'da ABD'de pek çok federe anayasada (eyalet anayasasında) dengeli bütçe hükümleri yer almaktaydı. Bu sonuç, bir siyasal ve toplumsal gayretin ürünüydü. 1970'lerin sonlarına doğru, ABD'de, dengeli bütçe ihtiyacına paralel olarak, dengeli bütçe tartışmaları da artmıştır. 1980'lerin ortalarından itibaren, Federal Anayasaya denk bütçe ilkesinin yerleştirilmesi gereği üzerinde durulmaya başlanmıştır.

Bu görüşü savunanlar, federal hükümet ve eyalet hükümetleri arasında bütçe dengesine ilişkin temel bir farklılığa dikkat çekmişlerdir. Eyalet hükümetlerinde bütçe dengesizliği, borç senetleri çıkartılmasından kaynaklanmaktadır. Çünkü eyalet hükümetleri para basma yetkisine sahip değildir. Federal hükümet para basabildiğinden, para basma yoluyla veya borç senedi çıkarma yoluyla, federal bütçeyi dengeden uzaklaştırabilir.

Federal Anayasaya denk bütçe ilkesinin yerleştirilmesi gereği üzerinde duran yazarlar, bu para yaratma gücündeki temel farklılıktan dolayı, ABD'de, eyalet veya yerel düzeye gö-



Yaşamın tüm keyiflerinde **bir** aradayız.



Potada zaferler Efes Pilsen'le yaşıyor;
kortlarda oyun, set ve maçlar Efes Pilsen'le izleniyor; tiyatrodaki
perdeler Efes Pilsen'le açılıyor;
sinemada gonglar Efes Pilsen'le çalıyor;
bıardo masalarında klepsler Efes Pilsen'le çekiliyor;
konser salonlarında bis'ler Efes Pilsen'le yapılıyor;
Assos'ta tarih Efes Pilsen'le gün ışığına çıkıyor.
Efes Pilsen'in kültür ve sanata katkıları artarak sürecek,
yaşamın tüm keyiflerinde daima bir arada olacağız.



EFES Pilsen 'in kültür ve sanata katkıları artarak sürecek.

re, federal düzeyde bütçe dengesi şartının daha önemli olduğu; federal düzeyde anayasal gerekliliğe daha fazla dikkat edilmesi gerektiği sonucuna ulaşırlar.

Ülkemiz açısından konuyu değerlendirildiğimizde de benzer sonuçlara ulaşabiliriz. Üniter bir devlet olan Türkiye'de de denk bütçe ilkesine, bir üst hukuk normu olarak hukuk sistemi içinde yer verilmesi uygun olabilir.

f) İdarelerarası Mali İlişkilere Ait Kurallar Gözden Geçirilmelidir

Hükümetin vergilendirme ve harcama eğilimini sınırlandıran bu son anayasal araç, ABD için, siyasal sistemin federal özelliğinden kaynaklanan bir araçtır. ABD'de merkezi (federal) hükümet ve federe hükümetlerin gücünü ayıran etkili ve uygulanabilir araçlar, anayasal olarak tanımlanabilirse, vergi ve harcama yetkisi de sınırlandırılmış olur. Merkezi hükümetin eyalet ve yerel hükümetler için ayrı ayrı belirlenen fonksiyonlara müdahalesi engellenirse, bu tür fonksiyonlar için, merkezi hükümet harcamalarının ortaya çıkmasına bir neden kalmaz.

Aynı şekilde Türkiye için de merkezi hükümet ve yerel yönetimler arasındaki ilişkilerin, mümkün olduğunca iktisadi etkinlik kuralına uygun olarak belirlenmesi ile, merkezi hükümet harcamalarının ve merkezi vergilerin azaltılması sağlanabilir. Yerel düzeyde sunulan kamusal mal ve hizmetlerin kalitesi artabilir. Fayda vergileme-

sine daha çok başvurulabilir. Yerel hizmetten yararlanan onun karşılığını ödeyeceğinden, yerel kamusal mal ve hizmetlerin sunumunda etkinliğe yaklaşılabılır.

III) Sayısal Anayasal Sınırlamalar

Vergi ve harcamalara ilişkin sınırlamaların Anayasal düzeyde sayısal olarak tespit edilmesi, yukarıda anlatılan prosedürel sınırlamalardan daha etkili olacaktır. Prosedürel sınırlamaların hiçbiri, kamu sektörünün boyutları üzerinde, (toplam vergi gelirleri, toplam kamu harcamaları üzerinde) açık limitler belirlemediği. Prosedürel kısıtlamalar mali kararların alındığı yapıyı değiştirir, fakat sonuçlar üzerinde direkt olarak etkili olamazlar. Oysa sayısal anayasal sınırlamalar sonuçlar üzerinde direkt etkili olma yeteneğine sahiptirler.

Prosedürel sınırlamalar siyasi iktidarların gayretiyle yumuşatılabilir ve etkisiz hale getirilebilirler. Vergi ve harcamalara ilişkin sınırlamalar Anayasal düzeyde sayısal olarak tespit edilirse, siyasi iktidarların bu kuralları ihmal etme imkanları tamamen ortadan kalkar. Bu açıdan sayısal anayasal sınırlamalar prosedürel sınırlamalardan daha önemlidir ve mutlaka prosedürel sınırlamalarla birlikte yer almalıdır.

a) Vergi ve Harcamalar GSMH'nın Artış Oranına Bağlanabilir

ABD'de bu şekildeki bir düzenle-

me ilk olarak 1978 yılında Tennessee Eyaletinde yapılmıştır. Kamu harcamaları, ulusal üretiminin (ulusal gelirin, GSMH'nin) belli bir oranını geçemeyecektir ve bu oran anayasalarda düzenlenecektir. Böylesi bir öneri, GSMH'daki artışa paralel olarak kamu harcamalarının ve vergilerin artmasına imkan tanımaktadır. Ardından pek çok eyalet benzer düzenlemeleri gerçekleştirmiştir. Ama sonradan hakim olan görüş, kamu harcamalarının GSMH'nin belli bir oranını geçmeyeceği şeklinde değil, vergi ve harcamaların GSMH'nin artış oranına bağlanması biçiminde olmuştur.

Türkiye'de kamu harcamalarındaki artış yüzdesi GSMH'daki artış yüzdesini geçemeyecektir ve toplam kamu gelirleri yükü % 30'dan fazla olmayacaktır şeklinde düzenlemeler yapılabilir. Aynı zamanda bu tür düzenlemelerin politik olarak uygulanmasının prosedürel düzenlemelere göre daha zor olabileceğini de dikkate almak gereklidir.

b) Vergi Tabanlarının Anayasal Olarak Sınırlanması Mümkün Olabilir

Örneğin gelir vergisi sadece nakdî gelirler (parasal gelirler) üzerinden alınır. Aynı gelirler gelir vergisi kapsamı dışındadır. Böylelikle, gelir vergisi oranlarının aşırı ölçüde artırılması durumunda, nakdî kazançlardan vazgeçilmesi yolu açılır. Bu tür bir vazgeçmenin olması halinde devlet, vergi

oranlarını belirli (eşit) oranların altında tutmak zorunda kalır.

Elbette böyle bir sonuca ulaşılabilmesi için daha geniş kapsamlı sınırlama hükümlerine ihtiyaç vardır. Toplam kamu gelirleri yükünün % 30'u geçemeyeceği kuralı vergi tabanlarının anayasal olarak sınırlanması kuralını bu açıdan desteklemektedir. Vergi tabanlarının anayasal olarak sınırlanması kuralı, adil bir vergi sistemi kurmak için de kullanılabilir. Ama bu takdirde, vergi tabanında bugün geçerli olan geniş kapsamlılık ilkesi çığnenir. Rant ve faiz gelirin daha fazla, buna karşılık tarımsal gelirlerin ve ücret gelirin daha az vergilendirilmesi için, gelir vergisi tabanı üzerinde farklılaştırmaya gidilebilir. Siyasi iktidarların kolay vergi alma yollarına başvurdukları gerçeği dikkate alınarak, vergi tabanındaki bu farklılaştırma ve sınırlandırma, anayasal düzeyde yapılabilir.

c) Tek Tek Vergi Oranlarının Doğrudan Anayasa İle Sınırlanması Yoluna Başvurulabilir

Bu öneride Anayasayla vergi oranları doğrudan doğruya sınırlanmaktadır. Örneğin, emlak vergisinin emlağın gerçek piyasa değerinin maksimum % 1'i olabileceği hükmü, Anayasada yer almaktadır. Dikkat edilirse, bu öneri toplam kamu gelirleri yükünün % 30'dan fazla olamayacağı önerisinden farklıdır. Burada, toplam kamu gelirleri ve vergi yükü değil, tek tek vergilerin (gelir, kurum-

lar, emlak vs) oranları Anayasada düzenlenmektedir.

Bu tür bir anayasal kısıtlama daha spesifik olup, vergi mükelleflerinin çok daha kolay anlayabileceği şekildedir. Emlak sahipleri, sonuçları sayısal olarak çok kolay tahmin edebilirler. Bu tür önerilerin dezavantajı, çok fazla açık olmaları, siyasal iktidarlarca tercih edilmemeleridir.

Fakat, devletin hangi kaynaklardan hangi oranlarda gelir elde edeceği ve hangi alanlara nasıl harcama yapacağı açık olmalıdır. Oran limiti olmayan alternatif vergi kaynaklarına izin verilmesiyle devletin vergi-harcama eğilimlerini aynı çizgide tutma genel amacı (bütçe denkliliği kuralı), sarsıntıya uğratılmış olur. İşte bu yüzden, tek tek vergi oranlarının doğrudan Anayasa ile sınırlanması, üzerinde önemle durulması gereken bir konudur.

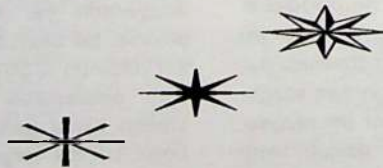
Sonuç

Anayasal vergi ve harcama sınırlamaları, halkın yasamanın kapasitesine ve seçim politikasına olan inancını yitirmeye başlamasıyla ortaya

çıkmıştır. Gerçekte anayasal limitler üzerindeki tüm bu tartışma, seçmenin kendi mali işlerindeki inisiyatifi ele alması yolundaki bir çabanın ürünüdür.

Türkiye'de bütçe açıkları yüzünden ortaya çıkan sorunları herkes kabul etmektedir. Vergi harcama ve borçlanma politikalarına ilişkin yoğun tartışmalar yapılmaktadır. Bu çalışmada, söz konusu tartışmalara ışık tutması açısından, daha farklı bir yaklaşım tarzı vardır. Çeviri bu açıdan önemlidir. Ekonomik sorunların çözümü için, siyasal sürece ve mali sürece ilişkin kuralların ve yasal çerçevesinin yeniden düzenlenmesi gerektiği sonucuna ulaşılmıştır. Sayısal anayasal sınırlamaları içeren bir anayasal reform önerilmiş ve mali sürece ilişkin kuralların iyileştirilmesinin şart olduğu vurgulanmıştır.

Devletin vergilendirme ve harcama yetkilerinin sınırlandırılması, hem bireyin temel hak ve özgürlüklerinin korunması, hem de mali otoritenin daha adil hareket etmesi ile birey üzerindeki otoritesinin meşru temeller çerçevesinde güçlendirilmesi için gereklidir.



Bankacılık

Banka-Mali ve Ekonomik Yorumlar Dergisi

Bankacılık Sektöründen Haberler

Bankalara "Erken Uyarı" Denetimi

Bankacılık Düzenleme ve Denetleme Kurulu, sektörü daha net görebilmek için yeni bir uygulamaya başlıyor. "Erken Uyarı" sistemi adı verilen uygulama ile sektörde daha önce yaşanan tatsız olayların önü alınmaya çalışılacak.

Henüz ön çalışma aşamasında olan sistem ile bankaların içinin boşaltılması, yasadışı işlemlerde bulunma gibi sorunların tekrarlanmaması hedefleniyor. Sistemin işler hale gelebilmesi için sektör ile kurul arasında elektronik bilgi ağı kurulacak.

On-line bağlantı sayesinde sektörde gerçekleşenler her gün kurul tarafından görülebilecek. Böylece bankaların kredi işlemleri ile birlikte off-shore hesaplarda daha etkin denetlenebilecek.

Sistemin performansı için özel birim de kurulacak. Böylece gelen bilgiler görevliler tarafından devamlı izlenebilecek. Bilgiler sonucunda ani şube denetimleri de yapılabilecek.

Bankacılık Düzenleme ve Denetleme Kurul'u ayrıca parasal hareketlerin kolayca izlenmesini sağlayan Mernis Projesini de hayata geçirecek.

Eximbank'a 220 Milyon Dolar Kredi

Türk Eximbank, uluslararası piyasalardan 220 milyon dolar tutarında euro sendikasyon kredisi sağladı. Bir yıl vadeli ve libor artı 0.95 baz puan

oranında faiz uygulanacak krediye ilişkin anlaşma, Türk Eximbank Genel Müdürü Ahmet Kılıçoğlu ile sendikasyona katılan 47 bankanın temsilcileri tarafından İstanbul'da imzalandı. Ahmet Kılıçoğlu yaptığı açıklamada, 150 milyon dolar için çıkılan, ancak yoğun ilgi sonucunda 220 milyon dolara yükseltilen kredinin, 1999 Eylül ayında gerçekleştirilen 110 milyon dolarlık sendikasyon kredisinin yerine alındığını belirtti.

Dışbank, Antalya'da İkinci Şubeyi Açtı

Müşterilerine daha fazla noktada hizmet sunmak amacıyla şube ağını hızla genişleten Dışbank'ın Antalya'daki ikinci şubesi törenle hizmete girdi. Şubenin açılış kurdelasını, Doğan Holding Yönetim Kurulu Başkanı Aydın Doğan, Antalya Valisi Ertuğrul Dokuzoğlu ve Büyükşehir Belediye Başkanı Dr. Bekir Kumbul birlikte kesti.

Akbank Wap Hizmetine Başladı

Akbank şube dışı bankacılık hizmetlerine Akwap'ı da ekledi. Akbank'ın yeni hizmeti ile banka müşterileri, cep telefonlarını kullanarak kredi kartı borçlarını ödeyebiliyor, havale yapabiliyor, döviz satın alabiliyor, repo işlemlerini gerçekleştirebiliyor, TL yatırım fonu alıp satabiliyor, yatırım ve mevduat hesapları arasında transfer yapılabiliyor.

Akbank 350 Milyon Dolar Kredi Aldı

Akbank uluslararası piyasalardan 350 milyon dolar sendikasyon kredisi aldı. 200 milyon dolar olarak çıkılan sendikasyon kredisi gelen yüksek talep sonucunda 350 milyon dolar olarak sonuçlandı. Dolar karşılığı euro şeklinde alınan kredinin ihracat finansmanında kullanılacağı ve libor+0.5 faiz ile alındığı açıklandı. Akbank'ın aldığı sendikasyon kredilerinde, ilk defa İstanbul'da gerçekleştirilen imza töreninde konuşan Akbank Genel Müdürü Özen Gökse, Türk bankacılık sektöründe en düşük faizle dış kredi temin eden ve en fazla kredi sağlayan kuruluşun Akbank olduğunu belirterek "Akbank'ın kolay ve uygun kredi sağlamanın altında yatan en önemli faktör, uluslararası piyasalardaki saygınlık ve uluslararası derecelendirme kuruluşları nezdindeki yüksek kredibilitesidir" dedi. Akbank, son aldığı 350 milyon dolarlık kredi öncesinde geçen Haziran ayında 400 milyon dolarlık bir sendikasyon kredisi daha almıştı. 2000 yılında şu ana kadar 750 milyon dolar tutarında dış kredi sağlayan Akbank'ın ulaştığı rakamın Türk bankacılık sektöründe bu yıl sağlanan dış kredilerin % 20'sini oluşturduğu bildirildi. Ayrıca Akbank'ın yıl sonu-

na kadar varlığa dayalı menkul kıymet ihracıyla bu yıl sonuna kadar dış kredide 2 milyar dolara ulaşmayı hedeflediği de açıklandı.

Denizbank'a Sendikasyon Kredisi

Denizbank'ın aldığı ilk sendikasyon kredi anlaşması 13 Ekim 2000 Cuma günü imzalandı. Bankanın 20 milyon dolar olarak başlattığı sendikasyon kredisi, gelen talep üzerine 35 milyon dolara yükseltilerek tamamlandı. Hypo Vereinsbank ve The Bank of New York'un önderliğinde düzenlenen kredinin vadesinin bir yıl, faizinin de Libor + 0.1 olduğu açıklandı.

Kamu Bankalarına Sezer Rötuşu

Hükümet, Cumhurbaşkanı Ahmet Necdet Sezer'in geri gönderdiği kamu bankalarının özelleştirilmesine ilişkin kanun hükmünde kararnameyi yasa tasarisına dönüştürürken, Sezer'in gerekçesini dikkate aldı. Banka personelinin durumunun Banka Genel Kurulları'nca çıkarılacak yönetmelikle belirleneceği maddelerindeki "yönetmelik" sözü tasarıdan çıkıyor. Bunun yerine ilke ya da kural kelimeleri konulacak.

Sezer, Hükümet'e iade ettiği "T.C. Ziraat Bankası, Türkiye Halk Bankası Anonim Şirketi ve Türkiye Emlak Bankası Anonim Şirketi'nin Yeniden Yapılandırılmaları ve Hisse Satışlarının Düzenlenmesi Hakkında Kanun Hükmünde Kararname" tasarisında, itiraz gerekçelerini iki noktaya dayandırmıştı.

İade gerekçesinin asıl nedeni olan "Bankaların yeniden yapılandırılması ve kamuya ait hisse senetlerinin ihraç ve satışına ilişkin her türlü işlemler, kamuya ait hisse oranı % 50'nin altına düşünceye kadar 2499 sayılı Sermaye Piyasası Kanunu'nun 28'nci maddesindeki kesintilerden ve her türlü vergi, resim ve harçtan müstesnadır" maddesi yasa tasarisında aynen korunuyor.

KHK'de ikinci itiraz nedenini oluşturan maddeler de şöyleydi:

Madde 4- Bankaların personeli özel hukuk hükümlerine tabidir. Personelin kadro sayısı ve ünvanları, bu kadrolara atanacak personelin ücret ve sair mali hakları, statüleri ve nitelikleri ile atama usulleri özel hukuk hükümleri çerçevesinde ana sözleşmelerinde gösterilen esaslar doğrultusunda bankaların yönetim kurullarının teklifi üzerine, genel kurullarınca kabul edilecek bir yönetmelikle belirlenir.

Geçici Madde 3- Bankalardaki kamuya ait hisse oranları % 50'nin altına düşünceye kadar personelin ücret vesair hakları ile göreve başlatılacak yeni personelin sayısı, Bakanlar Kurulu'nca düzenlenecek esaslar çerçevesinde

tespit edilir. Bu şekilde istihdam edilecek yeni personelde aranacak nitelikler ile atama usul ve esasları bankaların yönetim kurullarının teklifi üzerine genel kurullarınca kabul edilecek yönetmelikle belirlenir.

Vakıfbank Özelleştirmesine Anayasa Mahkemesi İptali

Anayasa Mahkemesi Heyeti 17 Ekim Salı günü yaptığı toplantıda, FP'nin, 606 Sayılı Vakıfbank'ın özelleştirilmesini öngören Kanun Hükmünde Kararname'nin iptali ve yürürlüğünün durdurulması istemiyle açtığı davayı sonuçlandırdı.

Anayasa Mahkemesi, söz konusu KHK'yı iptal ederken, yürürlüğünü durdurma istemini ise reddetti. Mahkeme, her iki kararı da oybirliği ile aldı.

Anayasa Mahkemesi yetkilileri, KHK'nın iptal edilmesine rağmen yürürlüğünün durdurulması isteminin reddedilmesiyle ilgili olarak "Yürürlüğü durdurma kararı her zaman uyguladığımız bir sistem değil. Demek ki, kamu düzenini bozucu bir etki görülmemiş. Zaten yürütme de, KHK'nın edildiğini bildiği için ona göre adım atması gerekir" değerlendirmesini yaptılar.

Anayasa Mahkemesinin iptal kararını söz konusu KHK'nın dayanağı olan 4588 Sayılı Yetki Yasası'nın iptal edilmesine dayandırdığı öğrenildi. Mahkeme'nin KHK'nın yasal dayanağının kalmamasını iptale gerekçe yaptığı bildirildi.

Anayasa Mahkemesi, iptal ettiği KHK'nın yürürlüğünü durdurmadığı için iptale ilişkin gerekçeli karar yayınlanıncaya kadar KHK geçerliliğini koruyacak. İptal gerekçesi yayınlandığında ise Anayasa Mahkemesi kararları geriye doğru yürümediğinden o güne kadar yapılan işlemler geçerli olacak.

Bankalar 4.5 Milyar Dolar Borçlandı

Türk bankacılık kesiminin bu yıl sağladığı sendikasyon kredisi 4.5 milyar doları aştı. Geçen yılın ilk yarısında 1.3 milyar dolar, tamamında da 4 milyar dolar seviyesinde olan sendikasyon kredileri toplamı, bu yılın ilk yarısında 2.1 milyar dolar düzeyindeydi. Geçen yıla oranla daha kolay ve ucuz kredi bulma imkanına sahip olan Türk bankacılık kesiminin bu yıl en yüksek dış kaynak sağlayan temsilcileri Akbank, Garanti Bankası ve Yapı Kredi Bankası oldu. İş Bankası ise 500 milyon dolar ile bir defada en yüksek sendikasyon kredisi alan banka oldu.

Finansbank'a 50 Milyon Dolar Kredi

Finansbank, uluslararası piyasalardan 50 milyon dolar kredi sağladı. Fi-

nansbank'ın kendi düzenlediği "Club Loan" (sendikasyon kredisi) aracılığıyla temin ettiği krediye ilişkin anlaşma, 19 Ekim Perşembe günü imzalandı. 10 bankanın katılımı ile gerçekleşen 1 yıl vadeli kredinin faiz oranı Libor artı 0.80 olarak belirlendi.

THY ve Garanti'den Bedava Uçuran Kart

THY, 29 Ekim 2000 tarihinde uygulamaya başladığı özel uçuş programı kartı Shop&Miles ile yolcularına iki yenilik sunuyor. Artık sadece yurtdışı değil yurtiçi uçuşlarda da yolcularına "mil" kazandıracak olan THY ayrıca, Garanti bankası ile yaptığı işbirliği sonucunda sunulan Shop&Miles kredi kartı ile, yolcuların günlük yaşamdaki kartlı tüm harcamalardan mil kazanmasını sağlayacak. Shop&Miles, Garanti Bankası Genel Müdürü Ergun Özen, THY Genel Müdürü Yusuf Bolayırılı'nın katıldığı bir toplantıyla tanıtıldı. Shop&Miles kredi kartı sahipleri, yaptıkları alışverişler üzerinden ve THY'nin yurtiçi ve yurtdışı uçuşlarından bilet alırken Shop&Miles kartlarını kullandıklarında mil kazanacaklar. Shop&Miles, kartı ile her 1 milyonluk harcama 2 mil kazandırıyor.

Akbank'tan Yeni Konut Kredisi

Akbank, kira öder gibi ev sahibi olmaya olanak tanıyan uzun vadeli TL konut kredisinden sonra , uzun vadeli dövize endeksli konut kredisi uygulaması başlattı. Akbank'tan yapılan açıklamaya göre, 1 ile 10 yıl arasında müşterileri talebine göre vadesi belirlenen dövize endeksli konut kredisi uygulamasında, tüm vadeler için uygulanacak faiz oranı dolar için % 1, Alman Markı için % 0.90 olarak belirlendi. Uygulamada kredi kullanıcısından kefil istenmiyor.

Garanti Bankası 225 Milyon Dolarlık Bono Sattı

Garanti Bankası, ABD sermaye piyasasında 225 milyon dolar tutarında finansman bonusu ihraç etti. Garanti Bankası'ndan yapılan açıklamada, Amerikan sermaye piyasasında 1996 yılında başlatılan finansman bonusu programına ilişkin kredinin 4'üncü defa 1 yıl süreyle yenilendiği bildirildi. Açıklamaya göre, Bank of America tarafından düzenlenen ve Amerika'daki kurumsal yatırımcılara satılacak olan finansman bonusu niteliğindeki borçlanmaya 12 ülkeden 25 banka katıldı. Geçen yıl 200 milyon dolar olarak gerçekleştirilen borçlanma tutarı, bu yılki işlemde 225 milyon dolara çıkarıldı.

Osmanlı Bankası'na 120 Milyon Dolar Kredi

Osmanlı Bankası kendi düzenlediği kredi (club loan) kapsamında 16 yabancı bankanın katılımıyla Karaköy'deki binasında imzalanan anlaşma sonucunda 120 milyon dolar tutarında kredi aldı. 16 yabancı banka krediye 7.5 milyon dolarlık eşit miktarlarla katılırken, libor artı 0.55 faizle sağlanan 1 yıl vadeli kredi, ihracatın finansmanında kullanılacak.

Osmanlı Bankası Genel Müdürü Turgay Gönensin, Mayıs ayında 15 ülkeden 35 yabancı bankanın katıldığı sendikasyon ile 100 milyon dolar tutarında kredi sağladıklarını da belirterek, "Bu sendikasyonu önümüzdeki günlerde yenileyeceğiz ve toplam sendikasyon tutarını 200 milyon dolara çıkaracağız. Bunun dışında Kasım ayı sonunda 150 milyon Euro'luk bir bono ihraç planımız var. Bu konuda yetkiyi WLB'a verdik" diye konuştu.

Etibank ve Bank Kapital de Gitti

Tasarruf Mevduatı Sigorta Fonu 11 ay arayla iki bankaya daha, Sabah Grubuna ait Etibank ile Ceylan Grubu'na ait Bank Kapital'e de el koydu. Böylece Fon kapsamındaki banka sayısı 10'a çıktı. Bankacılık üst kurulu, el koyma işleminin Bankalar Kanunu'nun 14'üncü maddesinin 3 ve 4'üncü fıkralarına göre yapıldığını duyurdu. Bu maddeler, "kötü yönetim" ve "banka kaynaklarını lehte kullanma"yı içeriyor.

Bankacılık Düzenleme ve Denetleme Kurulu (BDDK), Etibank ile Bank Kapital'in Tasarruf Mevduatı Sigorta Fonu'na (TMSF) devredildiğini açıkladı. Etibank Medya-Sabah Grubu'na Bank Kapital de Ceylan Grubu'na ait bulunuyordu. Resmî Gazete'nin "27 Ekim 2000 Cuma" günkü mükerrer sayısında yayınlanarak yürürlüğe giren bu karardan sonra Fon'daki bankaların sayısı 10'a yükseldi.

Bazı bankaların sıkıntıları olduğu bilinmekle birlikte görüşler, Fon'da daha önceden el konulan 8 bankaya ilişkin bir formül bulunmadan, yeni bankaların Fon'a devredilmeyeceği yönündeydi. O nedenle yapılan bu operasyon bankacılık çevrelerinde sürpriz olarak değerlendirildi.

BDDK tarafından yapılan yazılı açıklamaya göre, Etibank ve Bank Kapital'in fona devri kararı 4389 sayılı Bankalar Kanunu'nun 14'üncü maddesinin 3 ve 4 numaralı fıkralarına istinaden alındı. 14'üncü maddenin 3'üncü fıkrası bankanın mali yapısının zayıfladığı ve yükümlülüklerini yerine getirmede zorlandığı gibi hükümleri içermekle birlikte, 4'üncü fıkra banka yönetiminin ve ortaklarının, banka kaynaklarını tehlikeye düşürecek şekilde kendi lehlerine kullanması gibi hükümleri içeriyor. Yani, Etibank ve Bank Kapital yöneticileri

ve ortakları hakkında dava yolu açık görünüyor. Bugüne kadar yapılan operasyonlarda sadece Yaşarbank'ın Fona devredilmesinde 14'üncü maddenin 3'üncü fıkrası gerekçe olarak gösterilmiştir.

BDDK'nın açıklamasında, "Alınan bu önemli kararlar bankacılık sistemi daha sağlıklı bir yapıya kavuşturulmuş bulunmaktadır" denilirken, kanuna aykırı işlemlerde bulunanlar hakkında gerekenin yapılacağından da kimse'nin kuşkusu olmaması gerektiği vurgulandı.

Tasarruf Mevduatı Sigorta Fonu'na (TMSF) devredilen Etibank ile Bank Kapital, devletin sırtına 606.2 milyon dolarlık yeni bir yük daha getirdi. BDDK Başkanı Zekeriya Temizel, bu iki bankanın toplam riskinin 415 trilyon lira (606.2 milyon dolar) olduğunu açıklarken, bunun 438.2 milyon dolarının Etibank'a, 168 milyon dolarlık kısmının ise Bank Kapital'e ait olduğu öğrenildi.

TEB: Citibank'la Ortaklığı Görüşüyoruz

Türk Ekonomi Bankası (TEB), Citibank ile ortaklık görüşmeleri yaptığını doğruladı. Türk Ekonomi Bankası, Citibank'ın TEB'e talip olduğu yolunda basında yer alan haberler üzerine Borsa Başkanlığı'na bir açıklama gönderdi. TEB'in son 2 yıldır TEB fonlarının pazarlanması ve satılması konusunda Citibank ile yakın çalışma içinde olduğu kaydedilen açıklamada, şöyle denildi: "Bu sürecin devamı olarak, işbirliğinin geliştirilmesi çerçevesinde Citibank ile muhtemel bir ortaklığın görüşmeleri sürdürülmektedir. Bu bağlamda; muhtemel ortaklığın mali ve hukuki boyutları uzmanlar nezdinde görüşülmeye devam edilmekte olup, şu ana kadar ortaklığa ilişkin olarak gizlilik taahhüdü dışında taraflarca herhangi bir belge imzalanmamıştır."

Açıklamada, müzakerelerin sonuçlandırılmasının herhangi bir takvime bağlanmadığı vurgulandı. Çolakoğlu Metalurji'nin büyük hissedarları arasında olduğu bankanın Yönetim Kurulu Başkanlığı'nı Yavuz Canevi yürütüyor.

Akbank'tan 259 Trilyon Net Kâr

Akbank, 2000 yılının dokuz aylık döneminde 259 trilyon lira net kâr elde ettiğini açıkladı. Akbank 1999'un dokuz aylık dönemine göre bu yıl mevduatlarını % 89, kredilerini % 100, toplam aktiflerini de % 84 artırdı. Akbank Genel Müdürü Özen Göksel, dokuz aylık bilanço verileriyle ilgili açıklamasında "Bankamız 9. ay sonu itibarıyla 386 trilyon lira brüt kâr elde etti. 127 trilyon lira vergi karşılığı ayıran Akbank'ın net kârı da 259 trilyon lira oldu. Bankamızın net kârı içerisinde, hiçbir yapay gelir unsuru yok. 386 trilyon liralık brüt kâr üzerinden % 33 vergi yükümlülüğü tam olarak ayrıldı. Krediler için ayrıl-

miş her türlü karşılıklar kârdan düşüldü. İştirak satış kârları kâra ilave edilmedi" dedi.

Pamukbank'tan Patron Kredisi

Pamukbank, kredi taleplerine bir günde yanıt verecek "Girişimci bankacılık" uygulamasına başladı. Banka Genel Müdürü Orhan Emirdağ, projenin, Türkiye'deki firmaların % 96'sını oluşturan girişimci grubuna yönelik olduğunu söyledi. Kredi taleplerinin bir günde yanıtlanacağını belirten Emirdağ şu bilgileri verdi:

"Girişimci için kredinin miktarı ve faizi yanında zaman da çok önemli. Kredi taleplerini tek merkezde toplayıp anında değerlendireceğiz. Bu projeye le müşteri sayımızı 150 bine çıkartmayı hedefliyoruz" dedi.

Dışbank'tan 100 Milyon Euro'luk Tahvil İhracı

Dışbank, 2 Kasım Perşembe günü imzalanan bir anlaşma ile uluslararası piyasalarda beş yıl vadeli 100 milyon Euro değerinde tahvil ihraç etti.

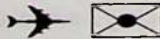
Avrupa piyasalarında gerçekleştirilen tahvil ihracı, bankanın döviz girdilerinin varlığa dayalı menkul kıymete dönüştürülmesi şeklinde düzenlendi. Orta vadeli bonoların 69 milyon Euro'luk kısmı değişken, gerisi sabit faizli olarak ihraç edildi. Finansmanın sağlanmasına Dresdner Kleinwort Benson yatırım bankası aracılık etti. Yıllık % 9 faiz kuponlu tahvillerin yatırımcıları çoğunlukla Avrupa'da yerleşik, kredi değerlendirmelerine önem veren ve seçici sigorta şirketleri, yatırım fonları ve bankalardan oluştu.

Dışbank'ın Net Kârı 43 Trilyon

Dışbank, ilk dokuz aylık dönemde 43 trilyon 77 milyar liralık net kâr açıkladı. Dışbank, geçen yılın aynı döneminde 38 trilyon 606 milyar liralık net kâr elde etmişti.

TEB'in Net Kârı 18 Trilyon

Türk Ekonomi Bankası'nın (TEB) ilk dokuz aylık konsolide kârı 24 trilyon lira olarak gerçekleşti. Bankanın net kârı % 57 oranında artışla 18 trilyon lira olurken, aktif toplamı da % 107 büyüyerek 1 katrilyon 87 trilyona ulaştı. Mevduatı ise % 129 artışla 508 trilyon liraya çıktı.



Görüşler

ZEKİ GÜNDÜZ

Yeminli Mali Müşavir, Mali Danışman

Değişik Bir Vergi Yazısı



Öncelikle yanlış anlaşılmayı önlemek için kendimin de Karadenizli olduğumu belirterek başlayayım.

Karadenizi boydan boya dolaş-tım. Sarp sınır kapısına kadar da git-tim ve Türkiye'de laz bulunmadığını, lazların sınır ötesinde, Gürcistan veya Rusya'da bulunduğunu tespit ettim.

Çünkü nereye gitsem ve "Burada laz var mı?" diye sorsam, aldığım ce-vap: "Bizden öteyedir." oluyor ve da-ha ileriye işaret ediyorlardı. Sonunda Sarp sınırına dayandım ve halen aynı cevabı alıyordum.

Bu nereden mi aklıma geldi?

Türkiye'de hemen her kesim ver-gi alınması, ödenmesi konusunda hem fikir. Ancak, hemen herkes de bir nedenle, bir gerekçe ile, "Bizden öteye olsun." demekte. Yani, vergi alınsın, ödensin, ama bizim dışımız-dakilerce, bizim dışımızdakiler tarafın-dan.

Peki Maliye Vergiyi Kimlerden Almaya Çalışıyor?

Eminim ki siz de benim gibi kü-mesteki kaz, yaban kazı örneğinden bıkmışsınızdır. Bu konuda izin verir-seniz farklı bir fıkra anlatayım.

Mali İdarenin konuya yaklaşımı da aşağıdaki fıkra gibi Nasrettin Ho-ca'lık.

"Nasreddin Hoca gece sokak lambası altında dolanıp duruyormuş. Hoca'yı gören komşuları merak edip ne aradığını sormuşlar. Hoca: "Yüzüğümü düşürdüm onu arıyorum." demiş. Hoca'ya yardım etmek isteyen komşuları: "Yüzük düştüğünde neredeydin, göster biz de yardım edelim." deyince, Hoca yüzüğünü ahırda düşürdüğünü söylemiş. Komşular şaşırıp, "Be Hoca, ahırda düşen yüzük sokakta aranır mı? deyince, Hoca: "Ne yapayım ahır çok karanlık, ben de yüzüğü sokak lambası altında arıyorum." demiş.

Mali İdarenin uygulamaları bana hep bu fıkrayı hatırlatır. Deveyi hamudu ile götürönerler, milyar dolarları bankalar üzerinden yurt dışına havale edenler, kayıt dışılıkları adeta kutsanan karanlıktakiler nedense hiç rahatsız edilmez de, Devletin iki yakası bir araya gelmediğinde, vergi incelemelerinde, hep kümestekiler, aydınlıkta-kiler, sokak lambası altındakiler didik didik edilir. Her türlü uygulama ve ölemden de nedense en çok bodrumdakiler değil de sokak lambası altındakiler zarar görür.

Bir de Kara Listeye Girme Korkusu Var

İncelemeler neticesinde elde edilen verilerden hareketle, Mali İdare, kendince bir kara liste oluşturur ki, bu mükelleflere dikkat edilsin, haksız vergi iadesi falan yapılmasın diye. Yani Mali İdare kümesteki kazlarına da hep kuşkuyla bakmakta.

Türkiye genelinde nasıl yürür bil-meyiz, ama, Para Dergisinden öğren-

diğimize göre (5-11 Kasım Dergisi) İstanbul'da bu liste 40.000 şirkete ulaşmış.

Mali İdarenin kayıtlarına göre İstanbul'da 40.000 şirket (şu an faal mükellef sayısını tam bilmemekle birlikte önemli bir oran olduğunu tahmin ediyorum) sahtekarlık yapmış, bir şekilde sahtekarlığa bulaşmış veya sahtekarlık yapabilir. Mali İdare faal mükellef sayısının yarısına sahtekar gözüyle bakıyor.

Buraya kadar yapılanlar son derece normal, olması gereken şeyler. Ancak, listelerin oluşma şekli ve güncelleştirilmesinde yaşanan sorunlar nedeniyle uygulama adeta "yargısız infaza" dönüşebiliyor.

Örneğin, siz bir şirketten 10 milyon TL verip tükenmez kalem aldınız. Sizin tükenmez kalem aldığınız işletme incelendi ve bu işletmenin vergisini az ödemek gayesiyle sahte belge kullandığı sonucuna varılıp tarhiyat yapıldı. İncelemeyi yapan inceleme elemanı, bu tükenmez kalem satan işletmenin tüm mal ve hizmet aldığı işletmelerle, mal ve hizmet sattığı işletmeleri bir liste halinde Defterdarlığa mühürlü bir resmi yazıyla bildirir.

Bu yazı genel listeye eklendiği an siz de sakıncalılar listesine dahil olursunuz. Hayırlı olsun. Ne kadar kolay değil mi?

Farzedelim işinizin büyük bölümü ihracatçılarla ilgili. İhracatçılar size ödeyip, listede bulunmanız nedeniyle alamadıkları KDV nedeniyle zarara uğradıklarında ne olacak dersiniz? Ya müşterileriniz iade alamadık-

ları KDV'yi sizden isteyecekler ve tahsil edip daha önce vergi dairesine beyan ettiğiniz KDV'yi müşterinize ödeyeceksiniz ya da müşterilerinizi kaybedeceksiniz.

Eğer bu yazdıklarım size fantezi olarak geliyorsa, ne iyi, henüz başınıza böyle bir şey gelmemiş. Ama, daha önce böyle bir şey yaşamışsanız eminim ki eksiğin var demeye hazırlanıyorsunuz. Hemen eksiğimi tamamlayayım.

Tükenmez kalem satın aldığınız şirket sahteci damgası yerse, sizin kapınız da çalınabilir. İncelenip, sahte belge kullandı sonucuna varılarak cezalı KDV, Kurumlar Vergisi ödemek zorunda kalacağınız gibi, sahte belge kullandığınız iddiası ile kendinizi ağır ceza mahkemesinde yargılanırken de bulabilirsiniz.

Peki Ya Mükellefler: "Yeniçeri Hesabı, Biz Yeni Duyduk" Havaşında

Osmanlı döneminde yeniçerinin birinin evire çevire bir museviyi dövdüğünü görenler araya girip, adamcağızı kurtarmışlar ve yeniçeriye neden adama saldırdığını sormuşlar.

– "Bunlar İsa'yı çarmıha germişler." diye yanıtlamış.

Araya girenler;

– "Yahu sen deli misin; İsa çarmıha gerileli 1500 sene oldu." deyince,

Yeniçeri;

– "Valla ben yeni duydum." demiş.

1993'den beri yasada mevcut bir maddeyi yeni vergi tasarısında çok tartışırken, 1997 beyan döneminde 1961 yılında yürürlüğe giren 193 sayılı Gelir Vergisi Kanunu'nda başından beri yer alan ihtiyari toplama, gelirin toplanması, aile reisi beyanı hususlarından bahsederken aldığım tepkileri gördükçe bu fıkra geldi aklıma.

Diğer bir ifade ile Devlet ile mükellefler arasında zımni bir mutabakat oluşmuş. Devlet mükelleflerin büyük kısmından hayat standardı, götürü vergi vb. müesseselerle "salma" olarak idare etmiş, mükellefler de vergi konusundaki "reformları" uzaktan izlemekle yetinmişlerdir.

Zaman zaman Devlet sıkıştıkça bu zımni mutabakatı bozmuş, Net Vergi, Dengeli Vergi, Deprem Vergisi, Af Vergisi, Tahsilat Affı, Eğitim Vergisi gibi adlarla ilave vergiler talep etmiştir. Bu dönemlerde biraz homurdanılmış ama öyle büyük bir infial de sözkonusu olmamıştır.

Bu sene de adı ne olur bilmeyiz ama, mevcut ekonomik programın sıhhati için bir kerelik bazı vergilerin süresinin uzatılmasına ve devamına karar verildi. Mevcut vergilerdeki oranlar ve makdu miktarlar da artırılıyor.

Türk Vergi Sistemi "nasıl olsa herkes vergi kaçırıyor", temel varsayımı üzerine kurulmuştur. Nitekim zamanında bu gerçek bakan düzeyinde "Vergisini tam veren batar" şeklinde ifade edilmiştir.

Bu komediye son verme çabası ise yaban kazları tarafından kuşku ile

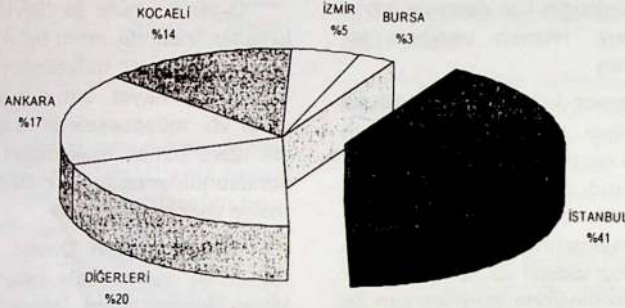
karşılanmış, gene bunun içinde bir oyun var, herşeyimizi hesaba alıp sonra da üzerine bir vergi koyacaklar

kuşku ile 4444 sayılı kanun çıkarılmış, bir süre daha böyle devam edelim kararı alınmıştır.

Rakamlarla Vergi İcmali

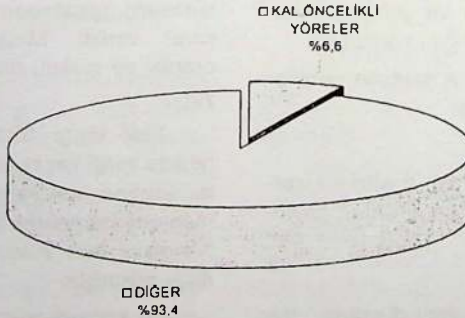
Türkiye'de vergi gelirlerinin % 80'i beş büyük ilde toplanmaktadır.

Grafik 1
Vergi Gelirleri Tahsilatının İllere Göre Dağılımı 1999



Kalkınmada öncelikli 50 ilden toplanan verginin toplam vergi gelirleri içindeki payı sadece % 6.6'dır.

Grafik 2
Kalkınmada Öncelikli 50 İlden Elde Edilen Verginin Toplam Vergi Gelirleri İçindeki Payı (%) (1999)



Tablo 1
Gelir Vergisinde Konsantrasyon

	16 Milyarın Üzerinde Matrah Bey. Edenler	Beyannameşi Girilen Tüm Mükellefler (2)	Oran (%) (1/2)	Matrah Bey. Etmeyen Mükellefler (3)	Oran (%) (3/2)
Mükellef Sayısı	17.093	1.081.150	1.58	299.761	27.7
Bey. Ed. Matrah (Milyon TL)	1.740.684	2.790.842	62.37		
Ödenmesi Gereken KV. (Milyon TL.)	213.908	338.135	63.26		

1.740.000 mükelleften 17.093 mükellef gelir vergisinin % 63'ünü beyan edip ödüyor. 300.000 mükellef zarar beyan etmiş.

Tablo 2
Kurumlar Vergisinde Konsantrasyon (1998 Yılı)

	İlk 1500 Kurum (1)	Bey. Girilen Toplam Mük.Say. (2)	Oran (%) (1/2)
Mükellef Sayısı	1.500	385.234	0.4
Beyan Edilen Matrah (Trilyon TL.)	3.149	4.313	73.0
Tahakkuk Edilen Kur. V. (Trilyon TL.)	767	924	83.0

Kurumlar vergisinin % 83'ü 1500 firma tarafından beyan edilip ödeniyor. Toplam 385.234 mükellef içinde bu grubun payı % 0.4.

Tablo 3
Vergi İadesinin Dahili KDV İçindeki Payı (%)
(Emeklilere İade + Özel Gider İndirimi)

Yıllar	Dahilde Alınan KDV Tahsilatı (1)	Emeklilere İade +	
		Özel Gider İndirimi (2)	(2/1)
1995	212.119	22.474	10.59
1996	419.167	54.285	12.95
1997	861.262	126.634	14.70
1998	1.589.060	259.105	16.31
1999	2.433.262	471.381	19.37

1999 yılında dahilde alınan KDV'nin yaklaşık % 20'si ücretlilere vergi iadesi kapsamında iade edilmiştir.

Tablo 4
İhracat İstisnası Nedeniyle Dahili KDV'den
Yapılan İadenin, Dahili KDV İçindeki Payı (%)

Yıllar	Dahilde Alınan KDV Tahsilatı (1)	İhracat İstisnası Nedeniyle Dahilde Alınan KDV'den Yapılan İade	
		(2)	(2/1)
1995	212.119	38.884	18.33
1996	419.167	61.250	14.61
1997	861.262	149.751	17.39
1998	1.589.060	304.709	19,18
1999	2.433.262	456.667	18.77

1999 yılında dahilde alınan KDV'nin yaklaşık % 19'u ihracatçılara iade edilmiştir.

WORLD CARD

DÜNYAYA AÇILAN KART



Yapı Kredi Worldcard yalnızca Türkiye'de en çok kullanılan kredi kartı değil, Türkiye'nin dünyada da en çok kullandığı kredi kartı. Hâlâ Yapı Kredi Worldcard'ınız yoksa geniş bilgi için 444 0 444'ten Yapı Kredi'ye ulaşabilir ya da en yakın

Yapı Kredi Şubesine başvurabilirsiniz.

Burası Yapı Kredi. Fark burada.

YAPI KREDİ

"hizmette sınır yoktur"

Sizin için ileriye bakıyoruz.



İMKB, yatırımcılara geleceğe dönük yatırım olanakları sunuyor...



İSTANBUL
MENKUL KIYMETLER
BORSASI
www.imkb.gov.tr