

BANKA - MALİ VE

EKONOMİK YORUMLAR

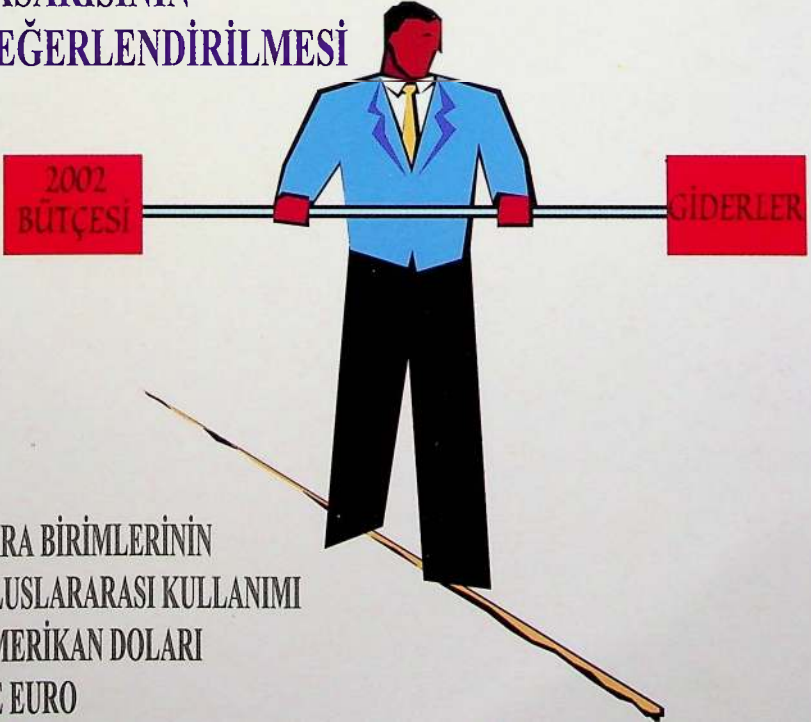
ŞUBAT 2002

2

AYLIK DERGI
YIL: 39

3.000.000 LİRA

2002 YILI BÜTÇE KANUN TASARISININ DEĞERLENDİRİLMESİ



PARA BİRİMLERİNİN
ULUSLARARASI KULLANIMI
AMERİKAN DOLARI
VE EURO

- BANKACILIK SEKTÖRÜNÜN YENİDEN YAPILANDIRILMASINDA AHLAKİ BOZULMA RİSKİ VE BANKA KREDİLERİ
- KATMA DEĞER VERGİSİ İADESİNDE YENİ DÜZENLEMELER

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"

BANKA – MALİ VE EKONOMİK YORUMLAR

(e-mail: ekonomikyorumlar@hotmail.com)

ŞUBAT 2002 • YIL: 39 • SAYI: 2 • 3.000.000 LIRA (KDV DAHİL)

**Ekonomik Mali Yayınlar San. ve 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 • Tevrik Altınok • Yılmaz Argüden • Prof. Dr. Mustafa A. Aysan • Uğur Bayar • Afa Boran • Prof. Dr. Ünal Bozkurt • Yavuz Canevi • Ege Cansen • Dr. Doğan Cansızlar • Bülend Çorapçı • Ahmet Demirel • Zeki Döşlüoğlu • Necdet Durakbaşı • A. Aydın Dündar • Dr. A. Mahfi Eğilmez • Orhan Emirdağ • Gazi Erçel • Dr. Zeynel Abidin Erdem • Meral Gezgin Eriş • Prof. Dr. Cumhuri Ferman • Prof. Dr. Atilla Gönenli • Zeki Gündüz • Doç. Dr. Seyfettin Gürsel • M. Akif Hamzaçebi • Avni Hedili • Erhan İşil • Prof. Dr. Haluk A. Kabaalioglu • Adnan Başer Kafaoğlu • Ali İhsan Karacan • Kemal Kurdaş • Korhan Kurdoğlu • Mehmet Kutman • Prof. Dr. Orhan Morgil • Adnan Nas • Ergin Neng • Sezai Onaral • Prof. Dr. Suat Oktar • Prof. Dr. İsmail Özasan • Tuncay Özlhan • Ersin Özince • Ertuğrul İhsan Özel • Prof. Dr. Merih Paya • Mehmet Faruk Sabuncu • Prof. Dr. Hülya Talu • Prof. Dr. Mehmet Şükri Tekbaş • Dr. Turgut Telman • Yaman Türüner • 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

Dr. Şevket SAYILGAN

2002 Bütçe Kanun Tasarısının

Değerlendirilmesi 5

Çank SÜER

Bankacılık Sektörünün Yeniden
Yapılandırılmasında Ahlaki Bozulma

Riski ve Banka Kredileri 21

Ekonomik Göstergeler (Dış) 30

EKONOMİK YORUMLAR / SEMİNER

Adnan NAS / Mehmet Ali ÖZYER

Nihat UZUNOĞLU / İlhan SAYIN

Katma Değer Vergisi İadesinde

Yeni Düzenlemeler 31

Mustafa BARIŞ

Sermaye Piyasası 55

Yrd. Doç. Dr. Suna OKSAY

Para Birimlerinin Uluslararası

Kullanımı: Amerikan Doları ve Euro 64

Banka-Mali ve

Ekonomik Yorumlar Dergisi

Bankacılık Sektöründen Haberler 73

Dr. Ali ALP

Portföy Performansının Getiri ve Risk

Dikkate Alınarak Değerlendirilmesi 79

Abone Formu 96

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 • e-mail: ekonomikyorumlar@hotmail.com • **Açıklama:** Dergideki yazılar kaynak göstermek koşuluyla alınabilir. • Dergide yayınlanan yazılardaki görüşler, yazarlarına aittir. **2002 Yılı Abone Bedeli (KDV dahil):** 36.000.000.- TL. • **Öğrencilere:** 25.200.000.- TL. • **Banka Hesap Numaraları (İstanbul):** Akbank Nuruosmaniye Şubesi Hesap No: 35875-4, Garanti Bankası Nuruosmaniye Şubesi Hesap No: 6299897, İş Bankası Çağaloğlu Şubesi Hesap No: 530979 • **Baskı ve Cilt:** Kurtiş Matbaacılık, Telefon: (0212) 518 11 28 • **Dizgi ve Sayfa Düzeni:** Zafer Dizgi, Celal Aydın Tel: (0212) 520 74 45 - (0532) 540 24 23 • **Kapak Tasarımı:** Banka-Mali ve Ekonomik Yorumlar • **Baskı Tarihi:** 12 Şubat 2002 • **Genel Dağıtım:** DPP ve Dünya Süper Dağıtım

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



WAP
BANKACILIĞI

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



Dergiden

OKURLARA MEKTUP

Arjantin Dersleriyle Büyüme Yolculuğu...

Sevgili Okurlar,

Türkiye son aylarda olumluya dönen çizgisini Şubat ayına girerken de sürdürüyor. Özellikle 19. Stand-by anlaşmasının imzalanmasıyla uluslararası finans sisteminin Türkiye'ye desteğini sürdürmekte kararlılığını göstermesi bu görüşümü pekiştirdi. Ne var ki arızı iyileşmelerle kalıcı ve sürekli dengeler arasındaki ayırımı katiyen gözden kaçırmamak, bir başka deyişle bıçak sırtı hamaniyetlerin halen kaygı verici olduğunu bilmek zorundayız.

Bu arada hiç akıldan çıkarılmaması gereken bir rehberin Arjantin olduğunu düşünmüyoruz. Bir süre para kurulu ile enflasyonu düşürmedeki başarısı konuşulan geçmişin bu büyük ülkesinin nasıl olup ta burada olduğunu ayrıntılarıyla görmek, bu derslerden yararlanarak yolumuzu çizmek durumundayız.

Mali sistemde en azından geçmişin birikimini temizlemek ve geleceğin kurumsallaşmasını yaratmak konusunda ciddi yol katettik. Bankalara sermaye ve kredi desteğinin yöntemi ve işleyişi henüz tam anlamıyla şekillenmese de artık gündemdeki birinci öncelik, enflasyon hedeflemesine geçecek gibi görünüyor.

Ancak enflasyon cephesinde tablo pek net değil. Ocak ayı rakamlarında hem TEFE hem TÜFE'nin yükselmesi (sırasıyla % 4.2 ve % 5.3) çok tehlikeli ol-

mayabilir; bir yandan yıl sonundaki geçici KDV indirimlerinin etkisinin ortadan kalkması, diğer yandan ağır kış koşullarının özellikle TÜFE yönünden tarım fiyatlarını etkilemesi arazi etkenlerdir. Buna karşılık çekirdek enflasyonunun bu ay daha da düşerek % 2.1 olarak gerçekleşmesi, enflasyon hedeflemesi konusunda otoriteleri yüreklendirebilir. Bu düşüşün başka nedeninin kurlardaki düşüş olduğu biliniyor. Burada tabii ki başka tehlikeler var; sıcak para hareketlerinin hızlanması ve tüketici talebinde ani sıçrama. Bu noktalarda tedbirli olunmazsa ikiz açık çıkmazına doğru sürükleniriz.

Bu durumda, bulunduğumuz noktada, enerjimizi büyüme sorununa yöneltmemiz gerekiyor. Açıktır ki, hem enflasyonu düşürme hem de büyümeyi canlandırma kolay bir mücadele değil. Ama hazır zorluklarla savaşmaya alışmışken ritimimizi ve hızımızı düşürmeden devam etmek için önemli bir fırsat yakalamış durumdayız. İç talebin düşük, ihracatın tek başına yetersiz olacağı ortada; o halde ciddi bir stratejiye ihtiyacımız var. Bu açıdan reel ekonomiye açılan kredi stoğunun canlanması çok kritik önem taşıyor. Saydamlaşmış bir ortamda kaynak tahsislerinin piyasa ekonomisi rasyonelleriyle biçimlenmesi sürecinin başlaması için zaman, bu zamandır...

Böyle bir strateji hayata geçirilirken turizm ve tarım sektörlerinde parlak bir yıl ihtimali işleri kolaylaştıracaktır. Umutmayalım ki Arjantin, enflasyonu durdurmasına rağmen büyüme sorununu çözemediği için borç stokunu çevirememiş ve bu duruma düşmüştür.

Bu sayıda, yoğun gündem nedeniyle birkaç aydır aksattığımız inceleme ve görüşlere ağırlık verdik. Dr. Şevket Sayılğan'ın "2002 Bütçesi"ni değerlendiren, Cenk Süer'in "Bankacılık Sisteminde Ahlaki Bozulma Riski"ni ele alan, Yrd. Doç. Dr. Suna Oksay'ın "Dolar ve Euro'nun Uluslararası Kullanımı"ni mercek altına alan incelemelerini ilgiyle okuyacağımızı umuyoruz. Dr. Ali Alp'in "Portföy Performansının Getiri ve Risk Açısından Değerlendirmesi" konulu teknik değerlendirmesi de yararlı bir referans niteliğinde.

Gelecek sayıda Maliye Bakanı Sümer Oral ile "2002 yılı Bütçesi" ve "Türk Vergi Sistemi Eylem Planı" ile ilgili söyleşi başta olmak üzere pek çok gündel konudaki yazıyla yine buluşacağız.

Saygılarımla,

Adnan Nas

Görüşler

Dr. ŞEVKET SAYILGAN

Ekonomist

2002 Bütçe Kanun Tasarısının Değerlendirilmesi

1. Amaç ve Kapsam

2002 yılının ekonomik performansının tespit edilerek öngörüde bulunmak amacıyla bütçenin ana ve alt kalemlerinin değerlendirilmesi yapılmıştır. Bu değerlendirme sırasında bütçe rakamlarının oluşturulmasındaki diğer makro parametrelerle olan uyumu da incelemeye tabi tutulmuştur. Bütçenin iç tutarlılığı, uygulanmakta olan ekonomik programla uyumu, 2002 yılı ile ilgili olarak faiz, kur ve bunlara bağlı parasal göstergelerin gelişimi hakkında öngörüde bulunulmasında yol gösterici olacaktır.

2. Bütçeyi Etkileyen Makro Ekonomik Parametreler

2002 bütçe kanun tasarısının oturmuş olduğu makro ekonomik parametreler tablo 1'de verilmektedir. Buna göre aşağıdaki sonuçlara ulaşılmaktadır.

– 2001 gerçekleşme tahmini ile 2002 programlanan büyüme hedefleri incelendiğinde özellikle GSMH ile GSYİH arasındaki farkın

kapandığını ve dış denge açısından net dış alem faktör gelirlerinin önem kazanacağı tahmin edilmektedir:

– Dış ticaret dengesindeki artış ve azalışların kurlar üzerindeki etkisi göz önüne alınacak olursa 2002 programı gereği olarak kurlarda ortalama enflasyona göre değerlendirilmenin olmadığı görülecektir. Bu ilişkinin sağlanamadığı dönemlerde de büyüme trendinin düştüğü ve ya küçülmenin yaşandığı süreçler ekonomik konjonktürü belirlemektedir.

– Büyümenin alt sektörler boyutu incelendiğinde ise 2001 yılında en fazla küçülen hizmetler sektörünün 2002 yılında en fazla büyümesi beklenen sektör olduğu görülecektir.

– İhracat ithalat arasındaki farkın 2002 yılında büyümesi ile cari fazlada azalma beklenmektedir.

– İç tüketim artışını belirleyecek en önemli değişken olan faiz düzeyi ise K.K.B.G ile yakından ilişkili olduğu ve 2002 yılı itibarıyla artış eğilimi içerdiği göz önüne alınacak olursa faizler genel seviyesinin artış eğilimli olması sonucunu beraberinde getirecektir. Ancak bu gelişimi engelleyecek tek değişken yabancı kaynak girişinin TL talebini karşılayacak düzeyde para arzını desteklemesidir.

3. 2002 Bütçe Tasarısının Değerlendirilmesi

2002 yılı bütçe hedeflerinin ne ölçüde gerçekçi ve kendi iç tutarlılığı olan bir makro-ekonomik denge modeline dayandığı önümüzdeki dönemin en çok tartışılacak makro ekonomik konuları arasında olacaktır. 2002 bütçesinin başarısını ve iç tutarlılığını, faizler genel düzeyinin düşürülmesi ve faiz dışı bütçe fazlasının arttırılmasına bağladığı görülmektedir.

Bütçe ile ilgili olarak temel ekonomik büyüklükler incelendiğinde karşımıza şu sonuçlar çıkmaktadır. 2002 bütçe hedefleri içinde öngörülen % 4'lük büyüme, cari işlemler dengesinin 116 milyon dolar (+) bakiye vermesi varsayımı altında ele alınmıştır. Oysaki ülkemiz ihracatının artması için, ithalatının artması gerekmektedir. Yaklaşık olarak; 1 birimlik ihracat artışını gerçekleştirmek için 0.75 birimlik ithalat yapması gerekmektedir. Bu nedenle, bütçe hedeflerinin arkasında

varsayılan ekonomik büyümenin, ithalat artışını sınırlı tutularak gerçekleştirme niyetinin olması, geçmiş yapısal özellikler ile çelişmektedir.

Nitekim, Güçlü Ekonomiye Geçiş Programına bakıldığında, 2002 yılı için % 5'lik pozitif bir ekonomik büyüme karşılığında 1.7 milyar dolarlık bir cari işlemler açığı öngörüldüğü görülecektir. Bu hedefler

Tablo 1

	2001 TAHMİN	2002 PROGRAMI	DEĞİŞİM %
Büyüme Hızları			
Tarım Büyüme hızı	% - 5.8	% 2.5	
Sanayi Büyüme hızı	% - 5.7	% 4.1	
Hizmetler Büyüme hızı	% - 6.5	% 4.3	
Gayri Safi Yurtiçi Hasıla	% - 6.1	% 4.0	
Gayri Safi Milli Hasıla	% - 8.5	% 4.0	
GSMH Cari Fiyatlarla TL	184.767	280.550	52
GSMH Cari Fiyatlarla Milyon Dolar	149.851	155.774	4
Ortalama Dolar Kuru	1.233 bin TL/\$	1.801 bin TL/\$	46
Fiyat Gelişimleri			
GSMH Deflatörü	% 60.3	% 46	- 24
TEFE ortalama	% 60	% 45.6	- 24
TEFE yılsonu	% 80	% 31	- 61
TÜFE ortalama	% 53.7	% 46.4	- 14
TÜFE yılsonu	% 65	% 35	- 46
Ödemeler Dengesi			
İhracat Milyon Dolar	30.500	32.000	4.9
İthalat Milyon Dolar	41.000	45.500	11
İhracat/İthalat %	74.4	70.3	
Cari İşlemler Dengesi Milyon Dolar	2.896	116	
K.K.B.G. / GSMH	-7.7	-8.4	
Kamu Kesimi Dış Borç ödemesi			
(Anapara + faiz) Milyon Dolar	14.371	16.090	12
Özel Kesimi Dış Borç ödemesi			
(Anapara + faiz) Milyon Dolar	12.618	9.623	- 23

geçmiş yapısal gelişmenin özelliklerini yansıtması açısından bütçe rakamları ile uyum sağlamamaktadır.

Türkiye'nin ekonomik büyümesinin hızlandığı her dönemde; hammadde, ara malı ve sanayi malı ithalatı da artmakta ve cari işlemler dengesi negatife dönmektedir. Cari işlemler açığı dış kaynak girişiyle finanse edildiği için böyle bir gelişme yapısal özellik taşımaktadır. Türkiye gibi gelişmekte olan bir ülke için asıl tehlikeli olan, cari işlemler fazlası vermektir; çünkü böyle bir fazla ancak ekonomik gerileme pahasına elde edilebilmekte ve ülkeden dışarıya sermaye transferi olduğu içinde ekonomiyi zayıflatıcı etkiler yaratmaktadır. Ancak ülkenin döviz yaratıcı fonksiyonlarının yetersiz ve yüksek maliyetli olması cari açığın döviz kurları üzerinde direkt olumsuz etkisi olmaktadır.

Ayrıca dış dengede oluşan cari açığın yarattığı baskı, iç dengede yani bütçenin gelir gider dengesinin sağlanması ile sürdürülebilir. Bu tip bir büyüme stratejisi Türkiye ekonomisinin karşılığında yeterli yabancı sermaye çekemediği için mümkün olmamaktadır. Genelde cari açık ile bütçe açığı birbirini etkileyen özellik göstererek kur ve beraberinde faizler üzerinde baskı yaratmaktadır.

Bu bilgilerden hareketle 2001 için öngörülen % 4 büyüme hedefi ile, cari işlemler dengesinin (+) bakiye vermesi birbiri ile çelişmektedir. Bu durumda olası 3 alternatif şöyle özetlenebilir.

- Cari işlemler dengesi (+) olur ise hedeflenen % 4'lük büyüme rakamı gerçekleşmeyecektir.
- Büyüme % 4 düzeyinde gerçekleşirse cari işlemler dengesi (+) gerçekleşmeyecektir.
- İki hedefinde tutabilmesi için tek gerekli şart, ithalata bağlı olmayan döviz gelirleri alan, müteahhit hizmetleri ve Turizm gelirleri ile diğer hizmet gelirlerinde geçmişin ötesinde bir büyüme sağlanmasıdır.

Bütçe hedeflerinin gerçekleştirilmesi konusunda potansiyel bir risk ise; ekonomik olarak % 4'lük büyüme hedefiyle, kamu harcamalarının reel olarak geriletilmesi hedefleri arasındaki ilişkidir. (bütçe gideri artış oranı enflasyon hedefinin altındadır)

Faiz dışı bütçe fazlasının/GSMH'nın % 5.6 ve toplam kamu kesiminin faiz dışı fazlasının % 6.5 gibi yüksek düzeylerde gerçekleşmesini içeren, sıkı bir bütçe politikasının varolduğu koşullarda; ekonomik büyümenin sağlanması başka şartların gerçekleşmesi ile mümkün olacaktır. Bu şartların başında 2002 projeksiyonuna dahil olan 7.7 milyar dolarlık yabancı kaynak girişinin üzerinde bir gerçekleşmenin gerekli olduğudur.

Ayrıca yatırım ve diğer cari harcamaların bütçe içindeki payları bir miktar artacak gibi duruyorsa da, hem bu kalemlerin toplamı büt-

Tablo 2

KONSOLİDE BÜTÇE	2001 TAHMİN		2002 PROGRAM		DEĞİŞİM % 2/1
	Katrilyon	GSMH	Katrilyon	GSMH	
	(1)	%	(2)	%	
GELİRLER	48.7	27.1	71.1	25.3	46
1- Vergi	37.7	20.8	57.9	21.5	56
a- Dolaylı Vergiler	24.9	12.6	38.9	14.1	68
b- Dolaysız Vergiler	12.7	8.3	19.0	7.4	50
2- Diğer Gelirler	11.0	6.3	13.2	3.9	20
HARCAMALAR	79.0	42.2	98.1	35.0	24
1- Faiz Dışı Harcamalar	37.7	20.3	55.3	19.7	47
a- Personel	14.7	8.1	21.9	7.8	49
b- Diğer Cari	5.3	2.6	7.8	2.8	47
c- Yatırım	3.7	2.0	5.7	2.0	54
d- Transfer	13.9	7.6	19.9	7.1	43
2- Faiz Harcamaları	41.2	22.0	42.8	15.3	4
a- İç Borç	36.5	20.0	36.9	13.2	1
b- Dış Borç	4.7	2.0	5.9	2.1	43
FAİZ DIŞI DENGE	11	6.9	15.8	5.6	44
BÜTÇE DENGESİ	- 30.2	- 15.1	- 26.9	- 9.6	- 11

çenin % 13.8'inden ibaret olmaktadır, hem de GSMH'ya oranla bu harcamalarda bir artış değil azalış ortaya çıkmaktadır (% 5'den % 4.8'e gerilemektedir). Bu veriler ışığında da % 4'lük büyüme hedefinin gerçekleşmesinde kamunun (+) payı olmayacaktır.

Kamu kesimi ve özel kesimin 2001 altı aylık dönem itibariyle Milli Gelirden aldıkları payın ayırımına gidilecek olursa; nihai tüketim harcamalarının % 90'ı özel kesim, % 10'u kamu kesimi tarafından. Sabit sermaye yatırımlarının % 79'u özel kesim, % 21'i kamu kesimi tarafından. İmalat sanayi üretiminin % 75'i özel kesim, % 25'i kamu kesimi tarafından gerçekleştirilmektedir.

Kamu kesimi harcamalarındaki kısıntılardan sonra; özel kesimin milli gelirden almış olduğu pay ile beslenen bir ekonomik büyümenin bütçenin hedefleri arasında öngörüldüğü anlaşılmaktadır. Ancak; bütçe içindeki personel ödeneklerinin GSMH'ya olan oranının küçüldüğü. Vergi gelirlerindeki reel artışı takiben, harcanabilir gelirdeki olası daralmalar karşısında özel tüketim harcamalarının nasıl artabileceği açık değildir. Kamu kesimini izleyecek olan özel kesimdeki yatırım ve istihdam artışı eğilimlerinin de sınırlı kalacağı ve ücretlerin reel olarak aşınması karşısında, tüketim talebinin beklenen düzeyde olmayacağı tahmin edilmektedir.

Ülkemizde büyüme ve enflasyon arasındaki ilişkinin paralel geliştiği bir ekonomik yapıda, özel tüketim harcamalarından kaynaklanan % 4'lük bir ekonomik büyüme hedefi ile enflasyonun % 31-35'e düşürülmesinin birlikte gerçekleştirilebilmesi ancak 2000 programında olduğu gibi bir çıpanın varlığı ile mümkündür. Ayrıca 2001 yılından devr alınacak ciddi düzeydeki küçülme ile birlikte yükselme trendindeki enflasyonun varlığı da göz önünde bulundurulursa, 2002 yılı ile ilgili büyüme hedefi enflasyon hedefine bağlı revize edilmesi beklenmektedir.

Bütçe giderleri içindeki en büyük paya sahip olan faiz giderlerinin, toplam giderler içindeki payı, 2001 bütçesinde % 53 iken 2002 yılında % 43.6'ya çekildiği görülmektedir. Ayrıca, 2001 yılında vergi gelirlerinin % 105'i faiz giderlerine ayrılmışken, 2002'de bu oranının % 74'e gerilemesi programlanmıştır. Faiz giderlerinin bütçe içindeki reel azalışı beraberinde harcamalar kaleminin de hedeflenen enflasyon



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.

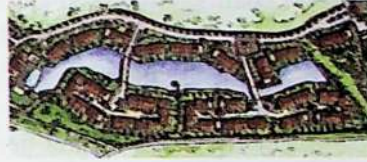
Yapı Kredi Koray Gayrimenkul Yatırım Ortaklığı, Yapı Kredi'nin fi-

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

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

oranının altında kalmasına imkan tanımıştır. Bütçe büyüklüğü ağırlıklı olarak ayrintılı bir değerlendirmeye tabi tutulduğunda bütçenin harcamalar kaleminin hedeflenen enflasyon oranının altında artırılması faiz giderlerinde yaratılan tasarrufla sağlanacağı sonucunu vermektedir.

Bir başka açıdan bakıldığında ise GSMH'ya oranla faiz ödemeleri yükünün azalışı daha da dikkat çekici olduğu görülmektedir. 2001 yılında faiz ödemelerinin GSMH'ya olan oranı % 22.6 iken bu oranın 2002 yılında % 15.2 düzeyinde olması beklenmektedir. Oysa, Güçlü Ekonomiye Geçiş Programı hedeflerine bakıldığında, 2001'de % 20.1 olması beklenen bütçe içindeki borç faizinin GSMH'ya oranının, 2002'de % 19.1 düzeyinde kalması beklediği görülmektedir.

Bütçe giderleri içindeki faiz giderlerinin payındaki azalma ile faiz giderlerinin GSMH olan oranındaki gerilemeyi belirleyen faktörler; iç borç stoğu, (2001 yıl sonu beklenti 120 katrilyon TL düzeyindedir) iç borçlanma faiz oranları ve reel faiz oranlarıdır.

Ancak bu üç parametrede de 2002 yılı ile ilgili olarak faiz harcamaları ile ilgili yükün ağırlığını azaltacak bir gelişme beklenmemektedir. Ancak 2002 yılı ile ilgili beklentinin gerçekleşmesinde belirleyici olan bir diğer değişken ise iç borç yapısının değiştirilmiş olmasıdır. 2001 yılında kamu iç borcunun yapısı, büyük ölçüde döviz ve dövize endekli devlet iç borçlanma senetlerine (DİBS) doğru kaydırılmıştır. Öyle ki, 2001 yılı başında iç borcun % 56'sı sabit faizli borçlanmadan, % 36'sı değişken ve dövize endekslenmiş borçlanmadan ve % 8'i döviz cinsinden borçlanmadan oluşurken, bu oranlar Eylül 2001 itibarıyla sırasıyla % 17, % 53 ve % 30 değerlerini almıştır. İç borcun bu yapısı faiz ve kur düzeyindeki gelişmeye olan duyarlılığını en üst seviyeye çıkarmıştır.

Görüldüğü gibi, döviz ve dövize endekli borçlanmaların iç borç stoku içindeki payı ciddi bir oranda artırılmıştır. Bunun bütçe hesaplarına yansıtış biçimi ise şöyledir: "Borç faizleri bütçede yer alırken, kur artışları borç anaparalarına eklenmekte ve bütçe içinde gösterilmemektedir". Böylece, faiz giderlerinin bütçe içindeki payı ve GSMH'ya olan oranı da azalmaktadır. Beraberinde de bütçe açığının GSMH'ya olan oranının 2001 yılında % 16.3'den 2002 yılında % 9.6'ya düşürülmesi hedeflenmektedir. Bütün bu gelişmelerin bütçe gi-

Tablo 3

TRİLYON TL	2001	2002 (HEDEF)	DEĞİŞİM (%)	NİHAİ BÜTÇE İÇİNDEKİ PAYI (%)
Genel Bütçe Gelirleri	48.760	71.118	45.8	100
Vergi Gelirleri	37.710	57.911	53.5	81
– Gelirden Alınan	12.741	19.027	49.3	33
* Gelir Vergisi	10.486	15.401	46.8	80
* Kurumlar Vergisi	2.109	3.595	70.4	19
* Faiz Vergisi	455	31	– 93.1	–
– Servetten Alınan	397	695	75	1
* Motorlu Taşıt V.	378	669	76.9	96
* Veraset ve İntikal V.	19	26	36.8	4
– Mal ve Hiz.Al.V.	18.083	28.625	58.2	49
* Dahilde KDV	7.720	10.608	37.4	37
*ATV	5.650	10.509	86	37
*BSMV	1.186	1.588	33.8	5
* Diğer (Ek vergi, Taşıt alım,damga,harç,özel iletişim, özel işlem)	3.527	5.920	67.8	21
– Dış Ticaretten V.	6.476	9.540	47.4	17
* İthalattan KDV	5.923	8.892	50.1	93
* Diğer	553	25	–95.4	7
Vergi dışı Normal Gel.	6.778	6.907	1.9	9
– Patrimuvan G.	4.053	2.845	– 29.8	41
– Diğer (faizlerden geri alınanlar, cezalar,rckabet kurulu, İMKB,SPK gelirleri)	2.725	4.062	49	59
Özel Gel. Fonlar	4.272	7.100	101	10
– Fon Gelirleri	3.084	4.500	66	63
– Diğer (Özel gelirler, Eğitim özel gelirleri, bedelli askerlik)	1.188	2.600	118	37
Genel Bütçe Giderleri	79.000	98.071	24	100
– Personel	14.780	21.891	48	22
– Diğer Cari	5.300	7.792	47	8
– Yatırım	3.750	5.736	52.9	6
– Faiz	41.268	42.795	3.7	44
– Diğer Transferler	13.902	19.857	42.8	20
BÜTÇE AÇIĞI	30.240	26.953	10.8	

derleri üzerinde kısa dönemli etkinin yarattığı imkan, orta ve uzun dönemli kur farklarının ve riskinin yaratacağı olumsuz etki ile mukayese edildiğinde, bütçenin gelecek yıllar itibarıyla kamu gelirlerini ipotek altına alacağı öngörülmektedir.

3.1. Bütçe Tasarısının Alt Kalemler Düzeyinde Değerlendirilmesi

2002 yılında bütçenin toplam gelirler kalemi 2001 yılına göre % 44.2 oranında arttırılarak 71.1 katrilyon TL'ye yükseltilmesi hedeflenmektedir. Gelir bölümünün alt kalemleri incelendiğinde 2002 bütçe hedefleri bağlamında aşağıdaki sonuçlar çıkmaktadır.

3.1.1. Gelirler

Gelir kaleminin % 45.8 düzeyindeki artış beklentisi, hedef enflasyonun üzerinde reel artışı ifade etmektedir. Yaklaşık % 14'lük bir reel artışa karşılık gelen bu yöndeki hedef 2001 yılındaki küçülme düzeyi göz önünde bulundurulduğunda önemli oranda gerçekleşmeme riski taşımaktadır. Ayrıca 2001 yılı bütçe hedefinde artış düzeyi % 14 olduğu ve bu artış rakamının % 6 büyümüş bir ekonomiye göre oluşturulduğu da göz önüne alınırsa, 2002 hedefi bu düzeyde bir gelir artışını dizayn edecek bir potansiyeli taşımadığı görülmektedir.

Genel bütçe gelirleri içinde en önemli paya sahip olan vergi gelirleri % 53.5 düzeyinde bir artış hedefi taşımaktadır. Yukarıda da belirtildiği gibi bu artış yaklaşık % 8 küçülmesi beklenen bir ekonomik yapının sonucunda bekleniyor olması gerçekleşmeme riskini arttırmaktadır. Beraberinde vergi gelirlerinin toplam gelirler içindeki payı da % 81 gibi oldukça yüksek bir düzeye karşılık gelmektedir. Vergi gelirlerinin toplam gelirler içinde payı 2001 yılında ise % 77 olarak öngörülmüştür. Bu mukayese sonucunda vergi gelirlerinin payının 2001 yılına göre artacağı yönündeki beklenti, verginin kaynağının tespit edilmesi ihtiyacını ortaya çıkarmaktadır.

Gelirden alınan vergilerin dağılımı incelendiğinde ise dikkat çeken gelir vergisinin payının azalıyor olmasıdır. Gelir vergisinin 2002 yılının 2001 yılına göre artış hızı ise % 46.8 ile reel artışı ifade etmektedir. Bu artış gelirden alınan vergiler içindeki payında 2001 yılına göre bir değişim yaratmayarak % 33 düzeyini koruduğu görülmektedir.

Gelir vergisinin yaklaşık % 90'nının stopaj yolu ile alındığı göz önüne alındığında ve yaklaşık bir milyon kişinin işsiz kaldığı, ücret artışlarının enflasyonun altında kaldığı bir yapıda stopaj yolu ile alınan gelir vergisi hasılatında reel artış beklemek gerçekçi olmayacaktır. Bu düzeyde bir gelir vergisi artışı ancak vergi oranlarının arttırılması ile mümkün olacağı tahmin edilmektedir.

Benzer gelişmeyi kurumlar vergisi hedeflerinde de görmek mümkündür. 2002 hedeflerinde % 70.4 düzeyinde bir artış beklenirken, bu artış toplam gelirden alınan vergiler içindeki payında da izlenmektedir. Buna göre 2001 yılı içinde % 16 olan pay 2002 yılında % 19 çıktığı görülmektedir.

Servetten alınan vergi gelirleri ise gelirden alınan vergi gelirleri içindeki payı düşmekle birlikte dağılımı incelendiğinde motorlu taşıtlar vergisinde yaklaşık % 55 olarak beklenen yeniden değerlendirme oranının üzerinde bir artış ile % 76.9 düzeyinde gerçekleşmesi beklenmektedir. Bu artışın trafiğe girecek yeni araçların dışında, vergi oranlarının arttırılması ile bu düzeyde bir vergi geliri sağlanabileceği tahmin edilmektedir.

Mal ve hizmetlerden alınan vergi gelirlerinde ise 2002 bütçe hedefi içinde % 58.2'lik bir artış öngörülmektedir. Bu artış ile 2001 yılına göre 2002 yılında vergi gelirleri içindeki payı itibariyle % 48'den % 49 düzeyine çıkması beklenmektedir. Bu beklenti ancak tüketim ve talebin 2002 yılında artacağı yönündeki beklentinin bir yansıması olarak kabul edilebilir. Ayrıca 2002 yılında hedeflenen % 4'lük büyümede de tüketim ve talep artışının etken olması yönünde karar sürecinin alınması (KDV oranlarının düşürülmesi, faiz dışı bütçe fazlasının düşürülmesi gibi) beklenmektedir. Ancak talebin büyümede belirleyici olması için, ücretler düzeyindeki gerilemenin yanında faizler ve kur artışının yarattığı servet etkisinin reel ekonomide talep olarak yansıması ile mümkündür. Beraberinde faiz ve kurda ki dalgalanmanın kontrol altına alınması da talebin yansımasını belirleyen diğer belirleyici olacaktır.

Mal ve hizmetlerden alınan KDV'nin en önemli payını 2001 yılında % 42 ile dahilde KDV alırken 2002 hedefin ATV ile aynı paya sa-

hip olduğu görülmektedir. Aşağıda yıllar itibariyle KDV gelirleri ve genel bütçe gelirleri içindeki payı verilmektedir.

Türkiye’de ilk defa 1985 yılında yürürlüğe giren KDV % 10 oranı ile uygulanmaya başlamıştır. Toplam vergi gelirleri içindeki payı ise % 24.8 olarak gerçekleşmiştir. Yıllar itibariyle incelendiğinde daralma dönemleri hariç tutulursa vergi gelirleri içindeki payı artış trendinde olduğu görülmektedir.

2002 bütçe programında % 37.4 olarak artması beklenen dahilde KDV’nin, mal ve hizmetlerden alınan vergi gelirleri içindeki payı ise % 37 ile 2001 yılındaki payına göre düşüş göstermektedir. Dahilde KDV’nin yaklaşık beklenen enflasyon kadar artması yönündeki beklenti, talep yönlü büyümeye yönelik olarak 2002 projeksiyonlarının hayata geçirilmesinde, KDV’nin daraltıcı etkisinin ortadan kaldırılarak uygulanacağını göstermektedir

Akaryakıt Tüketim Vergisi, mal ve hizmetlerden alınan vergi gelirleri içindeki payı % 37 ile KDV kadar paya sahip olmakla birlikte 2001 yılına göre ise % 86 oranında artış göstererek önemli bir vergi kaynağı haline gelmiştir. Bu konuda yapılan araştırmada bugün itibariyle 1 litre akaryakıt fiyatının % 64’ü ATV olarak fiyata yansımaktadır. ATV oranlarının 2002 bütçesi içinde % 86 düzeyinde artış göstermesi yönündeki hedef önümüzdeki yılda 1 litre akaryakıt içindeki vergi oranının petrol fiyatları ve kur artış hedeflerinin üzerinde arttırılarak önemli bir gelir kalemi özelliğini sürdüreceğini göstermektedir. Burada belirtilmesi gereken bir diğer değişkende uluslararası petrol

Tablo 4

YILLAR (MİLYAR TL)	TOPLAM KDV TAHSİLATI	VERGİ GELİRLERİ İÇİNDEKİ PAYI (%)
1985	9.51	24.8
1992	42.088	29.7
1995	354.980	32.7
1999	4.164.299	28.1
2000	8.379.549	31.6
2001 (tahmin)	7.720.360	32.5
2002 (hedef)	10.509.418	33.0

fiyatlarının ve kur hareketliliğinin 2002 yılında stabilite içinde kalması gereğinin önemli bir risk olarak bulunması, maliyet enflasyonunun yaşanmaması için gerek şart olduğudur.

Dış ticaretten alınan vergi gelirlerinin vergi gelirleri içindeki payı, 2001 düzeyinde kalarak % 17 olarak hedeflendiği görülmektedir. Ancak artış hızının % 47.4 gibi hedeflenen enflasyon üzerinde beklenilmesi 2001 yılına göre ihracatın ithalatı karşılama oranının % 74.4'den % 70.3 düşmesi ile açıklanacak düzeyde bir gelişme değildir. Bu gelişmenin sağlanmasında ithal KDV oranlarının artırılması ile mümkün olacağı tahmin edilmektedir. Dış ticaret vergisi içinde en önemli pay ithalden alınan KDV'nin payıdır. 2001 yılında % 91 olan pay 2002 yılında % 93 çıkması hedeflenmektedir.

3.1.2. Giderler

Bütçenin gider kalemleri incelendiğinde 2002 yılında 98 katrilyon harcama öngörülmektedir. Bütçe tahminlerine göre, 2002 yılında her 100 birimlik harcamanın; 44'ü borç faizi ödemelerine, 22'si personel ödemelerine, 20'si transfer ödemelerine, 8'i cari harcamalara, 6'sı da yatırım harcamalarına gideceği tahmin edilmektedir.

Bütçenin yaklaşık 2/3'nün borç, faiz ve transfer harcamalarına gitmesi beklenen 2002 bütçesinin % 4'lük büyüme hedefinin gerçekleştirilmesinde risk yaratmaktadır. Tablo 5'de yıllar itibariyle bütçe içinde yatırım ve transfer harcamalarının tarihsel gelişimi verilmektedir.

Tablo 5

YILLAR (TRİLYON TL)	YATIRIM HARCAMALARI	YATIRIM HARCAMALARI PAYI (%)	TRANSFER HARCAMALARI	TRANSFER HARCAMALARI PAYI (%)
1995	102	6.6	0.9	31.9
1998	998	7.8	9.4	38.1
2000	2.475	5.0	30.616	42.7
2001 (tahmin)	3.750	4.8	55.170	52.2
2002 (hedef)	5.736	6.0	62.652	43.0

Yatırım harcamalarının artış hızı ile transfer harcamaların artış hızı karşılaştırıldığında büyümenin finansmanın yapılamadığı, buna bağlı olarak da sürdürülebilir büyümenin yatırım üretim ilişkisi içinde neden yaşanmadığı görülmektedir.

Personel giderlerinin genel bütçe giderleri içindeki payı % 22 ile 2001 yılındaki % 18'lik paya göre artış gösterdiği görülmektedir. Personel harcamalarının yıllık % 48'lik artış ile de payın artışı teyit edilmektedir. Bu artış düzeyinin gerçekleşmesinde kamu çalışanlarının ücretlerinin enflasyona endekli olarak arttırılmasının etkisi ile gerçekleştiği tahmin edilmektedir.

Bütçe giderleri içinde ve tüm bütçe kalemleri içinde en dikkat çeken gelişme faiz giderlerinde 2002 yılında % 4'lük artışın bekleniyor olmasıdır. Bu konu tüm bütçe parametresinin üzerine oturduğu buna bağlı olarak da bütçe açığının 2001 yılına göre azalış göstermesine neden olduğu bir veridir. Faiz harcamalarında % 4'lük bir artış iç borç yapısının değişimi ile yakından ilişkilidir. 2001 Eylül ayı itibariyle iç borcun % 83'ü değişken ve döviz endekli olması bütçe içine yansırışını etkilemektedir. Buna göre borç faizleri bütçede yer alırken, kur artışları borç anaparalarına eklenmekte ve bütçe içinde gösterilmektedir. Bu uygulamanın sonucunda da faiz harcamalarının artışı % 4 gibi çok düşük bir oranda karşımıza çıkmaktadır. Bu düzey gerçekte ekonominin iç dengesi konusundaki şeffaflığı ortadan kaldırırken kamunun döviz riskini artırmaktadır.

Tablo 6

YILLAR	GSMH ARTIŞ (%)	BÜTÇE AÇIĞI/ BÜTÇE GELİRLERİ (%)	BÜTÇE AÇIĞI/ GSMH %	FAİZ DIŞI DENGELİ/ GSMH (%)
1997	8.3	38	7	0.1
1998	3.9	32	7	4
1999	- 6.1	48	11	2
2000	6.1	38	10	6
2001 (tahmin)	- 8.5	62	16.5	6
2002 (hedef)	4	46	9.6	5.6

Faiz giderleri konusunda bütçede yansıtılmış olan gider rakamlarından kaynaklanan bütçe açığındaki azalma ise 2002 yılında faiz dışı bütçe fazlası konusundaki başarıyı desteklerken enflasyon ve paralelinde faiz oranlarının düşürülmesi konusunda göreceli avantaj sağlayacaktır.

Ülkemizde uygulanmakta olan açık bütçe uygulamasının bir sonucu olarak; artan enflasyon oranları paralelinde, artarak devam eden iç borç yükünün yarattığı etki yıllar itibariyle incelendiğinde, bütçe üzerinde tablo 6'yı karşımıza çıkarmaktadır.

Bütçe açığının/bütçe gelirlerine olan oranı ve Bütçe açığının/GSMH'ya oranındaki gelişmenin olumluya çevrilebilmesi gerekmektedir. Bu gelişmeyi sağlayabilmek için de; faiz dışı bütçe fazlasının büyütülmesi gerekmektedir. Ekonominin genel karakteristiği içinde, küçülme dönemlerinde; bütçe açığının gelirlere ve GSMH'ya olan oranının büyüdüğü, faiz dışı dengenin de küçüldüğü görülmektedir.

SONUÇ

2002 Bütçesinin dolaylı vergiler özellikle mal ve hizmetlerden alınan vergilerin artırılması yoluyla sağlanacak gelir artışları ana temeli üzerine kurulduğu görülmektedir. Ancak bütçenin özellikle açığın azaltılması, enflasyon üzerinde gelir artırılması ve enflasyonun altında giderlerinin azaltılması yönlü gelişimini belirleyen en temel fonksiyon faiz giderlerinde yaratılmaya çalışılan % 4 gibi düşük artış olmaktadır. Bu konuda bütçenin kendi dinamiği içinde oluşan kalemler arasındaki bağlantıda ana paranın gözükmemesi ve borçlanmanın ağırlıklı kısmının değişken faizli ve dövize endeksli olması, 2002 bütçesinde önemli bir performans görüntüsü vermektedir.

Eldeki verilerin verdiği sonuç ise, 2002 bütçesinin faiz düzeyinde ciddi bir kırılmanın olmadığı, kur hareketlerinin enflasyonun altında artmadığı için de bütçe hedeflerinin uygulanabilirliğinin önemli riskler taşıdığı tahmin edilmektedir.

KAYNAKLAR

- Maliye Bakanlığı, 2002 Bütçe Kanun Tasarısı
- Halil Nadaroğlu, Kamu Maliyesi, 1999, İstanbul

Konuşurken kendinize güvenin...

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



İletişim teknolojisi ile güvenin buluştuğu nokta

TURKCELL

ERICSSON

SIEMENS

ALCATEL

NOKIA

Görüşler

CENK SÜER

Koçbank A.Ş. Grup Yöneticisi

Bankacılık Sektörünün Yeniden Yapılandırılmasında Ahlaki Bozulma Riski ve Banka Kredileri

1) Ahlaki Bozulma Riski (Moral Hazard Risk)

Finansal işlemlerde ahlaki bozulma riski, taraflardan birinin bir sözleşmeye girişinde iyi niyetinin bulunmaması, varlıkları, yükümlülükleri veya kredi kullanabilme kapasitesi hakkında yanlış bilgi sunması, veya sözleşme sona ermeden, kâr etmek için ümitsiz biçimde, normal olmayan riskler alması olarak tanımlanabilir.

Kredi işlemleri ile ilgili olarak ahlaki bozulma riski, bankanın iştirakleri ve ait olduğu grup ile olan kredi ilişkilerinde gözlemlenebilir. Bağlı şirketlerle, piyasa koşullarına (arms-length) uygun olarak verilmeyen krediler, kredi değerlendirme-

sinde eksiklik - yetersizlikler, firmanın normal faaliyetleri ile ödemesinin mümkün olmadığı çok yüksek ya da bankadan kaynak transferine yol açabilecek çok düşük faiz getirileri, yetersiz teminat gibi, kredi ilişkisinin ileri aşamalarında kredinin verimliliğini ve sağlamlılığını tehlikeye sokacak gelişmelere yol açabilir. Sağlanan krediler herhangi bir performans kriteri taşımadığı için, grup içi firma yöneticileri, kredilerin şirket tarafından kârlı ticari işlemlerde kullanılmamasının sıkıntısını duymayabilirler.

Ahlaki bozulma riski, bankalarla, bankaların kredi verdiği borçluları arasında kolaylıkla gözlenebilir. Diğer taraftan, mevduat sigortasının varlığının

bankalarla, mevduat sigortası sağlayan kurumlar arasında ahlaki bozulma riskine yol açtığı uzun zamandır kabul edilmektedir.; örneğin tasarruf mevduatı sigortasına güvenerek bir kısım bankalarca yüksek faizle mevduat kabul edilmesi gibi.

Tasarruf sahipleri bir miktara kadar hiç bir kayıp riski taşımadıkları için bankaların mali güçlerini ve zayıflıklarını irdeleme gereği duymaz. Bu şekilde bankalarda hiç bir mevduat sigortası olmadığı duruma göre yüksek riskler alınması hususunda daha serbest kalır. Zayıf bankaları kapatmayı geciktiren bir gözetim sistemi bu tür bankaların mevduat çekmeye devam etmelerine izin vermiş olur. Kamu ya da mevduat sigorta fonundan sağlanan söz konusu garanti sayesinde, mevduat sahipleri de özensiz davranmaya itilir. Zira, tasarruf sahipleri kendilerini, kötü durumdaki bankanın yitirdiği özkaynağı geri kazanma çabasında, bu bankalarca mevduat ve kredi işlemlerinde alınan artan riskleri görmezden gelme özgürlüğünde hisseder.

II) Banka Kredilerinin Yeniden Yapılandırılması

2 Mayıs 2001 tarihli Finansal

Forum gazetesinde yer alan yazımda bankacılık sektörünün açık pozisyonlarını sektörün yeniden yapılandırılması bağlamında incelemiştim. Üç ayı geçen sürede açık pozisyonlar konusunda önemli gelişmeler elde edildi. Sektörün düzenlenmesine ilişkin mevzuatta da kapsamlı yenilikler yapıldı. Yeniden yapılandırmanın uzun bir süreç olduğunu tekrar belirtmek gerek; bu sürecin bu yıl sonunda biteceği beklenmemeli; yalnızca gerekli ve umut verici bir mesafe kaydedilebileceği umulmalıdır.

Dünyadaki bankacılık sektörü yeniden yapılandırma örneklerine baktığımızda kur riski ile bir şekilde mücadele edildikten sonra sıranın kredi riskine geldiğini görüyoruz. Bu aynı zamanda yeniden yapılandırmanın ağırlığının finansal sektör üzerinden reel sektöre doğru yönlendiği demektir. Ülkemizde finansal sektörü düzenleyen BDDK'nın da gerekli adımları atacağı beklenmelidir. Çünkü aktif kalitesi düzelmiş bankalar olmadan finansal sektörün yeniden yapılandırmasının gerçekleşmesi zordur. Zira bu sürecin tamamlanması sektörde mevcut bankaların, etkin, verimli ve şeffaf biçimde bankacılık işlemlerini sürdürmesi anlamına gelir.

a) Kredilerin Sınıflandırılması:

Aktif kalitesini düzeltmenin başlangıcı şeffaf bilançodur. 30.6.2001 tarihinde Resmi Gazete'de yayımlanan kredi ve diğer alacaklara karşılık ayrılmasına ilişkin BDDK yönetmeliğine göre, bankalar kredilerini ve diğer alacaklarını aşağıdaki gruplarda sınıflandırmak zorundadır: 1-Standart Nitelikli Krediler ve Diğer Alacaklar 2-Yakın İzlemedeki Krediler ve Diğer Alacaklar 3-Tahsil İmkanı Sınırlı Krediler ve Diğer Alacaklar 4-Tahsili Şüpheli Krediler ve Diğer Alacaklar 5-Zarar Niteliğindeki Krediler ve Diğer Alacaklar.

Bu sınıflandırmaların önemi, yönetmelikte belirtilen teminatlar düşüldükten sonra, 3'ncü gruba % 20, 4'ncü gruba % 50 ve 5'nci gruba % 100 oranında karşılık ayrılması gereğidir. Bu işlemle banka kredi alacaklarının net değerini azaltır, bilanço değerini kuramsal olarak tahsil edebileceği tutara getirir. Buna bir çeşit piyasa değerine getirme işlemi de denilebilir. Bu şekilde ayıracakları özel karşılıkların, bankaların kurumlar vergisi matrahından indirilmesi olanağı getirilmiş olup önemli bir teşviiktir.

Diğer taraftan, yönetmeliğe göre, nakdi kredilere binde 5, gayrinakdi kredilerde binde 1 oranında ayrılması gereken genel karşılıkların vergi matrahına ilave edilmesini sektörde eleştirilenler olmaksızın da, dünyada diğer yeniden yapılandırma örneklerinde vergi gelirlerindeki azaltıcı etkisi nedeniyle özel karşılıklar için bile vergi avantajı sağlanamayabildiği görülmüştür.

Ancak, söz konusu teşvik, sektörün belirsiz durumunda, bankaların bilançolarını olduğundan iyi göstermeleri eğilimi şeklinde oluşabilecek ahlaki bozulma riskini önleyebilir mi? Zira karşılık ayırma sonucunda azalan kârlılık ve yetersizleşen özkaynaklar, normal olarak bilançosunda güçlü özkaynak göstermek arzusu ve eğiliminde olan herhangi bir finansal kuruluşun, yalnız vergi teşviğine güvenerek, kredilere ilişkin kendi başına sınıflandırma yapmakta özgür bırakılmaması için yeterlidir. Bu sınıflandırmanın, ilk defasında bağımsız denetim kuruluşları tarafından ve BDDK gözetiminde yapılması daha uygun olacaktır. Layıkıyla yapılan bir sınıflandırmanın sonucunun ne olacağı bellidir. Azalan kârlılık belki de artan zararlar, azalan özkaynaklar ve yeni sermaye gereksinimi.

Söz konusu sınıflandırma sonucunda kötü kredilerin, Fon (ya da bu iş için kurulacak bir şirket) tarafından maliyetin paylaşımı için belli bir oranla, örneğin en fazla yarı bedelle, satın alınması uygun olacaktır. Gelecekte bankacılık sektöründe yer almaya devam etmek isteyen mevcut ortakların da satın alınan tutar kadar özkaynağı bankaoya koyması yerinde olur.

Bu sınıflandırma sektördeki bankaların tüm kredi müşterileri için yeknesak olmalıdır. Diğer bir ifade ile her banka aynı kredi müşterisinden olan alacağını aynı gruplarda sınıflandırmalıdır. Çünkü geçmişte, rakip bankalar karşısında dezavantajlı bir durumda olmamak için, sorunlu krediler özel takip hesaplarına hiç alınmadan, doğrudan kanuni takibe aktarılmaktaydı. Bu durumda banka bilançoları üzerinde bir kredi ya iyi kredi idi, ya da tamamıyla kötü bir kredi, gri renkler gözüküyordu.

b) Kötü Kredilerin Takibi

Yeni Bankalar Kanunu ile Tasarruf Mevduatı Sigorta Fonu bünyesindeki bankaların alacaklarının tahsilatlarının çabuklaştırılması konusunda önemli adımlar atılmak istendi ve bir şekliyle başarılı olundu. Başlangıçta, fon bankalarının tüm müşterilerin-

den olan alacaklarının 6183 sayılı Amme Alacaklarının Tahsil Usulü Hakkındaki Kanun'la takibinin gerçekleştirilmesi planlanıyordu. Ancak, kanun, fona devredilen bankaların ortaklarından ve fona devredilen banka/ortaklarının iştiraklerinden alacaklarına ilişkin olarak çıktı. Çünkü bankacılık sektörümüz, fonun alacaklarına bu şekilde ayrıcalık tanınmasının, sektördeki diğer bankalar açısından haksız bir işlem olacağı kanısındaydı. Sektör genel olarak İcra İflas Kanununda düzenlemeler getirilerek tüm bankaların alacaklarının tahsilini çabuklaştıracak değişiklikler yapılmasını istedi.

Ancak sektörün takındığı ve ilk bakışta doğru gibi gözüken bu tavır yanlış bir duruştur. Bankaların mevcut düzenlemeler çerçevesinde kötü alacaklarının takibi bir takım güçlükler arz etse de, bankaların sonuç almasını imkansızlaştıran bir düzenleme değildir. Diğer taraftan böyle bir düzenleme bu konuda bir ahlaki bozulma (moral hazard) riski taşımaktaydı. Çünkü mevcut takip yasaları altında krediler verildiği halde, daha sonra kanuni takibe intikal ettirilen kötü kredilerin tahsili için, lehte yeniden düzenlenmesi istenen kanunlarla takibe geçme ihtiyacında olunması temel bir çelişkidir. Bu durumda kredileri verirken bankaların tedbirli davranmasına gerek de

kalmamaktadır. Kamu görevi yapan Fon için ise böyle bir yarıya ulaşmak genel olarak doğru değildir. Zira, Fonun kendi açtığı kredilerin tahsilinin peşinde koşmadığını, devraldığı bankalardaki kötü kredileri tahsile çalıştığını varsayabiliriz.

Sektör için bu tür bir genel düzenleme, olmayacak bir duaya amin demektir ve gerçekleşse sonuçları da iyi olamayacaktı, ancak tasarıya yönelik bu eleştirilerle Fon da daha azıyla yetinmek zorunda bırakıldı. Yine de bu durumda bile fon bankaları lehine diğer bankalarla karşılaştırıldığında haksız bir düzenleme olduğuna ilişkin eleştiriler mevcuttur.

Oysa bankaların tek tek, bireysel olarak kendini kurtarma refleksi diye belirtilebileceğimiz bu tepki, sektörün bu çetin günlerinde, yararsız bir reflekstir. Düzenleme fona devredilen her tür alacağın 6183 sayılı Kanunla takibini mümkün kılacak şekilde gerçekleşseydi yeniden yapılandırmanın kredi riskine ilişkin bölümünde çok daha hızlı hareket edilebilirdi ki bu tür finansal krizlerde bankacılık sektörünün yeniden yapılandırılmasında süratli olmak hayati önemdedir.

c) Firmaların Rehabilitasyonu

Mali kuruluşların iyileştiril-

mesi ile reel sektörün iyileştirilmesi birbirinden ayrılabilir değildir. Reel sektör firmaları genel olarak sermaye yetersizliğinde olduğu halde, yalnız mali sektörün düzenlenmesi işlerin iyi gitmesi için yeterli olmayacaktır. Gerçekte bu dönem özellikle riskli bir dönem olacaktır. Sermaye yapısı güçlendirilmiş ve yeni krediler vermek için kaynakları olan bankalar, daralan ekonomiyle mali yapıları daha da bozulan şirketlerden gelen kredi talepleri ile karşı karşıyadır. Bu da kredi riski açısından çok önemli bir sorundur. Doğaldır ki, kredilerin açılması konusunda reel sektör sabırsız davranacaktır. Diğer taraftan bankalar kredi verme konusunda çekimser davranmayı sürdürdüğünde, mali sektörün nereden para kazanacağı sorusu ortada duracaktır.

Ülkemizde yaşanan gelişmelerden reel sektör için bir şeyler yapılmasının sırasının geldiği anlaşılıyor. Diğer ülkelerdeki yeniden yapılandırma süreçleri gözönüne alındığında, sistematik yaklaşımlarda düşünülmesi gereken iki seçenek bulunduğu ortaya çıkmıştır.

Bu seçenekler ya önceliğin bankalara verilmesi ya da öncelikle reel sektör firmalarının sermayelendirilmesidir. Şu anda ül-

kemizde izlenen, "ex ante rekaptilizasyon" olarak nitelendirilebileceğimiz, biraz da zorunlu olarak önceliğin bankalara verilmesi yöntemidir.

Bu yöntemde, uygun maliyet paylaşımıyla, hükümet, muhtemel zararların değerlendirilmesine bağlı olarak banka sermayelerini güçlendirir. Bağımsız denetim şirketleri ve bağımsız portföy incelemeleriyle, bir kısım krediler aktif yönetim şirketlerine devredilebilir. Kalan krediler için bankanın temel işlevi, operasyonel yeniden yapılandırma, borçların yönetilebilir seviyeye indirilmesi ve ancak çok gerektiğinde işletme sermayesi sağlanmasıdır.

Bu uygulama ayrı bir şirkette veya BDDK tarafından doğrudan yapılabilir. Fondaki bankaların kredilerinin tahsili konusu daha hızlı sonuçlanabilir. Fon bankalarının kötü aktiflerinin 31 Temmuz 2001 tarihine kadar Tasarruf Mevduatı Sigorta Fonu'ndaki tahsilat dairesine devredilmesi gerekmektedir. Bu hususta bazı gelişmelere dikkat etmek gereklidir. BDDK, Fona devredilmiş herhangi bir bankadan, "kötü banka (bankanın taliplisinin almak istemediği aktif ve pasifler) iyi banka" yöntemini kullanarak, iki banka yaratıp, iyi bankayı satmak suretiyle kurtul-

maktadır. BDDK banka sattıkça, Fon'un portföyünde devraldığı ve satışa sunduğu bankaların aktiflerinden kalan/alınmayan, kötü benzeri krediler de bulunacak ve bunlar da tahsilat dairesine devredilecektir. Ancak daha önemlisi mevcut bankaların elinde bulunan bu firmalara ait kredilerin bu tahsilat şirketine devri gerekir. Bu tür kredilerin iskontolu bir bedelle alınarak tahsilatların tek birimde toplanması uygundur. Bankaların tek tek sektördeki firmaların rehabilitasyonu ile uğraşmaları, birden çok banka bir firmaya kredi vermiş olabileceği için güçtür. Alacaklı bankaların toplu olarak borçlularla düzenleyecekleri protokoller de, bankaların borçlularıyla arasındaki farklı ilişkiler ve harcanacak zaman nedeniyle uygun olmayacaktır. Bu aşamada da bankaların kredilerinin "due dilligence"ının BDDK gözetiminde yerel bağımsız denetçilere yaptırılması ve karşılıklar kararnameyi uyarınca sınıflandırılması yerinde olacaktır.

III) Yeniden Yapılandırma ve Ahlaki Risk

Her tam rekabet halinde olduğu iddia edilen piyasanın temel özelliklerinden biri de, firmaların piyasayı terketmelerinde bir engel bulunmamasıdır.

Genel kabul gören görüş zayıfların çıkmasına izin vermenin piyasanın genel verimliliğini artıracığıdır. Bankacılık sektörünü, kuramsal olarak bile, hiç bir giriş ve çıkış engelinin bulunmadığı bir piyasa olarak sınıflandırmak güçtür. Uygulamada ise finans sektörü için burada anlaşılması gereken kötü durumdaki bankanın sistemden çıkışının, kamu gözetiminde yapılması olmalıdır, en fazla. Çünkü, bugün kötü bir bankaya yapılan mali yardımın gelecekte kurulacak veya sektörde faaliyet gösterecek iyi bankaya engel olduğu ifade edilir. Sektörün genel bir sıkıntı içinde bulunduğu durumlarda sektörde faaliyet gösteren bir kısım bankaların sektör ortalamasından daha kötü durumda olabileceklerini düşünmek ise doğaldır.

Fakat orta ve büyük ölçekli bankaların kapanması yeniden yapılanmada stratejik bir karar olmadıkça pek sık rastlanan bir olgu değildir. Birçok ülkede bu tür bankalar bizde de örnekleri olduğu gibi kapatılmaktan ziyade birleştirme ve kurtarmalarla yüzdürülmeye çalışılır. Pek çok ülke yasaları ve iflas kurumları da bankalarla diğer ticari şirketler için farklılık gösterir. Bunun nedeni bir alacaklının banka hakkında açacağı iflas davasının, haklı nedenleri bile olsa banka hakkındaki güveni geri dönül-

mez biçimde yok edebilmesidir. Bu yüzden bu hakkın yalnız denetleyici otoritelerde olması gerektiği genel kabul edilir.

Bankaları iflas ettirmemenin altında üç temel neden vardır. Birincisi, mali sisteme sistemsel tehdittir. Bir başka deyişle, bir bankadaki zayıflığın sistemin tümünü etkilemesi; ödemeler sistemi, banka kredileri ve mevduat sahiplerinin bankalara hücumunun kışkırtılması söz konusudur. İkinci olarak, banka ve belli başlı ödünç alanlar arasındaki ilişkilerin bozulması gözlenir. Belirgin görüntü, zayıf olduğu kabul edilen bankalardan güçlü bankalara doğru para akışı ile ortaya çıkar. Son olarak, "kredi crunch" tehlikesinin varlığı küçümşenemez. Bu da faiz "spread"lerinin genişlemesinden dolayı kredi miktarının azalması riski şeklinde ifade edilebilir ki finans sektörünü olduğu gibi reel sektörü de olumsuz etkiler .

Yeniden yapılandırmada "moral hazard" riski, bir anlamda bankaların kaderini belirleyen kamu otoritesinin veya onun ayrı ayrı uzantılarının, sektörle ilgili her karar alışında üzerinde durması gereken bir kavramdır. Örneğin, kamunun zor durumdaki bir bankaya likidite sağlaması hangi koşullarda uygundur, hangi koşullarda uygun değildir?

Bu soruya verilecek yanıt önemlidir zira zora düştüğünde kamunun kendisinin desteğine koşacağını bilen banka, kötü yönetilmeye devam etmekte bir sakınca görmeyebilir.

Burada BDDK gibi sektörü düzenleyen kurumların önünde çözülmesi gereken problem, solvent fakat likit olmayan bir banka ile, solvent olmayan ve likit olmayan bankayı birbirinden ayırmaktır. Sermaye yeterliliğine sahip fakat geçici likidite sıkıntısına maruz bir bankaya, bankacılık otoritesinin geçici fon sağlamasının, genel olarak uygun bir müdahale olduğu kabul edilir. Peki bu durum nasıl belirlenecektir?

Standart sermaye yeterliliği oranı bu ayırım için kullanılabilir. Ancak her halükarda bu oranı standarttan yüksek tutmak gerekir. Çünkü likit bir bilançoya sahip olmamak, aktif getirisi ile pasif maliyeti arasında, pasifler lehine banka kârlılığı aleyhine maliyet baskısı yaratır ki dinamik olarak, bankanın kâr zarar sonuçlarını negatif yönde etkiler. Gelişmiş ülkelerdeki riskleri sınıflandırmak için kullanılan yöntemlerle elde edilmiş % 8 standart sermaye oranı, özellikle sektörün daraldığı bir kon-

jonktürde en uygun kriter de olmayabilir.

Yeniden yapılandırma sürecinde mutlaka anlaşılması gereken bir husus var. Yapılandırma her alanda üretim araçlarının mülkiyetinin el değiştirmesi tamamlanmadığında biter. Değişik örneklerle kamunun mülkiyetinde olanlar özel sektöre, özel sektörün mülkiyetindekiler kamuya, yerli özel sektörün mülkiyetinde olanlar yabancılara geçer. Diğer bir deyişle ulusal sermayenin bir kısmının yabancılara geçmesi veya bankacılık sektöründe ulusal sermayeli bankaların paylarının azalırken yabancı sermayeli bankaların hakimiyetinin artması "başarılı yeniden yapılandırmanın" kaçınılmaz sonucu olur. "İyi yapamayanların" yerine "daha iyi yapacaklar" geçer. Acılı ve maliyetli bir süreçtir; patronlar ücretli, çalışanlar işsiz, işlerini kaybetmeyenler de daha az ücretli olur. Kuşkusuz bu akıntının yönüne ters bir akıntı yakalayabiller de olabilir.

"Moral hazard", moralimizin bozuk olduğu anlamına gelmiyor. Yani mutlu veya mutsuz, gelecekte umutlu veya umutsuz, keyifli veya keyifsiz olmamızla bir ilgisi yok. Bir ahlaki durum belirtici. Ahlakî bozulma anlamına geliyor. Karar alıcılar dikkatli olmak zorunda.





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 yapıyor;
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.

EKONOMİK GÖSTERGELER DIŞ DÜNYA (ŞUBAT 2002)

Ülkeler	GSYİH*	Tüketici Fiyatları*	Ücretler Kazançlar*	İşsizlik Oranı (%) (En Son)	Dış Ticaret Dengesi** (Milyar \$) (Son 12 Ay)	Carl İşlem Dengesi** (Milyar \$) (Son 3 Ay)
ABD	01	10	41	5,0	-434,0	-430,7
Almanya	03	17	19	0,5	70,7	-4,5
Avustralya	25	31	40	0,7	2,1	-0,5
Avusturya	00	10	27	4,0	-5,0	-4,3
Belçika	06	22	31	10,8	12,2	12,4
Danimarka	14	20	43	5,0	7,5	4,0
Fransa	20	14	41	0,0	2,7	24,1
Hollanda	04	44	46	1,9	20,2	11,1
İngiltere	10	07	42	5,1	-41,1	-17,7
İspanya	28	27	36	13,0	-30,4	-14,1
İsviçre	04	20	25	3,6	12,5	6,3
İsviçre	08	03	13	2,4	0,7	25,4
İtalya	10	24	20	9,3	6,9	-1,7
Japonya	-0,5	-1,2	-0,5	5,6	72,9	09,9
Kanada	00	07	24	0,0	42,5	23,9
EURO 11	14	21	29	0,5	32,0	-31,2

Açıklamalar: (1) (1) = Belli Dağılım. **Kaynak:** The Economist, 2 Şubat 2002.

(*) Yıllık Yüzde Değişim

(**) Avustralya, Fransa, İngiltere, Japonya, ABD ve Kanada için İthalat F.O.B., İhracat F.O.B., Diğerleri için C.I.F / F.O.B.

Ekonomik Yorumlar

SEMİNER

Katma Değer Vergisi İadesinde Yeni Düzenlemeler

KATILANLAR:

- Adnan NAS
- Mehmet Ali ÖZYER
- Nihat UZUNOĞLU
- İlhan SAYIN

Sevgili Okurlarımız, bildiğiniz gibi bir önceki sayımızda PricewaterhouseCoopers ile beraber düzenlediğimiz "Katma Değer Vergisi İadesinde Yeni Düzenlemeler" konulu semineri siz okurlarımıza sunmuştuk. Seminere Maliye Bakanlığı Gelirler Genel Müdürlüğü KDV Dairesi Başkanı Mehmet Ali ÖZYER, İstanbul Defterdar Yardımcısı Nihat UZUNOĞLU, PricewaterhouseCoopers Yönetim Kurulu Başkanı Adnan NAS ve PricewaterhouseCoopers Vergi ve Mali Hukuk Hizmetleri KDV Koordinatörü İlhan SAYIN konuşmacı olarak katıldılar. Bu sayda konu ile ilgili "Soru-Cevap" bölümü ve İstanbul Defterdar Yardımcısı Sayın Nihat UZUNOĞLU'nun konuşmasını yayınlıyoruz, okurlarımızın mikro ekonomi ile ilgili önemli bir ihtiyacını gidermiş olacağını umuyoruz.

NİHAT UZUNOĞLU –

Böyle bir toplantıyı organize ettiği için Banka-Mali ve Ekonomik Yorumlar Dergisi ve PricewaterhouseCoopers'e çok teşekkür ediyorum. 84 Nolu tebliğ, Türkiye şartlarında pek sık rast-

lanmayan, hele Maliye Bakanlığının böyle muhafazakar olduğu bir ortamda çok radikal değişiklikleri de içeren, tüm kesimlerin katılımına ve görüşlerine açık bir şekilde yayınlanmış bir tebliğ. Bu tebliğin hazırlık aşamala-

rında, zaman zaman Maliye Bakanlığının daha önceki uygulamalarının çok da yanlış olmadığını düşündüm. Çünkü insanlarmın taleplerinin hepsini karşılamak mümkün değil. Maliye Bakanlığı kendi kuralları, gelenekleri içerisinde ve misyonu itibarıyla de tebliği hazırlarken kendi haklarını da korumak durumundaydı. Tebliğ çıkmadan önce; basında, televizyonda bu konu ile ilgili çok farklı yorumlar yapıldı. Sanki bu tebliğ çıkacak ve ihracatçıların bütün sorunları bitecek. Tebliğ çıktıktan sonra da ihracatçı vergi dairesine gelecek, çayını, kahvesini içecek ve çekini alıp gidecek gibi bir intiba oluşturulmaya çalışıldı gibime geliyor. Keşke böyle olsa, maalesef bugünkü şartlarda bu mümkün değil. İhracat işlemlerinden kaynaklanan Katma Değer Vergisi (KDV) iade sisteminde, uygulamadan kaynaklanan sorunların çok az bir kısmı KDV mevzuatından kaynaklanıyor. Sorunların temel kaynağı esasında başka sorunlar. Sistemdeki sorunlar; yani ülkemizin içinde bulunduğu ekonomik durum, Gümrük İdaresi'nin yapısı, bankaların yapısı, teşvik sistemimiz, kayıt dışı ekonomi, hamiline ekonomi ve yüksek vergi oranlarının olduğu bir

ortamda KDV mevzuatından kaynaklanan sorunlar çok kısıtlı. Dolayısıyla bu tebliğ mevcut sorunları veri kabul ederek hazırlanmış. Tüm sorunlar ortada duruyor, sadece KDV iadesi tebliği yaparak KDV iadesinde sorunları çözmek mümkün değil. Yoksa bu tebliğe kurtarıcı gözüyle bakarsanız, ihracatçılar korkarım Arjantin durumuna düşerler.

Bu tebliğin hazırlanma aşamasında iken İstanbul Defterdarlığı olarak bizim de naçizane bazı katkılarımız oldu. Hem İstanbul Defterdarlığı, hem Türkiye İhracatçılar Meclisi, hem de İstanbul Yeminli Mali Müşavirler Odası'nın katılımıyla oluşturulan bir komisyon tarafından uzun süre yapılan çalışmalar sonucunda bir metin ortaya çıkarılmıştı. Sevinerek görmekteyiz ki, bu metnin önemli bir kısmı bu tebliğde hayata geçirilmiş. 84 numaralı tebliğ az önce de söylediğim gibi, dağınık mevzuatı derleyip toplamanın dışında önemli ölçüde radikal düzenlemeler içeriyor. Bunların hem İdare açısından hem de mükellefler açısından rahatlama yapacağı konularda var. Bunların bir kısmı tebliğin hazırlanması aşamasında bilinçli olarak çözüme



Yukarıdaki fotoğrafta; soldan sağa doğru, Nihat UZUNOĞLU (İstanbul Defterdar Yardımcısı), İlhan SAYIN (PricewaterhouseCoopers, Vergi ve Mali Hukuk Hizmetleri KDV Koordinatörü) Mehmet Ali ÖZYER (Maliye Bakanlığı, Gelirler Genel Müdürlüğü KDV Dairesi Başkanı) "KDV İadesinde Yeni Düzenlemeler" konulu seminerde birarada görülmüşlerdir.

kavuşturulmamış, açık bırakılmış. Uygulamaya göre yön vermek üzere tamamlanmamış kısımlar olmakla birlikte bir kısmı da eksik kalmış, yoruma muhtaç bölümler var. Ne kadar iyi bir tebliğ hazırlarsanız hazırlayın sonuçta ne şekilde uygulandığına bağlı. Çok iyi bir tebliği, iyi uygulayamazsanız olumlu sonuç almanız da mümkün değil. O yüzden uygulamanın iyi olmasının esas olarak tebliğin başarısını ortaya çıkaracağını düşünüyö-

rum. Bu tebliğ hakkında, İstanbul Defterdarlığı olarak bize de bu konuda sorun intikal etmiyor. Bu konuda görüş istediğimiz kişilerden de çok fazla bir sorun gelmiyor. Bu da açıkçası pek hayra alamet değil. Bu tebliğ gerçekten her türlü sorunu çözdü mü? Yoksa hala insanlar anlamaya mı çalışıyor. Bu konuda bir karar verebilmiş değilim. İstanbul Defterdarlığı olarak yaşadığımız bazı sıkıntılar mutlaka var. Bunlar bu tebliğden bağımsız-

sız olarak da yaşanan sıkıntılar. Bu sıkıntılar, sorunlar tebliğın uygulaması ile ilgili düzenlemelerin tebliğın başarısını etkileyecek unsurlar diye düşünüyorum.

Bu arada size bazı rakamlar söyleyeyim. Kasım 2001 sonu itibariyle; İstanbul'da yapılan iadeyle, Türkiye'de yapılan iade rakamlarına baktığımızda 2000 yılı Ocak-Kasım döneminde tüm Türkiye genelinde 706 trilyon liralık KDV iadesi yapılmış. İstanbul'da ise 484 trilyon lira. Türkiye çapında yapılan iadenin % 68.50'si İstanbul'da gerçekleştirilmiş. 2001 yılı Ocak-Kasım dönemine baktığımızda tüm Türkiye'de 1 katrilyon 336 trilyon liralık iade gerçekleştirilmiş. İstanbul'da ise bu dönemde 1 katrilyon 15 trilyon liralık bir iade gerçekleştirilmiş. İstanbul iadesinin Türkiye iadesine oranı ise bu dönemde % 75.95 olmuş. Türkiye'de yapılan iadenin $\frac{3}{4}$ 'ünü İstanbul gerçekleştiriyor haline gelmiş. Bu dönemde iadede yapılan artış oranı % 89 iken , İstanbul'da ise % 110 artış göstermiş. İhracatın % 58'i İstanbul'dan yapılırken, iadenin % 75'inin İstanbul'dan yapılmış olması bazı şeyleri de insana ister istemez düşündürüyor. Bunun

nedenlerine baktığımızda, İstanbul'da daha fazla iade yapılmış olmasından değil, diğer illerde iade yapılmamasından kaynaklandığını görüyoruz Diğer illerin iade yapmamalarının nedenlerinden bir tanesi bu illerdeki mali idare personelinin kendini güvencesiz ve korumasız hissetmesi, yaşadığı baskılar ve olaylar diye düşünüyorum. Bu İstanbul'da da mutlaka hissediliyor. Ama bu korkunun ve paniğın biz biraz daha çabuk atlatılmasını sağladık. Diğer illerde bu korku ve panik halen devam ettiği için İstanbul'da yapılan iadenin oranı Türkiye'deki iadeye oranı daha yüksek rakama çıktı. Mali İdare'deki personelin biraz kendilerini korunuyor hissetmeleri, kendilerine güvenilmesi hissettikleri durumunda iade işlemlerindeki sıkıntıları önemli ölçüde ortadan kalkabilecek diye düşünüyorum. Buna bağlantılı olarak, çok sık gündeme getirilen bir konu, özellikle son yıllarda bunun çok vahim sonuçlarını da maalesef gördük. Sayıştay diye bir kurum tarafından yapılan denetimlerde ortaya çıkarılan eleştiriler maalesef vergi daireleri müdürlerini işlem yapmaktan alıkoyar hale getirmiş bulunmakta. Bu sorun çözümlenemez

ise yakın zamanda vergi daireleri müdürlerinin başına tabanca dayasanız bile imza atmayacak hale gelebilecekler.

Uygulama ile ilgili olarak vergi dairelerinde yaşanan sıkıntılara ana hatları ile baktığımızda; çok sık gündeme gelen Gümrük Beyannameleri Teyidi konusu. Her ne kadar geçen yılın başından itibaren bu beyannamelerin sorgulanması ve teyidinin yapılmasının elektronik ortamda gerçekleştirilmesi gündeme getirilmiş ise de, özellikle bazı gümrüklerde ne hikmetse her mükellefin bir veya iki tane beyannamesi bilgisayara girmiyor. Dolayısıyla bilgisayarda bulunmayan bu beyannamelerin teyidi çok büyük sıkıntı yaratıyor.

Emniyet Müdürlüklerinin, Savcılıkların hem talepleri hem uygulamaları vergi dairesindeki işlemleri olumsuz etkileyen etkenlerin başında geliyor.

Sahte veya muhteviyat itibarıyla yanıltıcı belge kullandığı veya düzenlediği konusunda hakkında rapor veya tespit bulunan mükelleflerin tespiti ve bilgilendirilmesi ile ilgili olarak vergi dairelerinde yine çeşitli sıkıntılar yaşanmakta. Biz İstan-

bul'da bunu bir ölçüde aşmaya çalışmış olmakla birlikte, İstanbul'daki mükelleflerin tamamı İstanbul'da olmadığı için bu sorun tam aşılabilmiş değil.

Mükelleflerin uygulamalarından da kaynaklanan sorunlar var. Vergi dairesinin de, mükellefin de yapmakla yükümlü olduğu bir işlem var. En düzgün ve evrağı az dediğimiz mükellefin bile bir süreçten geçmesi gerekiyor. Memur bakacak, şef bakacak, müdür bakacak veya başkanlıksa başkan bakacak, ondan sonra iade aşamasına gelecek. Bu ister istemez bir süreç gerektiriyor. Bu süreç içinde de, iade vergi dairesinin tek bir işi de değil. Asli fonksiyonu vergi tahsil etmek. İade konusunda mükellefin baskısını hissetmek, -ben dış ticaret vergi dairesindeyken bunun birçok örneklerini görmüştüm- bazı mükelleflerimizin elemanları sabahleyin gelip memurun karşısına oturuyor, evrak şefe geçtiyse onun karşısında oturuyor, müdür de ise onun karşısına oturuyor, en son Başkan'a geldiğinde başkanın karşısında bekliyor. Buna zaman zaman kızıyoruz. Bu baskılar vergi dairelerini psikolojik olarak etkiliyor. Mükelleflerin eksik evrakla başvurmaları, özellikle ba-

zı hataların -buna yeminli mali müşavir (YMM) raporlarında da rastlanıyor- her dönemdeki taleplerde yaşanıyor olması, sanki mükelleflerin işlemlerinin vergi dairesi tarafından sonuçlanmasını istemiyormuş gibi bir intiba yaratıyor. Her ay aynı eksiklikler, aynı hatalar bir dosyada yaşanıyorsa biraz farklı değerlendirmek gerekir diye düşünüyorum. Özellikle son dönemde Sosyal Sigortalar prim borçlarına mahsup taleplerindeki yaşanan bir sıkıntı, biliyorsunuz ayın son günü ödenmesi gerekiyor. Mükellef buna iki gün önce başvuru yaparsa, vergi dairesinin bunu sonuçlandırması çok özel şartlar dışında teknik olarak mümkün değil. Onun için bu başvuruların en azından vergi dairesinin incelemesini yapabilecek makul bir düzeyden önce yapılması faydalı diye düşünüyorum.

Tebliğin detayına girmeden, tebliğde yapılan düzenlemelerden açıklığa kavuşturulması gereken, uygulamada sıkıntı yaratabilecek olan, bize intikal eden sıkıntılarla ilgili biran önce çözüm getirilmesi gereken bir iki hususla ilgili notlarımı da ifade etmek istiyorum.

Mahsup talepleri 15 gün içinde yerine getirilecek dendi. 15 gün içinde mahsup talebini yerine getirecek bir vergi dairesini ben görmedim. 15 ayda yapan bile iyi bir zamanda yapmış sayılıyor. Elbet çok kısa zamanda yapılması gerekir. Mahsup talebinin geç yapılmış olmasının yarattığı çok fazla sıkıntılar -hem mükellef açısından hem de idare açısından- yaşanıyor. Bunun için az önce söylediğim kaygıların ortadan kaldırılması gerekiyor. Nedir bunlar? Alt firma araştırması yapılacak mı, yapılmayacak mı? Mükellefler tarafından indirim KDV listesi vergi dairesine verilecek. İndirim KDV listesindeki firmalar ile ilgili bir araştırma yapılacak mı, yapılmayacak mı? Eğer bunun yapılması istenmiyor ise bunun Bakanlık düzenlemesi ile duyurulmasında, düzenlemenin Bakanlık tarafından yapılmasında fayda var. Bu yapılmadığı süre 15 gün içinde mahsup taleplerinin gerçekleştirilmesi söz konusu olamaz, yapmayan müdürleri hapse atacağız deseniz bile yine olmaz.

Tebliğde ihraç kayıtlı satışlarda, tamamen tecil-terkin olan mükelleflerde indirim KDV listesinin verilmesi gerekir mi ko-

nusunda bir tereddüt var. Bu verilse sorun yok, fakat verilmezse ne olacak? Tamamen sahte bile olsa mükellefin tecil edilecek olan talebini etkilemeyen bir işlem olduğu için bu konuda bir tereddüt var.

Tebliğde getirilen yeni bir düzenleme, daha önceki uygulamalarda çok sıkıntı yaratan "yüklenilen vergi listesi" yerine ihraç edilen malın bünyesinin giren vergilerinin hesaplamalarını gösterir bir tablo öngörüyor. Burada X mükellefinden aldığım kumaşın 10 metresini ihraç ettim 5 metresi depoda duruyor gibi böyle abuk-sabuk bilgiler yerine ihraç edilen malın üretiminde ne kadar girdi kullanılmışsa o girdiler nedeniyle yüklenilen toplam vergilerin hesaplanmasını gösteren bir tablo söz konusu. Ancak tebliğde bu konuda yapılmış düzenlemelerde gözden kaçmış bir iki konu var. Örneğin Türkiye'de ikamet etmeyen yabancılara yapılan satışlarda da ihraç edilen malın bünyesine giren verginin miktar hesaplanmasını gösteren tablonun ibrazı isteniyor. Özellikle 43 numaralı tebliğe göre veya beyanname süresi içerisinde belgelerin temin edilememesi halinde 61 numaralı tebliğe göre yapılan sa-

tışlarda fiilen iade edilen, malın üretimindeki girdiler değil, bunların faturalarında gösterilen vergiler zaten iade olarak isteniyor. O zaman bu tablolar yerine bu listeler verilmesi yeterlidir denmesi gerekiyor veya bu tabloların istenmesinden vazgeçilmesi gerekiyor.

İndirimli teminatta iade alan mükelleflerin YMM raporları vermeleri gerekir denmişti. Ancak normal olarak teminatla iade alanların teminat çözümüyle ilgili mali müşavir raporları düzenlemek isteyen mükellefler ile ilgili olarak YMM raporları verilmesi konusunda bir düzenleme yok. Bu da iç genelgelerle çözümlenecek konular arasında.

Tebliğde, mahsup talebiyle ilgili bölümde önemli düzenlemelerin bir tanesi mükellefin kendi vergi borçlarına mahsup talebi olması halinde belgeleri vermiş olmak şartıyla sadece dilekçe vermedi diye mahsup talebinin reddedilmesi ve gecikme zammı uygulaması söz konusu olmayacak. Belgelerin verilmiş olması halinde mahsup talebi geçerli olacak. Vergi dairelerinden gelen sorunlardan bir tanesi; bu belgelerin verildiği ne şekilde tespit edilecek. Mükellef

bu belgeleri verdiğini, vergi dairesi bu belgeleri aldığını veya almadığını nasıl tespit edecek. Daha önceki uygulamada biz İstanbul Defterdarlığı olarak mahsup taleplerinde bir kaşe -ibraz edilen belgelerle ilgili olarak evrağın arkasına bir kaşe vurulması ve ibraz edilen belgelerin dökümünün yapılması söz konusuydu. Buna benzer bir düzenleme yapılması halinde bu sorun aşılacaktır diye düşünüyorum.

Tebliğde yeni olarak bazı tanımlamalar yapılmış durumda. Bunlardan bir tanesi de olumsuz tespit tanımı. Bu olumsuz tespit tanımı gerekli mi gereksiz mi bu tartışılır. Fakat o tanımın yapılmamasının yarattığı sıkıntıların, yapılmasının yarattığı sıkıntılardan çok daha fazla olduğunu düşündüğümüz için yapılmasını doğru olarak görüyoruz. Ancak incelemeye sevkle ilgili ilk bölümde yapılan tanımlamada "yetkili makam" diye bir tabir var. Yetkili makamlar tarafından mükelleflerin sahte belge kullandığının veya düzenlediğinin vergi dairesine bildirilmesi haline olumsuz tespit deniyor. Burada yetkili makam tabiri başlangıçta tanımlanmamıştı. Fakat

artık bu şekilde tanımlanması gerekir diye düşünüyorum.

Daha önceki mevzuatta olduğu halde yeni mevzuatta olmayan ve sıkıntı yaratan bir konu; bazı iade işlemlerinde örneğin, hizmet ihracında DAB ibrazı mecburiyeti var. Bunların teyitleri yapılacak mı sorusu vergi daireleri tarafından çok sık sorulmakta.

Tebliğde olumlu düzenlemelerden bir tanesi olan, mükelleflerin ödemelerini belli şartlarda yaptıklarını tevsik ettirmeleri halinde alt firmalardaki olumsuzluklardan etkilenmeyeceklerine ilişkin düzenleme. Düzenlemede bu tevsikin ne şekilde yapılacak olduğu konusunda belirsizlik var. YMM raporları var ise bu konu ile ilgili düzenlenmiş ise yapılabilir deniyor. Bu raporların şekli ve mahiyeti nasıl olacak? YMM raporu tek tevsik şartı mıdır? Başka türlü mükellef bunu tevsik edemez mi? Bu konuda da düzenleme yapılmasında fayda vardır diye düşünüyorum.

Bu tebliğ sistematik itibariyle bazı konuların ucunu açık bırakırken, bazı konularda da torba maddeler diye tabir ettiğimiz düzenlemeler yapmıştır. Adre-

sinde bulunmayan mükellefin iade talebi veya beyannamesini vermeyen mükellefin iade talebi sahte belge düzenlediği veya kullandığı konusunda tespit edilen mükelleflerin iade talepleri gibi konularda düzenlemeye çözüm getiren torba madde dediğimiz düzenleme. Hakkında olumsuz rapor olan mükellef genel esaslara göre iade almaya başlamış ise ondan mal ve hizmet alan mükelleflerde genel esaslara göre iade alır. Yani alt firma genel esaslara tabi ise, üst firma da genel esaslara tabi olur maddesinden yola çıktığımızda; adresinde bulunmayan, beyanname vermeyen, defter ve belgelerini ibraz etmeyen mükelleflerin iade işlemleri neden düzenlenmiş sorusunun anlamı çok daha iyi ortaya çıkabiliyor. Alt firmalarda % 5'e kadar olan olumsuzluk varsa bu üst firmaların iade işlemlerini etkilemez denen ifade de şöyle bir şey var. Alt firmanın olumsuz olan firmadan mal aldığı döneme bakılacak, bu dönemde alt firmanın iade talep eden firmaya satışı var mı ona bakılacak. Dönem tutmuyorsa neden % 5'lik bölüm konuldu diye insanın aklına geliyor. Fakat bazen öyle oluyor ki, çok cüzi rakamlar nedeniyle çok

önemli miktarlardaki iade rakamları gecikebiliyordu. Bu gecikmeleri önlemek için % 5'e kadar bir aksaklık varsa bu firmaların işlemlerini etkilemeyecek gibi düzenleme yapılması suretiyle bu sıkıntılar aşılmış.

Tebliğde yapılan düzenlemelerin YMM mevzuatı ile ve YMM'ler tarafından yapılacak işlemlerde etkisi ve müteselsil sorumluluk konusunda bir iki cümle söylemek istiyorum. Tebliğde müteselsil sorumluluk ile ilgili düzenlemeye baktığımızda, müteselsil sorumluluk ile ilgili bir cümle. Müteselsil sorumluluk 82 numaralı tebliğde düzenlemelerin aşağı yukarı aynısı. Fakat bir cümle eklenmiş ve şöyle deniliyor. "Müteselsil sorumluluk uygulaması ile esasında KDV iadesi uygulaması arasında bir ilişki yoktur" ancak diye başlayan bir cümle var. Biliyorsunuz "ancak" diye başlayan cümleler çok kötü sonuçlar doğurabilir. Bu cümle esas itibarıyla bir zihniyet değişikliğini göstermesi açısından çok önemli. Biliyorsunuz 70 numaralı tebliğde bunun tam tersi bir cümle vardı. Hazine'ye intikal etmeyen bir vergi herhangi bir nedenle iade edilemez yaklaşımı vardı. Daha önceki yaklaşım bu iken, yeni düzen-

lemede müteselsil sorumluluğun KDV iadesiyle esas itibariyle bağlantısı yoktur deniliyor, ben- ce bu önemli bir ifade. Ondan sonra nereden bağlantı kurulu- yor.

Bizim 6183 sayılı kanununun 23. maddesi var. Bu kanunda de- niliyor ki; mükelleflerin borcu varsa kendisine iade yapamazsı- nız, dolayısıyla borcu mahsup et- meniz gerekiyor. Buradaki yak- laşımında, borcu olan mükellefe iade yapmıyorsan ileride borç doğma ihtimali varsa -mükelle- fin müteselsil sorumlu olma ihti- mali varsa- o zaman doğma ihti- mali olan borcu garanti altına al- madan ben mükelleflere genel esaslar itibariyle iade yapmam mantığıyla müteselsil sorumlu- lukla KDV iadesinin bağlantısı kurulmuş. Ancak tebliğin daha önceki bölümlerinde iyi niyetli olan mükelleflerin bu müteselsil sorumluluktan etkilenmemesi için bazı düzenlemeler yapılmış. Bu düzenlemelerden en önemli- si de ödeme ile ilgili düzenleme. Mükellef ödemelerini banka aracılığıyla veya nama yazılı çek ile yapmışsa o zaman alt firma- lardaki olumsuzluklar artık iade taleplerindeki işlemlerde mükellefleri etkilemeyecek. YMM ta- rafından yazılacak olan raporlar-

da ne yapılması gerekir? Yani YMM incelemeleri yaparken alt firmayla ilgili olarak bir olum- suzluk tespit edildi. Olumsuzluk tespit edilen firmaya ödemenin nama yazılı çek ile yapıldığını gördü. Bu yeterli mi, yeterli ola- cak mı? Buna bağlı olarak mü- kellefin müteselsil sorumluluk- tan kurtulduğu durumlarda YMM'de alt firmalara kadar in- celeme yapmak zorunluluğun- dan kurtulacak mı? Bunun cevabı iki yerde var. Birisi YMM mevzuatında, çünkü YMM iade işlemlerini YMM mevzuatına göre yapmak durumundalar. 84 numaralı tebliğ bir KDV tebliği, KDV iadesinin ne şekilde yapı- lacağını gösteriyor. Bu tebliğde YMM'nin yapacak oldukları iş- lemlerle ilgili düzenleme yok.

İkincisi müteselsil sorumlu- lukla ilgili bölümde "ancak" ile başlayan bir cümle var. Mükellefler ödemelerini şu şekilde ya- parlarsa sorumluluktan kurtu- lurlar. Ancak vergiyi Hazine'ye intikal ettirmeyen mükellef ile iade talebinde bulunan mükellef arasında sermaye yapısı, ortaklık yapısı, organizasyon gibi bir bağ- lantı varsa o zaman ödeme çekle veya banka aracılığıyla yapılmış olsa bile mükellefin müteselsil sorumluluktan kurtulması söz

konusu değil. Dolayısıyla YMM'nin yapacakları incelemelerin sadece ödemelerin çökle yapılmış olması yeterlidir deyip bırakmaları yerine, bu işlemden bir organizasyon var mı yok mu bunun tespit edebilecek aşamaya kadar da incelemelerini yapmaları gerekir diye düşünüyorum. Bunun örneklerini uygulamada maalesef görüyoruz. Mükelleflerin de şöyle bir düşünceye kapılmamaları gerekir diye düşünüyorum. Ben ödememi çek ile yaparsam her türlü sorumluluktan kurtulurum gibi bir yaklaşıma girmesinler. Böyle bir yaklaşım da ileride başlarının ağrımasına neden olur. Hem de iyi niyetle hazırlanmış bir tebliğin başarı şansını etkiler diye düşünüyorum. Dinlediğiniz ve sabrınız için teşekkür ediyorum.

ADNAN NAS – Teşekkür ediyorum. Uzunoğlu'nun bu konuşmasının soru-cevap kısmının bir bölümündeki soruları da cevaplandırmış olduğunu düşünüyorum. Şimdi izin verirseniz soru-cevap bölümüne başlıyoruz. Sizden gelecek soruları konuşmacılar ellerinden geldiği kadarıyla cevaplamaya çalışacaklar.

SORU – Bu yeni tebliğde gördüğümüz kadarıyla daha ön-

ceki sistemden biraz daha zor aşamalara geldiğini düşünmekteyiz. Özellikle mahsup sırasında istenilen belgeler kısmında biz prensip olarak öncelikle vergi borçlarını mahsup yoluyla erittikten sonra nakit iade talebinde bulunuyoruz. Ancak şu anda mahsup ile ilgili olarak beş madde var. Bu maddelerin bence en önemlisi indirilecek. KDV listesindeki detay liste. Daha önce vergi dairesine verdiğimiz listede satıcı unvanı, vergi dairesi ve kimlik numarası vardı ve bunlar yeterliydi. Ancak şu anda miktar gibi bazı detaylar da gelmiş durumda. Bu durumda bizlerde



ADNAN NAS

PricewaterhouseCoopers Yönetim Kurulu Başkanı

mahsup sırasında bazı zorluklar yaşıyoruz. Çünkü bin adet satıcımız var. Bu durumda yapılacak uygulamada vergi dairelerinin bir inisiyatifi var mı? Yoksa tebliğ açık, bu şekilde listeleri vereceksiniz mi deniliyor? Bir soru daha sormak istiyorum. Mütessesil sorumluluktan kurtulma şartlarından bir tanesi de banka yoluyla ödemeler. Yalnız o dekontlar içerisinde yine üç adet bilginin istenmesi isteniyor. Bunlar satıcı unvanı, satıcı hesap numarası ve satıcı kimlik numarası. Daha önceki uygulamalar-

da satıcı kimlik numarası yok, bu bir sorun yaratır mı?

CEVAP (MEHMET ALİ ÖZYER) – İade için gerekli belgelerin bulunduğu bölümde sayılan belgeler iadenin olmazsa olmaz şartı. Ayrıca o belgelerden bir kısmı istisna uygulamasının da asıl şartı. Yani KDV beyannamesinin yanında, gümrük beyannamesini vermeyen veya o listeyi vermeyen ihracatçının KDV istisnasının da uygulanması lazım. Bu eskiden de vardı, şimdi de o anlayış devam ediyor. Ama indirilecek KDV listesi konusunda inisiyatif almak için öncelikle disket ya da CD ortamında verilmesi konusunda bir girişimimiz olabilir. Birtakım inisiyatifler var. Fatura bazında da düzenleyebilirsiniz. Bir mükelleften bir ayda elli kez alış yapmışsanız, vergi numarasını ve tutarını yazarak bir satırda gösterebilirsiniz Mütessesil sorumluluktan kurtulmak için 82 Seri Nolu KDV Genel Tebliğinde bir düzenleme yapılmıştı. Düzenleme yapılırken tebliğin geçmişe yönelik olarak yürürlüğe girmesi düşünülmemişti. Yani o tebliğin yayımından sonraki işlemlerini banka ve benzeri finans kurumları vasıtasıyla yaptığını tevsik edenler yararlanabilecekti. Fa-



MEHMET ALİ ÖZYER

Gelirler Genel Müdürlüğü KDV Dairesi Başkanı

kat 84 Seri Nolu KDV Genel Tebliği geçmişe yürür olarak çıkarıldı. Bu durumda vergi kimlik numarasını 82 Seri Nolu KDV Genel Tebliğinin yayımından önceki dönemlerde, dekonta yazdırmamış olanlar müteselsil sorumluluktan kurtulabilir mi? Tebliğde açıklık yok ama bence yararlanabilir diye düşünüyorum. Müteselsil sorumluluktan kurtulmada en önemli nokta, vergi dairesinin nakit hareketinin banka vasıtasıyla satıcının hesabına girdiğine emin olmasıdır. Bankanın kabul etmesi halinde bu numara sonrada işlenebilir. Ya da işlenmiyorsa YMM bunu tespit edebiliyorsa yararlanabilir diye düşünüyorum.

SORU – Tebliğde istenilen detaylar bazında biz bunu zaten altı ay sonra YMM raporuyla veriyoruz. O süre içerisinde biz bunu daha az detayda verebilir miyiz?

CEVAP (NİHAT UZUNOĞLU) – İndirilecek KDV listesi istenilmesi aslında bizim sistemimizde şu anda sadece iade hakkı doğuran işlemde bulunan mükellefler için geçerli. Oysa birçok Avrupa ülkesinde bu uygulama tüm mükellefler için söz konusu. İade hakkı doğuran iş-

lemler olsun olmasın KDV beyannamesi veren her mükellef KDV listesini de vermesi söz konusu. Hatta bazı ülkelerde hesaplanan KDV'de verilmesi söz konusu. Bu beyan edilen verginin doğru olarak beyan edildiğine yönelik bir otokontrol tedbiridir. Vergi dairesinin burada bir inisiyatif kullanması da söz konusu değil. Ayrıca firmalar bu listeleri verebilecek alt yapıya da sahipler. Biz işlemlerde bunu niye istedik. Bizden iade talep eden mükellef kimden mal alıyor, hammaddeyi kimden alıyor, yardımcı malzemeyi kimden alıyor. Bunları görelim, bunlarla ilgili bir problem varsa da o zaman iade prosedürünü ona göre yerine getirelim diye istedik.

CEVAP (İLHAN SAYIN) – Gerçekten bu konuda sıkıntı çekecek firmaların sayısı az ama bu firmalar gerçekten sıkıntılı. Çünkü özellikle satın alınan mal ve hizmetin cinsi kısmını sistemlerden almak mümkün değil. Fatura tek bir mal ve hizmeti ifade etmeyebiliyor. Çoğu zamanda bu böyle gerçekleşiyor. Sistemden faturada yazılı mal ve hizmetin cismi konusu kaldırılırsa bir kolaylık sağlanabilir. Buna ilave olarak bir de personel harcamaları harcırahları konusunda

bir sıkıntı yaratabiliyor. Büyük müesseselerde bu indirilecek KDV listesinde önemli bir sayı tutuyor. Personel harcırahları biliyorsunuz avans niteliğinde ödeniyor. Daha sonra genel belgelerle mahsup şeklinde kapatılıyor. Bunu tek bir fişle yapmak zorundasınız. Fakat içindeki fatura miktarı birden fazla olabiliyor. Bu faturayı sistemden çağırıp, tekrar listeye almak teknik olarak problem yaratıyor. Gerçekten bunlara bir çözüm bulunulmasında fayda var diye düşünüyorum.

SORU – 84 numaralı tebliğin çıkmasını müteakip, ödemelerini banka ve benzeri finans kurumları ya da çek ile belirtildiği şekilde yapan mükelleflerin, Yeminli Mali Müşavirlerince tespit edilen bu durumları, ek raporlar ile vergi dairelerine iletildiği halde bazı vergi daireleri bu işlemi kabul etmeyip, ilgili faturaları indirilecek ya da yüklenilen listelerden çıkartılmasını talep etmektedirler. Bu konudaki doğru uygulamanın ne şekilde olması gerekir? Vedop listelerinde incelemede yer alan mükelleflerin (konusu olumsuz tespit sayılan hallerin dışında olsa dahi; örneğin defter ve belgeleme el konulan) inceleme döne-

mi içindeki ve bu dönemlerin dışındaki KDV iadelerinin ve aynı şekilde mal sattığı ihracatçı firmaların KDV iade ve mahsup taleplerinin bu tebliğ (müteselsil sorumluluk) kapsamında ne şekilde uygulanacaktır? Vedop listelerine, inceleme neticesi belli olmadan, firmalara kendisini savunma hakkı tanınmadan, hatta firmalara tebligat dahi yapılmadan dahil edilen şirketlerin, bu listelerden çıkmaları aylar, belki de yıllar almaktadır. Bu listelerin daha işlevsel hale getirilmesi ya da yeniden düzenlenmesi hakkındaki görüşleriniz nelerdir?

Firmanın sadece incelemede olmasının, şirketin varlığını, çalışmalarını büyük ölçüde hasara uğratması, müşterilerinin gözünde ister istemez yerinin sarsılması gibi sebeplerle, incelemeye gönderilecek mükelleflerin oluşturulacak bir komisyon tarafından, firmanın satışları, ödediği vergi, inceleme sebebinin haklı bir sebep olması, ülkeye ekonomik katkısı gibi verilerin incelenmesi ve değerlendirilmesinden sonra uygun görüldüğü takdirde incelemeye sevk edilmeleri konusunda bir çalışma yapılabilir mi? Yeminli Müşavir müesseselerine verilecek yetkiler ile bek-

leyen binlerce dosya sebebiyle zaten soluk alamayan inceleme birimlerinin yükü bir derece hafifletilemez mi? Bugün ihracatçı bir firmayı çok güç duruma sokmanın en kolay yolunun ilgili birimlere gönderilecek, isimsiz ve imzasız bir ihbar mektubu ile yapılabileceğini, bu mektup sonucunda defter ve belgelerine ilgili birimlerce el konulacağını, el konulan belgelerin teyidleri alındığı halde bile yeniden inceleme birimlerine sevk edilerek, firmayı ve müşterilerini KDV iadelelerinden mahrum bırakıp, teşvik belgelerinden dolayı yıllarca bağlı kalacak milyarlar tutarındaki teminat mektupları sebebiyle, bankaların firmanın hareket kabiliyetini sınırlandırması sonucunun ortaya çıkacağını, müşterilerin firmaya ödedikleri KDV'leri geri istemeleri ve hatta cari hesap bakiyelerini dahi ödemeyecekleri, sonuç olarak firmanın iflas noktasına gelebileceği, bu konu hakkındaki düşünceleriniz nelerdir?

CEVAP (NİHAT UZUNOĞLU) – 84 numaralı tebliğ fiilen 1 Aralık 2001 tarihinde yürürlüğe girdi. Yeni bir uygulama süreci var. Bu süreç zarfında tebliğin okunup anlaşılması, yorumlanması, uygulanabilirliği görü-

lerek ortaya çıkacak. Sonuçların neler olabileceği olduğu ve bunlara göre ne gibi tedbirler alınabileceği olduğu konusunda daha yeterince bir zaman geçmediğini düşünüyorum. Ne vergi dairesinde çalışanlar tarafından ne de mükellefler veya YMM tarafından çok somut olarak gündeme getirilmiş fazla bir sorun yok. Ama bu demek değildir ki, hiçbir şey yapılmayacak. Tebliğ çıkmadan önce biz içeriğini biliyorduk ve buna göre bazı düzenlemeler yapmaya başladık. İstanbul Defterdarlığı bünyesinde tebliğ doğrultusunda uygulama birliğinin sağlanması amacıyla tamim hazırlıkları yürütülüyor. Bunların içinde çok acil konular var. Bunlardan bir tanesi soruda gündeme getirilen konu. Geçmiş yıllardaki uygulamalar doğrultusunda sahte veya yanıltıcı belge kullanma ve düzenleme nedeniyle hakkında olumsuz rapor veya tespit bulunan mükelleflerle ilgili listelerimiz mevcut. Bunlar çeşitli şekillerde gruplandırılmış ve vedop ortamında vergi dairelerinin faydalanmasına ve bilgisine sunulmuştur. Ancak bu listeler 1995 yılından beri çeşitli vergi dairelerine bildirilmiştir. Bunların çok sağlıklı olduğunu söylemek mümkün değil. Bilgi-

sayar ortamına bunları aktarı-
ken geniş çaplı yaklaşık 40 adet
denetmenin katıldığı tarama ya-
pıldı ve bu tarama sonucunda
listeler yarı yarıya azaltıldı. Bu
tebliğin GMkmasından sonra bu
listeler üzerinde yeni bir çalışma
yapmak gereği yeniden doğdu.
Tebliğde hem tespitlerde hem
de dönem bağlantısı getirildiği
için -bu listelerde de dönem ile
ilgili bilgiler yer almadığından-
bu dönemlere girilmesi amacıyla
çalışma yapıldı. Bu çalışma ha-
len devam ediyor. Bu taramalar
yapılırken tebliğde yapılan dü-
zenlemeler doğrultusunda mü-
kelleflerin durumları da yeniden
değerlendiriliyor. Bu değerlen-
dirme sonucunda da çok sayıda
mükellef resen mükellefin baş-
vurusu olmaksızın listelerden çı-
kartılıyor.

Tebliğde az önce bahsetti-
ğim gibi olumsuz tespitin tanımı
yapıldı ve bu çok net bir tanımda
değil. Fakat daha önceki uygula-
mada hiç tanımı olmamış olma-
sından daha iyi. Soruda da gün-
deme getirildiği gibi herhangi
bir nedenle incelemeye sevk
edilmiş mükellefler de maalesef
bu listelere girmiş vaziyette. Fa-
kat şimdiki tebliğde olumsuz
tespit sayılmış olan konular var.
Tebliğde sayılmamış konular ile

ilgili tespitler olumsuz tespit sa-
yılmayacak. Dolayısıyla bunların
listelere girmemesi, girmişse de
çıkarılması gerekiyor. Bu konu-
yu öncelikli konular listesine al-
dık. İsimsiz, imzasız ihbar mek-
tubu gönderilmesi durumunda
son bir ay içerisinde bana gelen
üç veya dört talebi geri çevirdim.
Yani isimsiz bir vatandaş ihbar-
da bulunmuş, vergi dairesi ince-
leme talep etmiş veya iadesini
yapmıyor. 3071 numaralı kanun-
da da dilekçe ile ilgili hükümler
var. İsmi olmayan, adresi olma-
yan dilekçelerin işleme konma-
ması gibi maddeler var. Bu ka-
nun da gerekçe gösterilerek, bu
gibi inceleme taleplerini geri
gönderdik. Hem iade işlemleri-
nin genel esaslara göre yapılma-
sı gerektiğini belirttik. Hem de
listelere girme taleplerini red-
dettik. Daha önceki uygulamal-
arda -çok sık rastlanan bir konu-
mükellefin bir tanesi hakkın-
da sahte belge kullandığı konu-
sunda rapor veya tespit yapılmış.
Bizim vergi daireleri bu mükel-
lefin mal aldığı firmalara sor-
muşlar, nedir bu mükellefin du-
rumu? O da yazmış, falan dö-
nemde bu mükellefin sahte bel-
ge konusunda hakkında rapor
veya tespit var. Bu yazıyı alan
vergi dairesi bu mükellefle ilgili

böyle bir durum var. Bu mükellef sahte belge düzenleyebilir veya kullanabilir, kullanma ihtimali var. Bir taraftan inceleme talep etmiş bir taraftan da listeye sevk etmiş ve bunların birçoğu listeye girmiştir. Artık bu tebliğ doğrultusunda böyle bir şey söz konusu olmayacak. Alt firmanın sahte belge kullanması nedeniyle ondan mal alan firmanın da listeye girmesi bundan böyle olmayacak.

YMM mükellefin ödemelerini müteselsil sorumluluktan kurtulduğu şekilde yaptığını gösterir rapor yazabilir, iade raporu da olabilir, tebliğde belirtildiği gibi bu amaçla yazılmış özel raporda olabilir. Ama burada sadece ödeme çekle yapılmıştır denilmesi halinde bu rapora göre işlem yapılmayacak olduğuna tabidir. Bu ödemenin herhangi bir organizasyona tabi olmadan yapılmış olduğuna tevsik edilmiş olması gerekir.

SORU – Yapılan mahsuplarda, özellikle gümrüğe yapılan mahsuplarda malınız geldiği zaman hemen yapılması gerekiyor. Fakat vergi daireleri bu mahsupları kendi aralarında yazışırken postaya veriyor ve belli bir süre geçiyor. Gümrükte gelen malın

belli bir bekleme süresi var. Özellikle postada evraklar kayboluyor. Bazı vergi daireleri bunu elden veriyor ve elden götürüyorsunuz. Kendisi gönderdiği zaman epeyce bir süre geçiyor. Bunun aşılması mümkün müdür? Çünkü belli bir süre geçtiği zaman malınızın millileştirilmesi gündeme geliyor.

CEVAP (İLHAN SAYIN) –

Şimdi aynı konuda başka bir uygulama var. SSK borçlarına mahsup, aynı problemler orada da yaşanıyor. Her ikisinde de ödemenin ne zaman yapılmış olduğu konusunda bir kesinlik yok, tebliğde de yok, uygulamada da yok. Dolayısıyla saymanlıklar arası işlem fişinin mi düzenlendiği tarih esas alınacak yoksa SSK'da olduğu gibi paranın SSK'nın hesabına geçtiği tarihteki ödememi esas alınacak. Orada bir belirsizlik ve kararsızlık var.

CEVAP (MEHMET ALİ

ÖZYER) – Mahsup konusunda bizden çok fazla duyarlılık beklemeniz doğal, evrakların biran önce tetkik edilmesini beklemeniz doğal. Fakat Devletin diğer organlarının da KDV'nin mahsup yoluyla iadesi konusunda bizim kadar duyarlı olması gere-

kir. İki tane örnek var; birincisi mal veya hizmet satın alınan kişinin üzerindeki borçlarına mahsup konusunda 81 Seri Nolu KDV Genel Tebliğinden önce de 28 Seri Nolu KDV Genel Tebliği ile mal veya hizmet satın alınan kişilerin vergi borçlarına mahsup imkanı veren bir düzenleme var. Sanayicinizin elektrik kullanıyorsunuz. Elektrik satın aldığınız kamu kurumunun size düzenlediği faturadaki KDV kadar o kurumun vergi borcuna mahsup talep etmeniz mümkündür. Ben şöyle bir olaya şahit oldum. Bakanlar Kurulu Sekreterliğinden arandım, "size bir mükellef gönderiyorum dinler misiniz?" dediler. Gelen kişi; "firmamız İzmir'de şu kadar milyon dolarlık ihracat yapıyor. 300-400 milyar TL'lik elektrik tüketimimiz var. Bunun KDV'si 60- 70 milyar TL. ediyor. Bunu KDV iademizden mahsup ettirmek istiyoruz ama TEDAŞ mahsup etmiyor" dedi. Maliye Bakanlığı olarak TEDAŞ gel şunu mahsup et, mahsup talebinde bulun diemiyorsunuz. İlgili kurumla bir görüşme yapmadım ancak kanaatimce TEDAŞ müşterisinden tahsil edebileceği nakitten vazgeçmek istemiyor. SSK'da da benzer sorunlar oldu. Ortak bir

çözüm bulunması konusunda SSK'ya defalarca yazdık, Gelen cevap; "istediğiniz konu kanun değişikliği gerektirmektedir" şeklinde oldu. Benzer olayı gümrüklerle ilgili mahsupta da yaşadık. Gümrüklerin mevzuatından kaynaklanan bir takım sorunlar var. Biliyorsunuz orada verginin matrahı döviz kuruna göre tespit ediliyor. Dövizin dalgalı olduğu bir dönemde matrah sürekli değişiyor. Bu durumda vergi dairesi ve gümrük idaresi arasındaki yazışmalar tamamlanmadan vergi matrahının ve vergi borcunun değişmesine neden oluyor. Bütün sorunlar diğer kamu kurumlarının mahsup konusunda isteksizliklerinden kaynaklanıyor. Mahsup konusunda yine en şanslı il İstanbul diye düşünüyorum. SSK prim borcuna mahsup bu konuda Ekim 2001 ayı itibarıyla 70 trilyon liralık mahsup yapılmış durumda. Diğer iller bu kadar şanslı değil.

SORU – Az önceki söyleyenleri şaşırarak dinledim. Bir devlet kurumu, diğer bir devlet kurumunu vatandaşına şikayet ediyor. KDV konusu Maliye Bakanlığı tarafından uygulamada diğer devlet kurumlarına sağlanan bir avantaj ve uygulama olarak ortaya çıkmıştır. Eğer Mali-

ye Bakanlığı bu tür uygulamayı diğer kurumlara sağlıyorsa, kendi mevzuatı çerçevesinde diğer kamu kurumlarını disipline edemez mi? Daha açık bir deyişle bu tür şikayetleri yapmaya Maliye Bakanlığı'nın hakkı var mıdır?

CEVAP (NİHAT UZUNOĞLU) – Sayın Özyer'in söylediği gibi bu bir Türkiye gerçeği. Ben bu gerçeği biraz daha ileri götürüyüm. Biz İstanbul Defterdarlığı olarak Maliye Bakanlığı'ndan şikayetçiyiz. Bu tebliğ diğer şartlar veri kabul edilerek hazırlanmış bir tebliğ. KDV iade sisteminde yaşanan sorunların ne kadar kısmının vergi dairesinden kaynaklandığı, ne kadar kısmının diğer kurumlardan kaynaklandığını gösteren bir şey. Vatandaş olarak sizin karşınızda devlet var, bu Maliye'ymiş, gümrükmüş, SSK'mış v.s. ben devlet olarak görürüm diyorsunuz. Ama devlet yapısı gereğiyle bir Bakanlığın diğer bir Bakanlığa zorla bir şey yaptırması mümkün değil. Bu uzlaşmayla, anlaşmayla çözülebilir. Bunun için tarafların uzlaşmaya, anlaşmaya yatkın olması gerekir.

CEVAP (İLHAN SAYIN) – Bakanlıklar arası koordinasyon-

dan sorumlu kişi Başbakanlıktır. Bu işin çözümü Başbakanlıkta olması gerekir. Başbakanlığa ulaşma konusunda mükelleflerin ve mükelleflerin bağh olduğu kuruluşların ortaya çıkaracağı politik güçlerin devreye girmesinde fayda var.

SORU – İhraç kaydıyla yapılan teslimlerde yüklenilen KDV hesaplanmıyor. Fakat tecil dolayısıyla, tecil edilemeyen vergi çıkarsa yani ödenecek KDV yoksa iade alınabiliyor. İhraç dolayısıyla fazladan hesaplanan terkin edilecek tecil edilmiş KDV'nin oranı da basit, hesaplanması da kolay. Doğrudan ihracat yapan imalatçı ihracatçılarda yüklenilen KDV'nin hesaplanması isteniyor. İkisi arasında bir çelişki var. Bu haksızlık değil midir?

CEVAP (MEHMET ALİ ÖZYER) – Öncelikle standart bir oran belirlemek güç. İhracatçılar açısından en azından sektörel bazda bir oran belirleyip bu tutarda iade yapılamaz mı? Sanıyorum 23 Seri Nolu KDV Genel Tebliğinde böyle bir şey denmişti. Genel vergi oranı ile çarpılan oran kadar iade yapılır diye. Daha sonra bu uygulamadan vazgeçildi. İhracat nedeniyle

yüklenilen vergi gerçekte ne katarsa o kadar iade alınmalı diye. Bu ilk bakışta mükellefe zorluk çıkaran, mükellefin aleyhinde gözükse bile, mükellefin çoğu zaman lehine olan bir değişiklikti. Çünkü bazısının amortismanına tabii iktisadi kıymetlerinden dolayı yüklendiği vergi yüksek olabilir, bazısı vadeli almış olabilir, farklı fiyat uygulanmış olabilir, birbirinden çok farklı kalemler oluşmuş olabilir, finansman maliyeti yükselmiş olabilir. O nedenle de standart bir oran belirlemek mükelleflerin de aleyhine bir durum ortaya çıkarabiliyor. Sanırım maliyet muhasebesi ile ilgili bir program hazırlanabilse bu sorun aşılabilir.

CEVAP (İLHAN SAYIN) – Yüklenilen KDV önceki tebliğlerde de çok açıklıkla izah edilmiş olmamasına rağmen bu tebliğde de çok tanımlanmamış. Yüklenilen KDV'ye nelerin dahil olacağı konusunda biz uygulayıcılar olarak bazı tereddütler ile karşılaşıyoruz. Maliyet hesaplarının Türkiye'de muhasebe programlarında yeterince yer almamasından kaynaklanan zorluklarla karşılaşıyoruz. Ancak Bakanlık yetkilileri veya karar mekanizması yüklenilen KDV'nin tanımını biraz daha yaparsa

bize yardımcı olacağını sanıyorum.

SORU – Fatura düzenleme sınırının altında olan ödemelerin indirilecek KDV listesine alınması konusunda 84 numaralı tebliğde getirilen kolaylığı açıklayabilir misiniz?

CEVAP (MEHMET ALİ ÖZYER) – Kırtasiye alımları olabilir, günlük yemek faturaları olabilir, taksilerden alınan belgeler olabilir. Bunlar tek kalemde "çeşitli giderler" adı altında bir satırda, şu kadar belge karşılığı harcama diye topluca yazılabilir.

SORU – Vergi dairesine verilen belgelerin tam olması aranıyor. Tam olmadığında bu iade talebinin geçersiz olduğu söyleniyor. Bu tamamlanmış olması kavramı uygulamada problemler yaratacak gibi gözüküyor. Burada daha net bir ifadelemeye gidilemez mi? Belgenin tamamlanması ile belgenin muhtevasının tamlığı arasında bir karışmadan uzak durulamaz mı?

CEVAP (MEHMET ALİ ÖZYER) – Aslında en önemli eksikliklerden birisi de bu. Ama bu sadece KDV yönünden bir eksiklik değil. Biliyorsunuz Vergi Usul Kanunu'nun 112. mad-

desine 4369 sayılı Kanunla eklenen bir bentle iade için gerekli belgeleri ibraz ettiği halde 3 ay içinde iadesini alamayan mükelleflere faiz isteme hakkı da verildi. Mükellef belge verdiğini veya zamanında verdiğini nasıl ispatlayacak? Memur belgeyi aldıktan sonra yırtıp attıysa mükellef belgeyi verdiğini nasıl ispatlayacak, bu kısım eksik. KDV beyannamelerine bakarsanız en arka sayfada ve en altta verilen belgelerle ilgili bir bölüm var. Eksik kalan işler arasında, ilk hedefte, yapılması gereken de o olacak. Bu bölümün güncelleştirilmesi gerekiyor, şu anda güncel değil.

SORU – 84 numaralı tebliğ ile getirilen mahsup dilekçesi verilmese bile dikkate alınması uygulaması geçmişte doğmuş uyumsuzluklar içinde uygulanacak mı?

CEVAP (MEHMET ALİ ÖZYER) – Tebliğ geçmişe yönelik uygulandığı için, oraya da uygulanacak.

SORU – 84 numaralı tebliğ daha önceki yayınlanan birçok tebliği ortadan kaldırmış olmasına rağmen, özellikle biz sektörel dış ticaret şirketi olarak 77 numaralı tebliğ ile elimiz ayağımız bağlanmış durumda ve tebliğ bi-

zi gerçekten ticari açıdan sıkıntıya sokuyor, haksız bir rekabetin içerisine itiyor. 84 numaralı tebliğ ile ortaklık yapımız ihracata konu olan malın özelliği hususunda çok daraltılmış kapsamı var. İlerleyen dönemlerde sektörel dış ticaret şirketlerinin rahatlatılması, büyümesi açısından, ortaklık yapısı ve ihraca konu olan malların özelliği açısından bir değişiklik yapılması mümkün olacak mı?

CEVAP (MEHMET ALİ ÖZYER) – İade rejimini uygulayanlar açısından 2000 yılında üç büyük operasyon yaptık. Bu operasyonlar için söylenmedik hayvan ismi kalmadı. Halk arasında bir deyim vardır; "arabayı devirdikten sonra yol gösteren çok olur" diye. KDV iadelerinin haksız yapılmasını nasıl engellersiniz diye bize birçok öneri geldi. Bu operasyonlarda baş aktör sektörel dış ticaret şirketleriydi. Sektörel dış ticaret şirketleri böyle bir konjonktüre yapılandı. Sektörel dış ticaret şirketlerinin ortakları dışındaki alışlarında mutlaka tecil-terkin uygulaması zorunluluğu getirildi. Tecil-terkin uygulama zorunluluğu aslında kanunda var. Fakat Maliye Bakanlığı şimdiye kadar hep ihtiyari olarak uyguladı. Kimden

alırsanız alın, satan imalatçı ise ödenmez diye amir hükme rağmen bakanlık 11. maddede verilen yetki çerçevesinde şimdiye kadar ihtiyari olarak uygulanmış. Sektörel dış ticaret şirketlerinde bu zorunluluk hatırlandı. Fakat başka sektörel dış ticaret şirketlerinden de bu yönde talep var. Daha öncede söylemiştim bu tebliğin kapsamı sadece iade taleplerinin değerlendirilmesine ilişkin. Tecil-terkin uygulaması, istisna uygulaması gibi konular bir başka KDV tebliğini gerektiriyor. İnşallah o tebliğde sektörel dış ticaret şirketlerine bu yönde bir çözüm bulacağız.

SORU – Sahte belge kullanması ihtimalinden dolayı vergi dairelerinin incelemeye sevk ettikleri mükelleflerin, incelenen firmaların çokluğundan dolayı inceleme sürecinin iki veya üç yıla yayıldığını hepimiz biliyoruz. Bu süreç boyunca firmanın kendisinin ve müşterisinin KDV iadelerinin de inceleme süreci sonuçlanmadan ödenmediğini biliyoruz. Bu konuya ilişkin incelemeye bir firma gönderilmeden önce oluşturulacak bir komisyon tarafından net bir şekilde belirlenmesi halinde incelemeye gönderilmesi daha doğru olmaz mı? Vergi dairesine Eylül ayında tes-

lim edilen ve nakden iadesi istenen KDV iade raporunun eksik evraklarına ilişkin yazısı üç ay sonra gönderilmektedir. Eksiklikler tamamlanıp verildikten sonra da bugün itibariyle vergi dairesinden, yoğunluktan dolayı dosyanız halen incelemede şeklinde cevap alınmaktadır. 84 numaralı tebliğ bu süreci kısaltabilecek mi? Bu sürecin hızlandırılması için çalışmalarınız var mı?

CEVAP (NİHAT UZUNOĞLU) – Daha önce de ifade ettiğim gibi 84 nolu tebliğ, bir KDV tebliği ve bu tebliğden bütün sorunları çözmesini beklememek gerekir. YMM mevzuatı ise ayrı bir konu ve umut ediyorum bu mevzuatta da gerekli düzenlemeler yapılacak. Ancak bu düzenlemeler de belli konularla sınırlı olmak zorunda. Sistemdeki diğer şartları veri olarak yapacağınız düzenlemeler ancak geçici çözümler getirebilir. Mevcut YMM sistemimizdeki en önemli sorun, güven sorunudur ve bu da esas itibariyle 3568 sayılı Yasanın kendisinden kaynaklanmaktadır. Ayrıca vergi idaresinin yapısal sorunları da hepimizce maldur. Esas olan bu sorunlara çözüm getirmektir. Bunlar çözüldükten sonra uygulamadan

kaynaklanan sorunları çözmek çok daha kolay olabilir.

SORU – Mahsup taleplerinin yerine getirilmemiş olması nedeniyle ödeme emirleri düzenlendiğine şahit oluyoruz. Bu tebliğ ile artık bu kabil ödeme emirleri düzenlenmeyecek diyebilir miyiz?

CEVAP (MEHMET ALİ ÖZYER) – Mükelleflerin kendi vergi borçlarına mahsup taleplerinin 15 gün içinde sonuçlandırılması gerekiyor. Aksi takdirde mükellefe neden mahsup yapılmadığı konusunda bilgi verilmesi gerekir. Mahsup yapılmasına engel durum bulunduğu tespit edilmeden ödeme emri gönderilmemesi konusunda İç Genelgemiz de var.

CEVAP (NİHAT UZUNOĞLU) – Bu tür sorunları tamamıyla ortadan kaldıracılabilmek, bugünkü şartlarda maalesef mümkün değil. 84 numaralı tebliğ veya diğer düzenlemeler bunu ancak azaltabilir. Nitekim söz konusu tebliğde buna yönelik bazı düzenlemeler de var. Bunlardan yola çıkarak uygulamada bu tür sorunların yaşanmaması için gerekli tedbirleri de almaya devam edeceğiz.

SORU – Bilindiği gibi 3065 sayılı KDV kanununda indirim esas olup, indirilmeyen KDV'nin (Maliye Bakanlığı'nca tespit edilecek esaslarına göre) iade olunacağı hükme bağlanmıştır. İade hakkı doğmayan ve hatta ihraç kayıtlı mal satışı yapanlara satılan malın bünyesine giren KDV hesaplaması yaptırılmazken ihracatçı firmalara "yüklenilen KDV"nin hesaplanması istenmektedir. Bu, yasaların eşitlik prensibine uygun düşüyor mu? Yüklenilen KDV'nin hesaplanmasında bir standart veya şablon olmadığından aynı verilerden farklı kişilere yüklenilen KDV hesaplamak mümkün olabilmekte, bu da sıkıntılara sebep olmaktadır. Bu sıkıntının halli için isteyen mükelleflerin ihracatın bünyesine giren yüklenilen KDV'yi hesaplayabilecekleri gibi isteyen mükelleflerin de o dönemdeki indirilecek KDV ile sınırlı olmak kaydıyla ihracatın belli bir yüzdesinin iade alınacak KDV olarak kabul edilmesi mümkün olamaz mı?

CEVAP (MEHMET ALİ ÖZYER) – Bu soruya daha önce cevap vermeye çalışmıştım. Standart bir oran belirleyerek götürü olarak iade miktarının tespit edilmesi hem Bakanlığın

mızın anlayışına ters düşer, hem mükelleflere haksızlık yapılmış olabilir. Bütün mükellefler aynı maliyet muhasebesini uygulamıyorlar. Finansman yöntemleri farklı. Girdi fiyatları bu finansman yöntemleri ile doğrudan ilişkili. Bunlardan başka standart oran tespit edilmesi halinde bu oranın altında vergi yüklenenler tarafından kötüye kullanılması da mümkün. Bu açıdan haksız rekabet doğurabileceği için uluslararası kuruluşlar nezdinde savunulması da zor.

SORU – Dahili işlem vergisi kapsamında yurtiçi teslimlerde de artık KDV tahsil edilmeden satışlar yapılmaktadır. Buna ilişkin YMM'ler tarafından tüketim raporu verilmekte. Bu tüketim raporunda gümrük çıkış beyannameleri halen istenmektedir. 84 numaralı tebliğde buna ilişkin herhangi bir düzenleme getirilmemiş. Fakat bakıyorsunuz ki, normal direkt ihracatta listeye geçirilen bu durum dahili işleme belgesi kapsamındaki durumlarda buna değinilmemiş. Bu konuda bir çalışma olacak mı? Mevcut durumda liste vermek yeterli olabilir mi?

CEVAP (NİHAT UZUNOĞLU) – 84 numaralı tebliğ, sadece ihracat işlemlerinden kaynaklanan iade taleplerinin sonuçlandırılmasına yönelik olup, diğer konularda düzenleme yer almamaktadır. Belirttiğiniz husus, daha sonra yapılacak düzenlemelerde dikkate alınabilir.

CEVAP (MEHMET ALİ ÖZYER) – KDVK'nun geçici 17. maddesi uyarınca Dahilde İşleme İzin Belgesi (DİİB) olan ihracatçılara tecil-terkin uygulaması kapsamında teslimde bulunulması mümkün. Bu uygulamanın usul ve esasları 83 Seri Nolu KDV Genel Tebliği ile belirlendi. Buna göre DİİB sahibine tecil-terkin kapsamında mal satanların tecil ettirdikleri vergiyi terkin ettirmeleri veya iade talep edebilmeleri için belge sahibinin YMM tarafından tasdik raporu düzenlenmesi gerekiyor. 84 Seri Nolu KDV Genel Tebliği bu konuyu düzenlemiyor. Ancak daha sonra çıkarılacak tebliğlerde bu mükelleflerin de liste verilmesi yeterli bulunabilir.

Derginin Notu: Yukarıdaki sunulan "Seminer" 26 Aralık 2001 tarihinde yapılmıştır.

Sermaye Piyasası

MUSTAFA BARIŞ

Banka-Mali ve Ekonomik Yorumlar Dergisi Yayın Yönetmeni

Borsa 2002 Yılına İyi Başlamadı



Istanbul Menkul Kıymetler Borsası (İMKB), 2002 yılına ilişkin iyimser beklentilerin kuvvetli olmasının yarattığı iyimserlik nedeniyle 2002 yılının ilk işlem gününe yükselişle başladı. Endeks 295 puan artarak 14.078 puana ulaştı. Hisse senetlerinin günlük ortalama değer artışı % 2.14 oranında oldu. Perşembe günü de yükselişini sürdüren endeks günü 195 puanlık artışla kapadı. Hisse senetlerinin ortalama günlük getirisi ise % 1.38 oranında oldu. Cuma günü ise dar ve sıkışık bir bantta seyreden endeks günü 14.274 puandan tamamladı.

Ocak ayının ikinci haftasında; enflasyon oranlarının yarattığı iyimser hava, acil yasaların Meclis'ten geçmesi, dövizden çıkan paranın bir kısmının borsaya gelmesi ve yabancı alıcıların gelmesi haftanın ilk gününde 726 puanlık yükselişe neden oldu. Endeks Pazartesi gününü 14.999 puandan tamamladı. Hisse senetlerinin ortalama değer artışı ise % 5.09 oranında oldu. Sah günü gelen kâr satışları ile 120 puan düşen endeks günü 14.878 puandan tamamladı. Hisse senetlerinin ortalama değer kaybı ise % 0.80 oranında oldu. Türk bankacılık sistemi-

nin sermaye ihtiyacını karşılayacak yasal düzenlemelerle ilgili tartışmalar gündemin ilk sırasında yer alırken, Credit Suisse First Boston'un Çarşamba günü İMKB'de başta bankacılık hisseleri olmak üzere yükselişin kâr amaçlı satış için fırsat olduğunu açıklayan ve satış öneren raporu borsaya satış getirdi. Bu raporun "Türk bankacılık sisteminde yeniden kriz başlıyor" şeklinde yayılması satışları artırdı. Endeks günü 836 puanlık düşüşle 14.042 puandan tamamladı. Hisse senetlerinin ortalama değer kaybı ise % 5.5 oranında oldu. Bu satışlar Perşembe ve Cuma günü de devam etti ve endeks Perşembe gününü 224 puanlık düşüşle 13.818 puandan tamamladı. Hisse senetlerinin günlük değer kaybı % 1.60 oldu. Cuma günü ise 202 puanlık düşüşle haftayı 13.616 puandan tamamladı. Hisse senetlerinin ortalama değer kaybı % 1.46 oranında oldu.

Borsa Ocak ayının üçüncü haftasında dar ve şıkışık bir seyir izledi. Haftaya az da olsa yükselişle başlayan borsa günü 22 puanlık yükselişle 13.638 puandan tamamladı. Hisse senetleri ortalama % 0.16 oranında değer kazandı. Salı günü 290 puanlık düşüşle 13.348 puandan tamamlayan endeks % 2.1 oranında değer yitirdi. Çarşamba günü de aşağı doğru hareket eden endeks günü 589 puanlık düşüşle 12.758 puandan tamamladı. Hisse senetlerinin ortalama değer kaybı ise % 4.41 oranında oldu. Perşembe ve Cuma günü de dar ve sığ bir hacimde hareket eden endeks Perşembe gününü 135 puanlık yükselişle 12.893 puandan, Cuma gününü de 119 puanlık yükselişle 13.012 puandan tamamladı.

Ocak ayının dördüncü haftasına % 2.94 oranında düşüşle başlayan İMKB, Salı, Çarşamba ve Perşembe günleri boyunca 12.600 - 13.000 puan aralığında sıkışık ama artışla tamamlanan seanslar yaşadı. Hisse senetleri Salı günü ortalama % 0.08, Çarşamba günü % 2.14 ve Perşembe günü de % 0.90 oranında değer kazandılar. Perşembe günü sonunda endeks 13.026 puandan kapandı. Haftanın son günü de endeksin 12.700-13.000 puan aralığında seyrettiği gözlemlendi. 13.000 puan seviyelerinde satışların dikkat çektiği Cuma günü işlemler sonucunda hisse senetleri günlük bazda ortalama % 1.19 oranında değer

yitirdiler. Endeks haftayı 12.871 puandan tamamladı. Hisse senetlerinin haftalık ortalama değer kaybı % 1.08 oldu.

Ocak ayının son haftasına düşüşle başlayan endeks günü 107 puanlık düşüşle 12.764 puandan tamamladı. Hisse senetlerinin günlük ortalama değer kaybı % 0.83 oldu. Salı günü de düşüşüne devam eden borsa günü 249 puanlık düşüşle kapadı. Hisse senetlerinin ortalama günlük kaybı ise % 2.00 oranında oldu. Çarşamba günü de dar ve sıkı-

Tablo 1
Ocak Ayının En Başarılı Hisseleri

Dergi Endeksi Kapsamında	Verim (%)	Diğer	Verim (%)
Çelik Halat	33.33	Altınyâğ	79.59
T. Demir Döküm	14.03	Arat Tekstil	76.92
Ereğli D.Ç.	12.32	Eminiş Ambalaj	70.58
Anadolu Cam	12.06	İhlas Holding	70.45
Bağfaş	11.57	Okan Tekstil	61.11
Garanti Bankası	11.32	Kaplamin	55.00
Brisa	8.82	Park Elekt.Mad.	54.76
Kordsa Dupont	6.66	Altınyâğ (Yeni)	50.53
Net Turizm	6.66	Toprak Factoring	48.27
İzocam	5.55	Yapı Kredi Yat. Ort.	45.73

Tablo 2
Ocak Ayının En Başarısız Hisseleri

Dergi Endeksi Kapsamında	Verim (%)	Diğer	Verim (%)
Arçelik	- 14.75	Ceylan Giyim	- 31.64
Pınar Süt	- 14.70	Kent Gıda	- 28.75
Sabancı Holding	- 13.92	Varlık Yat. Ort.	- 24.17
Yasaş	- 13.79	Viking Kağıt	- 24.13
Kav Dan. Paz. Tic.	- 12.19	Finans Fin. Kir.	- 23.33
Migros	- 12.00	Anadolu Efes	- 20.83
Makine Takım	- 11.26	Bumerang Yat.Ort.	- 20.68
Good Year	- 8.42	Commercial Un.	- 19.04
Eczacıbaşı Yatırım	- 8.33	Sanko Paz.	- 18.25
Alcatel Teletaş	- 8.21	Akın Tekstil	- 17.39

şık bir bantta seyreden borsa günü 24 puanlık yükselişle 12.539 puandan tamamladı. Hisse senetlerinin ortalama günlük getirisi % 0.19 oldu. Ayın son günü; IMF İcra Kurulu Toplantısı'nın ertelenmeyeceği yönündeki açıklamalar, Bankacılık Yasası'nın aynen Cumhurbaşkanına gönderilmesinin yarattığı iyimserlik ve artan işlem hacmi ile beraber borsa günü 713 puanlık yükselişle 13.252 puandan tamamladı. Hisse senetlerinin ortalama değer artışı ise % 5.69 oldu.

Sıralanan bu etkiler sonucunda "31 Ocak 2002 Perşembe" günü kapanış fiyatları itibariyle 13.252,32 puana gerileyen İMKB Ulusal - 100 endeksinin Aralık ayı sonuna göre değer kaybı % 3.84 düzeyinde olmuştur. Yine aynı günkü kapanış fiyatları itibariyle, Banka - Mali ve Ekonomik Yorumlar Dergisi endeksi, İMKB Ulusal - 100 endeksine benzer bir düşüş göstermiş ve Ocak ayında % 1.59 oranında düşüş kaydederek 4.655.375,35 puana gerilemiştir. Endeks kapsamındaki 40 hissenin 14 tanesi değer kazanmış, 24 hisse değer kaybetmiş ve 2 hissenin ise fiyatı değişmemiştir. Ay içinde en fazla değer kazanan ve kaybeden hisseler tablo 1 ve 2'de gösterilmiştir.

Tablo 3
Ocak Ayında Sermaye Artırımları (Milyon TL)

Şirket	Önceki Ser.	Bedelli	%	Bedelsiz	%	Yeni Ser.
Ceylan Giyim	722.000	-	-	1.371.000	190	2.092.000
Edip İplik	7.650.000	4.973.000	65	4.973.000	65	17.595.000
Penguen Gıda	4.160.000	714.000	-	-	-	4.874.000
Tansaş	66.000.000	132.000.000	200	-	-	198.000.000
Yapı Kredi Yat.Ort.	3.330.000	6.660.000	100	-	-	6.660.000

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

Şirket	Önceki Tavan	Yeni Tavan
Gentaş	4.043.500	21.000.000
Mardin Çimento	9.231.700	40.000.000
Global Menkul Değerler	20.000.000	60.000.000
Net Turizm	26.000.000	100.000.000

Sermaye Artırımları

Aralık ayından sonra Ocak ayında da sermaye artırımları devam etmiştir. Tablo 3'te, Ocak ayında sermaye artırımını gerçekleştiren 5 şirketin artırım öncesi ve sonrası sermaye rakamlarıyla, bedelli ve bedelsiz artırımlarının tutarları gösterilmiştir. Sermaye artırımlarının yanı sıra, Ocak ayında 4 şirketin kayıtlı sermaye tamam artırımları Sermaye Piyasası Kurulu (SPK) tarafından onaylanmıştır. Bu şirketlerin eski ve yeni kayıtlı sermaye tavanları tablo 4'te gösterilmiştir.

Tablo 5
2001 Yılında Endekslerdeki Artış Oranları

Endeksler	FİYAT ENDEKSLERİ			GETİRİ ENDEKSLERİ		
	2000 Sonu	2001 Sonu	Artış %	2000 Sonu	2001 Sonu	Artış %
İMKB ULUSAL-100	9.437	13.782	46.04	10.383	15.332	47.66
İMKB ULUSAL-TÜM	8.864	13.055	47.28	9.784	14.577	48.98
İMKB ULUSAL-30	11.909	17.010	42.83	13.058	19.446	48.92
İMKB ULUSAL-SINAI	6.954	11.413	64.12	7.627	12.850	68.48
GIDA, İÇECEK	7.619	15.324	101.12	7.979	16.201	103.04
TEKSTİL, DERİ	3.360	4.659	38.66	3.727	5.232	40.38
ORMAN, KAĞIT, BASIM	6.282	9.019	43.56	7.429	10.808	45.48
KİMYA, PETROL, PLASTİK	7.394	11.700	58.23	8.377	13.977	66.84
TAŞ, TOPRAK	6.924	13.007	87.85	8.025	15.894	98.05
METAL ANA	4.816	6.385	32.57	5.047	5.712	13.17
METAL EŞYA MAKİNE	8.363	13.878	65.94	8.936	14.899	66.73
İMKB ULUSAL-HİZMETLER	7.224	9.281	28.47	7.832	10.199	30.22
ULAŞTIRMA	5.842	9.262	58.54	7.175	11.928	66.24
TURİZM	2.093	2925	39.75	2.164	3.024	39.74
TİCARET	10.220	12.962	26.82	10.486	13.375	27.55
İMKB ULUSAL-MALİ	12.837	18.234	42.04	14.289	20.424	42.93
BANKA	14.726	21.320	44.77	17.170	25.032	45.78
SİGORTA	17.873	21.542	20.52	18.736	23.565	25.77
FİNANSAL, KİR., FAC.	3.179	3.372	6.07	3.826	4.057	6.03
HOLDİNG VE YATIRIM	10.513	15.173	44.32	10.732	15.509	44.51
İMKB BÖLGESEL, YŞP	16.718	20.664	23.60	16.770	20.733	23.63
İMKB YATIRIM ORTK.	6.219	7.943	27.72	9.354	12.449	33.08

Sektör Endekslerinin Yıllık Gelişimi

2001 yılında borsa yatırımcısına (% olarak bakıldığı zaman) kazanç sağlamıştır. 2001 yılında yaşanan krizler, dövizdeki yükseliş ve içinde bulunduğumuz enflasyon ortamında borsada gerçekleşen bu kazanç, reel anlamda maalesef gerçekleşmemiştir. 2001 yılında borsadaki genel artış oranı % 46.04 olarak hesaplanmış olmakla birlikte, tüm hisselerin veya sektörlerin aynı performansı gösterdiklerini söylemek mümkün değildir. 2001 yılı içinde tüm sektörler yatırımcılarına kazanç sağlamışlardır. 2001 yılı içinde en yüksek artış % 101.12 ile gıda, içecek sektöründe gözlenirken, diğer sektörler sırasıyla; Taş, Toprak sektörü % 87.85, Metal Eşya Makine sektörü % 65.94, İMKB Ulusal - Sınai % 64.12, Ulaştırma sektörü % 58.54, Kimya, Petrol, Plastik sektörü % 58.23 olarak sıralanmıştır.

Seçilmiş hisselerden oluşturulmakta olan Ulusal - 30 endeksinin artış oranı, Ulusal 100 endeksinin biraz altında olmuştur. Dikkat edilmesi gereken diğer bir husus da; fiyat endeksleri sadece hisselerin fiyat düzeylerine göre hesaplanırken, kâr payı verimleri de dikkate alan getiri endekslerinin yıllık kazanç oranları hakkında daha gerçekçi bilgi vermekte olduklarıdır. Sektörler arası sıralamada ise iki endeks türü arasında pek farklılık gözlenmemekte, en çok kazanç sağlayan sektörler hemen hemen aynı şekilde sıralanmaktadır. 2001 yılında endekslerdeki düşüş ve artış oranları tablo 5'te gösterilmiştir.

Yabancılar Aralık Ayında Alım Yaptı

İMKB verilerine göre; yabancı banka, aracı kurum veya şahıs adına Aralık ayında 477 milyon 705 bin 466 dolarlık hisse senedi alındı. 376 milyon 245 bin 785 dolarlık da hisse satışı gerçekleştirildi. Böylece yabancı yatırımcıların yaptıkları net alım miktarı 101 milyon doları aştı. Aralık ayında yabancıların gözde hisseleri bankalar ve Turkcell oldu. Yabancı yatırımcıların en fazla işlemi, Yapı Kredi hisselerinde gerçekleşti. Yapı ve Kredi Bankası hisselerinde 56 milyon 586 bin 51 dolarlık alım, 54 milyon 629 bin 475 dolarlık da satış yapıldı.

Aralık ayında Turkcell hisselerinde de 48 milyon 547 bin 57 dolar-

lık alış, 51 milyon 448 bin 548 dolarlık da satış işlemi kaydedildi. Aralık ayında en fazla işlem gören diğer hisse senetleri arasında İş Bankası, Koç Holding, Sabancı Holding ve Akbank yer aldı.

Borsada Yatırımcı Sayısı Azaldı

Borsada yatırımcı sayısı 2 milyonun altına geriledi. Takasbank verilerine göre, üye bazında açık hesap sayısı 1 milyon 960 bin 664, bakiyeli hesap sayısı da 1 milyon 245 bin 384 olarak belirlendi. Hesapların müşteri dökümlerine bakıldığında ilk sırada yer alan İş Bankası'nın 556 bin 4 açık hesap, 473 bin 289 adet bakiyeli hesap müşterisi bulunuyor. Ak Yatırım Menkul Değerler de 159 bin 617 açık hesap ve 86 bin 529 bakiyeli hesap müşterisiyle İş Bankası'nı izledi. Aracı kurumların müşterileri adına Takasbank'ta açtığı her hesap "Açık Hesap", içinde hisse senedi bulunan hesaplar da "Bakiyeli Hesap" olarak nitelendiriliyor.

Hazine İhaleleri

Hazine "8 Ocak 2002 Salı" günü düzenlediği, 2002 yılının ilk ihalelerinde satış yapmakta zorlanmazken 140 ve 238 gün vadeli bonolara bankalardan yoğun talep geldi. İki ihaleye toplam 5 katrilyon 26 trilyon liralık teklif gelirken, Hazine piyasaya net 3.1 katrilyonluk satış yaptı. Geri ödeme tarihi 29 Mayıs 2002 olarak açıklanan 140 gün vadeli bonoya toplam 1 katrilyon 606.5 trilyon liralık teklif geldi. Nominal 1 katrilyon 501.8 trilyon liralık satış yapan Hazine'nin net satışı 1 katrilyon 221.9 trilyon lira oldu. İhalede yıllık bileşik faiz % 70.99 ve 140 günlük getiri % 24.32 olarak hesaplandı.

Hazine toplam 3.4 katrilyon teklif gelen 238 günlük bonodan nominal 2 katrilyon 695.8 trilyon lira, net satış ise 1 katrilyon 895.8 trilyon lira oldu. Bu bononun yıllık bileşik faizi % 71.34 olarak açıklanırken, bononun dönemsel getirisi % 42.20 oldu. Hazine ayrıca kamuya 140 günlük bonodan 41.7 trilyon lira, 238 günlük bonodan ise 380.2 trilyon liralık satış yaptı.

Hazine'nin "15 Ocak 2002 Salı" günü düzenlediği 112 gün vadeli bono ihalesinde toplam 997.8 trilyon liralık teklif gelirken, ihalede nominal 452 trilyon liralık satış gerçekleşti. İhaledeki net satış miktarı ise 383 trilyon lira olarak gerçekleşti. Bu arada bonolar "tek fiyat ihale sistemi" ile ihraç edildi. İhalede bu sistemde gerçekleşen yıllık bileşik faiz % 71.24, yıllık basit faiz ise % 58.50 oldu. Ayrıca kamuya da net 42.3 trilyon liralık satış yapıldı.

Hazine'nin "21 Ocak 2002 Pazartesi" günü düzenlediği 3 ay vadeli referans bono ihalesine nominal 939.1 trilyon liralık teklif gelirken, itfa tarihi 24 Nisan 2002 olan 3 aylık referans bono ihalesinde net satış miktarı 795 trilyon lira oldu. İhalede basit yıllık faiz % 58.25 olurken, bileşik faiz ise % 72.25 oldu.

Hazine'nin "22 Ocak 2002 Salı" günü düzenlediği 2 yıl vadeli 3 ayda bir kupon ödemeli tahvil ihalesine 2 katrilyon 383.8 trilyon liralık teklif geldi. İhalede 1 katrilyon 185.7 trilyon liralık nominal satış gerçekleşirken, net satış miktarı ise 1 katrilyon 176.2 trilyon lira oldu. İhalede maksimum dönemsel faiz % 16.75 olurken, ihalede kamuya 33.7 trilyon liralık satış gerçekleşti.

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

Aylar	1994	1995	1996	1997	1998	1999	2000	2001	2002
Ocak	46499.72	66641.02	121282.26	482009.45	970038.69	736963.15	5078678.55	3035452.15	4655375.55
Şubat	43685.74	72135.19	148672.55	481567.26	870185.89	996300.48	4534752.07	2391632.75	
Mart	36336.97	94874.84	178248.67	449760.66	936427.88	1224154.39	4662632.07	2325863.75	
Nisan	37260.41	109201.43	174945.81	419157.76	1246481.82	1343754.27	5742031.40	3523218.40	
Mayıs	40688.45	112502.77	166514.22	468188.27	1073822.72	1403551.33	4833067.82	3362559.64	
Haziran	52300.27	116528.07	193595.07	526546.21	1187994.27	1288600.47	4520368.33	3553889.28	
Temmuz	59216.98	128087.60	176955.20	568012.42	1210065.312	1457020.55	4516028.77	3359491.53	
Ağustos	69147.24	110555.47	183969.42	579112.78	737615.22	1352406.47	4355709.75	3318505.73	
Eylül	68630.14	98538.52	207830.76	779779.25	630484.23	1733920.33	3762897.75	2478260.07	
Ekim	66413.15	114393.38	238854.42	849700.62	573932.44	1979901.99	4397698.60	3345403.26	
Kasım	74373.54	96196.98	267385.51	839360.91	703595.71	2336373.64	2904240.15	3852900.93	
Aralık	71525.29	96450.06	277923.68	956310.79	726072.07	4117624.90	2886233.86	4730591.76	


Sıra No.	Kuruluşun Adı	Kayıtlı Sermaye (Milyon TL)	Çıkarılmış (Odenmiş) Sermaye (Milyon TL)	Takvim Yılı Kârı (Net)			Dağıtılan Kâr Payı (%)			Piyasa Fiyatı (TL)			
				1998 (Milyon TL)	1999 (Milyon TL)	2000 (Milyon TL)	1998 (Net)	1999 (Net)	2000 (Net)	Ocak 2001	Kasım 2001	Aralık 2001	Ocak 2002
1	ALARKO GMYO	20.000.000	3.565.000	6.562.740	16.838.762	20.384.232	-	-	-	11.500	15.250	17.750	16.750
2	ANADOLU CAM	70.634.000	70.634.000	174.000	1.117.488	4.074.642	1.000	-	5.00	4.050	1.850	1.450	1.625
3	ARÇELİK	100.000.000	90.900.000	25.647.000	61.253.949	63.316.720	6.600	60.00	20.00	13.500	12.000	15.250	13.000
4	BAĞÇIK	10.000.000	2.000.000	2.380.000	2.599.697	2.777.653	11.000	50.00	70.00	17.750	20.250	23.750	26.500
5	BOLU ÇİMENTO	70.000.000	33.463.000	3.389.000	3.983.639	3.586.302	1.875	24.44	12.23	2.100	2.350	3.100	2.850
6	BRISA	25.000.000	7.442.000	11.897.000	13.137.330	17.943.310	6.300	88.30	187.00	28.000	29.000	34.000	37.000
7	ÇELİK HALAT	5.000.000	1.994.000	349.000	312.820	-370.513	3.850	12.00	-	3.300	3.500	4.500	6.000
8	ÇİMSA	50.000.000	16.848.000	6.279.000	10.788.069	13.421.232	6.700	31.00	39.00	9.100	13.750	15.250	15.500
9	DEVA HOLDING	100.000.000	16.000.000	194.003	-1.925.850	234.198	-	-	-	1.150	1.400	1.575	1.450
10	DOKTAŞ	20.000.000	19.200.000	22.113.000	-1.550.430	-5.086.387	5.400	-	-	3.700	2.400	3.300	3.100
11	ECZACIBAŞI YATIRIM	50.000.000	19.800.000	-437.000	7.897.837	7.323.139	13.000	50.00	-	3.700	3.550	4.200	3.850
12	EGE GÜBRE	2.000.000	2.009.000	484.000	1.259.177	805.474	7.100	57.89	33.06	3.950	3.850	4.250	4.250
13	EREĞLİ DEMİR ÇELİK	700.000.000	44.352.000	-32.675.000	-24.922.263	72.138.696	12.250	-	-	12.500	16.500	18.250	20.500
14	GENTAŞ	4.044.000	1.343.000	1.199.502	1.199.502	1.892.085	3.500	10.00	-	4.000	5.900	6.300	6.100
15	GOOD-YEAR	21.000.000	11.918.000	3.237.000	-4.585.600	-7.800.910	6.300	-	-	9.200	7.200	9.500	8.700
16	GÜBRE FABRİKALARI	10.000.000	2.500.000	953.000	877.200	981.621	11.750	19.00	20.00	7.600	9.800	12.250	12.750
17	HEKTAŞ	15.000.000	13.595.000	820.000	-2.095.993	1.668.005	1.950	-	-	2.150	1.750	1.850	1.900
18	İZMİR DEMİR ÇELİK	62.250.000	62.250.000	772.000	1.147.458	279.521	460	-	-	760	1.075	1.125	1.100
19	İZOCAM	12.000.000	6.000.000	1.154.000	1.095.371	4.085.484	2.625	25.00	40.00	6.800	5.400	5.700	5.700
20	KARTONSAN	2.700.000	2.025.000	4.574.000	1.868.731	6.258.164	12.000	57.75	154.36	35.500	48.500	51.000	49.000
21	KAV DAN PAZ TİC.	7.000.000	6.435.000	617.000	3.888.455	3.710.354	1.625	40.00	26.59	4.500	3.150	4.100	3.600
22	KOÇ HOLDING	250.000.000	101.578.000	27.140.000	42.296.323	43.453.599	25.000	15.00	10.00	35.500	33.500	38.000	35.000
23	KONYA ÇİMENTO	-	4.873.000	1.966.000	3.156.398	2.551.302	4.600	50.00	10.00	6.300	6.100	6.400	6.500
24	KORDSA DUPONT	80.000.000	36.125.000	3.361.000	3.421.774	9.202.454	7.800	24.50	30.70	9.400	6.100	7.500	8.000
25	MAKİNE TAKIM	18.500.000	16.819.000	960.000	420.697	-994.243	1.250	-	-	290	310	710	630
26	MİGROS	9.180.000	9.180.000	15.275.000	25.038.772	7.505.957	330.000	350.00	50.00	76.000	115.000	125.000	110.000
27	NET TÜRİZM	26.000.000	24.822.000	713.584	130.161	2.206.116	-	-	-	2.050	980	1.125	1.200
28	OLMİKSİA	10.000.000	4.086.000	-994.000	659.712	2.542.799	3.550	-	25.00	8.300	7.300	8.400	7.800
29	OTOSAN	300.000.000	73.108.000	31.460.000	1.250.308	40.820.549	92.000	-	-	28.500	12.250	15.250	14.750
30	PETROL OFİSİ	100.000.000	50.000.000	1.710.000	70.157.454	72.559.118	51.000	291.78	121.90	30.000	57.000	62.000	56.000
31	PINAR SÜT	80.000.000	15.500.000	3.503.000	3.261.698	4.092.558	8.400	50.00	82.70	5.700	2.900	3.400	2.900
32	SABANCI HOLDING	1.000.000.000	600.000.000	33.073.453	38.620.385	83.375.694	-	8.00	-	6.000	6.800	7.900	6.800
33	SARKIYSAN	10.000.000	4.000.000	3.912.000	4.020.727	3.442.605	13.250	55.00	41.00	10.000	14.750	16.000	16.000
34	TELETAŞ	10.000.000	8.000.000	6.795.000	4.488.080	-5.910.940	13.000	-	-	83.000	13.500	18.250	16.750
35	TUPRAŞ	500.000.000	250.419.000	96.367.000	212.969.504	242.982.184	-	233.70	280.30	28.000	11.250	12.250	11.750
36	TÜRK DEMİR DOKUM	40.000.000	10.000.000	546.000	-4.766.215	3.781.160	3.150	-	-	4.000	4.750	5.700	6.500
37	T. GARANTİ BANKASI	1.000.000.000	750.000.000	130.075.000	181.098.648	205.287.000	8.800	-	-	5.050	2.100	2.650	2.950
38	TÜRKİYE ŞİŞE VE CAM	150.000.000	84.106.000	3.720.000	1.539.518	3.607.181	3.300	1.40	-	5.400	4.700	5.800	5.700
39	YAPI KREDİ BANKASI	-	752.345.000	85.119.000	211.278.596	258.146.000	3.500	64.00	-	4.900	3.700	4.500	4.150
40	YASAŞ	100.000.000	11.907.000	1.426.000	1.057.215	251.225	32.500	9.49	7.47	2.175	1.050	2.175	1.875

Çeviri

Yrd. Doç. Dr. SUNA OKSAY

Marmara Üniversitesi, Bankacılık ve Sigortacılık Yüksek Okulu Öğretim Üyesi

Para Birimlerinin Uluslararası Kullanımı: AMERİKAN DOLARI VE EURO

 uluslararası para sistemi uluslararası işlemleri yürütebilmek için neden bir veya daha fazla para birimine ihtiyaç duymaktadır. Bu makale konu hakkında bir açıklama sunmakta, doların uluslararası son eğilimlerini tartışmakta ve Euro'nun dünya finans piyasasındaki olası etkilerini değerlendirmektedir.

Geçtiğimiz yüzyılın son yarısında, Amerikan doları diğer para birimlerinin de önüne geçerek dünyanın en üstün para biri-

mi olmuştur. Sterlin, ancak, II.Dünya savaşı sonrası döneminin ilk yıllarına kadar dolarla rekabet edebilmiş, 1980'li yıllarda ise, Alman Markı ve Japon Yeni'nin kullanımının artmasıyla, uluslararası para sisteminin üç kutuplu bir para sistemine dönüşeceği spekülasyonları ortaya çıkmıştır. Ancak, 1990'ların başlarında, Mark'ın ve Yen'in kullanımlarının belli seviyelerde kalması nedeniyle, üç kutuplu para sistemi beklentileri de ortadan kalkmıştır. Son birkaç yıldır ise,

doların henüz ortaya çıkan euro ile oluşturacağı iki kutuplu bir uluslararası para sistemi yapısı düşüncesi ağırlık kazanmıştır.

Bir Para Biriminin Uluslararası Kullanımı

Temel para ekonomisi tekil bir ekonomide paranın üç fonksiyonunu öğretir; takas aracı; hesap birimi ve değer saklama. Finansal işlemlerde yer alan ekonomik araçlar arasında kullanılan uluslararası para birimi çoklu ekonomilerde aynı fonksiyonlara hizmet eder. Bir takas aracı olarak da özel kurumlar tarafından paraların direkt olarak birbirine çevrilmesinde ve de iki para birimiyle yapılan dış ticaret ve uluslararası işlemlerde kullanılır. Ayrıca, resmi kurumlarca kur piyasalarına müdahale etmede ve ödemeler dengesinin finansında kullanılır. Para hesap birimi olarak, ticari malları faturalamada, finansal işlemleri değerlendirmede ve resmi kurumlarca pariteleri belirlemede kullanılır. Özel kurumlar, hisse senedi gibi finansal varlıkların seçiminde değer saklama birimi olarak parayı kullanırlar. Benzer şekilde resmi kurumlar hem uluslararası para birimi hem de

finansal varlıkları rezerv olarak adlandırıp ellerinde tutarlar. Paranın tekil bir ekonomide kullanımıyla çoğul ekonomi yapısında uluslararası paranın kullanımı arasında temel bir fark bulunmaktadır. Birinci durumda devlet, kanuni işlemlerde kullanılacak para birimini açıklar. Örneğin, İsviçre hükümeti vergi alacaklarını tahsil ederken Meksika Pesetası olarak değil de, İsviçre Frangı olarak talep eder. Halbuki uluslararası düzende, para birimlerinin seçimi, uluslararası anlaşmalardan çok, piyasa güçleri tarafından belirlenmektedir.

Uluslararası para biriminin seçimi piyasa bazlı bir süreç olması nedeniyle, paranın takas aracı ve hesap birimi olma fonksiyonları, değer saklama birimi olma fonksiyonunu domino etmeye yönelmekte ve tekil uluslararası para birimine veya en çok birkaç uluslararası para birimine yönlendirmektedir. Bu durumu açıklamak için, modern portföy teorisini düşünün. Riski dengelemek için yatırımcı, varlık olarak pek çok farklı risk getirisine bağlı olarak belirli miktarlardaki uluslararası para birimi bulundurmaya zorundadır. Sonuç olarak kullanımın altında yatan seçim, varlık motivasyonuna da-

yandırılırsa, pek çok para birimi elde tutulabilir ve doların yatırımcıların portföylerini domine etmesi için hiçbir neden kalmaz. Son 25 yıldır, örneğin, Alman Markı ve Japon Yen'i nevi varlıklar, nominal getiri ve sermayenin yeniden değerlendirilmesiyle birlikte, dolar cinsi varlıklardan çok daha yüksek getiri sağlamıştır. Fakat, gene de dolar, hala üstün olan uluslararası para birimi konumundadır.

Doların baskın durumunun altındaki nedenler paranın takas aracı, hesap birimi ve nispi fiyatlar hakkındaki bilgi aktarma rolüdür. Bireyler para kullanarak işlemler için ihtiyaç duydukları bilgi miktarını ve yapacakları işlem sayısını azaltırlar. Para, bilgi iletimindeki kapasitesiyle, uluslararası bir dilin yaptığı fonksiyonlara eş fonksiyonları gerçekleştirir. Elbette, bir dilin sadece bir birey tarafından kullanımı hiçbir fayda sağlamayacaktır. Bir dili ne kadar çok kişi konuşursa iletişim o kadar kolay olacaktır. Bu durum benzer bir şekilde para birimi için de geçerli olur. Paranın sadece bir kişi tarafından kullanılmasıyla, hesap birimi ve değişim aracı olma fonksiyonları gerçekleşmeyecektir. Paranın sağladığı fayda, kullanıldığı kişi

sayısına paralel olarak artacaktır. İtalyanca konuşamayan bir Suudi Arabistanlı ihracatçı Arapça konuşamayan bir İtalyan ithalatçıya ham petrol sattığında işlemler İngilizce yapılacak ve kullanılan para birimi Amerikan Doları olacaktır. Bu durumda, dolayısıyla, İngilizcenin kullanımını gibi, doların da kullanımını, bilginin ekonomiler arasında iletişimini sağlayacaktır. Bir para birimi ne kadar popüler olursa, onu elinde tutanlar için o kadar faydalı olur. Ayrıca bireyler, başka bir para birimini kullanmayı isteseler de, bunu gerçekleştirebilmek için, piyasadaki çok sayıda diğer birey ve kurumları da, bu durumun daha kârlı olduğu konusunda ikna etmek zorundadırlar. Birleşik Krallığın dünya ekonomisindeki güçlü liderliğini yitirmesine rağmen, Sterlinin halen, yaygın olarak kullanılması en önemli nedenlerinden biri de bu geçiş maliyetidir.

Bir para biriminin uluslararası alanda kullanılabilmesi için bazı faktörler zorunlu olmaktadır. İlk olarak paranın değerine ve dolayısıyla parayı basan ülkenin performansına güven duyulması gerekmektedir. Uluslararası bir hesap birimi ve takas aracı olarak kullanılabilmesi için para-

nın sabit bir değeri olmalıdır. Yani diğer para birimlerine göre, fiyatının ekonomik kurumlarının pahalı araştırmalar yapmalarına sebep vermeden yeterli bilgiyi sunabilmesidir. Yüksek ve değişken enflasyon nominal kurların değer yitirmesine ve belirsizliğe yol açar. Bu bağlamda, Amerika Birleşik Devletleri'nin enflasyon performansı 1973'teki değişen kur politikası hareketinden beri diğer belli başlı endüstriyel ülkelerle karşılaştırılmıştır. G7 (Group Seven) ülkeleri arasında tüketici fiyatlarıyla belirlenen enflasyon, Amerika Birleşik Devletleri'nde Almanya ve Japonya'dan daha fazla, Kanada, Fransa, İtalya ve Birleşik Krallık'tan ise daha az oranlarda gerçekleşmiştir. Bunun yanında son yıllarda, Amerika, kendisinden daha yüksek enflasyon oranlarına sahip Almanya ve Japonya'ya kıyasla daha iyi bir enflasyon performansı kaydetmiştir. İkinci olarak parayı basan hükümetin politik açıdan kararlılığına güven duyulmalıdır. Üçüncü olarak ise, ülke esasen kontrolden uzak, çok çeşitli finansal aracı olan geniş, ve iyi gelişmiş ikincil pazarları olan derin finansal pazarlara sahip olmalıdır. İyi gelişmiş finansal pazarlar o

ülkenin parasına olan uluslararası talebe katkıda bulunacaklardır. Bu talep belli başlı bankaların ve yatırımcıların güvenli ve likit finansal araçlara olan tercihlerini gösterir.

Amerika Birleşik Devletleri, dünyanın en büyük ve en derin finansal pazarlarına sahiptir. Örneğin, Amerikan sermaye piyasalarındaki iç borç tutarı G7 ülkelerinin sermaye piyasalarındaki iç borçlarının toplamından daha fazladır. Ayrıca Amerikan hisse senedi piyasasındaki sermaye miktarı da aşağı yukarı diğer G7 ülkelerinin hisse senedi piyasasının sermaye miktarlarının toplamı kadardır. Amerikan pazarlarının karmaşıklığı buğday gibi homojen temel ürünlerin fiyatlarının neden Amerikan Doları cinsinden değerlendirildiğini ve bilginin iletiminde paranın hesap birimi olma fonksiyonunun neden bu kadar önemli olduğunu açıklamaktadır. Temel ürünler (ve sermaye varlıkları) tipik olarak düşük seviyede ürün farklılaştırılması ile tanımlanırlar ve rekabetin yoğun olduğu pazarlarda işlem görürler. Bu tip pazarlarda, hesap birimi ve takas aracı olarak çoğu pazarın aşına olduğu bir parayı kullanmak, homojen ürünlerin fiyat-değişim

bilgisini birçok para birimi yerine, tek bir para cinsinden ileterek daha etkin olmayı sağlayacağından, bilgi ve hesaplama maliyetini azaltır. Bu durum dünya arz ve talebindeki değişiklikleri belli bir coğrafi konumu baz alarak kaydeden ve temel ürünlerin neden Amerika Birleşik Devletleri'nde (New York ve Chicago) odaklandığını açıklayan merkezi bir mal takasının kurulmasına yol açar.

Paranın uluslararası kullanımını sağlayan son faktörler grubu ise, ülkenin dünya ticaretindeki payı ve ekonomisinin büyüklüğüdür. Ülkenin dünya ticaretindeki payı ne kadar fazla ise, para birimi de tüccarlar arasında o kadar iyi tanınır ve hesap birimi ve takas aracı olarak o kadar çok faydalı olur. ABD dünyanın en büyük ihracatçısıdır. 1996 yılında, dünya ihracatındaki payının % 15.2 olması, doların uluslararasılaşmasının önemli nedenlerindedir. Aynı zamanda, Amerikan ekonomisi geçmişte ve şu anda dünyanın en büyük ekonomisi (1996 dünya hasılasından % 21 pay almıştır) dir ki bu durum, en büyük ihracatçı ülke olmasıyla yakından ilgilidir. ABD'nin, 1996 yılında dış ticaret hacmi, milli gelirinin % 23.6'sına

eşitti. Bu veriler bir ekonominin açık ya da kapalı olduğunun önemli göstergesidir. Halbuki, aynı yıl Avrupa Birliği'nin en büyük ekonomileri olan Fransa, Birleşik Krallık ve Almanya'nın toplam değeri % 52 idi.

Bir ülkenin para biriminin uluslararası kullanımı, o ülkeye belli avantajlar sağlamaktadır. İlk olarak, senyoraj sağlar. Amerikan federal sistemindeki eyalet valileri kurulu, ABD'nin yıllık senyoraj gelirinin 11 ile 15 milyon dolar civarında olduğunu tahmin etmektedir. Buna ek olarak borcun nominal faiz oranı, reel ve beklenen enflasyon unsurlarını içerdiği için uluslararası para birimine sahip bir ülke, parasının uluslararası kullanımının azalmasına rağmen, beklenmedik bir şekilde parasını şişirerek ek senyoraj elde edebilir. İkinci olarak, paranın uluslararası kullanımı yaygınlaştıkça borçlar, yatırımlar ve mal ve hizmet alımları artan şekilde, o ülkenin finansal kurumları tarafından yönetilecektir. Böylelikle, finansal sektörün kazançları artacaktır. Üçüncü olarak, dünya ticaretinin genelde Amerikan Doları cinsinden değerlendirilmesi eğilimi, Amerikan ekonomisinin kendi para birimindeki deği-

şikliklerden diğer ekonomilere göre daha az zarar görmesini sağlar.

Uluslararası piyasalarda kullanılan bir para birimine sahip olmanın bazı maliyetleri de bulunmaktadır. Öncelikle, istikrarlı kurlarda yabancıların tercihlerinde oluşacak bir değişiklik, büyük sermaye akımlarına yol açabilir. Böylece, finansal otoritelerin finansal tabanı kontrol altında tutmaları zorlaşır ve iç ekonomik faaliyetler olumsuz yönde etkilenebilir. Ayrıca, bu durum, kurların da değişmesine neden olur. Tüm bu faktörler, iç ekonomi portföy tercihlerindeki değişimlerle, bu değişimler ise, iç ekonomik dengelerde, büyük olumsuzluklarla sonuçlanabilir. Japon ve Alman hükümetleri,

1980 ve 1990'lı yılların başlarında, bu olumsuzlukların etkilerinden duydukları endişeler nedeniyle, kendi para birimlerinin uluslararası kullanımının kısıtlanması konusunda tedbirler almışlardır.

Doların Uluslararası Kullanımı

Yabancı kur piyasalarında işlem gören dövizlerin hacimleri bu para birimlerinin hesap birimi ve takas aracı olarak kullanımlarındaki nispi önemlerini de gösterir. Global döviz piyasalarında, belli başlı dövizlerin kullanımlarına ilişkin veriler, tablo 1'de yer almaktadır. Tablonun incelenmesinden, 1989 yılında, kullanım payı % 45 olan doların

Tablo 1
Bağı Seçilmiş Dövizlerin Global Döviz Piyasalarındaki Payları

	Nisan 1989	Nisan 1992	Nisan 1995
Amerikan Doları	45.0	41.0	41.5
Alman Markı	13.5	20.0	18.5
Japon Yeni	13.5	11.5	12.0
İngiliz Sterlini	7.5	7.0	5.0
Fransız Frangı	1.0	2.0	4.0
İsviçre Frangı	5.0	4.5	3.5
Diğer Para Birimleri	14.5	14.0	15.3
Tüm Para Birimleri	100.0	100.0	100.0

bu payının, 1992'de % 41'e düştüğü, ancak halen, global döviz piyasasında egemenliğini sürdürdüğü görülmektedir. 1995 yılında, doların kullanım payı, diğer dört büyük para biriminin kullanım paylarının toplamlarından daha büyük olmuştur.

Diğer taraftan, 1996'da uluslararası tahvillerin % 75'i, ülkelerin resmi rezervlerinin % 64'ü ve Europara piyasalarındaki, mevduatların ise % 45'i dolar cinsinden tutulmuştur. Sonuç olarak, Uluslararası piyasalarda kullanılan yabancı para ve bu para cinsinden kullanılan finansal araçların, dolar cinsinden payı, % 40 ile % 80 oranları arasında değişmektedir.

EURO'nun Mücadelesi

1999 yılı başı için planlanan Avrupa Ekonomik ve Parasal Birliği'nin, uluslararası para sisteminde önemli değişikliklere yol açması beklenmektedir. Avrupa Para Birliği'nin kendi para birimi euroyu kuvvetli bir uluslararası para birimi yapabilecek yeterlilikte olması nedeniyle, doların uluslararası işlemlerde sahip olduğu hegemonyaya meydan okuyacağını düşündürmektedir. Ancak, Euro'nun lider

uluslararası para birimi olup olmayacağı ise, yukarıda belirtilen faktörlere bağlı olacaktır.

a) Enflasyon: Avrupa Para Birliği, üye ülkelerin deneyimi ve kredibilitesine dayanan, yeni bir Merkez Bankası kuracaktır. Ancak, bu nedenle de, bu Merkez Bankası'nın kendine ait bağımsız politikaları olamayacaktır. Avrupa Merkez Bankası, enflasyonu önleme konusunda, kendi güvenilirliğini yaratmak ve bu konudaki yeterliliğini kanıtlamak zorundadır. Ancak, bu güveni kazanmak zaman alacaktır. Sonuç olarak, Avrupa Merkez Bankası'nı kuran ülkelerin, uyguladıkları para ve maliye politikalarının durumu ve başarısı, Avrupa para biriminin güçlü veya zayıf oluşunu belirleyecektir.

b) Finansal Piyasalar: Avrupa finans piyasalarının birleştirilmesiyle, Euro, üye ülkelerin milli para birimlerinin yerini alacak ve bu da, finansal işlemlerin maliyetlerini azaltacak, faiz oranlarını, üye ülkeler arasında daha yakınlaştıracak (ki bu işlem zaten başlamış bulunmaktadır) ve euro kaynaklı finansal varlıkların arzı ve kullanımı artacaktır. Euro cinsinden değerlendirilen finansal varlıkların hakim olaca-

ğ bu yeni finansal piyasaların, günümüz Avrupa piyasalarıyla karşılaştırıldığında, onlara oranla daha geniş ve daha derin olması beklenilmektedir. Bu durum da, Para Birliği üyesi olmayan ülkelerin de, ticari ve finansal işlemlerinde paralellik sağlamaları için, rezervlerini Euro ile çeşitlendirmelerine yol açacaktır.

Tablonun incelenmesinden, hem Avrupa Birliği'nin hem de ABD'nin yaklaşık olarak, dünya üretiminin % 20'sini ve dünya ihracatının % 15'ini karşıladıkları görülmektedir. Ekonomik oranlarının yaklaşık aynı düzeylerde bulunmasına rağmen, gene de, ABD Doları, piyasalarda Avrupa Birliği ülkelerinin para-

larının toplamından daha yaygın olarak kullanılmaktadır.

Euro'nun, geçmişte kullanılan Avrupa para birimlerine oranla, daha geniş bir ekonomik alana sahip olması ve geçmişte çeşitli Avrupa para birimlerinin birbirine çevrilmesinde ortaya çıkan işlem maliyetlerini ortadan kaldırması nedeniyle, Avrupa ülkelerinde ve bu ülkelerle ticaret yapan gelişmekte olan ülkeler ve geçiş ekonomilerinde kullanımı sağlanacaktır. Ayrıca, eğer 15 AB ülkesi aşamalı olarak, para birliğine katılırsa, o zaman, AB'nin mevcut dış ticaretinin % 60'ı iç ticaret olarak tanımlanacaktır, böylece de, EMU, kendisine üye olan ülkelere bile daha fazla kapalı bir ekonomi nite-

Tablo 2

ABD ve Avrupa Birliği'nin Nispi Ekonomik Büyüklükteki ve Kullandıkları Para Birimleri

%	ABD	Avrupa Birliği
Ekonomik Büyüklük		
Dünya GSYİH'daki Payı (1996)	20.7	20.4
Dünya İhracatındaki Payı (1996)*	15.2	14.7
Para Biriminin Kullanımı		
Dünya Ticareti, 1995	51.0	31.0
Uluslararası Tahvil Arzı, 1997	45.1	41.9
Gelişen Ülke Borç. (1996 sonu)	50.2	15.8
Döviz Rezervleri (1996 sonu)	63.7	19.5
Dış Ticaret İşlemleri (1995 Nisan)	11.5	35.0

Kaynak: International Money Fund, World Economic Outlook Database, Annual Report

* Avrupa Birliği içindeki ticaret işlemleri hariç.

liğini taşıyacaktır. Bu faktör ve dış ticaretin euro cinsinden yapılma potansiyeli, euroyu kabul eden ülkelerin, kur değişimlerinden, AB ülkelerinin bireysel olarak etkilenmesine oranla, çok daha az etkilenmesine yol açacaktır. Sonuç olarak, euro, onu dış şoklara karşı (1970 Petrol krizi gibi), daha güvenli kılan bu özelliği nedeniyle, dolar karşısında, çekici bir alternatif olacaktır.

c) Politik Destekler: Euro ve dolar arasında çok önemli bir fark bulunmaktadır; dolar, tekil bir politik yetki tarafından, euro ise çoğul yetkilerden oluşan bir grup tarafından basılmaktadır. Daha önce de belirtildiği gibi, politik kararlılık uluslararası paranın kullanımını belirleyen başlıca unsurlardan biridir. Alabama ve Massachusetts eyaletleri arasındaki para ve maliye politikaları uygulama farklılıklarının, eyaletlerin ABD para birliğinden çıkma sebebi olduğu hiçbir zaman duyulmamıştır. Ancak,

Almanya ve İtalya arasındaki makro ekonomik politikaların uygulanmasına ilişkin farklılıkları göz ardı etmek mümkün değildir. Bu nedenle, dünya iki kutuplu para sistemine geçmeye hazır olmadan önce, euronun kredibilitésini artırarak, güven sağlaması, Avrupa Birliği'nin politik önceliği olmalıdır.

Sonuç

Sonuç olarak, Euro, ABD dolarının uluslararası piyasadaki mevcut hakimiyetini yenecek potansiyele sahiptir. Ancak, Euro'nun bunu başarıp başaramayacağı ise, AB'nin 21. yy.'daki -hem enflasyon performansı, hem de politik istikrar sağlamak yoluyla, elde edeceği- kredibilitésine bağlı olacaktır.

Not: Bu makale yazarın, "Doların Uluslararası Kullanımı: Optimum Döviz Sahası Perspektifi" isimle, "The World Economy", Eylül 1997 sayısında yayımlanan, çalışmasından kısaltılarak hazırlanmıştır.



Bankacılık

Banka-Mali ve Ekonomik Yorumlar Dergisi

Bankacılık Sektöründen Haberler

Vakıfbank Hisseleri Satışta



Türkiye Vakıflar Bankası'nın A ve B grubu hisselerinin, Vakıflar Genel Müdürlüğü'ne ait olan kısmının tamamı veya bir kısmının "blok satışı" için ihale açıldı. Gazetelerde yer alan ilana göre, satışa sunulan hisselerle ilgili teklif sunmak isteyen stratejik yatırımcılar, "A grubu hisselerinin tamamı" veya "A grubu hisselerinin tamamı ile Vakıflar'a ait B grubu hisselerin tamamı veya bir kısmı" için, bir başka deyişle Banka hisselerinin % 55.00 ile % 74.75'i için teklif verebilecekler.

Bu arada Stratejik yatırımcı veya yatırımcı grubunda, "Bankalar Kanunu ile 5 Kasım 2000 tarihli Resmi Gazete'de yayımlanan Bankacılık Düzenleme ve Denetleme Kurulu Kararı'nda yer alan koşulları taşıması, Vakıfbank'ın gelişimiyle ilgili ikna edici bir stratejiye sahip olması, satışı gerçekleştirecek ve Banka'nın gelişiminin devamını sağlayacak gerekli mali, idari ve operasyonel kaynaklara sahip olması" şartları aranacak. Yatırımcılar ön ilgi dokümanını, beş kopya olarak İngilizce ve Türkçe olmak üzere İhale Komisyonu'na, 11 Şubat 2002 tarihinde Türkiye saati ile 17.00'ye kadar Ankara'da "Blok Satış İhale Komisyonu Başkanlığı Türkiye Vakıflar Bankası adresine verecekler. Buna göre İhale Komisyonu, ön ilgi dokümanını sunmuş olan stratejik yatırımcılar arasından, nihai teklif vermeye davet edilecekleri belirleyecek. Komisyon ön eleme sürecinde her türlü bilgi ve belgeyi is-

teme hakkını saklı tutacak. Ön eleme sonuçları ise 18 Şubat 2002 tarihinde ilan edilecek

Oyak-Sümerbank Birleşmesi Tamamlandı

Oyakbank Yönetim Kurulu Başkanı Caner Öner, Sümerbank ile birleşmenin tamamlandığını ifade ederek, "Bugün artık tek banka olarak faaliyete başladık" dedi. Oyakbank Genel Müdürü Mehmet Özdeniz de, bankanın 1984 yılında First National Bank of Boston olarak kurulduğunu ve 1996'da Oyakbank ünvanını aldığını hatırlatarak, 10 Ağustos 2001'de Sümerbank'ın satın alınmasıyla başlayan birleşme sürecinin "11 Ocak 2001 Cuma" günü Sümerbank'ın Oyakbank'a devriyle tamamlandığını ifade etti. Özdeniz, 2001 sonu itibarıyla bankanın toplam mevduatının 2 katrilyon 570 milyar lira, net kârının 167 trilyon lira, toplam aktifinin 3.1 katrilyon, kredilerin 378 trilyon lira olduğunu belirterek, Türkiye'de 2001 yılında ilk 9 ayda verilen taşıt kredilerinin % 65'inin Oyakbank tarafından verildiğini kaydetti.

Yurtiçinde 149, yurtdışında Berlin ve Bahreyn olmak üzere iki şubeleri bulunduğunu bildiren Özdeniz, satın aldıkları Etibank'a ait 32, Kentbank'a ait 6 şubenin de hizmete girmesiyle yurtiçi toplam şube sayısının 187'ye çıkacağını söyledi. Banka olarak yaygın şube ağı ve müşteri temas noktalarıyla geniş kitlelere ulaşmayı, müşterilerle uzun süreli ve verimli ilişkiler kurmayı amaçladıklarını anlatan Mehmet Özdeniz, "ilk hedefimiz Türkiye'nin ilk 5 bankası arasında yer almak" dedi.

Tekstilbank Yeniden Yapılanıyor

Tekstilbank'ta bazı üst düzey yöneticilerinin, bankanın yeniden yapılandırma çalışmaları kapsamında görevlerinden ayrıldıkları bildirildi. Tekstilbank'tan Borsa'ya gönderilen açıklamada, Genel Müdür Başyardımcısı Haluk Levent Ünal, Genel Müdür Yardımcıları Gulden Taran Ünver, Adnan Dabak ve Ertan Güngör'ün, 11 Ocak 2002 tarihi itibarıyla görevlerinden ayrıldıkları duyuruldu.

Finansbank BNP-Paribas'la Anlaşamadı

Fransız BNP Paribas ile Fiba Holding arasında Finansbank ve mali iştiraklerinin satışıyla ilgili görüşmelerde anlaşma sağlanamadığı açıklandı. Finansbank'ın büyük hissedarı Fiba Holding'den Borsa'ya gönderilen açıklamada, BNP Paribas ve Fiba Holding arasında Finansbank'ın Türkiye'deki faaliyetleriyle ilgili olarak 15 Ocak 2002 ta-

rihine kadar süreli bir gizlilik ve münhasırlık sözleşmesi imzalandığı hatırlatılarak, şöyle denildi: "BNP Paribas ve Fiba Holding, Finansbank'ın Türkiye'deki faaliyetlerinin ve bir kısım yurtiçi iştiraklerinin satışı ile ilgili yapmakta oldukları görüşmelerde anlaşma sağlayamamış olup, gizlilik ve münhasırlık sözleşmesi sona ermiştir."

30 Eylül 2001 tarihi itibarıyla 3.5 katrilyon lirayı aşan aktif büyüklükle Türkiye'nin en büyük 15. bankası olan Finansbank'a talip olan BNP Paribas ile ortaklık görüşmeleri, 2 Temmuz 2001 tarihinde Borsa'ya gönderilen bir açıklamayla kamuoyuna duyurulmuştu. Fiba Holding ile BNP Paribas arasında, ortaklık görüşmelerine ilişkin münhasırlık ve gizlilik anlaşması imzalanmış, Ağustos ayı sonunda biten sözleşmenin süresi önce 15 Kasım 2001'e, daha sonra bu tarih 15 Ocak 2002'ye uzatılmıştı.

4 Bankanın Notu Düşürüldü

Uluslararası kredi (rating) derecelendirme kuruluşlarından Moody's, dört bankanın kredi notunu düşürürken, tüm bankaların genel görünümünü durağana çevirdi. Moody's tarafından yapılan açıklamaya göre, Akbank, Türkiye Garanti Bankası, Türkiye İş Bankası ve Türkiye Ekonomi Bankası'nın kredi notu düşürüldü. Türkiye Garanti Bankası ile birleşen Osmanlı Bankası'nın kredi notları ise geri çekildi.

Türk bankalarının kredi notlarının düşürülmesine neden olarak, beş Türk bankasının mali güç notları (financial strength rating) ile Akbank ile Osmanlı Bankası'nın Türk Lirası cinsi mevduat notlarının gözden geçirilmesi gösterildi. Bu arada Moody's, ilk kez Türkiye Garanti Bankası ve Türkiye İş Bankası'na Türk Lirası cinsinden mevduat notu verdi. Moody's, Eximbank, Akbank, Türkiye Garanti Bankası, Türkiye İş Bankası, Türk Ekonomi Bankası, Finansbank, Dışbank, Pamukbank, Türkiye Vakıflar Bankası, Koçbank, Ziraat Bankası, Toprakbank'ın genel görünümünü de durağan olarak belirledi.

Okanbank'a Danıştay'dan Destek

Danıştay 10. Dairesi, Bankacılık Düzenleme ve Denetleme Kurulu'nun (BDDK), Okan Yatırım Bankası'nın bankacılık işlemleri yapma iznini kaldıran kararının yürütmesini durdurdu. BDDK'nın 10 Temmuz 2001 tarihli kararının iptali ve yürütmenin durdurulması istemiyle açılan davanın ilk aşaması sonuçlandı. Danıştay 10. Dairesi, söz konusu BDDK kararının yürütmesini durdurmaya kararlaştırdı. BDDK'nın bu karara yapacağı itirazı, bir üst kurul olarak Danıştay

İdari Dava Daireleri Genel Kurulu görüşecek. BDDK, 10 Temmuz 2001'de "yapılan uyarılara karşın Kanun'da belirtilen tedbirleri almadığı, yükümlülüklerini vadesinde yerine getirmediği ve yükümlülüklerinin toplam değeri varlıklarının toplam değerini aştığı" gerekçesiyle Okan Yatırım Bankası'nın bankacılık işlemleri yapma iznini kaldırmıştı. BDDK, mevduat kabul etmeyen bu bankanın genel hükümler çerçevesinde tasfiye olacağını bildirmişti.

Kentbank ve Etibank Borsa Üyeliğinden Çıkarıldı

İstanbul Menkul Kıymetler Borsası Yönetim Kurulu, tüm yetki belgelerinin iptal edilmesi nedeniyle üyelik koşulunu yitiren Kentbank ve Etibank'ı Borsa üyeliğinden çıkardı. İMKB Bülteni'nde yer alan duyuruda, söz konusu 2 bankanın, üyelik şartlarını sağlayıncaya kadar Borsa üyeliğinden çıkarıldıkları kaydedildi.

TSKB İle Sınai Yatırım Bankası Birleşiyor

Türkiye Sınai Kalkınma Bankası, Sınai Yatırım Bankası ile birleşiyor. Birleşme, Sınai Yatırım Bankası'nın devralınması suretiyle gerçekleşecek. Sınai Yatırım Bankası'ndan Borsa'ya gönderilen açıklamaya göre, bankanın "24 Ocak 2002 Cuma" günkü Yönetim Kurulu toplantısında, 7 Aralık 2001 tarihinde alınan karara istinaden hazırlanan T. Sınai Kalkınma Bankası'nın Sınai Yatırım Bankası'nı devralmasına ilişkin fizibilite raporu uygun görüldü. Toplantıda, T. Sınai Kalkınma Bankası'nın, Sınai Yatırım Bankası'nı her türlü hak, alacak, borç ve yükümlülükleriyle ve bankanın tüzel kişiliğinin sona ermesi suretiyle devralınması talebi, uygun bulundu. Birleşme kararı alan Türkiye Sınai Kalkınma Bankası ile Sınai Yatırım Bankası'nın aktif büyüklükleri 1 katrilyon lirayı aşarken, her iki bankanın en büyük hissedarı konumunda Türkiye İş Bankası bulunuyor.

Türkiye Sınai Kalkınma Bankası (TSKB), 1950 yılında Dünya Bankası'nın desteği ve hükümet, Merkez Bankası ve ticaret bankalarının işbirliği ile kuruldu. Türkiye'nin ilk özel yatırım ve kalkınma bankası olan Türkiye Sınai Kalkınma Bankası'nın kuruluş amacı Türkiye'de öncelikle sanayi olmak üzere bütün ekonomik sektörlerde özel girişimin yatırımlarını desteklemek, Yabancı ve yerli sermayenin Türkiye'de kurulmuş veya kurulacak şirketlere iştirakine yardımcı olmak, Türkiye'de sermaye piyasasının gelişmesine yardım etmek olarak belirlendi. TSKB, kuruluşundan bugüne kadar Türkiye'nin ekonomik kalkınma sürecinin her safhasında imalat sanayi ve mali sektörde bir-

çok ilklerin oluşmasında aktif bir rol oynadı. 3.500'den fazla şirkete orta vadeli kredi sağlayarak özel sektörün gelişimine önemli katkıda bulundu. 1960'lı yıllardan itibaren 100'ün üzerinde şirketin sermayesine ortak olarak finansman sağladı. Daha sonra ortağı olduğu bu şirketlerin hisselerini halka satarak bu konuda önemli bir kilometre taşı oldu. Böylece sermaye piyasalarının gelişmesinde büyük rol üstlendi.

TKB'nin sermayesinde, Türkiye İş Bankası Grubu'nun % 55.01, Türk Ticaret Bankası'nın % 12.04, Akbank Grubu'nun % 10.44, Türkiye Vakıflar Bankası'nın % 9.06 payı bulunuyor. Halka açık bankanın diğer hissedarları % 13.45 paya sahip. TSKB, 30 Eylül 2001 tarihi itibarıyla 648 trilyon 33 milyar lira aktif büyüklükle 29. sırada yer alıyor. Bankanın 3 şubesi, 326 personeli bulunuyor.

1963 yılında kurulan Sınai Yatırım Bankası (SYB), T. İş Bankası, Akbank, T. Garanti Bankası, T. Dış Ticaret Bankası ve T. Vakıflar Bankası ortaklıklarından oluşuyor. Ortakların sermayedeki payları göz önüne alındığında en büyük pay % 44 ile İş Bankası'nın. Akbank, Garanti ve Dış Ticaret Bankası'nın % 8'er, Vakıfbank'ın % 6.94 ortaklık payları yer alıyor. SYB de, 30 Eylül 2001 tarihi itibarıyla, 421.3 trilyon lira aktif büyüklükle sektörde 32. sırada geliyor. Banka 1 şube ve 107 personelle faaliyet gösteriyor.

Beş Banka Daha Gümrük Vergisi İşlemine Girdi

Gümrük Müsteşarlığı ile Vakıfbank, Koçbank, Oyakbank, Dışbank ve Finansbank ile gümrük vergisi tahsilatı için protokol imzalandı. Protokole, Gümrük Müsteşarlığı adına Nevzat Saygılıoğlu, Koçbank adına Genel Müdür Halil Ergür, Finansbank adına Genel Müdür Onur Umut, Dışbank adına Genel Müdür Faik Açıkalm ve Oyakbank adına Genel Müdür Mehmet Özdeniz imza koydu. Saygılıoğlu, amaçlarının çağdaş yönetim anlayışlarına uygun olarak tahsilatın bankalar aracılığı ile yapılmasını sağlamak olduğunu belirtti.

Dışbank'ın Yıl Sonu Hedefi 150 Şube

Dışbank, İktisat Bankası'ndan devraldığı Capitol Alışveriş Merkezi ve Yeşilyurt şubelerini hizmete açtı. Böylelikle hizmet veren şube sayısını 119'a yükselten Dışbank, bu rakamı kısa zamanda 131'e, yıl sonuna kadar ise 150'ye çıkartmayı hedefliyor. 2000'de kârını % 100'ün üzerinde artıran Dışbank, şube ağını genişletme ve bireysel bankacılık ihtiyaçlarının yoğun olarak talep edildiği noktalarda varolmayı hedefliyor.

Yabancı Bankanın Adı Var, Payı Yok

Türkiye'de her 3 bankadan biri yabancı banka olmasına karşın bu bankaların 169.8 katrilyon liralık aktif büyüklüğe sahip sistemde sadece % 5.4'lük payı bulunuyor. Türk bankacılık sisteminde yabancı bankalar kayda değer bir büyüklüğe ulaşamadı. Türkiye Bankalar Birliği verilerine dayanarak yaptığı tespitlere göre, faaliyet gösteren hemen her 3 bankadan birini yabancı bankalar oluşturuyor. 30 Eylül 2000 tarihi itibarıyla 80 olan banka sayısı, geçen yılın aynı döneminde 68'e geriledi. Bankacılık sistemindeki toplam bankası sayısı, birleşme, satın alma ve lisans iptalleriyle bugün 59'a indi. 2000 yılı sonunda 21 olan yabancı banka sayısında da düşüş kaydedildi. Yabancı bankalar statüsündeki 2 bankadan Osmanlı Bankası Doğuş Grubu bünyesindeki diğer banka olan Garanti Bankası ile birleşerek, Halit Cıngıllıoğlu'nun ana hissedar olduğu Ulusal Bank da Fon'a devredilerek, sistemden çıktılar. The Chase Manhattan Bank da, Morgan Guaranty Trust Co. Çatısı altına girdi. Türk bankacılık sistemine tek yeni yabancı banka girişi, Fon'daki Sitebank'ı devralan Yunan sermayeli Novabank ile yaşandı.

Söz konusu 19 bankanın sistemdeki 4.6 katrilyon lira olan aktif büyüklüğü ise tek rakamlı oranlar düzeyini aşamadı. HSBC Bank'a geçen Demirbank'ın 4.6 katrilyon lira düzeyindeki aktifleri de dahil edildiğinde, yabancı bankaların Türk bankacılık sisteminin 169.8 katrilyon liralık aktif büyüklük içindeki payı % 5.4'e ancak ulaşıyor. ABD, Fransa, İngiltere, Hollanda, Almanya, İsviçre, İran ve Pakistan sermayeli yabancı bankalardan Arap Türk Bankası, Bnp-Ak Dresdner Bank ve HSBC Bank, Türkiye'deki kurulmuş yabancı bankalar statüsünde faaliyet gösteriyor. Abn Amro Bank N.V., Banca Di Roma S.P.A., Bank Mellat, Citibank N.A., Credit Lyonnais Turkey, Credit Suisse First Boston, Habib Bank Limited, ING Bank N.V., JP Morgan Chase Bank, Rabobank Nederland, Societe Generale (SA) ve Westdeutsche Landesbank Girozentrale ise, Türkiye'de şube açan yabancı bankalar olarak listede yer alıyorlar. Ayrıca, Sitebank'ı alan Yunan Novabank ile kalkınma ve yatırım bankası olarak faaliyet gösteren Credit Agricole Indosuez Türk Bank, Deutsche Bank ve Taib Yatırım Bank bulunuyor. Bank of Tokyo, Commerzbank, The Bank of Newyork, BNP Paribas'ın da yer aldığı 35 banka da Türkiye'de temsilcilik düzeyinde faaliyet yürütüyor.

İnceleme

Dr. ALİ ALP

Başbakanlık Toplu Konut İdaresi Başkan Yardımcısı

Portföy Performansının Getiri ve Risk Dikkate Alınarak Değerlendirilmesi

I - Giriş

Finans teorisi yatırımcıların optimum riskli portföyü oluşturmaları ile başlar. Yatırımcıları belli bir risk seviyesinde mümkün olan en yüksek getiriye ulaştıran portföy optimum riskli portföy olarak tanımlanır. İlk aşama portföyün mevcut koşullar altında optimum riske sahip olup olmadığının tespitidir. Optimum riskli portföy oluşturulup yatırımcılar belirli oranlarda getiriler elde ettikten sonra başka bir konu akıllara gelmektedir; portföyün performansının ölçülmesi. Sadece getiriye göre performansın değerlendirilmesi anlamlı olmamaktadır. Portföy performansı-

nın değerlendirilmesinde getiriye elde ederken göze alınan riski de hesaba katmak gerekmektedir.

Finans literatüründe riski de hesaba katarak performansın değerlendirilmesi konusunu ilk olarak 1966 yılında William F. Sharpe ve Jack L. Treynor incelemiştir. Daha sonra Michael C. Jensen 1969 yılında konuya ilişkin bir makale yayınlamıştır. Üç yazar da konuya ilişkin olarak birtakım nüanslar dışında temelde aynı yaklaşımı benimsemişlerdir. Sharpe risk olarak standart sapmayı kullanmış, Treynor ise portföyün β katsayısını risk ölçütü olarak almıştır. Jensen ise portföyün Sermaye Varlıklarını Fiyatlan-

dırma Modeline (CAPM-Capital Asset Pricing Model) göre beklenen getirisinden ne kadar saptığını ve bu saptama için ne kadar riskin göze alındığını hesaplamıştır. Daha sonra 1997 yılında Franco ve Leah Modigliani M2 adı verilen yeni bir yöntemle Sharpe yaklaşımını biraz daha modifiye etmişlerdir.

Portföy performansının ölçülmesi için farklı yöntemler bulunmakta ve her yöntem farklı durumlarda kullanılmaktadır. Sharpe yaklaşımı bir portföyün genel performansını değerlendirirken kullanıldığı halde, Treynor yaklaşımı bir portföyün içindeki alt portföylerin performanslarını kıyaslarken anlamlı sonuçlar vermektedir.

Portföy yöneticilerinin piyasa trendini önceden tahmin edip edemediklerine dair Treynor, Kay Mazuy, Roy D. Henriksson ve R. C. Merton tarafından çalışmalar yapılmış olup, istatistiki olarak pozitif piyasa zamanlamasını destekleyen bir sonuç bulunamamıştır. Bu bulgulara rağmen bir takım portföylerin uzun bir süre boyunca piyasadan daha yüksek getiriye sahip oldukları da bir gerçektir.

Yukarıda adı geçen yaklaşımlar dışında piyasa kuruluşları tarafından uygulanan başka performans ölçüm teknikleri de vardır. Morningstar isimli bir derecelendirme şirketi bir takım risk ve getiri he-

saplamalarını kullanarak benzer yapıdaki yatırım fonlarını gruplandırıp sıralamaktadır. En üst % 10'luk dilimden başlayarak grup içindeki yerlerine göre fonlara yıldız vermektedir. Bütün bu yaklaşımlar akademik olarak kabul edilmemiş olup piyasanın uyguladığı teknikleri içermektedir.

Kollektif yatırım kuruluşlarına yatırım yapan yatırımcıların doğru bilgilendirilmesi için Amerika Birleşik Devletleri'nde bir meslek örgütü olan AIMR (Association of Investment Managers and Research) tarafından performans sunum standartları geliştirilmiştir.

Bu makalede ilk bölümde portföy getirilerinin hesaplanma yöntemleri, ikinci bölümde riski de hesaba katan farklı performans ölçümleri, üçüncü bölümde performans ölçümlerinin uygulanması, dördüncü bölümde aktif portföy yönetimi ve zamanlama kabiliyeti, beşinci performans sunum standartları ve alternatif ölçüm teknikleri, altıncı bölümde yöntemlerin aksayan yönleri incelenecektir.

2. GETİRİ, RİSK VE PERFORMANS ÖLÇÜM TEKNİKLERİ

2.1. Portföy Getirisinin Hesaplanması

Bir portföyün getirisi, aşağıdaki formül çerçevesinde belli bir dönemde portföyün toplam değerindeki değişimin dönemin başındaki portföyün toplam değerine bölünmesi suretiyle bulunur:

$$r = [(P_{t+1} - P_t) / P_t] \cdot 100$$

r = Portföyün bir dönemdeki getirisi oranı,

P_t = Portföyün t zamanındaki toplam değeri,

P_{t+1} = Portföyün $t+1$ zamanındaki toplam değeri.

Portföyün bir dönem boyunca toplam değerinde meydana gelen değişime henüz gerçekleşmemiş kâr ve zararlar da dahildir. Örneğin (t) zamanında 10 dolara alınan bir hisse senedinin fiyatı ($t+1$) zamanında 12 dolar olmuştur. Ayrıca hisse senedi her dönemin sonunda 1 dolar temettü ödemektedir. Bu durumda portföyün getirisi (R) % 30 olarak gerçekleşmektedir. $[(12+1-10) \cdot 100/10] = \% 30$

Yukarıdaki formüle göre portföyün getirisi oranının hesaplanabilmesi için getirinin hesaplandığı dönem içinde portföye herhangi bir nakit girişinin veya portföyden herhangi bir nakit çıkışının olmaması gerekir. Örneğin (t) zamanında 10 dolara alınan hisse senedi her dönem sonunda da 1 dolar temettü dağıtmaktadır. ($t+1$) zamanında aynı hisseden tanesi 12 dolara iki tane daha alıp, ($t+2$)'de hisse sene-

dinin fiyatının 11 dolar olması durumunda iki yıllık getirisi oranı yukarıdaki formüle göre hesaplanamayacaktır. Böyle bir durumda getirisi oranını hesaplamak için iki yöntem bulunmaktadır: (a) İç Verim Oranı, (b) Dönemsel Getirilerin Ortalaması.

a. İç Verim Oranı: İç verim oranını nakit girişlerini nakit çıkışlarına eşitleyen getirisi oranıdır.

$$\sum_{i=0}^N O_i / (1+r)^i = \sum_{i=0}^N I_i / (1+r)^i$$

O_i = i dönemindeki nakit çıkışı,
 I_i = i dönemindeki nakit girişi,
 N = Dönem sayısı,
 r = İç Verim Oranı.

$$10 + [24/(1+r)] = [1/(1+r)] + [36/(1+r)^2]$$

$$10 + [23/(1+r)] = [36/(1+r)^2]$$

$$10(1+r)^2 + 23(1+r) = 36$$

$$10 + 20r + 10r^2 + 23 + 23r = 36$$

$$10r^2 + 43r - 3 = 0$$

$$r = \% 6,86 \text{ veya } r = \% -436$$

Yukarıdaki denklemin çözülmesi neticesinde iç verim oranı % 6,86 ve % -436 olarak hesaplanmıştır. İç verim oranı % -100'den küçük olamayacağına göre iç verim oranı olarak % 6,86 kullanılmalıdır. Bu oran iki yıl boyunca gerçekleşen yıllık getirisi oranıdır. Burada dikkat edilmesi gereken nokta dönem sonundaki toplam portföy değerinin

nakit girişi olarak düşünülmesi hususudur.

b. Dönemsel Getirilerin Ortalaması: Bu yöntemde her dönemin ayrı ayrı getirisini bulunup aritmetik veya geometrik ortalaması bulunur.

$$r_a = \frac{1}{N} \sum_{i=1}^N r_i$$

r_a = Getirilerin aritmetik ortalaması.

r_i = i döneminde portföyün getiri oranı = $[(r_{i+1} - r_i) \cdot 100 / r_i]$

$$r_g = \left[\prod_{i=1}^N (1 + r_i) \right]^{1/N} - 1$$

r_g = Getirilerin geometrik ortalaması.

İlk yılın getirisini % 30 ikinci yılın getiri oranı ise % 0 olduğu için bu yöntemle yıllık getiri hesaplandığı zaman aritmetik ortalamaya göre % 15, geometrik ortalamaya göre ise % 14 oranına ulaşılmaktadır. Geometrik ortalama, genel bir kural olarak aritmetik ortalamadan düşük çıkar. Fark edildiği üzere iç verim oranına göre hesaplanan getiri oranı (% 6,86) dönemsel getirilerin ortalamasının alınması suretiyle hesaplanan getiri oranlarından (% 15 ve % 14) daha düşüktür. Bu genel bir kural değildir, duruma göre iç verim oranı bazen düşük bazen de yüksek olabilir. Bunun nedeni iç verim oranının portföyün

getirisini portföy büyüklüğünü göz önünde bulundurarak hesaplamasıdır. Yıllık getirinin % 30 olduğu ilk dönemde portföyde sadece 1 hisse senedi varken, getirinin % 0 olduğu ikinci dönemde ise portföyde 3 hisse senedi vardır. Bundan dolayı ikinci dönemdeki olumsuz performans portföyün performansını daha çok etkilemektedir. Bu durumda iç verim oranını hesaplamadan da oranın % 0 ile % 30 arasında bir yerde, fakat % 0'a daha yakın olacağı tahmin edilebilir. Tam tersi durumu ele alalım, ilk dönemde yine 1 hisse senedi portföyde bulunsun ve getiri % 0, ikinci dönemde ise yine üç adet hisse senedi portföyde bulunsun ve dönemsel getiri % 30 olsun. Bu durumda iç verim oranını hesaplamadan oranın yine % 0 ile % 30 arasında çıkacağı, ancak getirinin daha yüksek olduğu ikinci dönemde daha çok hisse senedi elde tutulduğu için getirinin % 30'a daha yakın olacağı tahmin edilebilir. Tam olarak hesaplandığında bu senaryo için iç verim oranı % 27,9 çıkmaktadır.

$$[10 + 18 / (1 + r)] = [1 / (1 + r) + 38,1 / (1 + r)^2]$$

$$10 + 17 / (1 + r) = 38,1 / (1 + r)^2$$

$$10(1 + r)^2 + 17(1 + r) = 38,1$$

$$10r^2 + 20r + 10 + 17r + 17 = 38,1$$

$$10r^2 + 37r - 11,1 = 0$$

$$r = 27,89\% \text{ veya } r = -397\%$$

İki yöntem neticesinde hesaplanan getiri oranları hayli farklı olabilmekte ve iki yöntem de farklı kullanım alanlarına sahip bulunmaktadır. İç verim oranı, nakit giriş çıkışları portföy yöneticisinin inisiyatifinde ise daha anlamlı sonuçlar vermektedir. Sık sık portföy yöneticisine bağlı olmayan nakit giriş çıkışları olan bir portföyde iç verim oranı pratik olmayacaktır. Örneğin bir emeklilik fonunda yılın her günü nakit giriş ve çıkışı olabilmektedir. Böyle bir durumda bütün nakit giriş ve çıkışlarını yukarıda yer alan iç verim oranı formülüne yerleştirip iç verim oranını bulmak çok pratik değildir. Bulunan oran da günlük getiri olacağı için getiriye yıllıkta çevirmek de gerekecektir. Buna benzer örneklerde her dönemin getirisini hesaplayıp ortalamalarını almak daha kolay bir uygulamadır.

2.2. Riske Uyarlanmış Portföy Performans Ölçümleri

Şu ana kadar yapılan hesaplamalarda yalnızca portföyün getirisi üzerinde durulmuştur. Yalnızca getiriye göre performansları değerlendirmek yanlış sonuçlar verebilmektedir. Sadece getiriye göre değerlendirme yapıldığında ağırlıklı olarak sabit getirili menkul kıymetlere yatırım yapan bir portföyle ağırlıklı olarak hisse senetlerine yatırım yapan bir portföyden hangisi-

nin getirisi yüksekse o portföy daha başarılıdır sonucuna ulaşılır. Açıkça anlaşılacağı gibi iki portföyün riskleri farklıdır ve birinin diğerinden daha az getiri elde etmesi çok anlamlı bir gösterge olmayacaktır. Bu yüzden portföylerin performanslarını değerlendirirken riske göre uyarlamalar yapmak, ölçümleri daha anlamlı hale getirecektir.

Finans literatüründe risk bir enstrümanın belirli bir dönemde ortalama getirisinden gerçekleşen sapmaların toplamı olarak tanımlanmış ve aşağıdaki şekilde formüle edilmiştir.

$$\sigma^2_p = \frac{[\sum (r_{pi} - X)^2]}{N}$$

σ_p = Risk,

r_{pi} = Portföyün i Döneminde Gerçekleşen Getirisi,

X = Portföyün Ortalama Getirisi,

N = Dönem Sayısı.

Yukarıda formül neticesinde hesaplanan risk sistematik risk ve sistematik olmayan risk olarak ikiye ayrılmaktadır. Herhangi bir firmanın riski piyasanın ve kendi özel risklerinin toplamından oluşmaktadır. Firma bazında çeşitlendirmeler yapılarak, piyasadan kaynaklanan risk yok edilebilecek bir risk türü değildir. Sistematik risk portföyün

ya da firmanın beta katsayısına göre belirlenmektedir. Firma ya da portföyün piyasaya göre hareketini gösteren beta katsayısı büyüdükçe piyasanın risklerinden daha çok etkilenmektedir. Sistematiik olmayan risk ise portföy çeşitlendirmesi ile azaltılıp sıfırlanabilir. Aşağıdaki formüle göre sistematiik olmayan riski ve sistematiik riski ayrı ayrı hesaplayabiliriz.

$$\sigma_p^2 = \beta^2 \rho \sigma_m^2 + \sigma_{(ep)}^2$$

β_p = Portföyün Beta Katsayısı,

σ_m^2 = Piyasanın Riski,

$\sigma_{(ep)}^2$ = Sistematiik Olmayan Riski.

Yukarıdaki formülün ilk bileşeni sistematiik risk ($\beta^2 \rho \sigma_m^2$), ikinci bileşeni ($\sigma_{(ep)}^2$) ise sistematiik olmayan risktir. Bu formülden de görüldüğü gibi sistematiik risk portföyün beta katsayısına göre değişmektedir. Beta katsayısı yüksek olan bir portföy piyasanın olumlu ya da olumsuz hareketlerinden daha çok etkilendiği için yüksek sistematiik riske sahipken tersi durumda düşük beta katsayısına sahip bir portföy düşük sistematiik riske sahiptir.

Portföy performanslarının getiri ve standart sapmaya göre hesaplanmasına ilişkin metotlar "Sermaye Varlıklarını Fiyatlandırma Modelinin" (CAPM-Capital Asset Pricing Model) ortaya çıkmasından

hemen sonra tartışılmaya başlanmıştır. William F. Sharpe¹, Jack Treynor² ve Michael Jensen³ yazdıkları makalelerde Sermaye Varlıklarını Fiyatlandırma Modelinden yararlanarak risk getiri ilişkisini incelemişlerdir.

• **Sharpe Oranı:** $(r_p - r_f) / \sigma_p$

Sharpe oranı portföyün risksiz sermaye piyasası aracının (Risk Free Rate-Hazine Bonosu veya Devlet Tahvili Faiz Oranı) üzerindeki getirisinin portföyün standart sapmasına bölünmesi suretiyle hesaplanır. Bu oran fazla getiriyi toplam riske bölerek risk başına düşen fazla getiriyi gösterir.

• **Treynor Oranı:** $(r_p - r_f) / \beta_p$

Treynor oranı portföyün risksiz sermaye piyasası aracının üzerindeki getirisini portföyün β katsayısına bölmek suretiyle bulunur. Bu oran birim beta başına düşen fazla getiriyi gösterir.

• **Jensen Oranı:**

$$\alpha_p = r_p - [r_f + \beta_p(r_m - r_f)]$$

Jensen oranı, portföyün gerçek getirisinin Sermaye Varlıklarını Fiyatlandırma Modeline göre hesaplanan beklenen getirisinden ne kadar saptığını gösterir. Bu sapma α sembolüyle gösterilir. Bu fazla getiri için katlanılan risk ise portföyün sistematiik olmayan risktir. Alfa'nın getiri için katlanılan riske bölünme-

si suretiyle bulunan orana ise değerlendirme oranı (appraisal) adı verilir. (Appraisal: $\alpha_p/\sigma(c_p)$)

Tablo 1'de piyasanın ve bir portföyün belli bir dönemdeki ortalama getirileri, beta katsayıları, standart sapmaları ve sistematik olmayan riskleri gösterilmiştir. Risksiz sermaye piyasası aracının getirisinin % 6 olduğu bilirse portföyün ve piyasanın performans ölçüleri aşağıdaki tablodaki gibi olacaktır.

Treynor ve Jensen ölçülerine göre mukayese ettiğimiz zaman portföyün piyasaya göre daha başarılı olduğu görülmektedir. Fakat Sharpe oranına göre portföy piyasadan daha kötü bir performans sergilemiştir.

Hangi performans ölçütünün hangi durumda kullanılacağına ilişkin bilgilere bir sonraki bölümde değinilecektir.

Bu noktada geliştirilen M^2 formülü üzerinde durmak istiyoruz. Şöyle ki sadece Sharpe oranına göre bakılırsa portföyün piyasaya daha başarısız olduğu söylenebilir. Sharpe oranları arasındaki farkın ($S_m - S_p = 0,04$) yorumlanmasının zorluğundan ötürü Franco ve Leah Modigliani¹ tarafından Sharpe oranından türetilen M^2 formülü kıyaslama açısından daha kolay bir kullanıma sahiptir.

Özetle M^2 formülünde portföyün standart sapması piyasaninkine eşitlendikten sonra getirileri kıyaslanır. Yukarıdaki örnekte portföyün standart sapması piyasaninkinden yüksek olduğu için portföyü risksiz sermaye piyasası aracıyla karıştırıp standart sapması piyasanın standart sapmasının seviyesine indirilir. Eğer piyasanın standart sapması yüksekse portföyün standart sapması risksiz sermaye piyasası aracının faizi üzerinden borç alınıp aynı özelliklerdeki portföye yatırılması suretiyle standart sapmalar eşitlenir. Bu durumu aşağıdaki şekilde formüle edebiliriz:

$$\sigma_p > \sigma_m \rightarrow I_p^* = I_p W + I_f(1-W)$$

$$\sigma_p < \sigma_m \rightarrow I_p^* = I_p W$$

I_p^* = Portföyün Standart Sapmasının piyasaninkine eşitlendikten sonraki getirisi.

$$W = \sigma_m / \sigma_p$$

$$M^2 = I_p^* - I_m$$

$$I_m = \text{Piyasanın getirisi.}$$

Eğer M^2 pozitif olursa portföy piyasadan daha başarılıdır, tersi bir durumda başarısızdır sonucuna ulaşılabacaktır. Yukarıdaki örnekte portföyün standart sapması (% 42) piyasaninkinden (% 30) yüksek olduğu için:

$$r_p^* = 35 \cdot (30/42) + 6 \cdot (12/42) \\ = 26,71$$

$$M^2 = 26,71 - 28 \\ = -1,29$$

Bu yolla da Sharpe oranında olduğu gibi piyasanın portföye göre daha başarılı olduğu sonucu çıkmaktadır.

2.3. Performans Değerlendirme Ölçütlerinin Kullanılması

Yukarıdaki örnekte görüleceği üzere farklı oranlara göre karşılaştırmalar yapıldığında farklı sonuçlara ulaşılmaktadır. Örneğin Sharpe oranına göre piyasa daha başarılı iken Treynor ve Jensen oranlarına göre portföy daha başarılıdır. Halbuki portföyleri kıyaslarken neyin amaçlandığına göre kullanılacak performans ölçüm aracı değişmektedir.

• *Portföylerin Genel Performansı Karşılaştırılıyorsa:* Herhangi bir portföyün genel performansını başka bir portföyün performansı ile karşılaştırıldığı zaman getiri ve toplam risk önemli olduğu için Sharpe oranı daha anlamlı sonuçlar vermektedir.

• *Bir Portföyün Alt Portföyleri Karşılaştırılıyorsa:* Portföyler bir büyük portföyün alt portföyleri olduğu zaman alt portföylerin sistematik olmayan riskleri büyük portföyün içinde azaltılabileceğinden risk ölçüsü olarak portföylerin betalarını almak daha anlamlı olmaktadır. Bu durumda Sharpe yerine Treynor oranının kullanılması gerekecektir.

• *Portföyler Piyasa Portföyü İle Karşılaştırılacaksa:* Genel olarak piyasa portföyü model olarak alınmış fakat piyasadaki Sermaye Varlıklarını Fiyatlandırma Modeline göre yanlış fiyatlanmış (alfa değerleri sı-

Tablo 1

	Portföy	Piyasa
Ortalama Getiri	% 35	% 28
Beta	1,2	1
Standart Sapma	% 42	% 30
Sistematik Olmayan Risk (e_p)	% 21,6	% 0

Tablo 2

	Portföy	Piyasa
Sharpe	0,69	0,73
Treynor	0,24	0,22
Jensen (Alfa)	0,026	0

fırdan farklı) hisse senetlerinin portföye dahil edilmesi düşünülüyorsa, toplam portföyün Sharpe oranını maksimize edecek hisse senedinin portföye eklenmesi gerekmektedir. Böyle bir durumda bir optimizasyon problemi ile karşılaşmaktayız. Problemin çözümü neticesinde Sharpe oranı aşağıdaki şekilde hesaplanmaktadır:

$$S^2_c = S^2_m + [\alpha_p / \sigma(e_p)]^2$$

Formülden de görüldüğü üzere portföyün Sharpe oranı iki bileşenden oluşmaktadır; ilki piyasanın Sharpe oranı ikinci bileşen de eklenecek hisse senedinin appraisal oranıdır. Portföye eklenmesi düşünülen hisse senetlerinin appraisal oranları karşılaştırıldığı zaman hangi hisse senedinin portföye eklenmesi gerektiği anlaşılmaktadır.

Tablo 3'te iki portföyün ve piyasanın bazı oranlarına yer verilmektedir. Genel olarak portföy B, A'dan da piyasadan da daha başarılıdır. Çünkü Sharpe ve M2 oranları daha yüksektir. Eğer A ve B başka bir portföyün alt portföyleri olsa ve birinden diğerine para aktarılması gerekse A'dan B'ye aktarılması daha mantıklı olacaktır çünkü B'nin Treynor oranı A'dan daha yüksektir. Piyasayı model almış bir portföye iki portföyden birinin eklenmesi durumunda Jensen (Appraisal) oranı daha yüksek olan A portföye dahil edilmelidir.

2.4. Piyasa Zamanlaması ve Değişken Stratejili Portföylerin Performansının Değerlendirilmesi

Yukarıdaki örneklerde portföylerin stratejilerini zaman içerisinde sabit tuttukları varsayılmıştır. Halbuki portföyler piyasadaki trendlere göre risk tercihlerini değiştirebilmektedir. Finans literatüründe Piyasa Zamanlaması (Market Timing) olarak geçen konu Treynor ve Mazuy'un bir makalesinde5 araştırılmıştır. Treynor ve Mazuy tarafından geliştirilen model genel olarak CAPM'e benzemekle beraber portföyün getirisiyle hazine bonusu getirisi arasındaki fark aşağıda yer alan formüle göre doğrusal olarak değil de parabolik olarak değişmektedir. Aşağıdaki formül bağımlı değişken $r_p - r_f$ 'nin bağımsız değişken $r_m - r_f$ 'den nasıl etkilendiğini göstermektedir.

$$r_p - r_f = a + b(r_m - r_f) + c(r_m - r_f)^2 + e_p$$

Yukarıda yer alan denklemde a, piyasanın getirisi ile hazine bonusunun getirisi aynı olduğu zamanki fazla getiriyi, b portföyün betasını, c de zamanlama kabiliyetini göstermektedir. Eğer c pozitif olursa pozitif piyasa zamanlaması vardır, negatif çıkarsa yanlış zamanlama vardır, sıfır çıkarsa zamanlama müm-

kün değildir sonucuna varılabilir. Eğer c pozitif çıkarsa bu fonksiyonun grafiğinin eğimi giderek artacaktır. Fakat yapılan regresyon neticesinde portföy yöneticilerinin genel olarak piyasa zamanlamasına sahip olmadığı sonucuna varılmıştır. Buna benzer bir çalışma 1981 yılında Henriksson ve Merton⁶ tarafından da yapılmıştır. Aşağıdaki formül de bağımlı değişken $r_p - r_f$ 'nin bağımsız değişken $r_m - r_f$ 'den nasıl etkilendiğini göstermeye çalışmaktadır. Tek fark aşağıdaki formülün doğrusal bir ilişki göstermesidir.

$$r_p - r_f = a + b(r_m - r_f) + c(r_m - r_f)D + e_p$$

Bu denklemde D kukla değişkendir. $r_m - r_f$ sıfırdan büyükse D , 1 değerini sıfırdan küçükse D , 0 değerini almaktadır. Bu denkleme göre beta sabit olmayıp bazen $b+c$ değerini bazen de b değerini almaktadır. Henriksson bu çalışmasında 1968 ile 1980 arasında 116 ya-

tırım fonunun getirilerini incelemiştir. Ortalama c katsayısı $-0,07$ olarak bulunmuş ve bu rakam % 5'lik güven seviyesinde istatiki olarak anlamlı çıkmamıştır. 11 fon anlamlı derecede pozitif c katsayısına sahipken, 8 fonun c katsayıları anlamlı derecede negatif değerlere sahiptir. Toplamda fonların % 62'si negatif zamanlama katsayısına sahiptir. Yalnız anlamlı derecede pozitif zamanlama katsayısına sahip portföylerin peşinen iyi performans göstereceğini kabul etmek yanlış ise olacaktır. Piyasanın trendini önceden doğru olarak tahmin edebilen bir portföy yöneticisinin yanlış hisse senedi seçimi yüzünden yönettiği portföy kötü performans gösterebilir.

Daha önce kullanılan performans ölçüm araçları sabit portföy yönetim stratejisine göre dizayn edildiği için yanlış sonuçlar verebilmektedir. Örneğin sharpe oranı 0,4 olan bir endeksi model olarak belirlemiş pasif bir portföy iki yıl boyunca aktif bir portföy yönetim strateji-

Tablo 3

	Portföy A	Portföy B	Piyasa
Sharpe	0,45	0,51	0,19
M^2	2,19	2,69	0
Alfa	1,63	5,28	0
Beta	0,69	1,4	1
Treynor	4	5,4	1,63
$s(e)$	1,95	8,98	0
Jensen (Appraisal)	0,84	0,59	0

si izlesin. İlk yıl düşük risk stratejisi ile ikinci yıl ise yüksek risk stratejisi ile hareket etsin. Aynı dönemlerde daha önce model olarak aldığı endeksin sharpe oranı 0,4 olsun. Aşağıda yer alan tablodaki getiri oranlarından iki yılda da portföyün aktif portföy yönetiminde başarılı olduğu her yıl için 0,5'lik sharpe oranı ile pasif stratejiden daha başarılı olduğu anlaşılmaktadır.

İki yılın getiri oranlarını birlikte değerlendirildiğinde portföyün ortalama getirisi % 5, standart sapması ise % 13,4, sharpe oranı ise 0,37 olmaktadır. İki yıllık getirileri birlikte değerlendirince pasif strateji daha başarılı görünmektedir. Bunun sebebi ise ilk yıldan ikinci yıla geçerken yapılan strateji değişikliğinin neticesindeki getiri farklılaşmasının portföyün standart sapmasını dolayısıyla riskini artırmasıdır. Bundan dolayı iki yıllık sharpe oranı portföyün performansını ölçmekten uzaktır. Böyle bir durumda yıllık sharpe oranlarını dikkate almak daha anlamlı olacaktır.

2.5. Performans Sunum Standartları ve Alternatif Performans Ölçüm Teknikleri

a. Performans Sunum Standartları: Dünyada performans sunumu ve bu konuya ilişkin standartlara ilişkin kapsamlı çalışmalar başta meslek örgütleri olmak üzere çeşitli

kurumlar tarafından yapılmaktadır. Bunların en önemlisi olan The Association of Investment Management and Research (AIMR) 1990 yılında Financial Analyst Federation (FAF) ve Institute of Chartered Financial Analysts (ICFA) isimli meslek kuruluşlarının birleşmesi ile ABD'de kurulmuş, global nitelikli ve kâr amacı gütmeyen bir meslek örgütüdür. AIMR, portföy yöneticilerini ve yatırım kararı verme sürecine iştirak eden diğer kişi ve kurumları (bankalar, broker ve dealerlar, yatırım danışmanları v.b.) kapsayacak şekilde örgütlenmiş profesyonel bir organizasyondur. AIMR'nin temel amacı portföy yöneticiliği ve yatırım danışmanlığı sektöründe yüksek ahlaki ve mesleki standartların geliştirilmesi ve sermaye piyasalarında dürüst işlem yapılmasının desteklenmesidir.

AIMR, ilk olarak ABD ve Kanada şirketlerinin performans sunumuna ilişkin Performans Sunum Standartlarını (PPS) geliştirmiştir. Performans Sunum Standartları (PPS) portföy yöneticilerinin performansının tam ve doğru olarak açıklanması amacıyla 1987 yılında kamuya açıklanmıştır. PPS ile portföy yöneticisinin performansının tam ve doğru bir şekilde sunulması, mevcut ve potansiyel müşterilere sunulan hizmetlerin artırılması ve yatırım sonuçlarının standart şekilde raporlanması suretiyle portföy

yöneticileri arasında doğrudan karşılaştırmanın yapılabilmesi hedeflenmiştir. Nitekim, 1997 yılında ABD'de yapılan bir ankette, portföy yöneticilerinin % 94'ünün PPS'e uygun performans çalışmalarını yaptıkları veya yapmayı düşündükleri tespit edilmiştir. AIMR'nin temel performans sunum standartları aşağıda yer almaktadır:

- Fonların 10 yıllık getiri oranları (eğer portföyün geçmişi 10 yıldan az ise başlangıcından başlayarak) sunulmalıdır.

- Bütün yıllar için getiriler sunulmalıdır. Bir yıldan kısa dönemler için getiriler yıllık hale dönüştürülmemelidir.

- Fonların getirileri hesaplanırken, tahmini gelirler hesaba katılmamalıdır.

- Fonlar : Kredi kullanılması ihtiyari ise fona ilişkin hem kredinin etkilerini içeren hem de kredinin etkilerinden arındırılmış getiri oranlarını, eğer kredi kullanılması içtüzükte yazıyorsa sadece kredinin etkilerinden arındırılmış getiri oranlarını hesaplamalıdır.

b. Alternatif Performans Ölçüm

Teknikleri: Daha önce anlatılan performans ölçüm tekniklerine alternatif başka teknikler de geliştirilmiştir. Sözkonusu teknikler de genel olarak risk ölçümü konusunda yoğunlaşmıştır.

Sortino ve Van der Meer 1991 yılında yayınlanan bir makalelerinde⁷ negatif risk kavramından (Downside Risk) bahsetmişlerdir. Negatif risk kavramından yola çıkarak aşağıdaki formüle göre hesaplanan Sortino oranı adı verilen yeni bir performans ölçütü geliştirmişlerdir.

$$\text{Sortino Oranı} = (r_p - r_f) / (SV)^{1/2}$$

Yukarıdaki formülden görüldüğü gibi oran Sharpe oranına çok benzemekte olup sadece risk ölçütü değişmektedir. Negatif riski ölçen SV (Semi Variance) aşağıdaki formüle göre hesaplanmaktadır.

$$T$$

$$SV = \left[\sum_{t=1}^T [\text{Min}(0, r_t - r_x)]^2 \right] / T$$

R_t = Portföyün t zamanındaki getirisi.

R_x = Portföyün ortalama getirisi.

Yukarıdaki formülden de anlaşılacağı üzere bir dönemin ortalama getirisinden pozitif sapmalar risk hesaplamasına katılmamakta yalnızca ortalamanın altındaki getiriler risk ölçümüne dahil edilmektedir.

Başka bir performans ölçüm tekniği ise aşağıdaki formüle göre hesaplanan Sterling oranıdır.

$$\text{Sterling Oranı} = r_p / (AM + (\sigma_K))$$

r_p = Portföyün Getirisi

AM = Oranın Hesaplandığı
Dönemdeki Maksimum
Drawdown.

σ_K = Model alınan bir endeksin
standart sapması.

Yukarıdaki formülde kullanılan kavramların drawdown hariç hepsi daha önce kullanılan kavramlardır. Drawdown portföyün bir dönem içinde en kötü performansı gösterdiği alt dönemdeki getirisidir.

Tablo 4

	1. Yıl	2. Yıl
1. Çeyrek	% -1	% -9
2. Çeyrek	% 3	% 27
3. Çeyrek	% -1	% -9
4. Çeyrek	% 3	% 27
Ortalama Getiri	% 1	% 9
Standart Sapma	% 2	% 18
Sharpe Oranı	0,5	0,5

1. Yıl:

$$\begin{aligned} \text{Ortalama Getiri} &= (-1+3-1+3)/4 \\ &= 4/4=1 \end{aligned}$$

$$\begin{aligned} \text{Standart Sapma} &= \{[(-1-1)^2+(3-1)^2+(-1-1)^2+(3-1)^2]/4\}^{1/2} \\ &= \{[4+4+4+4]/4\}^{1/2} \\ &= [16/4]^{1/2}=[4]^{1/2}=2 \end{aligned}$$

2. Yıl:

$$\begin{aligned} \text{Ortalama Getiri} &= (-9+27-9+27)/4 \\ &= 36/4=9 \end{aligned}$$

$$\begin{aligned} \text{Standart Sapma} &= \{[(-9-9)^2+(27-9)^2+(-9-9)^2+(27-9)^2]/4\}^{1/2} \\ &= \{[324+324+324+324]/4\}^{1/2} \\ &= [1296/4]^{1/2}=[324]^{1/2}=18 \end{aligned}$$

1-2. Yıl:

$$\begin{aligned} \text{Ortalama Getiri} &= (-1+3-1+3-9+27-9+27)/8 \\ &= 40/8=5 \end{aligned}$$

$$\begin{aligned} \text{Standart Sapma} &= \{[(-1-5)^2+(3-5)^2+(-1-5)^2+(3-5)^2+ \\ &(-9-5)^2+(27-5)^2+(-9-5)^2+(27-5)^2]/8\}^{1/2} \\ &= \{[36+4+36+4+196+484+196+484]/8\}^{1/2} \\ &= [1440/8]^{1/2}=[180]^{1/2}=13,4 \end{aligned}$$

Tablo 5'deki getiriler portföyü belirtilen dönemdeki getirisi olup kümülatif değildir. Drawdown negatif getirilerin olduğu dönemlerdeki getirilerin toplamı alınarak bulunur. Tablodan görüldüğü gibi 12 aylık dönemde en büyük drawdown % 9'dur.

Ayrıca Morningstar adlı bir şirket tarafından da yatırım fonlarına bir takım risk ve getiri hesaplamalarına göre yıldız verilmektedir. Yıldızlar maksimum beş olup şu anlamları taşımaktadır:

- ***** = % 10'luk dilim,
 **** = Sonraki % 22,5'lik dilim,
 *** = Sonraki % 35'lik dilim,
 ** = Sonraki % 22,5'lik dilim,
 * = Son % 10'luk dilim.

Beş yıldız alan bir portföy benzer portföyler arasındaki en iyi % 10'luk dilimde yer almış demektir.

Yalnız alternatif performans ölçüm araçları akademik olarak kabul edilmemiş ölçümlerdir.

2.6. Yöntemlerin Aksayan Yönleri

Performans ölçüm yöntemlerinin aksayan yönleri aşağıdaki başlıklar halinde ele alınmıştır:

- **CAPM:** Performans ölçüm yöntemleri, Sermaye Varlıklarını Fiyatlama Modeline dayanarak üretilmiştir. CAPM teorisinin yetersiz kaldığı durumlarda performans ölçüm kriterlerinin de çok anlamlı sonuçlar vermeyeceği açıktır. Örneğin beta ve alfa katsayıları, CAPM modeline göre sabittir. Fakat bu katsayılar piyasanın getiri oranına bağlı olarak değişebilir. Böyle bir durumda CAPM modelinin sonuçları istatistiki olarak anlamlı olmayacaktır. Ferson ve Schadt⁸ ve Ferson Warther⁹ beta ve alfa'yı dinamik alan "Koşullu Performans Ölçümünü" (CPE- Conditional Performance Evaluation) savunmuşlardır. 1996 yılında yayınlanan bir makalede Christopherson, Ferson ve Turner¹⁰ alfa ve beta katsayılarını piyasanın getirisine göre dinamik olarak yaptıkları bir çalışmada CAPM modeline göre daha anlamlı istatistiki sonuçlar elde etmişlerdir.

- **Piyasa portföyü:** Şimdiye kadar ki uygulamalarda piyasa portföyü olarak hisse senetleri piyasasını temsil eden bir endeks kullanılmıştır. Fakat sadece hisse senedi endeksinin kullanımı bir takım sorunlara yol açabilecektir çünkü yatırımcılar ellerindeki bütün kaynakları hisse senedi piyasasında değerlendirmemektedir. Bütün finansal yatırım alternatiflerini içine alan bir

mali endeks oluşturmak piyasayı temsil açısından daha gerçekçi olacaktır.

• **Risk ölçümlerinin istatistikî olarak hesaplanmasından kaynaklanan problemler:** Standart sapma bir sayı grubunun ortalamadan ne kadar saptığını hesapladığı için yatırımcı açısından çok anlamlı sonuçlar vermemektedir. Örneğin ortalama yıllık getiri % 10 olan bir portföyün bir yıl % 30 getiriye ulaşması portföyün standart sapmasını doğal olarak da riskini artırır. Fakat yatırımcılar negatif riski önemsedikleri için risk hesaplamasına sadece negatif olanların katılması daha anlamlı olacaktır. Yatırımcılar ortalama getirinin üstündeki getirilerden şikayetçi olmayacaklarından bu dönemlerin standart sapma hesaplamalarına katılmaması gerekir. Örneğin bir finansal enstrüman her yıl itibarıyla % 5 getiri oranına sahipken, bir diğeri % 50 ihtimalle % 5, % 50 ihtimalle de % 10 getiri oranına sahip olmaktadır. İlk alternatifin standart sapması ve dolayısıyla risk % 0 iken ikinci alternatifin % 2,5'tir. Böyle bir durumda bütün rasyonel yatırımcılar ikinci alternatifini seçecektir. Çünkü en kötü ihtimalde dahi ilk alternatifle aynı getiriye sahiptir. İyi ihtimalde de ilkinden daha iyi getiriye sahip olduğuna göre, buradaki standart sapmanın riski ölçtüğünü söylemek

doğru olmayacaktır ve bütün yatırımcılar ikinci alternatifini seçecektir.

III. SONUÇ

Getiriye elde etmek için katlanılan riski de hesaba katan portföy performansı ölçüm teknikleri 1960'larda Sermaye Varlıklarını Fiyatlandırma Modelinin ortaya çıkmasından sonra finans literatürüne girmiştir. Akademik çevreler tarafından genel kabul gören ölçüm teknikleri 1960'lı yıllarda geliştirilen Sharpe, Treynor ve Jensen'dir. Sharpe genel olarak bir portföyün performansını ölçmek için kullanıldığında, Treynor büyük portföyün altındaki portföyleri kıyaslarken, Jensen ise belirli bir endeksi model alan portföye eklenecek yanlış fiyatlanmış sermaye piyasası araçlarını kıyaslarken anlamlı sonuçlar vermektedir. Günümüzde Sortino, Sterling gibi alternatif performans ölçüm tekniklerine ilişkin çalışmalar yapılmasına rağmen bu çalışmalar akademik olarak henüz kabul görmemiştir.

Aktif portföy yönetimi teorisi ve piyasa zamanlaması konuları da finans literatüründe oldukça ilgi çeken konular haline gelmiştir. İlk geliştirilen performans ölçüm teknikleri portföylerin sabit bir strateji ile yönetildiği ve sabit beta katsayısına sahip olduğu varsayımlarına dayan-

maktaydı. Fakat daha sonra yapılan çalışmalar portföylerin piyasa trendlerine göre risk tercihlerini değiştirebildiklerini ve değişiklik neticesinde portföylerin beta katsayısının sabit değil değişken olduğunu savunmuşlardır. Söz konusu çalışmalar neticesinde oluşturulan dinamik model Sermaye Varlıklarını Fiyatlandırma Modeline göre istatistiki olarak daha anlamlı sonuçlar vermiştir. Aktif portföy yönetimi pozitif piyasa zamanlamasının olup olmadığı sorusunu da akıllara getirmiştir. Yapılan çalışmalar pozitif piyasa zamanlamasının olduğu yönünde kuvvetli istatistiki sonuçlar vermemekle birlikte, kimi portföy yöneticilerinin uzunca bir dönem piyasanın üzerinde getiri sağladıkları da bir geçektir.

Performans ölçümleri ve bu ölçümlerin sunumuna ilişkin standartlar Amerika Birleşik Devletle-

ri'nde bir meslek örgütü olan AIMR tarafından geliştirilmiştir. 1987 yılında performans sunum standartları (PPS) kamuya açıklanmıştır. Yapılan anketlerde bu standartların piyasanın çoğunluğu tarafından benimsendiği anlaşılmaktadır. Ayrıca Morningstar adlı bir şirket tarafından yatırım fonlarının derecelendirmesi yapılmaktadır. Çeşitli getiri ve risk hesaplamalarına göre hesaplanan bir ölçüm neticesinde benzer yapıdaki portföyler gruplandırılarak sıralama yapılmaktadır.

Portföy performans teorisinin, hisse senetleri fiyatlarının riskle arasındaki ilişkiyi doğrusal bir şekilde formüle eden Sermaye Varlıklarını Fiyatlandırma Modeline dayanarak geliştirildiği bilindiğinden hisse senetlerinin fiyatlandırılması-na ilişkin yeni teorilere göre yeni

Tablo 5

Ay	Getiri	Drawdown
1	0,1	
2	0,16	
3	-0,04	-0,04
4	-0,01	-0,05
5	-0,02	-0,07
6	-0,02	-0,09
7	0,04	
8	0,18	
9	0,01	
10	-0,05	-0,05
11	-0,01	-0,06
12	0,01	

performans ölçüm tekniklerinin geliştirileceği açıktır.

DİPNOTLARI

1. William F. Sharpe, "Mutual Fund Performance" *Journal of Business* 39 (January 1966).

2. Jack L. Treynor "How to Rate Management Investment Funds" *Harvard Business Review* (January-February 1966)

3. Michael C. Jensen, "The Performance of Mutual Funds in the period 1945-1964," *Journal of Finance*, May 1968; and "Risk, the Pricing of Capital Assets, and the Evaluation of Investment Portfolios" *Journal of Business*, April 1969.

4. Franco Modigliani and Leah Modigliani, "Risk Adjusted Performance," *Journal of Portfolio Management*, Winter 1997, pp. 45-54.

5. Jack L. Treynor and Kay Mazuy, "Can Mutual Funds Outguess the Market?" *Harvard Business Review* 43 (July-August 1966)

6. Roy D. Henrikson and R.C. Merton, "On Market Timing and Investment Performance. II. Statistical Procedures for Evaluating Forecast Skills," *Journal of Business* 54 (October 1981).

7. Sortino F. and R.A.H. van der Meer. "Downside Risk." *Journal of Portfolio Management*, Summer 1991.

8. Ferson, Wayne E. and Rudi Schadt. "Measuring Fund Strategy and Performance in Changing Economic Conditions." *Journal of Finance*, 51 (1996), pp.425-462.

9. Ferson, Wayne E., and Vincent A. Warther. "Evaluating Fund Performance in a Dynamic Market." *Financial Analyst Journal*, 52 (1996), pp. 20-28.

10. Jon A. Christopherson, Wayne E. Ferson and Andrew L. Turner, "Performance Evaluation Using Conditional Alphas and Betas," *The Journal of Portfolio Management*, Fall 1999, pp 59-73.



SİZ DE ABONE OLUN!

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

Adı Soyadı :

Firma Adı :

Adres :

Posta Kodu : Tel: Fax:

e-mail :

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

«BANKA-MALİ VE EKONOMİK YORUMLAR» Aylık Dergi, 12 sayı için 2002 Yılı Abone Koşulları;

YURT İÇİ

YURT DIŞI

6 Aylık: 20.000.000.- TL

6 Aylık 25 \$

1 Yıllık: 36.000.000.- TL

1 Yıllık: 50 \$

Not: Öğrencilere % 30 indirim yapılmaktadır.

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

Akbank T.A.Ş.
Nuruosmaniye Şubesi
Hesap No: 35875-4

Garanti Bankası
Nuruosmaniye Şubesi
Hesap No: 6299897

T. İş Bankası
Cağaloğlu Şubesi
Hesap No: 530979

Abone Başlangıç Tarihi : Abone Bitiş Tarihi :

«EKONOMİK MALİ YAYINLAR SAN. VE TİC. A.Ş.» adına, abone bedeline ilişkin, bankaya yatırdığımız makbuzun (ve öğrenci iseniz, öğrenci kimliğinizin) fotokopisini, yukarıdaki abone formu ile birlikte lütfen, « Banka-Mali ve Ekonomik Yorumlar Dergisi; Binbirdirek Mahallesi, Suterazisi Sokak, No. 6 Kat: 2; 34400 Sultanahmet - İSTANBUL » adresine gönderebilir ya da aşağıdaki numaraya fax geçebilirsiniz: Fax: (0-212) 518 66 43 • Tel: 518 17 32 - 516 11 45
e-mail: ekonomikyorumlar@hotmail.com

Yatırım bankacılığı
hizmetlerinde önünüzü
gösteren bir ışık var:

Kurumlara yönelik
finansal çözümlerde
Yapı Kredi Yatırım farkı !



DENİZ FENERİ.

Sığ, kolaylık, tehlikeli
sulan işaret eder,
denizcileri uyarır ve
ontara seyrüsefere
elverişli derinlikteki
yolları gösterir.
Gece karanlığında bile,
güçlü ışığıyla, kolay,
güvenli yol almayı sağlar.
Mandırek girişlerinde parlar,
fırtınalı havalarda sığınacak
limanları işaret eder.
Bir deniz feneri, kendini,
millerce uzaktan gösterir,
uzak görüşlülüğün
avantajlarını sunar.

Hepsi birarada...

Başarısı uluslararası kurumlarda tanınmış, deneyimli
uzmanlardan oluşan profesyonel bir kadro.

Yatırımcıların en iyi bilgilendiren sektör ve şirket araştırmaları.

Yurtiçine yayılmış geniş şube ağına sağladığı
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

YAPI KREDİ YATIRIM MENKUL DEĞERLER A.Ş.
Yapı Kredi Plaza Büyükdere, Cad. Levent 80620 İstanbul
Tel: (0 212) 280 10 30 (pbx) www.yky.com

Hayat bir yolculuksa, yeriniz önde olmalı.

