

EKONOMİK YORUMLAR

MAYIS 2002

5

AYLIK DERGİ
YIL: 39

3.000.000 LİRA

SERMAYE PİYASASININ GELİŞTİRİLMESİNDE VERGİ POLİTİKALARININ ROLÜ

KATILANLAR:

KEMAL DERVİŞ
DOĞAN CANSIZLAR
OSMAN BİRSEN
ADNAN NAS
BÜLENT ECZACIBAŞI
YAVUZ CANEVİ
Y. ZİYA TOPRAK
İBRAHİM BERBEROĞLU
AHMET KIRMAN
KEMAL KABATAŞ
MUSTAFA ÖZYÜREK
MÜSLÜM DEMİRBİLEK

- İMKB VADELİ İŞLEMLER PİYASASI VE ELEKTRONİK TİCARET
- STRATEJİK TİCARET POLİTİKASI

Worldcard'ın yerini ne tutabilir ki?



Worldcard'ınız varsa, dünyanın ve Türkiye'nin her yerinde Worldpuan toplarsınız.

World üye işyerlerinde kat kat, yani çok daha fazla Worldpuan toplarsınız.


Üstelik Türkiye'de en çok noktada World olduğu için çok daha hızlı Worldpuan toplarsınız.

Yani çok daha fazla para kazanırsınız.

Kazandığınızla istediğiniz her şeyi adım başı gördüğünüz World üye işyerlerinden alabilirsiniz.

Worldcard'ınız yoksa,
yerini ne tutabilir ki?

Siz çok özelsiniz.
İmkânlarınız da çok özel.

 worldpuan



BANKA – MALİ VE EKONOMİK YORUMLAR

(e-mail: ekonomikyorumlar@hotmail.com)

MAYIS 2002 • YIL: 39 • SAYI: 5 • 3.000.000 LIRA (KDV DAHİL)

Ekonomik Mali Yayınlar San. ve Tic. A.Ş. Adına İmtiyaz Sahibi ADNAN NAS	BU SAYIDA
Yazı İşleri Müdürü DR. ÖZTİN AKGÜÇ	Okurlara Mektup 3
Danışma Kurulu Başkanı ALİ İHSAN KARACAN	EKONOMİK YORUMLAR / PANEL Y. ZİYA TOPRAK KEMAL DERVİŞ Dr. DOĞAN CANSIZLAR İBRAHİM BERBEROĞLU OSMAN BİRSEN Prof. Dr. AHMET KIRMAN KEMAL KABATAŞ ADNAN NAS BÜLENT ECZACIBAŞI YAVUZ CANEVİ MUSTAFA ÖZYÜREK MÜSLÜM DEMİRBİLEK Sermaye Piyasasının Geliştirilmesinde Vergi Politikalarının Rolü 5
Danışma Kurulu	Mustafa BARIŞ Sermaye Piyasası 57
Prof. Dr. Asaf Savaş Akat • Dr. Öztin Akgüç • Prof. Dr. Erdoğan Alkin • Tevlik 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 Döşluoğlu • Necdet Durakbaşı • A. Aydın Dündar • Dr. A. Mahfi Eğilmez • Orhan Emirdağ • Gazi Erçel • Dr. Zeynel Abidin Erdem • Meral Gezgin Eriş • Prof. Dr. Curnhur Ferman • Prof. Dr. Atilla Gönenli • Zeki Gündüz • Doç. Dr. Seyfettin Gürsel • M. Akif Hamzaçebi • Avni Hedili • Erhan Işıl • Prof. Dr. Halûk A. Kabaaloğlu • 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 Özilhan • Ersin Özince • Ertuğrul İhsan Özol • Prof. Dr. Merih Paya • Mehmet Faruk Sabuncu • Prof. Dr. Hülya Talu • Prof. Dr. Mehmet Şükrü Tekbaş • Dr. Turgut Telman • Yaman Törüner • Cihan Turper • Prof. Dr. T. Güngör Uras	Ekonomik Göstergeler (Dış) 70
Yazı Kurulu	Dr. Hasan SABİR Stratejik Ticaret Politikası 71
Dr. Öztin Akgüç • Doç. Dr. Seyfettin Gürsel • Prof. Dr. Merih Paya • Prof. Dr. T. Güngör Uras	Ali COŞKUN Vadeli İşlemler Piyasalarında Elektronik Ticaret ve İMKB Vadeli İşlemler Piyasası 77
Genel Yayın Yönetmeni MUSTAFA BARIŞ	Banka-Mali ve Ekonomik Yorumlar Dergisi Bankacılık Sektöründen Haberler 92

İdare Yeri: Birbirdirek 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 dahi):** 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 • **Yapı Kredi Bankası Çemberlitaş Şubesi Hesap No: 1035572-7** • **Baskı ve Cilt:** Kurtiş Matbaacılık, Telefon: (0212) 518 11 28 • **Sayfa Tasarımı ve Dizgi:** Celal Aydın - (0532) 540 24 23 • **Kapak Tasarımı:** Banka-Mali ve Ekonomik Yorumlar • **Baskı Tarihi:** 9 Mayıs 2002 • **Genel Dağıtım:** DPP ve Dünya Süper Dağıtım



1996 yılında kurulan ve Haziran 1998'de hisselerinin % 49'u halka arz edilen **Yapı Kredi Koray Gayrimenkul Yatırım Ortaklığı** (IMKB: 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'nın portföyünde, Yapı Kredi Plaza'da ofis katları, Kemer Country Yalikonaklar ve



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

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

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



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

YAPI KREDİ KORAY

GAYRİMENKUL YATIRIM ORTAKLIĞI A.Ş.

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

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

Dergiden

Okurlara Mektup

Umutlu Bir Yaza Girerken...

Sevgili Okurlar,

Türkiye ekonomisi kritik bir dönemeci atlamanın işaretlerini vermeye başladı. Nisan enflasyonu ile ilgili rakamlar (TEFE % 1.8, TÜFE % 2.1, ÖİS % 1.9), enflasyondaki olumlu beklentileri güçlendiriyor. Bunda da en önemli etken, paradoksal bir şekilde, "dalgalı kur rejimi"nin dengelerin yerine oturtulmasında yaptığı katkı olmuştur. İlginç ve bir bakıma sevindirici olan, kurlardaki düşüşün bu defa 2000'in tersine iç talebi tetiklememesi, buna karşılık talebin doğal mecrası içinde ve yavaş bir tempoda kıpırdanmaya başlamasıdır. Umarız bütün parametrelerde keskin zigzaglar yerine kalıcı iyileşmelerle yeniden tanışırız.

Kuşkusuz iş alemi ve sokaktaki vatandaş için sıkıntılar, hatta bazı alanlarda şiddetlenerek devam ediyor. Ancak bizim görüşümüz, daha önce de vurguladığımız gibi, lokal/geçici/gayritabii çözümler yerine genel dengeleri oturmuş, kaynak dağılımı rasyonelleşmiş ve piyasa ekonomisi özelliğine daha fazla kavuşmuş bir ekonomide çözüm arayışlarının daha sağlıklı ve etkin cevaplar bulacağıdır. Bu nedenle böyle bir ekonomik çerçeveye yerleşinceye kadar -ki bunun 2002'nin son çeyreğinde olabileceğini düşünüyoruz- yaygaradan ve mucizevi günlük çözüm arayışlarından vazgeçmekte yarar var.

Biliyorsunuz dergimizin içeriğinde Türk ekonomisinin seyir çizgisine mümkün müertebe paralel kalmaya çalışıyoruz. Bu defa da kısa vadenin tut-saklığından sıyrılıp, gelişme ile ilgili temel yörüngemize girmekte olduğumuz düşüncesiyle çok önemli sorunlarımızdan biri olan "Sermaye Piyasalarının Geliştirilmesi" ile ilgili üst düzeyde bir toplantıyı siz okurlarımıza sunuyoruz. Türkiye Sermaye Piyasaları Aracı Kuruluşları Birliği'nin İMKB Konferans Salonu'nda düzenlediği ve hem kamu kesiminin hem de özel kesimin üst düzeyde bir katılım yaptığı toplantının konusu "Sermaye Piyasasının Geliştirilmesinde Vergi Politikalarının Rolü". Devlet Bakanı Kemal Derviş, SPK Başkanı Doğan Cansızlar, İMKB Başkanı Osman Birsen, Maliye Bakanlığı Müsteşar Yardımcısı İbrahim Berberoğlu ve TSPAKB Başkanı Yusuf Ziya Toprak'ın sunuş konuşmalarını izleyen Panel'de Eczacıbaşı, TEB, PricewaterhouseCoopers, Bumerang Menkul ve TÜRMOB Yönetim Kurulu Başkanları Bülent Eczacıbaşı, Yavuz Canevi, Adnan Nas, Müslüm Demirbilek ve Mustafa Özyürek, Türkiye İş Bankası Yönetim Kurulu Üyesi Prof. Dr. Ahmet Kırmacı'nın Başkanlığında konuyu ayrıntılı bir şekilde irdelediler ve soruları yanıtladılar. Sermaye piyasasının küçük bir ilgi grubunun oyun alanı olmaktan çıkarak bütün tasarrufluların rahatça yer alacağı bir piyasa haline getirme çabasının bir parçası olan bu oturumu yararlı bulacağınızdan eminiz.

Bu sayıda ayrıca, Dr. Hasan Sabır tarafından kaleme alınan "Stratejik Ticaret Politikası" ve Ali Coşkun tarafından kaleme alınan "Vadeli İşlemler Piyasalarında Elektronik Ticaret ve İMKB Vadeli İşlemler Piyasası" konulu yazıların da ilginizi çekeceğini umuyoruz.

Umutlarımızı pekiştiren bir tablo ile Haziran sayısında buluşma umudıyla hoşçakalın.

Saygılarımla,

Adnan Nas

Ekonomik Yorumlar

PANEL

Sermaye Piyasasının Geliştirilmesinde Vergi Politikalarının Rolü

TOPRAK— Saygıdeğer konuklar, Türkiye Sermaye Piyasası Aracı Kuruluşları Birliği Üyeleri, Birlik organları ve çalışanları adına hepinizi saygıyla selamlarım. Birinci yılını henüz dolduran Birliğimiz, aradan geçen bu kısa süre zarfında fiziki alt yapısını ve kadrosunu oluşturmuş, mesleki düzenlemelerini yaparak uygulamaya koymuş, statüsünden aldığı "Sermaye Piyasasının ve aracılık faaliyetlerinin geliştirilmesi" temel hedefine dönük çalışmalarına başla-

KATILANLAR

- Y. Ziya TOPRAK
- Kemal DERViŞ
- Dr. Doğan CANSIZLAR
- İbrahim BERBEROğLU
- Osman BİRSEN
- Prof. Dr. Ahmet KIRMAN
- Kemal KABATAŞ
- Adnan NAS
- Bülent ECZACIBAŞI
- Yavuz CANEVİ
- Mustafa ÖZYÜREK
- Müslüm DEMİRBILEK

mıştır. Birlik olarak ilk panelimizi kısa süre önce yine bu salonda "Sermaye Piyasasında Mesleki Etik Kurallar ve Yatırımcı Hakları" konusu üzerinde gerçekleştirmiştik. Bu panelle, uygulamaya koyduğumuz sermaye piyasası meslek kurallarını yatırımcılara duyurmayı, kamuoyunun dikkatini konu üzerine çekmeyi ve böylece yatırımcıların üyelerimize, dolayısıyla da piyasaya duyduğu güveni pekiştirmeyi hedeflemiştik. Yatırımcı hakları ise, üzerinde hassasiyetle durdu-

ğumuz bir başka konuydu. Bu konuyu işleyerek, son yıllarda yatırımcı haklarını zedelediği inancında olduğumuz bazı uygulamalara dikkat çekmek istemiştik.

Bilindiği gibi, yılların ihmalleri ve yanlış uygulamaları sonucu ülke olarak ciddi bir ekonomik krizle karşılaştık. Yaşadığımız bu krizin yıkıntıları yanında, Türkiye'de birçok alanda, gerçekten reform niteliğinde, önemli yapısal değişiklikler gerçekleştirildi. Gerçekleştirilmeye de devam ediliyor. Tabii ki, daha birçok alanda bu tür reformlara ihtiyaç var. Sosyal Güvenlik Sisteminde, Vergi Düzenlemelerine ve Teşvik Mekanizmalarına kadar... Nitekim Şubat ayı başında, yürürlüğe giren üç yıllık ekonomik program gereğince, vergi sistemimizde kapsamlı değişikliklere gidilmesi taahhüt edilmiş bulunuyor. Bu reformun da, en az diğerleri kadar önemli olduğunu düşünüyoruz. Çünkü, ülkemizde kamunun aşırı borçlanma ihtiyacı içinde bulunmasının ve "sosyal devlet" olmanın gereklerinin hakkıyla yerine getirilemeyişinin temelinde; vergi sistemimizdeki aksaklıkların ve toplanamayan vergilerin yattığı bir gerçektir.

Bunun yanında; devletin saygınlığını zedelemesi, devletin adaleatine gölge düşürmesi ve ekonomik faaliyetlerde haksız rekabete yol açması gibi manevi zararlar ise bizce olayın daha da vahim yönleridir.

Aşırı enflasyonun hüküm sürdüğü, dolayısıyla makro ekonomik denge-lerin alt üst olduğu bir ortamda alınacak vergisel tedbirlerin uygulanabilme şansı tabii ki olamazdı. Bu bakımdan, enflasyonun nispi bir düşüşe geçtiği ve bu düşüşün devam edeceği yönündeki kanaatin yaygınlaşması, kamu borcunun rahatça döndürülebilmesi, artık sağlıklı bir vergi reformu yapılabilmesinin önündeki engelleri büyük ölçüde kaldırmıştır diyebiliriz. Biz de bu önemli aşamada, kamuoyunun dikkatini, sermaye piyasaları yönüyle vergi düzenlemeleri üzerine çekmek amacıyla bu paneli düzenlemiş bulunuyoruz.

Ülkemizde vergi düzenlemele-lerinde ve özellikle mali enstrümanların vergilendirilmesinde sık sık değişikliğe gidilmesinin çok ciddi sakıncaları görülmüştür. Değişikliklerin yarattığı güvensizlik ortamı tasarrufların yurt dışına veya kayıt dışına kaçmasını adeta teşvik etmiştir. Tüm bu hususlar göz önünde tutularak, önümüzdeki "Vergi Reformu" çalışmaları sırasında, menkul kıymet piyasalarına ilişkin politikalar artık çok iyi belirlenmeli, mevzuatımıza açık ve net bir şekilde dahil edilmeli, yatırımcıya güven aşılanmalıdır. Bu arada üzülererek ifade etmek gerekir ki, serbest piyasa ekonomisi modelinin büyük ölçüde sermaye piyasası temeli üzerinde kurulu olduğu, dolayısıyla bu piyasa geliştirmeden ekonomik kal-

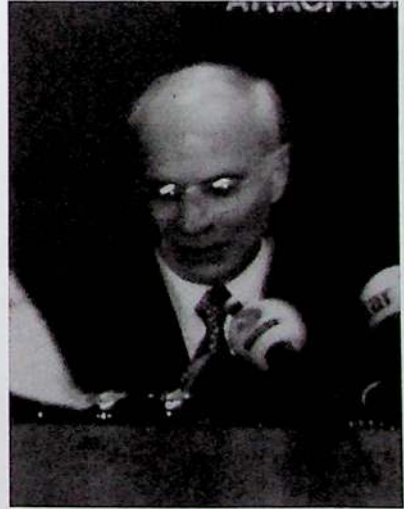
kınmanın sağlanamayacağı gerçeği göz ardı edilerek, sermaye piyasası ve borsa hakkında çok negatif bakış açıları sergilenebilmektedir.

Bu bakımdan, vergi konusunun ele alınarak tartışıldığı bir dönemde konunun öneminin tüm açıklığıyla ortaya konulmasında, yapılacak düzenlemelerde olası yanlışlıkların önüne geçilmesi bakımından yarar görülmektedir. Bizim de yardımcı olmak istediğimiz husus temelde budur. Sermaye piyasasına ilişkin olarak, sanırım herkesin üzerinde mutabık bulunduğu konu; bu piyasanın, ülkemizin sahip bulunduğu potansiyele göre yetersiz oluşudur. Büyük bir olasılıkla, piyasaya olan negatif bakış açısı, bu piyasanın, bilinen nedenlerle işlevini tam olarak yerine getirememesinin bir sonucu olarak karşımıza çıkmaktadır. Piyasamız hangi kriterlere göre yetersizdir? Yatırımcı sayısı, piyasa kapitalizasyon değeri, halka açık şirket sayısı, halka açıklık oranı, kurumsal yatırımcı portföy büyüklüğü, işlem gören enstrüman türleri ve diğerleri. Tüm bu genel göstergeler ortada önemli bir sorunun varlığını gösteriyor.

Güçlü olduğumuz konulara gelince: Ülkemiz sermaye piyasası gerçekten, ilgili kurumlarıyla, teknolojik olarak hayli ileri düzeyde borsası ve baklama - takas sistemiyle, çok iyi yetişmiş meslek personeli ve yöneticileriyle, neredeyse ileri ülkelerle dahi boy ölçüşebilecek

düzyededir diyebiliriz. Ülke olarak sahip olduğumuz bu çok değerli alt yapının en etkin ve verimli şekilde kullanılması tüm toplumun yararına olacaktır.

Bize göre piyasada üç temel sorun var; Birincisi, özellikle yatırımcı haklarını ilgilendiren, sakıncalı bazı uygulamaların daha da şiddetlenirdiği piyasaya olan genel güvensizlik. İkincisi, kurumsal yatırımcı eksikliği, üçüncü olarak da, izlenen vergi politikalarının piyasayı geliştirici özelliklerden yoksunluğu. Bu üç faktöre eklenmesi gereken diğer bir husus da ülkemizdeki "kayıt dışı ekonomi" realitesidir. Üstelik, şayet kayıt dışılık, ileri sürüldüğü gibi toplam ekonominin neredeyse %



Y. ZİYA TOPRAK
(Türkiye Sermaye Piyasası Aracı
Kuruluşları Birliği Başkanı)

50'sini oluşturuyorsa, az önce saydığım üç temel faktör önem açısından ikinci plana dahi düşebilir.

Dolayısıyla, Türkiye'de kayıt dışı ekonomi sorununa çözüm getiremeyecek vergisel tedbirlerin bu alanda gerçek bir reform niteliği taşıyamayacağı gibi, sermaye piyasası üzerindeki olumlu etkisi de sınırlı kalabilecektir. Yeterli büyüklüğe erişememiş olan sermaye piyasamız, doğal olarak, kendisinden beklenen "reel sektöre uzun vadeli fon sağlama" işlevini yerine getiremiyor. Ülkemizde halka arz edilmek üzere, yıllardır tek bir özel sektör borçlanma senedi dahi ihraç edilememiş olduğunu, Devlet Borçlanma Senedi ve bu senetlere dayalı repo işlemlerinin piyasanın tek başına % 90'ından fazlasını oluşturduğunu bu vesile ile dikkatlerinize sunmak isterim.

İşletmelerimiz, böylesi bir ortamda, yatırım için ihtiyaç duydukları kaynağı kısa vadeli banka kredileriyle finanse etmeye çalışmaktadırlar. Tabii ki, rasyonel olmayan bu finansman modeli, konjoktüre göre, hem doğrudan doğruya işletmelerimizi ve hem de kaynak sağladıkları finans kurumlarını, bankaları zorlayabiliyorlar. Halen etkileri ciddi şekilde hissedilmekte olan ekonomik kriz ortamında bu tespitin doğruluğunu gösteren pek çok örnek mevcuttur. İşte bu saymaya çalıştığım nedenlerledir ki, bugün "gelişmiş" olarak kabul edilen tüm

ülkelerde, ulusal sermaye piyasaları bu bakış açısıyla şekillendirilmiş, alınan tedbirlerin ana eksenini de büyük ölçüde maliye politikaları oluşturmuştur. Şüphesiz, sermaye piyasalarının geliştirilmesini hiçbir şekilde amaç olarak görmemek gerekir. Tersine, bu piyasaların geliştirilmesi yoluyla, sermayenin tabana yayılması, istikrar içinde büyüme, fırsat eşitliği, gelir dağılımında adalet gibi sosyo-ekonomik faydalar amaçlanmalıdır. O halde, bu amaca hizmet edecek bir piyasanın, yani sermaye piyasasının geliştirilmesi; kamu dahil, tüm kesimlerin yararına olacaktır. Devletimizin ulusal sermaye piyasamızın gelişmesine dönük hiçbir tedbir almadığı gibi haksız bir iddia içinde de değildir.

Bununla birlikte, çeşitli yatırım araçlarına yönelik vergi düzenlemeleri ile bu düzenlemelerde yer alan teşviklerin; mükellef açısından anlaşılabilirliği ile gelirin tespiti ve beyanındaki güçlükler, Maliye yönüyle bakıldığında, konulan vergilerin denetlenmesinde yaşanan fiili imkansızlıklar, düzenlemelerde sık sık değişiklik yapılması sonucu mükellef nezdinde yaratılan genel güvensizlik duygusu, kamu kağıtları lehine sağlanan teşviklerin, diğer enstrümanları fiilen devre dışı bırakması gibi nedenlerle gerek sermaye piyasası, gerekse Maliye açısından amacına ulaşamadığı kanısındayız. İşte bu nedenlerledir ki -sanırsınız uy-

gun bir zamanlama ile gerçekleştirdiğimiz bu panelde- sermaye piyasasına ilişkin vergisel düzenlemeleri geniş bir perspektifle tartışmayı ve sonuçta; gerek kamuoyunun aydınlatılması, gerekse karar alma yetkisine sahip olan taraflara doğru mesajların verilmesi gibi önemli bir işlevi yerine getirmeyi amaçlıyoruz.

Panelimize katılarak bizleri onurlandıran tüm yetkililere, panelistlere, izleyicilere, basın mensuplarına, bizlere desteğini esirgemeyen Sermaye Piyasası Kurulu ve İstanbul Menkul Kıymetler Borsası'na teşekkür eder, Panelin başarılı geçmesi dileğiyle hepinize saygılar sunarım.

DERVİŞ – Sermaye piyasasını işleten, düzenleyen kurumların Sayın Başkanları, yöneticileri, değerli misafirler, değerli basın mensupları gerçekten çok önemli konuda sizinle birlikte olmaktan mutluyum. İsteğim, bu sermaye piyasası kavramını biraz genişçe, tarihi perspektif içinde kısaca değerlendirmek Niye sermaye piyasası? Sermaye piyasası, piyasa ekonomisinin boyutları arasındaki yeri nedir? Tarih içindeki gelişmesi ne olmuştur? Çok kısaca onlara değinmek istiyorum. Aslında Sayın Başkan'ın da dediği gibi, bu konuda toplumda halâ çeşitli düşünceler, algılamalar var. Bu konuda da biraz açıklık getirmekte yarar görüyorum. 20. yüzyıla baktığımız zaman, merkezden bürokratik kararlarla ayarlanan bir ekono-

mik model ile piyasanın işleyişi ile kararların alındığı model arasındaki bir çekişmeyi, yarışmayı görüyoruz. Buna çok ayrıntılı olarak girmek istemiyorum.

Fakat ilginç olan özellikle Doğu Avrupa'da 20 - 25 yıl önce şöyle üçüncü yol modeli gelişmişti. Mal ve hizmetlerin nereye gideceğini nasıl satılacağını, kaçta satılacağını piyasa belirlesin. Mal ve hizmetlerde piyasa işlesin. Ama sermaye piyasası olmasın. 25 yaşlarındayken üçüncü yol modeline çok sıcak bakıyordum. Bunun en iyi model olabileceğini araştırmak istiyordum. Neden? Çünkü üretim araçlarının özel kişilerin elinde bulunduğu ortam -kapitalist düzen- gelir dağılımı



KEMAL DERVİŞ
(Ekonomiden Sorumlu Devlet Bakanı)

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



7577 400

Online hisse senedi
alım satımı.

Kredi kartı
ödemesi.

Fatura
ödemesi.

Yatırım fonu
alım satımı.

Para
transferi.

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

Peki sizin bankanız bugünlerde sizin için ne yapıyor?

PAMUKBANK



açısından tarihte çok olumsuz birtakım neticelere yol açmıştır. Diğer taraftan bürokratik kararlarla, planlamayla, merkezden idare edilen bir ekonomide yürümüyordu. Dolayısıyla ne yapalım? Piyasayı işletelim, mal ve hizmetleri piyasadaki arz ve talep belirlesin, fiyatları da o belirlesin ama üretim araçlarında büyük ölçüde kamu mülkiyetini koruyalım. Bu şekilde yarı piyasa, yarı kamu ekonomisi diye bir model geliştirelim. Bu model piyasanın iyiliklerine sahip olsun, aynı zamanda kapitalist piyasanın yol açtığı gelir bozukluklarına da müsaade etmeyelim. Bu model Yugoslavya'da, Polonya'da ve diğer bazı ülkelerde denendi, fakat olmadı. Çünkü kaynakların dağılımında sermaye piyasası olmayınca, üretim araçları kamunun mülkiyetinde kaldıkça... Evet belki günlük hizmet ve mal satımlarında piyasa hakim olabiliyor ama orta ve uzun vadeli yatırım kararlarında, sektörel önceliklerde, yani ekonominin büyümesini, gidişatını belirleyen esas yatırım kararlarında piyasa işlemedi. Maalesef piyasa ekonomisi sermaye piyasası olmadan işleyemiyor. Bu gerçeği artık bütün dünya kabul etmiş durumda.

Piyasa ekonomisi dediğimiz zaman sadece mal ve hizmetleri ayarlayan mekanizmadan bahsetmiyoruz. Aynı zamanda yatırım kaynaklarını da, sermayeyi de düzenleyen mekanizmanın plase olmasını ima

ediyoruz. Fakat bu her sorunun halledildiği anlamına gelmiyor. Sermaye piyasası olunca üretim araçlarında özel mülkiyet oluyor. Buradan doğan birtakım gelir dağılımı sorunları devam ediyor. Dolayısıyla devletin sermaye piyasasını ortadan kaldırmadan bu gelir dağılımı dengesizliklerine, sosyal adalet eksiklerine başka yollardan çare bulup hem mal ve hizmet piyasasına dayalı bir düzenin hem de sermaye piyasasının işleyebileceği bir düzende gelir dağılımını diğer araçlarla düzenlenmesi gereği kabul edilmiş oluyor, 21. yüzyıla böyle giriyoruz. Sermaye piyasasının ideolojik ve felsefi yerini tayin etmekte ve görmekte yarar var. Çünkü halâ sermaye piyasası dediğimiz zaman gelir dağılımıyla, sosyal adaletle hakça bir ekonomiyle bağdaşır mı, bağdaşmaz mı tartışması ülkemizde tamamen bitmedi. Bu sorun ciddi bir sorun. Üretim araçlarının özel mülkiyette olması gelir dağılımı açısından birçok sorunu yaratabiliyor, birçok eşitsizliğin kaynağı olabiliyor. Fakat bu eşitsizlikleri, haksızlıkları, dengesizlikleri düzeltmenin yolu sermaye piyasasını ortadan kaldırmak değil. Üretim politikası, sağlık politikası, vergi politikası gibi devletin gelir dağılımına, piyasayı bozmadan müdahale edebileceği araçları kullanması ile gerçekleştirilir diye düşünüyorum. Türkiye'de sanırım bu yolda ilerliyoruz. Sermaye piyasasına gerçekten ihtiyacımız var. Kaynakların en verimli en hızlı

büyüme yi yaratabilecek sektör lere akabilmesi için, o sektörde yeterli kaynağın birikebilmesi için ve kaynağın istihdam, dış satım, üretim yaratabilmesi için sermaye piyasasının derinleşmesi, yaygınlaşması, bu kaynakları daha güçlü bir şekilde dağıtmasına izin vermek gerekiyor.

Tabii makro ekonomik istikrar-sızlık bunun önünde büyük bir engel teşkil etmiştir. Çok yüksek enflasyonlu bir ortamda sermaye piyasasını iyi bir şekilde işletmek, reel ve nominal değerler arasındaki farkı görebilmek, vergileri hakça toplamayabilmek çok zor. Diğer taraftan 1980'li yılların sonuna doğru Türkiye'de devlet bir bakıma sermaye piyasalarını keşfetti. Ama keşfetmekle birlikte sermaye piyasasında özellikle bono ve tahvil piyasasında toplanan kaynağın % 90 - 95'ini kendine yöneltti. Türkiye'de devletteki gider - gelir farkı aşağı yukarı son 15 yıldır sermaye piyasası sayesinde kapanıyor ve giderek artan bir borç yükünü oluşturmuş bulunuyoruz. Bu 1980'li yılların sonunda başladı. 1990'lı yıllarda hız kazandı. Borç milli gelir oranı 1990'lı yılların başında % 25 civarındayken, kamu bankalarındaki görev zararlarını ve özel bankalardaki biriken bir takım zararları da buna eklediğimiz zaman 2001 yılında % 90 gibi çok yüksek bir orana ulaştı. Devlet bu borcu döndürmek mecburiyetinde, döndürdükçe yüksek faiz ödemek mecburiyetinde.

Dolayısıyla vatandaşın tasarrufunu yüksek faizle bu borç mekanizması çekiyor ve özel sektöre, yatırıma, istihdam ve üretim yaratacak faaliyetlere yeterli ölçüde tasarruf kalmıyor. Türkiye'nin hızlı büyümesinin önündeki en önemli engel, en ciddi fren maalesef bu borç yüküdür.

Bu borç yükünü çok hızla aşağı indirmek mümkün değil. Bunu adım adım aşağı indirmemiz lâzım. Borç yükü sanıyorum 2001 yılının üçüncü çeyreğinde doruk noktasına ulaştı. Bizim hesaplarımıza göre % 94 gibi bir rakama ulaştı. Fakat ondan sonra artık yavaş yavaş düşmeye başladı. Şu anda son rakamlara baktığımız zaman, 2002 yılının ilk çeyreğine baktığımız zaman bu % 94'e ulaşmış kamu borç oranı bugün % 85 gibi bir orana yaklaşmış durumda. Bunu iyi bir haber olarak değerlendirebiliriz. Borç milli gelir oranındaki iniş nihayet başladı. Bankacılık sisteminin içindeki gizli borçları da hesaba kattığımız halde iniş başladı. Kamu bankaları şu anda kâra geçti. Özel bankalar temizlendi, büyük ölçüde güçlendi. Kamu sermayesi gerekiyorsa bir miktar koyulacak Dolayısıyla o kamu sermayesinin yansıttığı borç, belki bu oranda az bir artışa yol açabilir. Fakat milli gelirdeki oranda birkaç puanı geçmeyeceğini tahmin ediyorum. Bundan sonra artık borç milli gelir oranını her yıl düşürmemiz mümkün ve gerekiyor. Hatırlat-

makta yarar görüyorum. Programın öngördüğü bu borç milli gelir oranının aşağı yukarı her yıl % 8 - 10 civarında düşmesi. Biliyorsunuz Avrupa Birliği'ndeki kabul edilen oran % 60 civarındadır. Bizim de 3 - 4 yıl içinde bu orana ulaşmamız ve hatta daha da altına inmemiz büyümemiz açısından zorunludur. Şu anda % 85 olan ve geçen yıl % 94'e kadar ulaşmış borç yükünün bir önemli tatsız boyutu kısa vadeli ve pahalı olması. Sadece orana bakmak yetmiyor, aynı zamanda bu borcun yapısı ve vade yapısına bakmak gerekiyor. Burada da 2001 yılında Türkiye başarılı adımları atabildi. Vade ciddi biçimde uzadı, maliyet kriz ile birlikte çok yükseldi. Fakat maliyet şu anda da düşmeye başladı, hem nominal hem de reel faizlerle düşüşe geçti. Dolayısıyla bu hem büyümenin, hem sermaye piyasalarının sağlıklı gelişmesini önleyen, aşırı borçlanma ve aşırı borç yükünden kurtulma yoluna girdik. Fakat bu yolda devam etmemiz lâzım. Bu yol kolay bir yol değil.

Bu borç yükünü indirmenin önemli bir parçası faiz dışı fazla yaratmamız. Faiz dışı fazlayı yaratmaya devam etmeliyiz. Bunun bir yanı vergi, diğer bir yanı devletin harcamaları ve giderleridir. Devlet harcamalarını ne kadar düşürebilirsek, devleti ne kadar etkin bir şekilde küçültebilirsek, -tabii devletin çok önemli işlevleri var, işlevleri orta-

dan kaldırmak olmaz- israfı önleyerek asli görevine devleti yönleltebilirsek o zaman vergi yükünü de önemli ölçüde azaltabiliriz. Belli bir vergi yükü çerçevesinde de, 2003 yılında başlamak üzere yenilenmiş bir vergi sistemiyle, haklı olarak sizinde şikayet ettiğiniz bazı aksaklıkları giderilmiş bir vergi sistemiyle girmek istiyor Türkiye. Fakat devlet giderlerini azaltmadan, vergi gelirlerini düşürmemiz mümkün değil. Bu yolda ilerlersek Türkiye'de sermaye piyasası gelişebilir. Henüz başlangıcındadır, alt yapısı teknik yönden gelişmiştir, bu gurur veren bir gelişmedir. Bunda burada çalışanların büyük katkısı vardır. Fakat milli gelir içindeki payını alırsak ve vatandaşların tasarruflarının ne kadarını devlet tahvili dışında değerlendirdiklerine baktığımız zaman önümüzde daha çok yol olduğunu görüyoruz. Özel sermaye piyasasının gelişmesi, çeşitli yatırım araçlarının gelişmesi aynı zamanda devletin para ve finans piyasalarındaki ağırlığını da ortadan kaldıracak. Çok daha esnek, çok sağlıklı bir yarışmaya dayanan bir yapıyı oluşturacak. İşte o zaman konuşmamın başında değindiğim sermaye piyasası esas işlevini görecek. Esas işlevi vatandaşın tasarruflarını en verimli, en hızlı büyüme yaratabilecek, en hızlı istihdam arttırabilecek olanlara yöneltmek, riski dağıtmak ve böylece tasarrufu hızlı büyümeye çevirmek. Esasen sermaye piyasasının işlevi bu, sermaye piyasasında

Konuşurken kendinize güvenin...

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

**gen
pa**

İletişim teknolojisi ile güvenin buluştuğu nokta

TURKCELL

ERICSSON

SIEMENS

ALCATEL

NOKIA

Nispetiye Caddesi, Etiler Sokak 1 Etiler, 80630 İstanbul Tel: 0 212 287 17 17 pbx

www.genpa.com.tr

Genpa, iletişim teknolojileri için en iyi teknolojiyi seçer.

çalışan insanların da ekonomiye katkısı bu. 30 yıl önce bunu bir başkentte, bir binada belki de çok güçlü bilgisayarlar ile donatılmış, birtakım planlamacıların yapabileceğini düşünüyorduk.

Yalnız değildik bunu düşünmekte, çoğumuz düşünüyordu. Hatta meşhur bir Polonyalı iktisatçının bir makalesi var. "Oh ne güzel şimdi bilgisayarlar gelişti. Bu bilgisayarlar sayesinde artık piyasayı yok edeceğiz, piyasasız büyüyeceğiz. Bilgisayarlar ile bütün hesapları yapacağız, nereye ne kadar yatırım yapılması gerekiyor, hangi işletmeye ne kadar kaynak gerekiyor, bütün bunu müthiş bir bilgisayar ve programla ayarlarız, hesaplarız. Bu şekilde piyasasız büyüyeceğiz." Fakat öyle değil, en güçlü bilgisayarlar bile piyasanın yerini alamıyor. Bunu dünya anlamış durumda.

Birçok ülke milli gelire oranla % 40 bir yatırım yaparak büyümeye çalıştılar. % 40 çok büyük bir yatırım oranı. OECD ülkelerinin ortalaması % 22 - 23. Ama bazı ülkeler planlamaya dayanan birtakım metotlarla bu yatırım oranını % 40 - 45'e kadar çıkarttılar. Bu ülkelere reel olarak baktığımız zaman son 30 yılın büyüme hızı sifıra yakın. Çok tasarruf ettiler, yatırıma çok kaynak sağladılar fakat bu yatırımları verimli bir şekilde üreticilere aktaramadıkları için maalesef netice bu ülkeleri çok büyük hayal kırıklığına uğrattı. Bu dersi aldık, do-

layısıyla piyasayı işletmemiz, sadece mal ve hizmet piyasasını değil, sermaye piyasasını işletmemiz lâzım. Aynı zamanda devlet diğer araçlarla, vergi politikasıyla, eğitim, sağlık politikasıyla gelir dağılımını düzeltmek ve daha hakça bir ekonomik düzeni yaratmakla da görevlidir. Piyasa her şeyi halletmiyor, piyasa çok gerekli, büyüme için vazgeçilmez bir mekanizma. Ama hakça ekonomik bir düzeninde sadece piyasa ekonomisiyle ve devletin müdahalesi olmadan da gerçekleşeceğini görmüyoruz. Devletin çok ciddi ve önemli görevleri var bu konuda. Piyasa karşıtı değil, piyasayı düzelter. Piyasa ile ters düşen değil, esas eğitimi, yaratma gücünü toplumda eşit dağıtmaya çalışan çabalarla devlet çok sağlıklı bir neticeye varabilir diye düşünüyorum. Herkese çok teşekkür ediyorum.

CANSIZLAR— Değerli Konuklar, para piyasalarının aksine, orta ve uzun vadeli fon arz ve talebinin karşılaştığı mali piyasa türü olarak tanımlanan sermaye piyasalarında, fon arz ve talebi, menkul kıymetlerin halka arz edildiği birincil piyasalar ile borsalar ve tezgah üstü piyasalar olarak sınıflandırabileceğimiz ikincil piyasalar aracılığıyla gerçekleşmektedir. Günümüzde, gelişmiş ülkelerin öncülük yaptığı ve gelişmekte olan ülkelerin de gecikmeli olarak izlediği, küreselleşme denilen, ülkeler arası sınırların kaldırılması anlayışına dayanan

yeni bir ekonomik düzenle karşı karşıya bulunmaktayız. Bu yeni düzen içinde mali piyasalar yeniden yapılanmakta ve sermaye piyasaları ön plana çıkmaktadır.

Yeni ekonomik düzende; mali piyasaların bankacılık, sermaye piyasası ve sigortacılık gibi alt sektörleri arasındaki sınırlar önemli ölçüde gevşemekte ve hatta ortadan kalkmakta ve bunun sonucunda da mali piyasaların farklı sektörlerinde faaliyet gösteren kurumlar birbirlerine rakip konumuna gelmekte, artan rekabet ortamında ise hizmet maliyetleri düşmekte ve kalite artmakta, sermaye hareketleri üzerindeki kısıtlamalar kaldırılarak tasar-

ruflar uluslararası düzeyde yatırıma yönlendirilmekte. Kurumsal yatırımcı olarak isimlendirilen emeklilik fonları, yatırım fonları, sigorta şirketleri ve risk sermayesi şirketlerinin mali piyasalardaki payları giderek artmakta ve risklerin ve maliyetlerin azaltılmasına yönelik olarak vadeli sözleşmeler, opsiyon ve swap gibi türev araç ve teknikler giderek yaygınlaşmakta ve önem kazanmaktadır.

Sermaye piyasası alanındaki düzenleyici ve denetleyici kamu otoritesi olarak, Sermaye Piyasası Kurulu (SPK)'nın üzerine düşen görev, yeni ekonomik düzenin gerekleri çerçevesinde, gelişmekte olan piyasalar arasında yer alan ülkemiz sermaye piyasasının gelişimini tamamlayarak, gelişmiş piyasalar seviyesine ulaşmasını sağlamaktır. Buna göre sermaye piyasalarında karşımıza çıkan sorunları iyi teşhis etmeli ve her bir sorun için geliştireceğimiz çözüm önerileriyle sermaye piyasalarının gelişimini teşvik etmeliyiz.

Bu çerçevede, ülkemiz sermaye piyasalarında karşılaştığımız sorunları kısaca şu şekilde özetleyebiliriz. Şirketler kesimi veya sermaye piyasalarımızın arz yönü ile ilgili sorunlar. Halka açık şirket sayısı ve halka açıklık oranları düşüktür. Şirket sahipleri şirket yönetimini kaybetmek için ya halka açılmamakta ya da düşük oranla halka açılmaktadır. İstanbul Sanayi Odası (İSO)'



Dr. DOĞAN CANSIZLAR
(Sermaye Piyasası Başkanı)

nın her yıl yayınladığı "Türkiye'nin En Büyük 500 Şirketi" listesinde yer alan firmaların sadece 121'inin, hisse senetleri İMKB'de işlem görmektedir. İMKB'de hisse senetleri işlem gören 308 şirketten 20'sinin şu, ya da bu gerekçeler ile işlem sıraları kapalı bulunmaktadır. Kamunun aşırı borçlanma gereksinimi, enflasyon ve yüksek faiz nedeniyle özel sektör borçlanma senetleri piyasası yok denecek seviyelere düşmüştür. Ülkemizde aktif büyüklüğü ve ciro bakımından KOBİ olarak nitelendirilebilecek firmalara uygun örgütlenmiş sermaye piyasaları şu anda mevcut değildir.

Yatırımcılar kesimi veya sermaye piyasalarımızın talep yönü ile ilgili sorunlar. Ülkemizde 20 yılı aşkın bir süredir süren yüksek enflasyonist ortam, yatırımcıların orta ve uzun vadeli yatırım yapmalarını engellemektedir. Gelir dağılımına bakıldığında sermaye piyasalarına kanalize edilebilecek yeterli bireysel tasarruflar henüz istenilen seviyelerde bulunmamaktadır. Kurumsal yatırımcılar ülkemizde yeterince çeşitlenmemiş, önemleri tam olarak anlaşılammıştır. Bu kapsamda, özel emeklilik fonları düzenlenmiş olmasına karşın, henüz hayata geçirilememiş. Ayrıca, sigorta sektörünün prim istihsalı ve sermaye piyasalarına fon aktarımı yeterli büyüklüğe ulaşamamıştır. Yaşadığımız ekonomik krizin uzantısı olarak, sermaye piyasasında bir diğer sorun

da yatırımcı mağduriyeti konusudur. Gerek Tasarruf Mevduatı Sigorta Fonu (TMSF)'ye devrolunan halka açık bankalar ile bunların bağlı ortaklık ve/veya iştiraklerinin işlem sıralarının kapatılması, gerekse diğer nedenlerle işlem sıraları kapalı olan şirketler nedeniyle mağdur durumda bulunan yatırımcı sayısı yaklaşık 280 bin civarındadır. Bu sayı, 1.237.000 olan toplam hisse senedi yatırımcısının % 23'üne tekabül etmektedir.

Yukarıda sayılan arz ve talep yönlü sorunlara ek olarak ülkemizde sermaye piyasalarının istenilen ölçüde gelişmemesi genel ekonomik ve geleneksel mülkiyet anlayışı dışında vergi politikalarıyla da yakından ilgilidir. Mevcut vergi düzenlemelerimiz, firmaların halka açılmalarına ve bu şekilde kurumsallaşmalarını özendirici yeterli düzeyde teşvik hükümleri içermemekte, bireylere dönük kâr payı ve sermaye kazançları istisnaları ise yetersiz kalmaktadır. Ayrıca vergi düzenlemelerinde sıkça görülen değişiklikler de yatırımcıların sermaye piyasalarına yönelmelerini engellemektedir. Sermaye piyasalarımızın günümüzdeki büyüklüğü ve mali piyasalar içindeki payı dikkate alındığında, başlangıç noktasından bugüne önemli ölçüde mesafe alınmasına karşın, hedefimiz gelişmiş piyasalar kategorisine yükselmek olduğuna göre, sermaye piyasalarımızın halen gerek arz gerekse talep aç-

sından vergi yönüyle teşvik edilmesi gerekmektedir.

Biz SPK olarak mevcut düzenlemelerimizi ve işlem süreçlerini günün ihtiyaçlarına uygun ve olabilirdiğince sade ve anlaşılır hale getirmek, denetim fonksiyonu yoluyla piyasalarda güven ortamını tesis etmek, şeffaflığa dönük uygulamaları yaygınlaştırarak, kamuyu aydınlatma yoluyla bilgisel etkinliği sağlamak, gibi yöntemlerle yukarıda özetlediğimiz sorunlara çözüm getirmeye çalışıyoruz. Ayrıca, sermaye piyasalarımızın gelişimini engelleyen makro ekonomik sorunların çözümü yönünde atılan önemli yapısal değişiklik adımlarının önümüzdeki dönemlerde meyvelerini vereceğini ümit ediyoruz. Ekonomideki bu olumlu sürecin hızlanması için sermaye piyasası araç ve kurumlarına yönelik vergi düzenlemeleri büyük önem arz etmektedir.

SPK olarak, sermaye piyasalarına ilişkin vergi düzenlemelerinde şu ilkelerin dikkate alınması gerektiğine inanıyoruz. Vergi düzenlemeleri; yurt içinde sermaye birikimini özendirici olmalıdır, birikimlerin yurt içinde yatırıma yönlendirilmesini teşvik etmeli, bir başka ifade ile sermayenin yurt dışına çıkmasını gerektiren veya özendiren hükümler içermemelidir, kısa vadeli spekülasyon işlemleri değil uzun vadeli gerçek yatırımları teşvik etmelidir, tasarrufların altın, döviz, gayrimenkul gibi verimsiz alanlarda değil,

hazine bonusu, kamu ve özel sektör tahvili ile hisse senedi gibi para ve sermaye piyasası araçlarında yatırıma yönlendirilmesini özendirilmelidir, fiktif kazançları (enflasyon kazancı) değil enflasyondan arındırılmış reel kazançları caydırıcı olmayacak şekilde vergilendirmelidir, küçük birikimlerin para ve sermaye piyasası araçlarına yönelmesine engel olmamalıdır ve son olarak da vergilendirme basit, adil ve eşit olmalıdır.

Bu bağlamda sermaye piyasalarının gelişimini teşvik amaçlı bazı vergi önerilerimizi şu şekilde sıralamak mümkündür: Kurumlar Vergisi Oranı; mevcut vergi düzenlemeleri halka açılmayı teşvik eden hükümler içermemektedir. Şirketleri halka açılmaya özendirmek için % 30 olan kurumlar vergisi oranının, hisse senetleri borsada işlem gören şirketler için % 10 olarak belirlenmesi halka açılmayı ve şirketlerin kurumsallaşmasını önemli ölçüde özendircektir.

Bireysel Emeklilik Sistemine ilişkin öneriler; emeklilik yatırım fonlarına ödenen katkıların vergi matrahından düşülebilecek kısmı, asgari ücretin bir yıllık tutarı ve katılımcının bir yıllık ücret gelirin % 10'u ile sınırlandırılmış olup, bu tutar ve oranlar sisteme orta ve yüksek gelir grubundaki tasarruf sahiplerinin katılımını engelleyecektir. Gelir Vergisi Kanunu'ndaki indirimin, yıllık olarak asgari ücretin yıl-

lık tutarını aşamayacağına ilişkin hükmün kaldırılması ve % 10 olarak belirlenmiş bulunan indirim oranının Bakanlar Kurulu tarafından % 20 olarak belirlenmesi sisteme katılımı önemli ölçüde teşvik edecektir.

Yatırım Fonları için beyan muafiyeti; Gelir Vergisi Kanunu'nda, yatırım fonu katılma belgelerinden elde edilen kazançlar için 31.12.2002 tarihine kadar beyan muafiyeti getirilmiştir. Beyan muafiyetinin belirtilen tarihte sona ermesi, yatırım fonları sektörünün gelişimini olumsuz yönde etkileyecek niteliktedir. Beyan muafiyeti süresinin 31.12.2010 tarihine uzatılması yararlı olacaktır.

"Gelir Amaçlı Kamu Borçlanma Araçları Fonu"na Vergi Teşviği; Mevzuatımızda uzun vadeli kamu borçlanma araçlarını portföyüne alan yatırım fonlarını teşvik eden bir düzenleme bulunmamaktadır. Bu amaçla portföyünün en az % 80'i, vadesi ortalama bir yıl olan kamu borçlanma araçlarından oluşturulacak yeni bir fon türü olarak "Gelir Amaçlı Kamu Borçlanma Araçları Fonu"nun ihdasına yönelik olarak yürürlüğe konulacak Kurulumuz Tebliği'nin teşviki amacıyla, anılan fon türünün A Tipi Fonlar gibi vergiden muaf tutulmasını önermekteyiz.

Gayrimenkul Yatırım Ortaklıklarında KDV indirimi; gayrimenkul yatırım ortaklıkları, gayrimenkul

alımlarında yüksek vergi yüküyle karşılaşmaktadır. Gayrimenkul yatırımlarının kurumsallaşmasının teşvik amacıyla % 18 olan KDV oranının, konut yapı kooperatiflerinde olduğu gibi % 1 olarak uygulanması ve tüm işlemlerini piyasa değerleri üzerinden yapan GYO'ların ödedikleri tapu harcı (tarafardan her biri için % 1.5) ve damga vergisinin (binde 7.5) Harçlar Kanunu ve Damga Vergisi Kanunu'nda yapılacak değişiklikle binde 1'e düşürülmesini önermekteyiz.

Hisse senedi alım satım kazançlarına ilişkin öneriler; yüksek enflasyon nedeniyle vadelerin kısaldığı ülkemizde hisse senetlerine yeterli talep bulunmamaktadır. Mevcut uygulamada, 1999 - 2002 dönemi için 3 aydan fazla satılmayıp elde tutulan hisse senetleri alım satım kazançları beyana tabi tutulmamıştır. 1.1.2003 tarihinden itibaren en az elde tutma süresi 1 yıla çıkacaktır. Halen uygulanmakta olan 3 ay elde tutma süresine bağlı vergilendirme rejiminin 2010 yılı sonuna kadar sürdürülmesi veya beyan usulü tamamen kaldırılarak sadece stopajla yetinilmelidir.

Hisse senedi kâr payına (Temettü) ilişkin öneriler; hisse senetlerinden elde edilen kâr paylarının vergilendirilmesinde halen 2001 yılı için belirlenen 4.9 milyar liranın üzerinde kâr payı elde edilmesi halinde beyanname verileceği ve gelir vergisi ödeneceğine ilişkin düzenle-

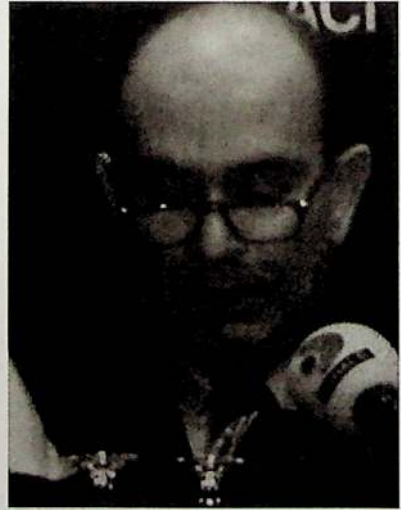
melerin, günün koşullarına göre gözden geçirilmesi ve istisna tutarının yükseltilerek enflasyondan arındırılmış tutarın vergilendirilmesi benimsenmelidir.

Özel sektör borçlanma araçlarına ilişkin öneriler; özel sektör borçlanma araçlarının gelişim gösterememe nedenlerinden biri de, vergisel açıdan kamu borçlanma araçları ile arasındaki rekabet dezavantajıdır. Mali araçlar arası rekabet eşitsizliğini gidermek üzere; özel sektör borçlanma araçları için % 12 olan stopaj oranının da kamu borçlanma araçları gibi % 0'a indirilmesi özel sektörün sermaye piyasasından borçlanmasını kolaylaştıracak ve maliyetlerini düşürecektir. Bugün için gelişmiş piyasalara bakıldığında gelişmenin başlangıcında sermaye piyasaları ile ilgili önemli vergisel teşviklerin sağlandığını görmek mümkündür.

Ülkemizde de kalkınmanın sürükleyicisi olan sermaye piyasalarımızın gelişmesi için bu tür vergi teşviklerinin sağlanması zorunludur. Ülkemiz ekonomisi ve sermaye piyasaları açısından oldukça önemli olan bu konferansı, ülkemiz sermaye piyasalarının gelişmiş sermaye piyasaları arasındaki yerini alması amacımıza yönelik olarak, mevcut sorunlarımızın tespiti ve çözüm önerilerinin tartışılması için bir fırsat olarak değerlendiriyor, emeği geçen herkese teşekkür ediyorum.

BERBEROĞLU – Değerli Konuklar, Türkiye Sermaye Piyasası Aracı Kuruluşları Birliği tarafından düzenlenen bu panelde sizlerle birlikte bulunmaktan memnunum. Bu vesileyle hepimizi saygıyla selamlıyorum.

Sağlıklı işleyen bir sermaye piyasasının ulusal ekonominin ayrılmaz bir parçası olması gerektiğini artık hepimiz en küçük bir kuşku duymaksızın biliyoruz. Tasarrufların değerlendirilmesi, sermayenin tabana yayılması ve milli gelirin daha adil dağılımı yanında, etkin çalışan bir sermaye piyasasının, özellikle ekonomideki atıl fonların değerlendirilmesi yoluyla mali politikaları ve doğrudan kamu maliyesini de



İBRAHİM BERBEROĞLU
(Maliye Bakanlığı Müsteşar Yardımcısı)

olumlu bir yönde etkilemesi beklenebilir. Dolayısıyla kamu otoritesi özellikle 1980'li yıllardan itibaren öncelikle düzenleyici sıfatıyla sermaye piyasasını yakından izlemiş ve bu piyasanın sağlıklı bir şekilde gelişimi için gerekli tedbirleri almıştır.

1980 sonrası dönemde hızlanan piyasa ekonomisine geçiş çabaları ve buna paralel olarak götürülen mali sistemin serbestleştirilmesine yönelik girişimler artık günümüzde belli bir olgunluğa erişmiştir. Geriye dönüp son 20 yıla bakıldığında, bu çabaların bir dönüm noktası olarak 1982 yılında çıkarılan Sermaye Piyasası Kanunu ile 1986 yılında faaliyete geçen İstanbul Menkul Kıymetler Borsası öne çıkmaktadır.

O zamandan bu zamana epeyce bir yol aldığımız aşikardır. Bugün İMKB, 300'ün üzerinde şirketin işlem gördüğü, son zamanlarda doların değerinde gözlenen hızlı düşüşe ve dünyada ve Türkiye'de yaşanan ekonomik sıkıntılara rağmen 2001 yılında 80 milyar doların üzerinde işlem yapılan modern bir borsa görünümündedir. Bizim yurtdışında yaşadığımız ekonomik sıkıntıların ve dünyada yaşanan büyük siyasi çalkantıların borsayı ve daha genel olarak sermaye piyasasını olumsuz etkilememesi tabii ki beklenemez.

Ancak geçici olduğuna inandığım bu gelişmelerin de ötesinde, halâ sermaye piyasamızın derinlik kazanmasını, serbestleştirilmesini

ve etkinleştirilmesini sağlayacak yapısal bir dönüşüme ihtiyacımız vardır. Bu yapısal dönüşümün anahtarı tabii ki yürütülmekte olan ekonomik programın başarıya ulaşmasıdır. Ancak bu sayede sermaye piyasası serbestleşecek, kamunun ekonomideki payı azalacak ve mali sistemin yarattığı kaynakların en verimli şekilde kullanılacağı alanlara akmasını sağlayacak bir ortam gerçekleştirilecektir.

Diğer piyasaların olduğu gibi sermaye piyasasının da kendisinden beklenen işlevleri yerine getirebilmesi, içinde yaşanan ekonominin iyi işlemesine bağlıdır. Bir süredir ülke ekonomisinde yaşanan sıkıntıların sermaye piyasasını da olumsuz etkilemiş olması bu açıdan şaşırtıcı olmamıştır. Türkiye ve Türk ekonomisi belli problemler yaşadığı bir dönemden geçmektedir. Türkiye'nin 21. yüzyıla girerken bu problemleri çözmesi gerektiği açıktır. Türkiye'nin, enflasyonun % 50 - 60'ların üstünde seyrettiği, kamu kesimi açığının GSMH'nin % 20'lerine ulaştığı, yine geçen yıllarda olduğu gibi GSMH'nin % 20'sini aşan oranda faiz ödemeleri ile 21. yüzyıla taşınması mümkün olamazdı. Türkiye'nin yeni çağa, ancak ekonomisini güçlendirmiş olarak girmesi mümkündür. Uygulanan ekonomik programı ve hep birlikte çektiğimiz sıkıntıları bu gözle görmemiz mümkündür.

Ben bugünkü panelin konusu-

nu oluşturan sermaye piyasasının geliştirilmesinde vergi politikalarının rolü hakkında değerlendirme yapmayı bu işin ehli olan değerli panelistlere bırakıp, sermaye piyasası da dahil olmak üzere, diğer bütün ekonomik faaliyetlerin içinde cereyan ettiği vergi ortamı ve bu alanda uluslararası kuruluşların da katkılarıyla sürdürdüğümüz reform çabaları hakkında kısaca birkaç söz söylemek istiyorum.

Toplam vergi yükü açısından Türkiye diğer orta gelirli OECD ülkeleri ile karşılaştırıldığında ortalamanın üzerindedir. Ancak uzunca bir süredir yaşadığımız kronik enflasyon ve ekonomik krizler vergi sistemini adil, şeffaf ve istikrarlı olma hedefinden uzaklaştırmıştır. Vergi tabanı ekonomideki gelişmeye paralel olarak genişletilememiş, bu ise vergide yoğunlaşmayı ve adaletsizliği arttırmıştır. Yaşanan krizlere kamu maliyesinin çare bulma arayışları kapsamında vergi kanunları sık sık değiştirilmiş, bu değişiklikler sonucunda sistem karmaşık bir yapıya dönüşmüştür.

İşte bu sorunlara bir çözüm bulmak; yani vergide eşitliği, şeffaflığı ve istikrarı sağlamak için vergi yükünde bir artış olmaksızın sistemdeki mevcut çarpıklıkları düzeltici, vergi tabanını genişletici ve vergi idaresinde iyileştirmeler yapılmasını hedefleyen bir reform programı yürürlüğe konulmuştur. Böylece daha düşük marjinal vergi

oranları ile aynı tutarda vergi hasılatı elde edilerek ekonomik büyümeye de katkı sağlanacaktır.

2002 - 2004 yıllarını kapsayacak bu reform programının ana hedefleri şunlardır; dolaylı vergiler sistemindeki çok oranlılık ve karmaşıklık, vergi oranlarının sayısı azaltılarak ve yürürlüğe konulacak özel tüketim vergisinin de katkısıyla sistem konsolide edilerek giderilecektir. Dolaysız vergiler sistemi de OECD standartları ve uluslararası düzeydeki iyi örnekler dikkate alınarak basitleştirilecek ve etkinleştirilecektir. Her tür mali araç üzerindeki reel efektif vergi oranları armonize edilecektir. Vergi teşvik sistemi basitleştirilecek, otomatik ve şeffaf bir hale getirilecektir. Vergi idaresi modern yönetim ve tekniklerini kullanan, gündelik işlerden ziyade vergi politikalarının tahlil ve tayini üzerinde çalışabilecek etkin bir yapıya kavuşturulacaktır.

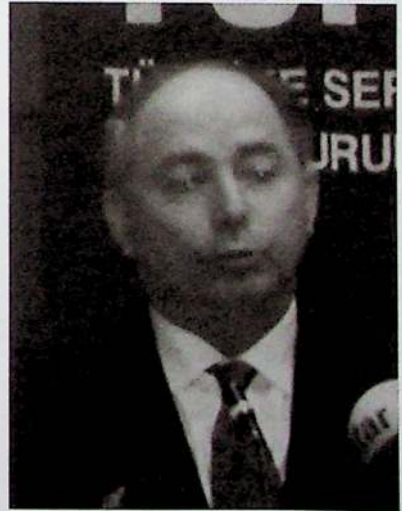
Bu hedeflere ulaşan bir vergi reformunun, kalıcı bir büyümenin ve mali dengenin sağlanması ve ekonomik canlanmanın tesis edilebilmesi için önemli bir araç olacağını ve aynı zamanda amaçlanan bu yapının sermaye piyasasının gelişmesi için elzem olan tarafsız, şeffaf ve etkin bir vergi ortamını yaratabileceğini öngörmekteyiz. Bugünkü paneldeki tartışmaların da bu kapsamda yürütülen çalışmalara ışık tutacağını dikkate alarak bu toplantıyı düzenleyen Türkiye Sermaye

Piyasası Aracı Kuruluşları Birliğine teşekkür ediyor, hepinizi saygı ile selamlıyorum.

BİRSEN— Bugünkü konumuz gerçekten çok önemli. Niye önemli? Geliştirilmesi gereken bir sermaye piyasası ile karşı karşıyayız. Aslında sermaye piyasası dediğimiz zaman, bu sermaye piyasasını ne zaman keşfettiğimiz tartışmalı olmakla birlikte, bana göre ilk keşfetme 1980 yılı. Ben o zaman 24 Ocak kararlarının alındığı dönemde Maliye Bakanlığı'nda çalışıyordum ve o ekibin de içindeydim. Ekonominin liberalleşmesi çerçevesinde alınacak birçok tedbir içinde en büyük eksikliğin sermaye piyasasının olmayışı bizim dikkatimizi çekmişti. Niye böyle olmuştur. 1980 dediğiniz zaman diğer sermaye piyasalarında 100 yılı aşkın gecikmeleri ifade ediyor. Halbuki Türkiye'de hiçbir konuda 100 yılı geçkin bir gecikmeye biz muhatap olmamiştik. Demek ki burada çok özel bir gecikmemiz var. Sermaye piyasası dediğimiz zaman bu konseptin ne olduğu konusu bile tartışılır, öğrenme konusu halindeydi. Hatta bazen bunu günümüzde bile tartışıp tekrar doğrusunu öğrenme ihtiyacının olduğu günleri de yaşıyoruz. Zaman zaman böyle anlayış ve düşüncelerin oluştuğunu görüyoruz. Bu bakımdan sermaye piyasası hiç hafife alınacak bir piyasa olmadığı, bunu inceleyip, anlayıp bunun ne gibi sonuçlar doğurduğunu görmek sure-

tiyle daha yakından anlamak mümkün oluyor. Gerçekten tüm gelişmiş ekonomilere bakıldığında zaman tesadüf olmayan başka bir özellik oluyor. Sanayileşme olgusu, sosyal gelişimi v.s. gibi birçok göstergelerin yanında sermaye piyasalarının gelişmiş olduğunu görüyoruz. Bu bir tesadüf olamaz. O halde liberal ekonominin ona sermaye yaratan ve diğer konuşmacıların ifade ettiği gibi hem sermayeyi yaratma, hem bu sermayenin rasyonel şekilde dağılımını sağlama ve gelir dağılımını düzeltici bir yönünü icra eder.

Bu kadar büyük bir mekanizmada 100 yılı aşkın bir dönemde yararlanmamış olmanın sakıncalarını ve sıkıntılarını halen çektiğimizi



OSMAN BİRSEN
(İMKB Başkanı)

ifade etmek isterim. Böyle bir piyasanın tanımlanıp, mevduatının 7ı-kartılması, sermaye piyasasının kurulması 3 yıl sürmüştür. Şimdi bile beğenmediğimiz İMKB'nin bir şekilde kağıt üzerinde kurulması 6 yıl çalışmayı gerektirmiştir. O dönemden itibaren baktığımız dönemde geçen 16 yıl vardır. Bu 16 yılın nasıl geçtiğine bakarsanız. 5'er yıllık dönemler itibarıyla ayırdığımız zaman, ilk 5 yıl kuruluş dönemi zor bir dönem. İkinci 5 yılı bir şekilde piyasalaşma için gayretlerin olduğu bir dönem olarak görüyoruz. Üçüncü 5 yılda da piyasa haline gelmesine tanık olduğumuzu görüyoruz. Gerçek bir piyasa, belli bir büyüklük ve çalışma prensibini edindiğini görüyoruz. Bu dönem zarfında -potansiyelimizin ufak bir kısmını temsil etmekle birlikte- 1996 yılındaki 350 - 400 bin yatırımcı sayısından kriz öncesinde 1.600 bin yatırımcıya ulaşabilen bir piyasa olduğunu görüyoruz. Sermaye yaratma açısından son 4.5 yılda 12 milyar dolar sermaye yarattığını görüyoruz. Tüm kuruluşundan bu tarafa 20 milyar dolar sermaye yarattığı düşünülürse çok ciddi sermayenin son dönemde meydana geldiğini görüyoruz. Yine bu son dönemde dünya sınıflandırmasında likidite ve büyüklük fonksiyonu açısından dünyanın sayılı borsalarından biri haline geldiğini görüyoruz. Sıralamada gelebileceği en son noktaya geldiğini görüyoruz. Gelişen piyasalar arasında dördüncü. Birin-

cisi Tayvan, ikincisi Kore, üçüncüsü Hong Kong. Bunlar zaten gelişmişlerden de daha gelişmiş olduğu için dördüncü gelen İMKB aslında gelişen borsalar içerisinde birinciliğe sahip. Tüm piyasalar açısından bakıldığı zaman likidite ve fonksiyonel açıdan 23. sıradaki yerini almıştır. Yine 23. sıradan 22. sıraya geçmek için kendi hacminin 3 katına çıkması gerekir.

Bunlar yeterli midir? Hayır, değildir. Çünkü Türkiye ekonomisi gerçekten kendi potansiyelinin hem büyük olması hem de bunun genişleyebilir olması özelliğine sahiptir. Çok dinamik ve gelişme açısından her türlü yapısal kaynağa sahip ekonomi durumundadır. Ama son 15 - 20 yıla baktığımız zaman maalesef sermaye piyasalarının gelişimi açısından çok şanssız dönemler içerisinde yaşamak durumunda kalmıştır. Hiç kesintisiz bu yüksek enflasyon ortamında gayretlerini göstermek durumunda kalmıştır. Zaman zaman kesintili ama onun da kendine has başka yönleri var. Yüksek reel faizlerin başka enstrümanlar tarafından arz edildiği, daha güvenli bir şekilde getirilerin yüksek derecede sağlandığı. Yani yüksek Hazine borçlanması ile bir şekilde mücadele etmek durumunda kalmıştır. Bütün bu şartlar düşünüldüğü zaman, gelinen yerin hiç azımsanacak bir yer olmadığını kabul etmek lâzım. Hatta gelişmişlik açısından ana kriterlerden bir tanesi iş-

lem gören hisse senetlerinin toplam değerinin GSMH'ya oranını düşündüğümüz zaman -dolar kurunun iyi gittiği dönemler- % 60 gibi bir oranla belki birçok gelişmiş piyasanın önüne geçmiş gibi görünürsünüz. Aslında buradaki oranların o kadar da önemli olmadığını, önemli olanın doğru tarifler ve devamlı bu seviyedeki bir payı, özellikle de piyasada işlem gören hisse senedinin derinliğinin artmasıyla ilgiliyiz.

Bu açıdan bakıldığı takdirde vergi politikalarının çok önemli olduğunu burada ifade etmek isterim. Aslında bende bir maliyeci olarak öz eleştiride bulunmak istiyorum. Hocalarımız bize hep vergi sisteminin iki fonksiyonundan bahsetti. Bunlardan birisi fiskal yani gelir getirici fonksiyonu. Fakat en az onun kadar önemli olan bir de ekonomiyi düzenleme fonksiyonu var. Zaman zaman bakıyorum fiskal amacı şöyle veya böyle gerçekleştirmiş gibi görüyoruz. OECD standardına göre gelirleri GSMH'nın payı açısından düşük gözüküyor ama bazı gelişen ülkelere göre iyi durumdayız. Burada nispeten başarılıyız. Fakat maalesef başarılı olamadığımız kısım vergi politikasının ekonomiyi geliştirme açısından bir alet olarak kullanılmasını sağlamak kısmı. Bu aslında en önemli kısım. Burada biz ekonomik hadiseleri, geliştirmek istediğimiz hadiseleri ve geliştirilen hadiselerin ne ölçüde gelişeceğini ve ge-

liştiği noktada bu vergi politikası ile nasıl düzenlemelerle belli bir noktada ona set çekeceğimiz konusunda çok duyarlı, çok başarılı politikalar izleyemedik. Zannediyorum ki, bundan sonra Türkiye bundan önce yapılan hataların düzeltilmesi noktasına geldi. Bu hatalar içinde de vergi politikasının ekonomik hadiseleri uygun tarzda yönlendirmesi konusu da yer alıyor. Onların yine en önemlilerinden biri, madem ki, sermaye piyasamızı geliştirmek zorundayız o zaman bu politikaları sermaye piyasasının gelişimi için kullanmalıyız. Vergisiz olmalıyız demiyorum. Bu vergileri onun iyi gelişimi açısından akıllı bir şekilde organize etmeliyiz. Bu açıdan bakıldığı zaman sermaye piyasamızın ona ihtiyacının kurumsal yatırımcı olduğunu biliyoruz. Bizim yerli kurumsal yatırımcımızın olmadığını biliyoruz. Yerli kurumsal yatırımcı yaratmak açısından ne ölçüde vergi ve onun dışında teşvik yapılacaksa bu yerini bulacaktır. Daha fazlası ile bunu kendisi geri ödeyecektir. İstikrar olarak, maliyet düşüklüğü olarak, büyüme olarak. Bu çalışmaların hızlanacağını ümit ederek sözlerime son veriyorum. Teşekkür ederim.

KIRMAN – Açılış konuşmalarını yapan tüm konuşmacılara teşekkür ediyorum. Değerli konuşmacılar daha önce değindiler. Vergi uygulamaları gerçekten Maliye politikasının önemli araçlarından biri-

si ve geriye doğru 20 yıla baktığımız zaman çok dalgalı vergi politikaları ve vergi düzenlemelerini yaşadığımızı hep beraber gördük. Şu anda da içinde bulunulan ekonomik kriz ile bağlantılı yeni bir yol ayrımına da geldiğimiz gözleniyor. Yeni vergi düzenlemeleri getirilmesi konusunda çalışmalar var. Uzunca bir süreden beri kamuoyunda mevcut olan, vergi sistemine yönelik bulunan standart mükellef reaksiyonu dışında kalan eleştirilere IMF ve Dünya Bankası da belirli konularda katılınca, programa da alınınca kısa dönemde yeni düzenlemelerin de hayata geçirileceği anlaşılıyor. Önemli olan bu değişikliklerin açık şekilde, toplumsal tartışmaya imkan verecek şekilde hayata geçirilmesidir. Yine çok tartışma imkanı yaratmayan ya da buna fırsat tanımayan yöntemlerle bu düzenlemelerin oldu bittiyle Meclis'ten geçmesi galiba başka çözümsüzleri de beraberinde getirecektir. Bu nedenle daha açık, daha şeffaf hiç olmazsa programda belirtildiği gibi bir yol izlenmesi kanımızca çok yerinde ve gereklilik göstermektedir. Birincil fazla ihtiyacımız vardır. Ama her şeyi birincil fazlaya endeksleyerek, gelir kaygısını ön plana çıkararak da vergi düzenlemeleri yapmamız gerekir.

Sayın BİRSEN'in de belirttiği gibi, vergi bundan sonra artık ekonomik program içerisinde de geliştirme, yönlendirme ve kaynak ya-

ratmaya imkan verecek özellikler taşınmalıdır diye düşünüyorum. Son olarak iki noktaya değinmek istiyorum. Sermaye piyasalarına yönelik olarak getirilmesi düşünülen vergi düzenlemelerinin iki başlık altında ele alınması yararlı olacak. Bunlardan ilki, sermaye piyasası kaynaklı kazanç ve iradları nasıl vergilendirelim. İkincisi ise, sermaye piyasası işlemlerine ilişkin vergi ve benzeri mali yükümlülükleri nasıl düzenleyelim olmalıdır. Diğer bir ifadeyle doğrudan ve dolaylı yükümlülükleri ayrı ayrı ele almak lâzım. Özellikle doğrudan vergilendirmeye baktığımız zaman çok uzunca bir süredir istisnalara dayalı yöntemleri izlediğimiz de görülüyor. Doğrudur, istisna teşvik yöntemlerinden birisidir.



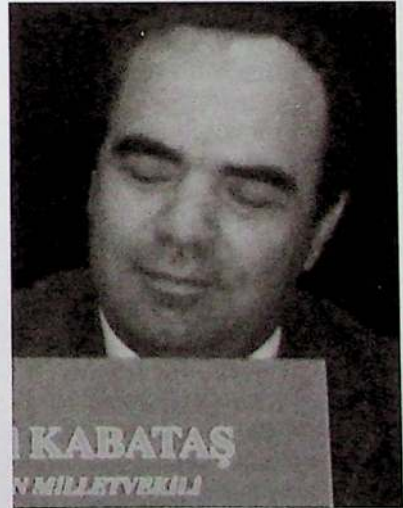
Prof. Dr. AHMET KIRMAN
(A.Ü. S.B.F. Maliye Bölümü Başkanı)

Ama bugüne kadar gelinen noktada istisnanın her şeyi çözmediği de görülmüştür. Bu anlamda vergi tembelliği yaratmayacak mükelleflerde düzenlemeler getirilmesi ve buna bağlı olarak da finansal enstrümanların daha eşitlikçi bir şekilde birbirleri arasında fark yaratmadan vergileme konusu edilmesidir. Hiç şüphesiz basit bir vergilendirme yöntemine kavuşturulmasıdır. Bazı meslek grupları için bu öneri pek çekici gelmeyebilir ama mükelleflerin basit bir şekilde vergilendirilmeleri gereklilik gösteriyor. Herkes tarafından bilindiği gibi bütün ünlülerin vergi ile ilgili sözü vardır. Fakat ben size Einstein'ın bir sözünü söyleyeyim. Amerikan gelir vergisi sistemi ile ilgili olarak Einstein "Dünyanın en zor anlaşılabilir şeyi" cümlesini kullanmıştır. Bunun böyle olmaması lâzım. Daha basite indirilmesi gerekir.

Diğer taraftan özellikle kurumsal yatırımcıların teşvik edilmesi büyük bir öncelik olmalıdır. Kurumsal yatırımcılar açısından yatırım fonları belli bir noktaya gelmiştir. Ama bunun dışında söylenen sigorta şirketleri tarafından oluşturulan fonlar mevcut sigorta şirketleri tarafından hayata geçirilmemiştir. Bunun dışında birçok kurumsal yatırımcı kimliğine sahip kuruluşların varlıkları sermaye piyasalarına aktarılamamıştır. Teşviklerin kurumsal yatırımcılara yönelik olması be-nimsenmelidir. En son olarak da

özellikle dolaylı vergiler ya da benzer mali yükümlülüklerin azaltılması, oransal olarak düşünülmesi ve basitleştirilmesi suretiyle sermaye piyasası işlemlerine kolaylık getirmesi ana amaçlardan birisi olmalıdır. Mutlaka konuşmacılar bunlara değinecekler. KDV, Banka Sigorta Muameleleri Vergisi, bir takım paylar gibi uygulamaları daha makul bir seviyelerde ve basite indirgeyerek teşvik edici mahiyette hayata geçirmeliyiz. Benim kısaca söylemek istediklerim bunlar. Müsaadenizle sözü Sayın Kabataş'a vermek istiyorum. Buyurun Sayın Kabataş.

KABATAŞ – Sayın Başkan, değerli izleyiciler, sermaye piyasası konusunda vergi ağırlıklı olarak dü-



KEMAL KABATAŞ
(DYP Samsun Milletvekili)

zenlenmiş olan bu panele bende Maliye politikalarının daha çok harcama boyutu, bu harcama ve gelir sisteminin ekonomide yarattığı istikrarsızlık. Bu istikrarsızlığın yönetimi ve düzeltilmesi yönünde getirilen programı, politikaları ağırlıklandırarak kendi görüşlerimi çözümlerimi de içerecek şekilde sizlerle paylaşmak istiyorum. Görüyorum ki panelistlerimizin çoğu vergi konusunu ağırlıklandırarak, yani borsadaki yatırımcının vergiyle ilişkisini, vergi boyutunu hem kurumsal yatırımcılar, hem bireysel yatırımcılar, hem de sermaye piyasası işlemleri açısından öncelikli ve ağırlıklı tartışma konusu haline getirmişler. Bu doğru ve yerindedir, günceldir. Ama Sayın Derviş'in biraz önce işaret ettiği nokta çok daha temel bir nokta. Çünkü borsa güven, açıklık ve istikrar üzerinde çalışmak zorundadır. Sermaye piyasasında üç temel ilke ve bu fiyatta istikrar. Yani yatırımcının getirisinin temsil edecek olan kazancın ya da kaybının sınırlanması veya yatırım yaptığı şirketin kârı, bundan kendisine aktarılacak pay fevkalade önemli. Buradaki endeksin, hareketin değişmesi fevkalade önemli ve istikrar içinde kalması, istikrar içinde yönetilmesi, ekonomideki istikrarın sermaye piyasasına yansması yatırımcı açısından fevkalade önemli ve yakından izlenmesi gereken bir olaydır. Ama sermaye piyasasındaki istikrar da, ekonomideki istikrardan ayrı düşünülemez

bir ilişki. Sermaye piyasasında istikrar, piyasada istikrar, ekonomide istikrar. Ekononimideki istikrar meselesinin de gerisinde finansal politikalar var, kamu açıkları var, bu açıkların yönetimi var. Bu konulara kısaca değinmek ve sizlerle paylaşmak istiyorum.

Ekonomideki istikrarsızlığın göstergesi sonuç olarak yüksek enflasyon, yüksek faiz, yüksek kur ve bütün bunların gerisindeki ana sorun da kamudaki finansal dengelemin oluşturulamaması. Yaşadığımız ekonomik istikrarsızlığın tanımında bu var. Bu açıklar nereden oluşuyor, kamudaki bu dev açık nasıl oluşuyor meselenin iki boyutu var. Birisi harcamalar olağanüstü boyutlarda artıyor. Kamu bir bütün olarak, sadece bütçe içinde değil bütçe dışındaki varlıklarıyla da, kurumlariyle da olağanüstü bir yönetim disiplinsizliği içinde büyük açıklar yaratıyor. Hükümetler de bu açıkları karşılamak üzere kendilerine göre olağanüstü vergiler getiriyor, vergi oranları artıyor, türleri artıyor, çeşitleri artıyor, uygulaması karmaşık hale geliyor. Bütün bunlar dengeyi yakalamaya yönelik. Fakat denge düzeleceğine bozulmaya devam ediyor. Harcamaları kısacaksınız, yüksek vergiler getireceksiniz ve bu dengeyi makul bir düzeye çekeceksiniz. Buna bağlı olarak da enflasyonu düşüreceksiniz. Enflasyonla mücadele programının gerisindeki ana sistematik bu. Bu sistematik

içinde nereye geldi Türkiye? Şunu gördük, bir kere yanlış tespit yapıldı. Sadece konsolide bütçe içinde Maliye Bakanlığı ve yönetimi program içinde faiz dışı fazla yaratacak-tı. Bu faiz dışı fazla hedefleri ger-çekleşti. Gerçekten ekonomideki daralmanın, küçülmenin sadece kurumsal yapıya dokunmadan öde-nekleri keserek, vermeyerek, erte-leyerek belli bir geçici denge sağ-landı. Ama ekonominin diğer kesimlerinde, yani bütçe dışında ka-lan konsolide kamu diye tanımladı-ğımız kesimdeki olup bitenler hiç kimsenin sorumluluk alanına gir-medi. Bankacılık sektöründe kamu bankalarında sonradan kamu açığı-na dönüşen katrilyonluk açıklar hiç kimsenin yönetiminde olmadı. Bu-nu eleştiri olarak ifade ediyorum.

Çünkü bütçeye sapanıp kaldı-ğınız zaman olayın belki sadece % 50'sini yönetiyorsunuz. Bütçe dışın-da fonlar da, döner sermayeler de, KİT'ler de, özelleştirme de, mahalli idareler de, bankalar da ne olup bittiği hiç kimsenin meselesi değil. Hiç kimsenin meselesi değil ama sonuçları itibarıyla herkesin mese-lesi haline gelmiştir. Türkiye içinde yaşadığı krizlerin de getirdiği ek yüklerle sonuçta tanımadığı, yönet-medığı bu açıkları Hazine üstlen-mek ve Hazine yükümlülüğü haline dönüştürmek suretiyle beklide tüm finans tarihinin olmayacak boyutta bir büyüklükte borç stoku yaratmış-tır. Çok da itinalı davranmadan,

her şeyi yalan yanlış, ekonomide pek çok muhasebe kaydını günlük olarak açıklanamayan bilançolar-dan deşirdiği açıkları kamu yü-kümlülüğü, Hazine yükümlülüğü haline getirmiş. 36 katrilyon lira dü-zeyinde olan piyasadan borç alınan rakamlar 122 katrilyonluk bir boyu-ta ulaşmıştır. Türkiye'nin açık soru-nu, borçların döndürülebilirliği, borç dinamiklerinin yönetilebilirliği sorununa dönüşmüştür. Bugünkü program bu açığı kapatmak yerine, bu yönetilemez duruma gelmiş iç ve dış borç stokunu döndürmeyi he-defliyor. Önümüzdeki programın temel karakteristiği bu. 122 katrily-on borç, tabii dış borçtaki artışta bunun üzerine geldi döndürebilmek açısından ve bir hesaba göre CIP'ye oran olarak % 115'lik kamu borç stoku var, iç ve dış borç olarak. Bu inanılmaz bir rakam % 115. Sayın Derviş diyor ki veya program diyor ki, her yıl 12 katrilyon düzeyinde bütçe tasarrufları ile sağlayacağımız fazla ile bu borcu aşındıracağız, % 60'lara çekeceğiz diyor. Peki bütün bunlar olup biterken bu faiz dışı fazlayı yaratmak ülkedeki satın alma gücünün, talebin kırılması, yok edilmesi, düşürülmesi anlamına ge-liyor.

Bunun genel sonucu ekonomi-de yine inanılmaz rekor düzeydeki açık, borca ek olarak ekonomideki daralma. Bu daralma ile Türkiye kaç yıl daha bu faiz dışı fazlayı yara-tır. Bir hesaba göre sentetik sayıla-

bilecek yaratılmış borçları nasıl yönetir. Bu gerçekten hepimizin istikrar adına doğru sorgulaması gereken bir konu. Şimdi önümüze konulan formül dışarıdan destek geldi geçici olarak ve biz faiz dışı fazla yaratarak % 115'lik oranı % 60'lara çekeceğiz. Kaç yıl Türkiye büyümeden, kaç yıl Türkiye büyümenin önünü engelleyerek devam edebilir, bunu sormamız lâzım. Nerede duracak Türkiye? Borçların çevrilebilirliği sorununu nasıl çözecek? Faiz dışı fazla bu büyüme olayının önünü keserek nasıl yaratılacak? Vergide geldiğimiz sınırlar fevkalade önemli, Türkiye'de % 26 ortalama vergi yükü var. Buna sosyal güvenlik ödemelerini de koyduğumuzda % 34 gibi bir rakam oldukça yüksek. Vergide belli bir limite geldiğimiz açık. Harcamalarda da kesintiyi nasıl yapıyoruz, ona bir bakmak istiyorum.

Maliye Bakanı bütçe ile verilen ödenekleri kullandırmıyor. Çünkü tek bir hedefe odaklanmış durumda. Bu anlamda devletin tüm hizmetleri aksıyor. Bu en kolay bütçe yönetim tekniği. Elinize belirli bir kaynak verilmiş, bu kaynakları veriyorsunuz, vermiyorsunuz, istedikçe veriyorsunuz tek bir hedefi tutturuyorsunuz. Ama 112 katrilyonluk borç stokunu ve milli gelire oran olarak 2001 yılında % 43 seviyesine gelmiş borçlanma oranını buraya getiren nedenleri ve yapıyı irdelemeden bunları gerçekten yapısal

dönüşüm ya da yeniden yapılanma adı ile sloganlardan öteye almak istemiyorsanız, yapacağınız hiçbir şey yok. Bir süre sonra bugün yönetebildiğimi söylediğiniz borçları da döndüremezsiniz. Çünkü borçları döndürebilme iddiasının gerisinde 45 katrilyonluk piyasayla bağlantılı borcu ayıklarsanız geriye kalan 80 katrilyonluk borç Hazine ile kamu kuruluşları arasında oluşturulmuş yükümlülük ilişkisidir.

Merkez Bankası'nda bunun içindedir. Şimdi faizini erteliyorsunuz, ödemesini erteliyorsunuz ve bu rakamlarla borçlar dönüyor diyoruz. Borçlar gerçekten dönüyor. Çünkü borçların önemli bir kesimi kamu kuruluşları ve kamu kuruluşlarının alacaklarından oluşuyor. Bunu bu şekilde götürdüğünüz için 22 katrilyonluk borcu 2002 yılı bütçesine yansımaya sadece 43 katrilyon lira olarak ilan ediyorsunuz. 122 katrilyon liralık yükümlülüğü 43 katrilyon liralık faiz yükü ile taşımak mümkün değil. Bu aritmetik olarak yanlış. Fakat ne yapıyorsunuz. Dün borçları kaybetmemiştiniz, orada tutuyordunuz. Bugün borç haline getirdiniz, bir şekilde kendi bölgenizde yönetiyorsunuz. Çözüm buradan geçmiyor. Çözüm 122 katrilyonluk yükümlülüğü yaratan sistemin gerçekten doğru tespiti ve burada yeniden yapılandırılmayı ciddi ölçüde ve inançla ortaya koymaktan geçiyor. Ben şöyle ifade ediyorum. Devletin ekonomideki büyüklüğü,

payı % 56, konsolide kamunun ekonomideki payı % 56. Bu herhalde dünyada emsali olmayan bir oranı ifade ediyor. Biz bu oranı gerçekten aşağıya çekmek, % 40'lara çekmek için nasıl bir program uyguluyoruz. Maliye politikalarımız burada nerede devreye giriyor, bunlara bakmamız lâzım. Gerçekten bunlar yok.

Hükümetin tasarruf ediyoruz anlamında ortaya koyduğu tedbirler gerçekten IMF ve Dünya Bankasından gelen insanların ön gözlemlerinden ve toplantılarda dinlediklerinden ibaret. KİT'lerde personel sayısını kısıtlıyoruz diyoruz, bölge teşkilatlarını kapatıyoruz diyoruz. Fakat 300 bin yeni personel alıyoruz. Bütün bunlar konjonktürle, konseptlerle uygun değil. Yanlış, böyle bir inanç yok. Biz bütün bu düzenlemeleri bir program içinde kullanılabilecek krediden, kredi kullanımını kolaylaştırmak olarak görüyoruz. Kamuda yapılacak olanlar şunlar: Vergi boyutunu bir tarafa tutarsak, harcama boyutunda yani ekonomideki istikrarsızlığın ana kaynağını oluşturan harcama ihtiyacını, borçlanma ihtiyacını yaratan sistemin birkaç boyutu var. Birincisi; merkezi hükümet dediğimiz genel bütçeli kuruluşlardaki tüm teşkilat yapısını, tüm personel yapısını tüm yönetim yapısını gerçekten etkinliği, verimliliği, tasarrufu öne alacak şekilde teker teker elden geçirecek ve çağdaş yapıya kavuştur-

caksınız. Bu açığı yaratan sistemin kaynağını yok etme operasyonudur. Etkin denetimle, çağdaş denetimle ve açığı kalıcı şekilde yok etmenin de yoludur. Ama bu programla ve hükümetin bu olaya yaklaşımında bu boyutta ciddiyet ve radikal yaklaşım yok. İkincisi; özelleştirme, kamuyu küçültme operasyonunun ikinci ayağında özelleştirme var. Özelleştirme 1983 yılından bu yana gündemde. Nasıl yönetildiğini hepimiz çok yakından biliyorsunuz. Özelleştirmede bugüne kadar yaklaşık 9 milyar dolarlık bir gelir sağlanmış. Bir o kadar da harcaması var.

Devlet, kamu Türkiye'nin en verimsiz ve hiçbir fonksiyonu olmayan kurumlarını her ay türlü, çeşitli formüllerle beslemeye, ayakta tutmaya devam ediyor. Türkiye'nin bu kadar ağır bir fatura ödediği dönemde böyle bir yapıyla yaşıyor olması gerçekten programın doğru uygulanmadığını, programın Türkiye'deki sorunları kavramadığını ortaya koyan en güzel örneklerden birisi. Tabii devleti, merkezi idareyi küçültme operasyonu içinde personel, insan gücü de var, özelleştirme de var, yeniden sistemi gerçek anlamda yapılandırma da var. Bunlar olmadan sadece var olan bütçeyi, faiz dışında kalan bütçeyi, zaten prematüre haline gelmiş bütçeyi daha da sıkarak, daha da yok ederek ya da bu kadar dev açığı her anlamda vergi yaratarak kapatmak

mümkün değil. Türkiye'de çağdaş bir devlet, çağdaş bir ekonomi ve gerçek anlamda bir transmasyon yaratmak istiyorsak çalışma alanımız bu olmak zorunda. O nedenle kamu kuruluşları arasında borç - alacak ilişkilerini böylesine manipüle ederek Merkez Bankası'nın sisteme 32 katrilyonluk likidite sağladığı meselesini görmeden, Merkez Bankası'nın 6 katrilyon lira kâr elde eden bir kurum görüntüsüyle ekonominin en kârlı, en verimli kurumu diye açıklanması olayının gerçekten tutarlılık açısından eleştiriye açık yönleri vardır.

Bunlara bakılması ve değerlendirilmesi lâzım. Bütün bunlarda bu program maalesef çok az detay içeriyor ve hiçbir siyasi irade de ortaya koymuyor. Çünkü hükümetin siyasi iradesi kamunu küçültülmesinden çok büyütülmesinden yanadır. Bütün rakamlar bunları gösteriyor, kamu büyümeye devam ediyor. Çok çağdaş diye tanımladığımız özêrk kurumların yaptığı görevleri daha önceden yapmakta olan kurumların hepsi fazlasıyla bugün yaşatılmaya devam ediyor. Hem onu, hem de bunu yaşattığımız zaman sadece sistemi büyötmeye devam ediyorsunuz. Bunu bir siyasi yaklaşım olarak değil, bu sistemin içinde çok uzunca sayılabilecek bir süre görev yapmış. Buralarda da düşünce üretmiş kişi olarak teknik açıdan değerlendiriyorum. IMF ve Dünya Bankası'nın da bu olaya bu pespektiften ba-

kabildiğine emin değilim. Biz de onlarla uzunca bir süre çalıştık. Mali yönetimin iyileştirilmesini iyi bir projeye bağladık. Ama uygulanmasında aksaklıklar var. Burada siyasi irade ve hükümetin görüşü bu radikal çizgide olup olmaması Türkiye'nin ekonomik istikrarsızlığı aşması açısından fevkalade önemli. Bu çok sancılı bir operasyon, çok zor bir operasyon. Ama aynı ölçüde kaçınılmaz bir operasyon. Ben borç büyüklükleriyle, borç rakamlarıyla, bütçe ödenekleriyle geleneksel yaklaşım içinde oynayarak bu sistemin sürdürülebilir olduğuna inanıyorum. Fakat teknik açıdan inanmıyorum. Bunun çok daha ağır bir radikalizm gerektirdiğini düşünüyorum ve bu radikal kararlar alınmadan da ne borsada ne de ekonomide kalıcı bir istikrar, sürdürülebilir bir büyüme yaratılması imkanı olduğunu da doğrusu kendi açımdan çok iyimser bir yaklaşım olduğunu görüyorum.

Hepimize çok fazla anlatılan bu yapısal reformlar meselesine birkaç noktayla değinmek istiyorum. Bunlar gündeme getiriliyor, nasıl getirildiğini, nasıl görüldüğünü biliyorsunuz. Hükümet taahhüt ediyor, onaylıyor, parlamento çalışıyor bunları yürürlüğe koyuyor. Bankacılık Düzenleme ve Denetleme Kurulu (BDDK) kuruldu, çağdaş bir kurum. BDDK bankacılık sektöründeki bu kadar karmaşayı yürütmek açısından bugünkü yapısıyla etken oldu mu? Çok büyük ölçüde

bir likiditasyon kurumuna dönüştü. Hükümet enerji piyasaları kurumunu oluşturdu. Peki enerji sektöründeki fiyat yapısındaki, rekabet yapısındaki, devletçi yapıdaki kargaşayı 7 kişilik eski memurlardan kurul oluşturup çözmek mümkün mü? Değil. Tarım sektörü reformunda ne yaptık? Birlikler daha çok insan istihdam eder duruma geldi. Dört yıllık bir geçiş dönemi yarattık. Yeniden yapılandırma meselesi, kim neyi yeniden yapılandırdı. Bütün bunların cevabı yok. Niçin cevabı yok? Hükümet bütün bunlarda radikal kararları alıp, bu kurumları birer gözetim kurumu, bir çeşit sistemi rekabet içinde yönetme açısından gözetken, denetleyen, regüle eden kurum olarak yaşatabilir. Ama bu kurumlarla rekabetçi sistem içerisinde radikal kararlar almak, radikal düzenlemeler yapmak, sistemi yeniden yapılandırmak mümkün değil. Bürokratik organizasyonlar bu kararları alamazlar. Alamayacaklarını da zaten yaşayarak görüyoruz. Bu kurulların yaratıcısı olan hükümet bu eleştirileri başlatmış durumda. Çünkü bu kararlar siyasi irade gerektirir, bu kararlar zor kararlardır, radikal kararlardır. Günlük rutin yönetim yapısı içinde düzenlenemez.

Vergi boyutu çok önemli, sermaye piyasası ile ilgili vergileme rejimi hem kurumsal yatırımcının teşviki açısından önemli hem de bireysel yatırımcı açısından önemli. Tür-

kiye’de her şey geçici rejimler ile yönetiliyor. Hükümetin, yönetimlerin gerçekten sermaye piyasasındaki yatırımcılar -bireysel ve kurumsal- ve sermaye piyasasındaki işlemler açısından ortaya koyacağı vergileme rejimi çok büyük belirsizlikler -bugün için de, gelecek için de- sergiliyor. Bunu böyle ayakta tutmak, ortada tutmak, geçici askıda tutmak son derece yanlış. Bunun öncelikle çözümlenmesi lâzım. Doğru, yanlış, istikrarlı, kararlı, doğru, basit bir vergilendirme rejimini ortaya koymak lâzım. Önümüzdeki dönem düzenlemeleri, eğer bir defa daha ertelenmez, askıya alınmazsa bunun için bir fırsat olur diye düşünüyorum. Tabii burada nereden buldun meselesinin tartışılmaması lâzım. Bu kadar tartışmadan sonra yaratılan hasar ortadayken bu olayın da topyekün gündemden çıkarılması ve yeni bir rejimin başlangıç olarak gündeme getirilmesi lâzım. Borsa yatırımcısına hep sağladığı menkul sermaye kazançları açısından yaklaşıyor. Herhalde zararları da bunlarla beraber düşünmek lâzım. Bu dönemde yaşanan zararlar toplumda sıradan insanların, 1 milyon 600 bin insanın zararları da herhalde gelecek ödeyecekleri vergiler açısından bir yerde not edilmesi gereken önemli kayıtlar. Biz tek taraflı borsa kâr etsin, borsadan gelir alalım, borsa yatırımcısı köşe döndü, onun vergilerine el koymalım mantığı ile sistemde kalıcı doğru bir yapı ve gelişme trendi

sağlayamayız. Beni davet ettiğiniz ve dinlediğiniz için hepinize çok teşekkür ediyorum.

KIRMAN – Sayın Kabataş'a biz de çok teşekkür ediyoruz. Mevcut maliye politikaları sonucunda getirilebilecek çok sağlıklı vergi düzenlemeleri olmadığı, bu sistemle bağlantılı çözümlerinde yarın birgün tekrar yine düzeltmeye muhtaç kalacağı yolunda bir izlenim edindim. İzninizle sözü Sayın Nas'a vermek istiyorum. Sayın Nas dünya gelişen piyasalar ve Türkiye ile bağlantılı olarak vergi konularına değişecek. Buyurun Sayın Nas.

NAS – Öncelikle şunu söylemek istiyorum. Sermaye Piyasalarının Vergilenmesi denen hadiseyi

ele alırken bunun genel bir çerçeve olduğunu biliyoruz. Ama esas itibarıyla iki ana grup halinde toplanabilir. Bir dolaysız vergileme yöntemleri hem yatırımcıların gelirleri üzerinde hem sermaye piyasası kurumlarının üzerinde diğeri de sermaye piyasası araçları ve kurumları üzerindeki dolaylı vergileme yöntemleri. Yani bir maliyet olarak hizmetin maliyetine giren vergileme. Çoğu zaman bu ikinci grubun böyle bir panelin çerçevesinde ele alınmasının daha da önemli olduğuna inanıyorum. Çünkü genellikle sermaye piyasası deyince hep yatırımcılar açısından bakarız. Sadece oradaki muafiyetleri sermaye piyasası vergilemesi olarak anlarız. Bu konunun üzerinde dururken çok kısaca bir başka açıdan konuyu açmak istiyorum.

Bildiğiniz gibi son zamanlarda krizler yaşadık. Bu krizlerin bazı açılardan aklımızı başımıza getirmiş olması lâzım. Ama biz millet olarak çabuk unuturuz. Dolayısıyla kısa zamanda yine eski rahatlığımıza kavuşmamız riski de var. Bu krizler bize çok önemli bir hastalığımızı gösterdi. Türkiye'de bazılarının zaman zaman anladığı, bazılarının anlamadığı finans kesiminin ekonomi içindeki esas fonksiyonunu ve önemini anlattı. Finans kesiminin diğer kesimlere rakip olmadığını, aslında kan damarları gibi ekonominin tüm kesimleri için zorunlu olan katalizör görevi gören bir kesim olduğu-



ADNAN NAS
(PricewaterhouseCoopers Yönetim Kurulu Başkanı)

nu, diğer kesimlere zincirleme etkileri olacak, maliyet yansımaları yapacak bir kesim olduğunu da görmemiz gerektiğini anlattı. En azından İstanbul Yaklaşımı v.s. konuşulurken bunu anlıyor gibi görünüyoruz. Ben kısa zamanda unutacağımıza eminim. Öte taraftan bizim mali sistemimizin ne kadar güdük ve sorunlu olduğunu da bir daha gösterdi. Her ne kadar vasıflı eleman, teknoloji altyapısı v.s. açılardan diğer sektörlerle göre son yıllarda en ileri kesim diye zaman zaman övündüğümüz bir kesimse de, ki bu da doğrudur, bu sistemin sorunları epey fazlaydı. Sistemin temel sorunları esas itibarıyla belki kesimin kendisinde de olmayan bir hatayla Türkiye'deki model ile ilgili sorunlardı. Ama bu hatayı en azından göstermesi açısından krizlerin bir musibet gibi faydası olduğuna inanıyorum.

Türk mali sistemi güdük dedik. Nedir bu güdüklük? Genellikle finansal aktifler toplamının milli gelire, GSMH'ya oranının milli gelirin birkaç katı olması gerekiyor. Gelişmiş ülkelerde olduğu gibi. Biz de bu % 80'ni ancak buluyor. Ama daha vahimi bunun içinde özel kesime ait olan sermaye piyasası enstrümanları sadece % 5 - 6 gibi bir tutarda. Aslında bizim sermaye piyasası dediğimiz, mali kesim dediğimiz kesim tamamen kamu kaynaklı, kamu bazına oturmuş bir finans kesimi. Dolayısıyla sermaye piyasa-

larından gerçekte anlaşılması gereken hatta bankacılık piyasalarında gerçekte anlaşılması gereken özel kesime dayalı bir mali sistemimiz yok. Vahim güdüklük te o noktada başlıyor. Demek ki önümüzdeki gündem açık. Kamu otoritesinin ve özel sektördeki kuruluşların hepsinin focus noktası bu olmalı diye düşünüyoruz. Bunun nedeni nedir? Sayın Başkan açılış konuşmasında bahsetti. Bir önemli nedeni enflasyon, bir diğeri kayıt dışılık. Enflasyonu Sayın Bakan'ın önderliğinde grup bir başarı ile bir yere kadar getirdi. İnşallah dişimizi sıkarak, fazla sızlanmaz ve programı bozmazsak bunu belki de daha makul bir yerlere getirme imkanı olur. Bir tarafı hallediliyor. Kayıt dışılık öyle kolay halledilecek bir şey değil. Ama onun üzerinde de çok çeşitli yönleri ile, tek vergi numarası v.s. gibi yönlerle gelişirsek, bundan sonraki önemli focus noktalardan biri sermaye piyasaları olmalı. Sermaye piyasalarında Türkiye'deki bir yanlış şu. Sermaye piyasası küçük bir ilgi grubunun oyun alanı gibi görünüyor, toplumun bir sorunu haline gelmemiş. Bu arada hep eleştirilen grup Maliye Bakanlığı'dır.

Çünkü Maliye Bakanlığı işini çok fazla önemser. O nedenle herkesi kızdırır. Aslında tek başına Maliye Bakanlığı'nın her sorunu çözmesi mümkün değil. O kendine verilen misyonu yapmaya çalışıyor. Ona verilen misyon, gelir bütçesini

tuttur diyorlar, o da onu tutturmayla çalışıyor. Bu da eleştiri konusu oluyor. Bu açıdan da bir mantıksızlık var. Bu konuları halledecek olan şey Maliye Bakanlığı'nın ötesinde genel irade, toplum adına davranan hükümetin bu konuda ilkeleri tespit etmesi lâzım. Vergi de tabii ki sadece Maliye Bakanlığı'nın konusu değildir. Maliye Bakanlığı uygulamacı birimdir. Burada da bir kavram karmaşası var, sermaye piyasalarını tüylerinin yolunması gereken bir kaz grubu gibi değil, gerçek fonksiyonu ile görmek lâzım. Ama onu Maliye Bakanlığı'na daha üstten gösterilmesi lâzım, toplumun göstermesi, hükümetin göstermesi lâzım. Sermaye piyasaları esas itibariyle genel vergi tabanının gelişmesini sağlar. Yani sermaye piyasasının kendisini bir vergi tabanı gibi görmemek lâzım. Sermaye piyasalarını ekonominin büyümesinin aracı olarak görürseniz. O genel vergi tabanıdır. Kurumlar ve Gelir Vergisi tabanını genişletir. Sermaye piyasasında çok vergi alırsanız, bütçe içinde çok küçük bir yüzde toplamış olursunuz. Ama çok büyük de bir yüzdenin gelişmesinden fedakarlık etmiş olursunuz.

KDV ve BSMV sorunsalını biraz konuşacağım. Çünkü bu konular bankacılık ve finans kesimi dışında pek konuşulmayan konular. Bir de işlem vergisi diye alternatif bir model. Zaman zaman birileri öneriyor. Bunun üzerinde biraz du-

racağım. Dünyadaki uygulamalarından bahsedeceğim. Sonra da Türkiye ve Dünyadaki dolaysız vergilerin üzerinden bir karşılaştırma yapacağım. Dolaysız vergilemede hisse senedi, faiz ve temettü şeklinde, üç gelir türü itibariyle. Hisse senetlerinde biliyorsunuz 3 ay diye bir şey kondu. Fakat orada da kritik bir nokta var. Yeni bir düzenleme yapılmazsa 31.12.2002'de bu bir yıl şekline dönüşecek. 2002 yılı sonuna kadar olan muafiyetler bittikten sonra sistemin üzerinde durmamız lâzım. Çünkü o sistemin şimdiden değiştirilmesi gerekiyor. Bildiğiniz gibi yumurta kapıya gelene kadar biz konuları pek konuşmayız. Muhtemelen Aralık ayında konuştuğumuzu. 3 yıl daha uzatalım gibi palıyatif bir tedbirle bunu geçeceğiz. Dünyada bu konu biraz farklı.

Biz Türkiye'de genellikle bütünsel, sistematik düşünce alışkanlığı çok olmadığı için vergi konusu da belli kişilerin konusu diye görünüyor. -Maliyecilerin konusu - Böyle olduğu için de yamalı bohça haline geliyor. Maliyeciler yapıyor, onu da kimse beğenmiyor. Çıkar grupları ve çeşitli zümreler baskılar yapıyorlar. Böylece yüzlerce geçici madde, kimsenin içinden çıkamadığı garip bir vergi sistemi ortaya çıkıyor. Şimdi de vergi sisteminde yeni düzenlemeler yapılacak denince, emin olun bazen korkuyorum. Eyvah yine yüzlerce geçici madde geliyor diye. Çünkü biz de vergi sistemi re-

formu deyince neredeyse hep geçici maddeler akla gelmeye başladı. Halbuki vergi sistemi mümkün olduğu kadar basit, anlaşılır, aksine geçici maddesi çok az olan, hatta istisnası da çok az olan, fakat istisnaları gerçekten fonksiyonel olan -yatırım indirimi, v.s.- şeklinde olmalıdır. Dünyaya baktığımız zaman kendi yapısına uygun -her toplum birbirinden ayrı- bir takım sistemler geliştiriyor. Siz İngiltere'deki tüm kurumları getirir, buraya koyarsanız iyi bir tercüme ile, harika sofistike kanunlarımız olur. Ama topluma uymaz, böylece hiçbir anlamı olmaz. Geçmişte biz böyle hatalar yapmışız. Bir yerlerden tercüme yapmışız, onunla toplumu uyuşturmaya çalışmışız..

O nedenle kanunların sistematığı bozulmuş ve içinden çıkılmaz hale gelmiştir. Burada sistematik bir düşünce, stratejik bir tavır almıyoruz. Bize benzeyen ülkelere bakıyoruz. Arjantin, Polonya ve İsrail. Bu ülkelerde hisse senedi alım-satım kazançları tamamen vergi dışı. Aynı şekilde bazı ülkelerde önemli bir ayırım şurada görülüyor. Kote olan hisse senetleri ile kote olmayan şirketlerin hisse senetleri arasında bir ayırım gözetiliyor. Türkiye'de bu yok, yapılabilir. Borsaya kote olan şirketlerin hisse senetlerinden elde edilen kâr paylarına daha avantajlı bir şey tanıyabilirsiniz. Dolayısıyla orada da Yunanistan, Meksika, Tayland, İsrail,

Polonya gibi ülkeler buna örnek. Arjantin hepsini birden vergi dışı bırakmıştır. Bazılarında da tarife farklılıkları var. Kote olan hisse senetlerini biraz daha düşük vergiye tabi tutuyor. Gelişmiş ülkeler ise ayırım yapmadan kazançları vergiliyorlar. Burada toplumsal yapımıza bakıp, kendimize uyan düzen nedir ona bakarak bir sonuca ulaşmamız gerekiyor.

Türkiye'de yine ekonominin güdüklüğü ve kaynak ihtiyacı ile ilgili çok özel önem taşıyan bazı kurumları ekonomiye çok geç sokulması ile ilgili sorunlarımız var. Bireysel Özel Emeklilik bunlardan bir tanesi. Risk sermayesi ve gayrimenkul yatırım ortaklıkları gibi enstrümanlar bunlardan bir tanesi. Bu enstrümanlar yıllardır hep konuşulur. Bireysel emekliliğin kanunu yeni çıktı ama öbürleri hep mevzuatta var. Fakat işlemez, işlememesinin nedenleri üzerinde de çok stratejik ya da sistematik düşünce platformu da oluşmaz, kimse de böyle bir çaba içinde de bulunmaz. Enteresan bir sağırlar diyalogu gidiyor Türkiye'de, sebebini anlamakta çok zorluk çekiyorum. Aslında Türkiye'de çok tartışma yapılıyor, çok yazı yazılıyor. Fakat çoğu lüzumsuz konularda, lüzumlu konularda ise az tartışma ve yazı yazılıyor gibime geliyor. Bu da bizim OECD uzmanlarının söylediği gibi "analitik düşünme yeteneği" maalesef zayıf bir ulus olmamızdan geliyor olmalı. Üç mad-

delik bir kanun veriliyor o kanunun doğru olup olmadığını çok tartışmadan biz üstüne 300 sayfalık içtihat yazıyoruz. O yorumları insanlar ezberlemeye çalışıyor. Batılları taklit etmemiz gereken noktalar aslında buralar. Giyim, kuşamdan çok, düşünce tarzlarını taklit edebilssek. Hep üzülerek tespit ettiğim bir şey var. Son dönemlerde IMF VE Dünya Bankası geldi, gitti. Kısmen teşekkür ediyoruz, kısmen küfür ediyoruz adamlara ama şurada önemli bir boşluğu doldurdular. Türkiye'de hiç kimse stratejik düşünmüyordu. Bu adamlar gelince hemen stratejik düşünme dönemi başladı. Burada da yavaş yavaş bizim artık kendi kendimize stratejik aksiyon almayı öğrenmemiz gerektiğini düşünüyorum.

Dolaylı vergilemede de aynı konular var. Dolaylı vergide biliyorsunuz KDV diye çok önemli bir vergimiz var. O verginin bütçe içindeki payı, elimizde 2000 yılı rakamları var 2001 yılı bile tahmin. Dahilde KDV % 17, ithalde KDV ise % 15. Çok önemli bir vergi, gelir ve kurumlar vergisini de aşmış durumda. Buna mukabil BSMV diye bir vergimiz var, onun da bütçenin içindeki payı % 3 civarında. Bu BSMV nedir? KDV dünya uygulamalarında genellikle bankacılık kesimine uygulanmıyor. Türkiye'de de onu yapmışız KDV'yi sokmamışız. Fakat BSMV diye bir şey çıkarılmışız, onu uyguluyoruz hasılat üze-

rinden % 5 tutarında ciddi bir vergi. Bu BSMV'yi uygularken, bir taraftan da hasılatlarında BSMV'ye tabi olan bu kurumları yükledikleri, kendilerine kesilen faturalardaki KDV yüklerini de görmezden geliyoruz. Dolayısıyla işlemin bir taraftan maliyeti artıyor. Bir taraftan da BSMV varken, ona hiç dokunmadan bazı arkadaşlarımız da çıkıp bir de işlem vergisi konulursa çok iyi olur diyor. Bu konular matematik, aslında çok rahat tartışılabilir. Niye çok iyi olur? Niye çok kötü olur? Çok iyi olur diyen alkışlanıyor. Çok kötü olur diyen de alkışlanıyor. Aslında ikisinden biri doğru. Bu doğruları da araştırıp bulmalıyız. Onu bulmak için çabamız yok.

Türkiye'deki uygulamada Batıdan farklı bir nokta var. Batıda genellikle finansal hizmetler, yani hizmetin türüne ilişkin bir yaklaşım var. Finansal hizmetlerin KDV'den istisna olması yaklaşımı kabul ediliyor. Türkiye'de ise yaklaşım biraz daha farklı. Türkiye'de kazancı elde eden kurumlara göre bir ayırım var. Bizde de Batı'ya benzer bir ayırma gidilmesi lâzım. Hizmeti kimin sunduğu ve geliri kimin elde ettiği önemli değil, hizmetin niteliği önemli olmalı. Halbuki bizde bankalar ve sigorta şirketleri masa da satsa BSMV'ye tabi. Bizde böyle bir anlayış var. Buna mukabil yine Avrupa'da da kısmen olan bir ayırma da farklılık var. Mesela bankalar ne satsa BSMV'ye tabi. Ama aracı ku-

rumların bazı şeyleri KDV'ye tabi, bazıları BSMV'ye tabi iken danışmanlık aracı kurumda KDV'ye tabi. Danışmanlık banka da yapabilir o BSMV'ye tabi. Teknik olarak da doğru olmayan bir sürü boşluk var. Bunları da düzeltmemiz gerekir kanaatindeyim. KDV'deki şelale etkisi denen şey az önce söylediğim çıkış KDV'si olmazsa (çünkü çıkış BSMV'ye tabi) girişteki KDV üstünde kalıyor, iade de alamıyor. Bazı ülkeler onu çözmek için yöntemler geliştirmişler. O yöntemlerden birinin Türkiye'de de uygulanması lâzım.

Ülkeler itibariyle genellikle istisna yönteminin kabul edildiği görülüyor. Bazı şeylerde özellikle fon yönetiminde ve hisse senedi ödünçü ya da menkul kıymet satışı aracılık işlemlerinin vergiye tabi olduğu ama öbürlerinde vergiden kasıt hep KDV onlarda BSMV gibi bir şey yok. İngiltere bunu kısmen sıfır oranlı vergileme ile çözmüş. Yani finansal hizmetleri mükellef tercih edebiliyor. Bir kısmını KDV'ye tutma hakkı oluyor. Böylece arındırma ya da mahsup dediğimiz hadise oluşuyor. Bir de karma sistemler, bunlardan birinin Türkiye'de de uygulanması lâzım. Alternatif arayış işlem vergisi üzerinde kısaca bahsetmek istiyorum. İşlem vergisi esas itibariyle şöyle savunuluyor. Vergi gelirlerinin artması ve piyasanın disiplin altına alınması için uygulanan bir vergi. İşlem vergisini uygulayan ülkeler var, uygulamayan ülkeler

var. Genelde uygulanmayan ülkelere baktığımız zaman, genellikle uygulamamanın daha doğru olabileceği yolunda bir izlenim doğuyor. Ülkelerin yapılarına da bağlı. İngiltere Anglosakson dünyasından koparak uygulamaya başlamış. Son yıllarda İngiltere'de en büyük tartışmalardan biri, İngiltere'nin kendine hiç uygun olmayan bir vergiye sahip olduğu. Türkiye'de borsada uygulansaydı örneğin binde 5 işlem vergisi, 400 milyon dolar kadar bir vergi elde edecektik. Ama bu tabii işlem hacmini olumsuz etkilemeyeceği varsayımıyla. İşlem hacmini olumsuz etkilerse astarı yüzünden pahalıya gelebilir. Dünyada da birçok yerde uygulanmıyor.

Burada oranlar da çok önemli. Bizim kanaatimiz, örneğin BSMV kalkarsa bir küçük miktarda işlem vergisi olabilir. Fakat BSMV kalkmazsa işlem vergisinde çok dikkatli davranmak gerekir. Bir de önemli konu türev ürünlere değineyim. SPK çok güzel bir şekilde vadeli piyasaları yavaş yavaş uygulamaya soktu, özellikle döviz ile ilgili piyasaları. Ama bunlarla ilgili pek çok sorun vergi açısından belirsiz. Burada Maliye Bakanlığı'nı SPK sollamış oluyor. Maliye Bakanlığı'nın bunun üzerinde kafa yormaya başlaması lâzım. Çünkü mevcut kanunlar çerçevesinde özellikle menkul kıymet mi, değil mi? Tarif meselesinden dolayı vergisel muamelelerin nasıl olacağı belli değil. Vade-

li işlem sözleşmelerinin menkul kıymet sayılıp, sayılmaması açısından bu son derece önemli. Menkul kıymet sayılmazsa çözümü yok, mevzuat düzenlememiş. Dolayısıyla biz danışmanlara çok miktarda iş çıkacak. Bildiğiniz gibi danışmanlar da işlem maliyetlerini arttırıyor. Sermaye piyasalarının gelişme amacı, danışmanlara para kazandırmaktan çok daha önemli. Onun için buna da çok süratle çözüm getirmek lâzım. Teşekkür ediyorum.

KIRMAN – Sayın Nas'a bu değerli açıklamaları için çok teşekkür ediyoruz. BSMV ile ilgili bir ekleme yapmak istiyorum. Söz konusu vergi aslına bakarsanız Avrupa Topluluğu uygulamalarına paralellik göstermiyor. Onlarda böyle bir şey yok ama Avrupa Topluluğu mevzuatına da aykırı düşmüyor. Zaten Maliye Bakanlığı'nda bu dönemde topluluk mevzuatına aykırı düşmediğini belirtmek suretiyle uygulamanın devam edeceğini söylüyor. Bana göre kısa vadede çözüm üretilmek isteniyorsa bu oranları aşağıya çekmekle bunun çaresi bulunabilir. Bu da maliyetleri ciddi olarak etkiler. Ama aracı kuruluşlar açısından hakikaten BSMV, KDV gibi iki vergiye muhatab tutulma ve ne zaman ne yapacağını bilememe gibi sonuçları ortadan kaldırmak bir zorunluluk. Şimdi sözü Sayın Bülent Eczacıbaşı'na veriyorum. Sermayenin tabana yayılması ile ilgili açıklamalarda buluna-

cak. Buyurun Sayın Eczacıbaşı.

ECZACIBAŞI– Teşekkür ederim Sayın Başkan. Değerli Konuklar her şeyden önce Türkiye Sermaye Piyasası Aracı Kurumları Birliği'nin bu paneli düzenlemelerinden dolayı teşekkür etmek istiyorum. Kuşku yok ki ekonomik gelişme ve istikrar temel koşulu yeterli sermaye birikiminin sağlanmış olması. Bunu bugünün gelişmiş ekonomilerinin ortak tarihi özellikleri açıkça ortaya koyuyor. Kendi ülkemize baktığımızda da düşük verimlilik, dünya pazarında rekabet gücü eksikliği, enflasyon, ekonomik bunalım gibi sorunlarımızın nedenleri başında sermayenin yetersizliği ve pahalılığın olduğunu görüyoruz.



BÜLENT ECZACIBAŞI

(Eczacıbaşı Holding Yönetim Kurulu Başkanı)

Sermaye yetersizliğinin birçok nedeni olduğu kuşkusuz. Ancak iyi düzenlenmiş, sağlıklı işleyen ve gelişen sermaye piyasalarının bu yetersizliğin giderilmesine büyük katkıda buldukları da aynı derecede kesin. Günümüzde sermaye piyasalarının sağlıklı işleyişi aynı zamanda tüm ülkeler için temel sermaye kaynağı haline gelen uluslararası sermayenin yatırım yapabilmesi için de temel koşul niteliği kazanmış oluyor. Ancak sermaye piyasalarının gelişmesinin temel dinamiğinin dün olduğu gibi bugünde sermayenin tabana yayılması oluşturuyor. Sermaye piyasasının sağlıklı gelişmesi ise hem yatırımcının talebini hem de kuruluşların arzının dengeli şekilde artmasına bağlı olduğunu görüyoruz. Bu nedenle bu sürecin her iki yönünü birlikte değerlendirmenin doğru olacağını düşünüyorum.

Bu çerçevede ilk olarak sermaye piyasalarına yatırımcı talebinin arttırılması üzerinde durmak istiyorum. Son 10 yıllık döneme bakıldığında ülkemizde yatırımcıların hızlı bir bilinçlenme sürecinden geçmekte oldukları görülüyor. Yatırımcı artık her yatırımın farklı bir riskinin ve farklı bir getiri potansiyelinin bulunduğunu ve doğru kararın bunların en iyi dengelendiği noktayı bulmak olduğunu fark etmeye başlıyor. Ne yazık ki ülkemizde son yıllarda bu dengeler sermaye piyasaları lehine oluşmadı. Devletin yüksek finansman ihtiyacı nedeniyle iç

borçlanmaya ağırlık vermesi ve Hazine bonolarını kavramsal olarak düşük riskle yüksek reel faiz geliri sağlaması birikimlerin büyük bölümünün faize yönelmesine yol açtı. Bu iç borç sarmalı aynı zamanda ekonominin büyüme hızının da düşük kalmasına neden olarak üretici sektörün büyüme ve kârlılığını da olumsuz etkiledi. Bu nedenle ekonomik gelişmenin bir aynası olan sermaye piyasaları da uzun vadede çekici getiriler sağlayamadı.

Buradan anlaşıldığı gibi yatırımcının risk ve getiri tercihlerinin sermaye piyasalarına kayması öncelikle makro ekonomik sorunlarımızın çözülmesine bağlı bulunuyor. Yürürlükteki ekonomik programın kararlılıkla uygulanarak ekonomimizi sağlıklı bir yapıya ulaştırmasını, hem iç borç reel faizlerini düşürmesini hem de büyüyen ekonomi içerisinde üretim sektörünün kârlı ve verimli çalışacağı bir ortamı oluşturmasını bekliyoruz. Bu durumda yatırımcıların ilgisinin faize dayalı araçlardan hisse senetlerine kayması doğal olacaktır diye düşünüyorum.

Yatırımcıların sermaye piyasalarına yönelmelerinin ikinci doğal koşulu yatırımlarından yüksek performans elde edebilmeleridir. Sabit faizli araçlara göre çok daha karışık bir yapıya sahip olan sermaye piyasalarında etkinliğin sağlanması için profesyonel yönetim hizmeti gerekiyor. Dolayısıyla profesyonel

ce yönetilen yatırım fonlarının gelişmesi sermayenin tabana yayılmasının en sağlıklı yolu. Son dönemde bu amaca hizmet etmek için kurulan portföy yönetim şirketlerinin piyasada yer almaya başlaması ümit verici bir gelişmedir. Öte yandan tasarruf sahiplerinin yıllardır süren alışkanlıklarını değiştirerek birikimlerini sermaye piyasalarına yönlendirmelerinin çok kolay olmadığı görülüyor. Bu amaçla daha yoğun çaba gösterilmesi gerektiği anlaşılıyor. Sermaye piyasalarına yönelik yatırımların performansını arttıracak düzenlemeler bu süreci hızlandırmada çok etkili olacaktır. Bunların en önemlileri ise sermaye piyasası gelirlerinin vergilendirilmesi ile ilgili olanlardır.

Vergi konusuna öncelikle piyasanın gelişmesinde kurumsal yatırımcı olarak en önemli rolü verdiğimiz yatırım fonları açısından bakmak gerekiyor. Bu çerçevede ilk olarak hisse senedi ağırlıklı yatırım yapan "A Tipi Fonlar"ın bu yıl sonunda ortadan kalkacak olan vergi muafiyetlerinin en azından bir süre daha uzatılması büyük önem taşıyor. İkinci olarak yakın gelecekte hızla büyümesi ümit edilen emeklilik fonlarının daha çekici hale getirilmesi için sağladıkları vergi avantajının daha net ve büyük olması gerekecektir. Üçüncü olarak ise sigorta fonlarının sermaye piyasalarına daha fazla yatırım yapmalarına olanak sağlayacak düzenlemelere

gidilmeli ve bugünde vergi avantajları sağlanmalıdır.

Yine de unutmamamız gerekiyor ki bireysel yatırımcılar yakın gelecekte sermaye piyasalarındaki ağırlıklı yerlerini koruyacaklardır. Bu nedenle bireysel yatırımcıların hisse senedi yatırımlarında elde ettikleri gelirlerin vergilendirilmesi konusunda yeniden düzenlemekte yarar olabilir. Bu alandaki seçeneklerden birisi işlem vergisi. Sayın Nas ayrıntılı olarak değerlendirdi. İleride ayrı bir beyana gerek kalmayacak şekilde vergi işleminin kaynağında düşünülmelidir ve değerlendirilmelidir. Bu hem kolaylık açısından hem vergi gelirin ertelenmeden işlem tarihinde elde edilmesi açısından hem de vergi kaçacağına olanak tanımamasından yararlı görülüyor. Ama Sayın Nas'ın belirttiği gibi ayrıntılı değerlendirmelerin yapılması gerekiyor. Konu mutlaka gelir vergisi çerçevesine oturtulmak isteniyorsa öncelikle mevzuatın kolaylaştırıcı hale getirilmesi gerekiyor. Aynı zamanda temettülere dahil olmak üzere hisse senedinden elde edilen gelirlerin vergi yükünü diğer yatırım araçlarına göre düşürmek, birikimlerin sermaye piyasasına yönelmesini özendirme bakımından büyük önem taşıyor.

Konuşmamın başında da belirttiğim gibi sermayenin tabana yayılmasında yatırımcıların talebinin olduğu kadar, kuruluşların arzının

arttırılması da gerekli. Bu açıdan baktığımızda gelişmiş ülkelerde sermaye piyasalarının itici gücünü sağlar ve güvenilir büyük müesseselerin oluşturduğunu görüyoruz. Ülkemizde de önde gelen büyük kuruluşların halka açılmalarını mutlaka sağlamalıyız. Bu amaca ulaşmakta ise vergi teşvikleri çok etkili bir araç olacaktır. Piyasada fiyatların daha sağlıklı oluşabilmesi açısından gerekli olan derinliğe ve hacme ulaşabilmesi halka açık şirketlerin sermayelerinin daha yüksek bir oranının halka açılmasına bağlıdır. Bu durumu halka açılan oran arttıkça vergi yükünü azaltacak şekilde bir düzenlemeyle teşvik etmenin gerekli ve önemli olduğunu inanıyoruz.

Bahsettiğimiz bu iki noktayı toparlamak gerekirse, sermaye piyasalarının gelişmesi açısından ana hedefimiz sermaye piyasasında çok sayıda kuruluş görmek değil, ülkemizin büyük kuruluşlarının büyük oranlarda halka açılmalarını sağlamak olmalıdır. Bu nedenle sermayelerinin halka açık bölümünün oranının değil, boyutu belli bir tutarın üzerine çıkan şirketlere daha fazla vergi avantajı sağlayacak düzenlemeler yapılması doğru olabilir. Saydığım önlemlerin gerçekleşmesi durumunda sermaye piyasalarına olan ilgi ve sermayenin tabana yayılma hızı artacaktır. Ancak artan ilgiyi kalıcı bir bağlılığa dönüştürmek açısından birkaç önemli noktaya daha değinmekte yarar var. Ön-

celikle sermaye piyasalarının sağlıklı çalışmasını ve yeni ürünlerin gelişmesini sağlayacak hukuki düzenlemeler özenle ve biran önce yapılmalıdır. Bu kanunun doğal uzantısı ise sermaye piyasaları ile ilgili uyuşmazlıklarda hızlı ve doğru çözüme gidilmesini sağlayacak ihtisas mahkemelerinin kurulması olduğu düşünülebilir. Yatırımcıların şirketler hakkında daha detaylı ve sağlıklı bilgilendirilmesi için gerekli olan şeffaflığı sağlamaya yönelik düzenlemeler zaman geçirmeden gerçekleştirilmelidir.

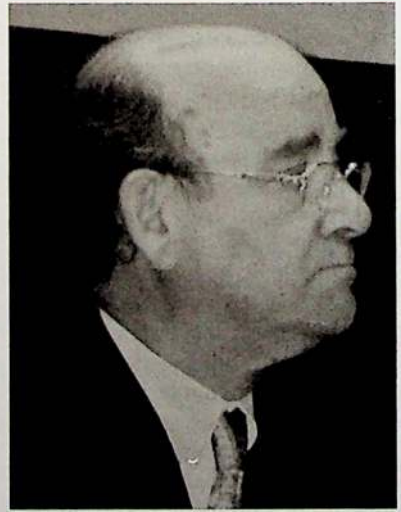
Enflasyon muhasebesi yöntemi bugün de atılmış olumlu bir adımdır. Özellikle bireysel yatırımcıların piyasaya daha hızlı ve düşük maliyetle ulaşabilmelerini sağlamak sermaye piyasasının gelişmesi açısından yararlı olacaktır. Bu nedenle İMKB'nin tam otomasyona yönelik çalışmalarını çok önemli ve değerli adımlar olarak değerlendiriyoruz. Sermaye piyasasını geliştirecek bir uygulamada vadeli işlemler piyasasının kurulmasından sonra halka açık kuruluşlarımızın gelişmiş ülkelerdeki uygulamalar paralelinde çalışanlarına prim sistemlerinin bir parçası olarak hisse senedi opsiyonlarını vermeleridir. Bu uygulama orta vadede sermaye piyasasına olan ilginin yayılmasına büyük katkı yapacaktır. Değerli konuklar, ülkemizin uluslararası rekabet gücümüzü arttırarak dünyada hak ettiği yeri almasında sermaye piyasalarımızın

gelişmesi önemli bir rol oynayacaktır. Sermaye piyasaları ise öncelikle tasarruf sahiplerinin öğrenmeleri, benimsemeleri ve sermayenin tabana yayılmasıyla gelişecektir. Henüz istediğimiz noktaya varamadığımız bu yolda artık hızla ilerlememiz gerektiğini bugün çok daha iyi anlıyoruz. O nedenle çok iyi zamanlamayla düzenlenen bu toplantının yeni bir atılıma yol açmasını umuyoruz. Bu vesileyle ülkemizde yıllardır sermaye piyasalarının gelişmesi için emek harcayan tüm Sermaye Piyasası Kurulu ve İMKB yönetici ve çalışanlarına da ayrıca teşekkür ediyor. Başarılı çalışmalarının devamını diliyorum. Beni dinlediğiniz için teşekkür ediyorum.

KIRMAN – Sayın Eczacıbaşı'na gerçekten somut önerileri için teşekkür ediyorum. Şimdi sözü kurumsal yatırımcılar ile ilgili görüşlerini açıklayacak olan Sayın Yavuz Canevi'ne veriyorum. Buyurun Sayın Canevi.

CANEVİ – Teşekkür ediyorum Sayın Başkan. Sayın Derviş'in bir tespiti kafama takıldı. İzin verirseniz oradan başlayacağım. Dediiler ki, "piyasa modeli iyi de, sosyal adalet, gelir dağılımını ve refahın paylaşımını devletsiz yapamayız". Gerçekten yerinde bir tespit. Yalnız orada devletin tanımını yapmadan gittiler. Keşke hangi devleti kastettiğini, nasıl bir devleti kastettiğini, hangi boyutta bir devlet kastettiğini, hangi büyüklükte ve hacimde

devleti kastettiğini söyleseydi iyi olurdu. Bunlar kolay sorunlar değil. İçinden çıkamadığımız için bu sorunların, zannediyorum şu anda tartıştığımız konu biraz havada kalıyor. Piyasa ekonomisi içinde yine devletten bazı fedakarlıklar bekleyerek sermaye piyasalarının açılmasını, genişlemesini, derinleşmesini bekliyoruz. Bu tespiti şunun için yapıyorum. Küçülmeyen, rasyonel olmayan, etkin olmayan bir devlet vergi tavizi veremez, vergi teşviği veremez. Şu anda içinde bulunduğumuz sıkıntı bu. Dolayısıyla doğru yerden başlamak lâzım. Yine de önceliğinizi oraya verip, o devleti etkin, sağlıklı, rasyonel bir hale getirip ondan sonra rahatlamış bir dev-



YAVUZ CANEVİ
(Türk Ekonomi Bankası Yönetim Kurulu Başkanı)

letten de istediğimiz teşviği isteyelim diyorum. Ben şimdi onun olacağı varsayarak konuşmalarımı yapacağım.

Çünkü her halükarda onure olması lâzım. Eğer onu başaramazsak, şu anda konuştuğumuz her türlü mikro öneri bence havada kalır. İyimser bir yaklaşımla diyorum ki, onu nasıl olsa yapacağız, başaracağız. O olmazsa olmaz bir koşul diye görüyorum. Her ne kadar Sayın Kabataş bu konuda umutsuz gibi görünüyorsa da biz piyasa oyuncularını olarak bu konuda umutlu olmaya devam edeceğiz. Bunun olması için de çalışacağız. Böyle devam edecek, hantal devlet üstümüze yıkılacak diye düşünürsek zaten piyasa ekonomisini çalıştırmamız da, oynatmamız da mümkün değil. Bir yerde bu devleti biz laik olduğu düzeye getirmeye çalışacağız. Ondan sonra piyasa mekanizması her türlü fonksiyonu yerine getirecek. Bence sosyal adaleti yerine getirecek, vergi adaletini yerine getirecek, refahın da uygun dağıtımını sağlayacak. Yeter ki devleti rasyonel hale getirmeyi becerelim. Bunun olacağına ben inanıyorum.

Türkiye'de kurumsal yatırımcı dediğimiz zaman benim anladığım mevcut A ve B Tipi Yatırım Fonları'na yapılan yatırımlar veya bu fonlar bizim sistemimizde kurumsal yatırımcı gibi gözüküyor. Sistemimizdeki anonim ve limitet şirketler, özel sektörde temel oyuncu dediği-

miz şirketler kendi portföylerine, kendi amaçları için yaptıkları yatırımlarda kurumsal yatırımcı kategorisine giriyor. Buraya sigorta şirketlerini de dahil ediyorum. Üçüncü grupta henüz olmayan özel emeklilik fonları. Basite indirgersek sistemimizde üç kategori kurumsal yatırımcı tipi vardır. Kurumsal yatırımcı tabanının genişlemesinden de anlamak istediğimiz hele şu ortamda devletin vergi gelirlerine fazla sulanmadan, bütçemize fazla ağır yara açmadan ama bir miktar getirisini ve götürüsünü hesaplayarak muhasebesini doğru yaparsak "bir verip üç alma" meşhur tabiriyle mümkün olan alanlar vardır. Belli bir yerde bir vergi muafiyeti verdiğiniz zaman hacimden ve volümden yaratacağınız, sürümden yaratacağınız getiri ve vergi devlette daha fazla olan yerler vardır. Bunu göz önüne alarak yatırımcıların teşviki, bu alana daha fazla söylediğim üç gruptan ilgiyi nasıl toplarız, onu araştırıyoruz.

A Tipi Fonların uygulamasında, başlangıcında çok daha uygun, çok daha teşvik edici uygulamadan başladık, sonra da geriye döndük. Eskiden bu fonların % 25 hisse senedine sahip olması yeterli görünüyordu, sonra bunu % 51'e çektik. Şu anda % 51 hisse senedi bulundurulması bence yeterli teşvik unsuru olarak görünmüyor. Çünkü şirketler % 51'lik hisse senedi riskini almayı göze alamıyorlar. Fakat da-

ha önce % 25 olduğu zaman bu riski göze alabiliyordu. O zaman bunda aynı zamanda vergi muafiyeti de vardı. Biz sonunda hem % 51'i getirdik hem de vergide öncelikli getirdiğimiz muafiyeti kaldırarak bu arada şirketleri tamamen çektik. Dolayısıyla bu sektöre yatırım yapan grup A Tipi Fonlar kaldı. Onların da miktarı başlangıçtaki orana bakarsak çok fazla daraldı. Eğer buraya yeniden bir canlılık getirmek istiyorsak bu oranı % 51'den % 25 - 30'a çekmek gerekiyor. İkinci, satış anında ortaya çıkan değer artış kazancına vergi muafiyetini getirmek gerekiyor. Bu fonları çok daha cazip hale getirecek ve özellikle şirket sektörünü bu tür alanlara yatırım yapmaya teşvik edecektir. Bu konu yeni çıktığı zaman pek çok şirkete, bu tür nakit fazlası olan şirketlere özel fonlar kuruyorduk, tamamen onların adına. Olumlu bir piyasa oluşmaya başlamıştı.

Şu anda baktığımız zaman bu rakam çok küçük sembolik rakamlara kadar inmiştir. Enflasyon muhasebesi, her ne kadar önümüzde bir takvim varsa da, bu takvimi sulandırmadan biran önce enflasyon muhasebesi uygulamasını getirmek zorundayız. Aksi takdirde sistemde enflasyon muhasebesi olmaması sadece sermaye piyasasının değil, Türkiye'deki vergi uygulamasını, rekabet ortamını bozan, kayıt dışı ekonomiyi teşvik eden bir hastalıktır. Umuyorum 2003 yılından itiba-

ren böyle bir hastalığımız da kalmayacak. Dikkat ederseniz bütün şirketler kendi fonları dahi olsa, kendi şirketine kredi vermek suretiyle gerek içeriden, gerekse dışarıdan sistemimizde neyin sermaye, neyin özkaynak olduğu, neyin kredi olduğunu karıştırır hale geldik. Bu tamamen şeffaflıktan uzaklaşmayı sağlamıştır. Hepimiz enflasyonun ne tür hastalıklara sebep olduğunu biliyoruz.

Diğer bir konu, yerli ve yabancı kurumsal yatırımcıların teşvik edilmesine yönelik olarak halka açık şirketlerin yatırımcıya bilgi verme birimleri oluşturması Türkiye'de maalesef ciddiye alınmayan bir konudur. Halka açık şirketlerin bu tür birimlerle yatırımcıya devamlı bilgi vermesi, yatırımcıyla diyalog kurması, gelişmelerden yatırımcıyı devamlı bilgilendirmesi, şeffaflık yaratması özellikle uzun ve orta vadeli yatırım yapmak isteyen kurumsal yatırımcılar için fevkalade önemlidir. Azınlık haklarının korunmasına yönelik olarak Türk Ticaret Kanunu'nda ve Vergi Kanunu'nda çok ciddi düzenlemeler yapılması gerekmektedir. SPK ve İMKB kanun ve yönetmelikleri bu konuda bir nebze açıklık bunları ilgili hukuki mevzuata yansıtması zorunlu görülmektedir. Son zamanlarda rastladığımız büyük kurumsal yatırımcıların nasıl sıkıntı çektiğini, kamuoyunda nasıl mücadele ettiğini, hükümet nezdinde nasıl mücadele et-

tiğine hepimiz şahit olduk. Dolayısıyla bu konuyu ihtisas mahkemele-ri ile birlikte, ticaret ve vergi kanunu içerisinde azınlık haklarının korunmasına yönelik SPK çok doğru adımlar atmıştır. Fakat SPK'nın yaklaşımı bu tür kanunlara yansımamıştır. Onların da orada yansımalarını bulmasını ve uluslararası kamuoyunda, uluslararası yatırımcılar düzeyinde kendimizi çok ciddi bir şekilde korumaya imkan verecektir.

Eğer biz kurumsal yönetim konusunda gerekli şeffaflığı, gerekli açıklığı ve gerekli uluslararası standartlara uymayı beceremiyorsak sermaye piyasamızın ciddi yatırımcılara, kurumsal yatırımcılar dediğimiz orta ve uzun vadeli yatırımcılara, uluslararası yatırımcılara açılmamız fevkalade zorlaşacaktır. Bu konu yavaş yavaş gündemimize ağırlıklı bir şekilde oturacaktır. Hem SPK'nın, hem İMKB'nin hem de aracı kurumların bu konuya dikkatle eğilerek bir standart yönetim kodu, anayasası geliştirmesi, bunu da halka açılacak ve halka açılmış şirketlerin benimsenmesini yarar görüyorum.

Bir başka konu, şirketlerin kendi personeline ve çalışanlarına hisse senedi opsiyonu ikramiye yerine vermesi yanında, şirketlerin kendi hisse senetlerini belli bir oranda alıp satmasına izin veren bir mevzuatın geliştirilmesinin de artık zamanı gelmiştir. Hepimiz biliyoruz ki bu tür müdahaleler perde arka-

sından yapılmaktadır, dolaylı bir şekilde yapılmaktadır. Halbuki bu yatırımcıya hiçbir şey kazandırmamaktadır. Bunun açıkça yapılmasına izin veren bir yasal düzenlemenin yapılmasında yarar görüyorum. Diğer bir konu, konvertibil bonolar dediğimiz hisse senetlerinin değiştirilebilir tahvillerin Türkiye'de asgari değiştirilme süresi 2 yıldır. Bir konvertibil bono olmamasının nedeni. Çıkardığınız zaman bu 2 yıldan önce hisse senedine dönüştüremiyorsunuz. Halbuki bunu 6 ay gibi, 3 ay gibi daha rasyonel opsiyona bırakıp indirebildiğiniz takdirde hisse senedine dönüştürülebilir tahvil çıkaran şirketlerin bu hisse senetleri kurumsal yatırımcılar için çok daha cazip olabilir. Böyle volatil bir ekonomide 2 yıl için bir hisse senedi riski alamıyorsunuz. Düşürdüğünüz takdirde bunu kurumsal yatırımcıya kullanmak rahatlık getirecektir. Bu konunun çok ciddi olarak düşünülmesinde kurumsal yatırımcı açısından ciddi bir fayda vardır.

Aynı şekilde 2 yıldan az vadeli ihraç edilebilecek özel şirket borçlanma senedi olarak finansman bonoları mevzuata göre sadece sabit faizle ihraç edilebilmektedir. Böyle bir enflasyonist ortamda, böyle hareketli bir ortamda siz sabit faizle belli bir vadeyi içeren bir bonoyu ihraç ettiğiniz zaman yatırımcı elbette buna yanaşmamaktadır. Yatırımcı henüz onu vade ve faiz riskini

almıyorum demektedir. Bunu neden hareketli bir faiz sistemine oturtamıyoruz, anlamıyorum. Opsiyon getirirsiniz, isteyen sabit ihraç eder, isteyen endeksli ihraç eder. Dolayısıyla kurumsal yatırımcı mutlaka o faiz riskini almadan, doğrudan doğruya firma riskini aralık için içine girer. Siz sabit faiz diye empoze ettiğiniz zaman, yatırımcı bundan uzak duruyor. Eğer teşvik edeceksek en az 3 yıl vadeli devlet tahvil ve bonolarının vergilendirme oranını mutlaka düşürmek zorundayız. Hem uzun vadeli borçlanmayı teşvik edelim hem de kurumsal yatırımcı dediğimiz kişileri tatmin edici bir ortam yaratalım. Hazine bugün kendini zorluyor 2 yıl çıkıyor. Bugünkü sistemde sizin sattığınız kitle o üç yıl için o faizle bağlanmak istemiyor. Ama siz onun vergisini düşürdüğünüz zaman yatırımcıya cazip gelebiliyor. Enflasyonun düştüğü bir ortamda eğer hükümet bu programda ciddiye, vatandaşı da buna yavaş yavaş ikna etmeyi düşünüyorsa böyle bir sisteme geçip daha uzun vadeli kamu kağıdının satılması mümkün olacaktır. .

Son olarak özel emeklilik konusuna değinmek istiyorum. Mevzuatımızda aşağı yukarı bütün aşamalar tamamlandı. Bir aşama hariç o da özel emeklilik sistemine giren vatandaşın 56 yaşında çıkma zamanı geldiği zaman alacağı ikramiyenin üzerinden hangi vergi alınacaktır. Henüz Maliye Bakanlığı onu

tespit edemedi. Onun da biran önce tespit edilerek kamuoyunun rahatlatılmasında fayda var. Çünkü artık sistemin yavaş yavaş dönmeye başlaması lüzum. OECD çerçevesinde yapılan hesaplara göre burada 2 - 4 milyar dolarlık bir piyasa görülüyor. Büyük bir piyasa sayılmaz ama bugünkü ortamda kurumsal yatırımcı portföyüne baktığınız zaman 2 milyar dolar bile Türkiye piyasası için önemli bir rakam. Daha başlarken bazı hatalı noktalarımızı düzeltsek yararlı olur diye düşünüyorduk. Fakat 56 yaş bütün uzmanlarca yüksek bulunuyor. Sonra bir özel emeklilik kurumundan 1 veya 2 yıl sonra memnun kalmadım, ben başka bir yere transfer olmak istiyorum dediğiniz zaman buna imkan vermeyen bir sistemi getiriyoruz. Kuruluş şartlarını oldukça zorlaştırdık. Sermaye tutarını 10 trilyon + 10 trilyon toplam 20 trilyon koyduk. Büyüklere imkan verecek, sağlam, ciddi kuruluşlara imkan verecek bir model diye söyleniyor ama vergi konusunda da verdiğimiz teşvik de yetersiz.

Bugün hayat sigortasına verdiğimiz teşvik ne ise özel emeklilik için de verdiğimiz vergi teşviği de aynı. Dolayısıyla çok ciddi bir teşvik te getirmiş değiliz. Bu konuda keşke daha radikal bir yaklaşım sergileyebilseydik. Radikal yaklaşım nasıl olurdu? Bence SSK'dan başlayarak SSK'ya bugünden sonra ben bir tek kişi daha almazdım. Özel emek-

lilik sistemi başladığı anda bunu aynı anda başlatırsınız. SSK bundan böyle yeni üye kabul etmeyecektir. Yeni emeklilik sistemi özel emeklilik sistemi ile birlikte yürür derdiniz. SSK sistemi de kendi içinde giderek tasfiye olur. Çünkü bugünkü haliyle SSK sistemini götürmek artık çok zorlaşmış durumdadır. Ben size daha çarpıcı bir örnek vereyim. Financial Times'de yeni okudum. İngiliz Hükümeti olayı o kadar ileri götürmüş ki, kamu personelinin maaş ödemelerini özel bir firmaya ihale etmiş. Sadece lojistik işini ihale etmiş. Parayı yine Hazine ben sana vereyim demiş. Sen bunu bankalarla v.s. ile dağıt, bu işten % 30 tasarruf sağlıyor. Çünkü her kamu idaresinde bir tahsildar, bir veznedar, bir kontrolör v.s. istihdam etmek yerine bir tane firmaya ihale etmiş ve bitmiş. Dolayısıyla da eğer istiyorsak SSK'yı da bölgelere ayırın TEDAŞ gibi. Ege Bölgesi SSK'yı bir şirkete ihale edin o toplasın primleri, o işletsin, o çalıştırsın bitti. O zaman SSK sorununuz da kalmaz. O zaman özel emeklilik olayı ciddi bir şekilde patlayabilir. Fakat bugün ne yaparsak yapalım 2 - 3 milyar dolarlık bir fon yaratırız. Beni dinlediğiniz için çok teşekkür ediyorum.

KIRMAN – Sayın Canevi'ye açıklamaları için teşekkür ediyoruz. Gerçekten bireysel emeklilik, kurumsal yatırımcı portföyü anlamında çok beklenti içeren bir konu. Ben de Sayın Canevi gibi bazı ko-

nularda tereddütlerin bulunduğu inanıyorum ve bunun gelişme göstermesi için baştan itibaren çok daha fazla netlik içeren bir tarzda düzenlenmesine ihtiyaç olduğunu da düşünüyorum. Belki kaybedilmiş zaman yok ama biran önce yapılırsa, örneğin vergi bölümü iyi olacak. İzin verirsiniz ben bir konuya değinmek. Özel ihtisas mahkemesi, bir hukukçu olarak hakim ilkesinin dışına çıkan ve her şey için özel mahkeme kurma anlayışını çok benimsemek ne kadar doğrudur bunu iyi düşünmek lâzım. Yarı SSK için bir mahkeme, başka bir şey için mahkeme bu işleri bir anlamda hızlandırabilir ama bunun yanında başka sakıncaları da getirebilecek yapıya yol açabilir. Bunu iyi düşünmek gerekir. Sayın Mustafa Özyürek bize beyan ve denetim ile ilgili açıklamalarda bulunacak. Buyurun Sayın Özyürek.

ÖZYÜREK – Teşekkür ediyorum Sayın Başkan. Öncelikle sayın Derviş'in bazı sözleri ile ilgili bir şeyler söylemek istiyorum. Sosyal adaleti sadece piyasa mekanizması içinde sağlamamız mümkün değil. Öyleyse vergileme politikası ile bu alana müdahale etmemiz gerekir gibi bir düşünceleri olduğunu var saydım. Elbette hantal bir devletten kurtulma hepimizin amacı. Bu yıl çok yoğun bir şekilde tartıştık 4369 sayılı meşhur -nereden buldun, mali milat- kanunu yürürlüğe koyduk. Sonra bunu 2003 yılının başına er-

teledik. Sayılı günler çabuk geçer, şimdi acaba ne yapacağız diye ciddi düşünmeye başladık. Öncelikle 2002 yılını çok iyi değerlendirip 2003 yılından itibaren kalıcı, adil, bütün kesimleri vergilendiren bir vergi sistemini yürürlüğe koymamız lâzım. Ben 1962 yılından beri şöyle veya böyle vergiciliğin içindeyim. Türkiye'nin beceremediği iki konu var. Biri şehircilik, diğeri vergicilik. Şehirlerimizin haline bakın anlarsınız. Vergi sistemimize bakın görürsünüz. Oysa 1950 yılında çağdaş bir vergi sistemini almışız, yürürlüğe koymuşuz ama Türkiye'nin şartları demişiz, bunalımlar demişiz, kriz demişiz sistemi durmadan alt üst etmişiz. Bir tespitimi paylaşmak istiyorum. Bu enflasyonist ortamı



MUSTAFA ÖZYÜREK
(TÜRMOB Başkanı)

çözmediğimiz taktirde kalıcı, herkesi tatmin eden bir vergi sistemi bulmakta ne yazık ki mümkün değildir. Çünkü enflasyon bütün kötülüklerin anası olduğu gibi, vergi sistemini de dejenere eden unsurların başında geliyor.

Ekonomik düzen çeşitli unsurlarıyla, çeşitli aktörleriyle ortaya koyulduktan sonra çok farklı bir vergi sistemi oluşturmakta ne yazık ki mümkün değildir. Eğer ekonominin yarısı kaydın dışındaysa, naylon faturalar havada uçuşuyorsa siz o ülkede bir vergi düzeni yaratamazsınız. Her nasılsa yakaladığınız kümeşte olan kazlardan bir tüy, bir tüy daha yılmaya devam edersiniz. Bunun yolu ekonominin bütününe vergilendirmek, bütün kesimleri vergilendirmek ve ondan sonra da vergi oranlarını düşürmek gibi, bazı sektörleri teşvik etme gibi... Vergiyi bir araç olarak gündeme getirmek lâzım. Biz ekonominin yarısından vergi alamayınca, öbür yarısına çok ağır bir vergi yükü bindiriyoruz. Fiskal fonksiyonu dışında verginin sosyal fonksiyonunu, ekonominin önünü açma fonksiyonunu, belli sektörlerle dur demek, belli sektörlerle yürü demek için getirmemiz gereken teşvikleri kullanamaz hale geldik. Önümüzdeki yıl neler yapılacak dersiniz. Vergi konusunda Sayın Bakanlarımız konuşuyorlar ama bunlar artık belgeye bağlandı. Avrupa Birliği ile ilgili ulusal programı açacağız, IMF'ye verilen niyet

mektubunu açacağız ve Maliye Bakanlığının hazırladığı vergi stratejisini açacağız. Bunlara baktığımız zaman 2003 yılında neler yapılacağını çok net bir şekilde görürüz. Sermaye piyasası gelirlerinin vergilenmesini ilgilendiren taahhüt birisi gelir vergisi tarifesi yeniden düzenlenecektir diyor. Bu 5 puan düşürülmesi anlamına geliyor ama 4369 sayılı Sayın Temizel zamanında çıkan ve ertelenen kanun yürürlüğe girse zaten bu olacak. Temettü gelirleri üzerindeki vergi yükü Avrupa Birliği ülkelerine yakın hale getirilecektir. Yani % 33 kurumlar üzerinden vergi alırsak, stopaj yaparsak ve kâr payını dağıtırsak vergi yükü % 66'ya ulaşıyor. Hükümetin bunu şimdi % 50'ye kadar çekme taahhüdü var. Bu önemli bir olaydır. Kademeli değil, bunun 2003 yılında çekileceğine dair açık bir taahhüt var. Beyan sınırı ve istisna kazanç tutarları tek tutar olarak yeniden belirlenecektir diyor.

Bir diğer nokta da özellikle menkul sermaye iratları açısından vadeyi uzatabilir miyiz diye, dövizden Türk Lirasına dönüşü sağlayabilir miyiz diye stopaj oranlarını farklılaştırmıştık. Hiçbir işe yaramadığını sadece kargaşa getirdiğini gördük. Şimdi de onu teke indirmeyi hükümet taahhüt ediyor. 2003 yılında yapılacak çok şey var ama bizim konumuzu ilgilendiren sorunlar, taahhütler aşağı yukarı bunlar. Sermaye Piyasası gelirlerinin vergilendirmesinde hangi yöntemler uy-

gulanıyor. Şu anda en önemli gelir hisse senetlerinden elde ettiğimiz temettüdür ve hepinizin bildiği gibi beyanname vermek suretiyle vergilendiriliyor. Fonlardan A ve B Tipi Fonlardan elde ettiğiniz gelirlerle ilgili 2002 yılının sonuna kadar belli bir muafiyeti uyguluyorduk. 2003 yılından itibaren burada da bir beyan mecburiyeti ile karşı karşıya geleceğiz. Herhalde hiçbirimizin aklında hisse senetleri gelirlerinde beyannameden vazgeçelim gibi bir düşünce olmaması gerekir. Ama yatırım fonları için doğrusu beyannameden yana birisi olarak aynı düşüncede değilim.

Çünkü yatırım fonları daha çok küçük yatırımcıların itibar ettiği bir yatırım aracı. Onların olabildiği kadar teşvik edilmesi gerekir. Küçük yatırımcıları beyanname külfetine sokmak çok anlamlı değildir ve çok büyük bir getirisi de olacağını zannetmiyorum. Ama bu kesimde gelirlerin de tamamen vergi dışı kalması söz konusu olamaz. Belki makul oranda bir stopaj üzerinde durabiliriz. Beyanname meselesinde Türkiye'de bir vergi beyanamesi korkusu yaratılmıştır. Hepinizin bildiği gibi 1997 ve 1998 yılı mevduat faizleri ve repo gelirleri beyanname vermek suretiyle vergilendirilmiştir. Herkes yavaş yavaş alışmaya başlarken, 1999 yılından itibaren bunları erteledik. 2003 yılında tekrar beyanname verme sorunu ile karşı karşıya kalacağız. IMF'ye verilen

niyet mektubu çerçevesinde ve çeşitli taahhütler arasında deniliyor ki, sermaye piyasası gelirleri eşit düzeyde vergilendirilecek veya sermaye piyasası araçları üzerindeki vergi yükü dengeli hale getirilecek. Bu dengeyi sağlamanın beyanname verme dışında bir yolu bana göre yoktur. Beyannameden korkulmasının çok anlamı yok çünkü çağdaş yöntem budur.

Anayasamıza göre 73. maddesinde vergi vatandaşların mali gücüne göre alınır diye açık bir hüküm var. Mali güce göre vergi alabilmek için çeşitli kaynaklardan elde edilen gelirlerin birleşerek müterakki tarifeye vergilendirilmesi lâzım. Oysa biz ne yapıyoruz? 1 milyar lira faiz geliri elde edenden % 16 - 17 stopaj kesiyoruz. 100 milyar lira faiz geliri elde edenden de % 16 - 17 stopaj kesiyoruz. Bu çok adaletsiz bir sistem. Ama beyanname verme sistemini getirsek ve bunu kolaylaştırsak vergi yükünü daha dengeli ve mali güce paralel hale getirebiliriz. Beyanname doldurmak basitleştirilebilir. Bilgisayar çağında, bilgisayarlı beyanname verme olanağı sağlandı. Onda da fazla külfet olmadan bunların altından kalkılabilir. Borsa kazançlarının, borsada hisse senedi alım satımı yoluyla elde edilen kazançların vergilendirmesi Türkiye’de çok tartışıldı ve sonunda beyanname sistemi geçerli. Bu beyan sisteminden vazgeçip bir işlem vergisi alınabilir mi?

Alınabilir ama ben biraz önce belirttiğim gibi sistem adil olmaz, vergilendirme vatandaşın mali gücüne göre yapılmaz. Onun için beyan sisteminden bu noktada vazgeçilmesinden yana değilim.

Bir diğer önemli nokta, işlem üzerinden binde 2’lik bir vergi keserseniz bile bu borsaya olan talebi bir ölçüde caydırabilir. Çünkü borsadaki yük, işlemler üzerindeki yük sadece getirmeyi düşündüğümüz binde 2’lik vergi ile sınırlı değil. Başka bazı masraf unsurları, komisyonlar v.s. var. Bugünkü işlem hacmiyle 80 - 90 milyon dolarlık bir vergi geliri sağlayabilirsiniz. Bu da çok düşük, ürküttüğünüz kurbağaya değmez. Onun için beyan sistemi önemli. Ama bizim aldığımız beyan sisteminde önemli eksiklikler var. 2001 yılı kötü bir yıldır, krizin olduğu bir yıldır. Borsada işlem yapanların birçoğu da zarar etti. Ama bu zararı müteakip yıla devretme, eğer 2002 yılında bu işten kazanç sağlarsa münhasıran borsa kazançlarının arasından orada mahsup etme imkanı yok. Bu mahsup imkanı tanınamaz, bu oldukça rahatlık sağlar, beyan sınırı da diyebilirsiniz. Bu 4 yıldır aşağı yukarı aynı, 3.5 milyar lira olarak duruyor. Bunu tatminkar bir düzeye yükseltmek lâzım. 4369 sayılı kanun yürürlüğe girse bu 6.5 milyar lira olacak, o da yetersiz. 4369 sayılı kanunda önemli değişiklikler yapmadan 2003 yılına girersek orada 1 yıllık süre var. Ya-

ni 1 yıl elde tutulan hisse senedinin satışından doğan kazançlar vergiye tabi değil.

Oysa şu anda 3 ay olarak uygulanıyor. Bu 3 aylık süre bana göre makul bir süredir. Bunu kalıcı bir hale getirmek gerekir. Borsa kazançlarında da reel kazançları vergilendirecek şekilde düzenlemeler yapılmıştır. Denilebilir ki indirim oranları tatminkar değildir, enflasyonun % 80 olduğu bir dönemde bile % 50'lik bir indirim oranı olur mu? Bunlar yöntemle ilgilidir. Beyanname verilmesini ve borsada elde edilen reel kazanan vergilendirmesini kabul ediyorsak yöntemli ilgili sorunları rahatlıkla çözebiliriz ve bunları çözerek, istisnaları makul bir noktaya taşıyarak, indirim oranlarını inandırıcı hale getirerek borsa kazançlarını beyanname suretiyle yine vergilendirmeye devam etmeliyiz diye düşünüyorum. Konuşmamı burada bitiriyor ve hepimize teşekkür ediyorum.

KIRMAN – Sayın Özyürek'e açıklamalarından dolayı çok teşekkür ediyorum. Şehircilik ve vergicilikten anlamadığımızı ifade ettiler. Şehircilik konusunda ben bir ümit sahibi değilim, böyle gideceğimiz anlaşılıyor. Fakat vergicilik açısından daha sonraki yaptıkları açıklamalarıyla doğru yolu bulabiliriz diye bir ümit olduğunu düşünüyorum. Son konuşmacımız Sayın Müslüm Demirbilek. Vergi düzenlemeleri, sermaye piyasası üzerin-

deki etkileri ve somut sorun ve çözüm önerileriyle ilgili açıklamalar yapacak. Buyurun Sayın Demirbilek.

DEMİRBİLEK – Ben konuyu 1997 - 1998 global kriz döneminde sektörümüzün hazırladığı ve en üst düzeyde Başbakan'ın başkanlığında yapılan bir toplantıda sunulan rapordan başlayarak yapmak istiyorum. O günden bu yana ne değişti, işler iyi mi onu ele alacağız. 1997 - 1998 yıllarında bildiğiniz gibi Uzakdoğu'da, Rusya'da Latin Amerika ülkelerini sarsan global kriz daha sonra gelişmiş ülke piyasalarını da bir virüs gibi etkileyerek bütün dünya ekonomisine yayıldı. Başlangıçta kriz sermaye piyasalarında başladı.



MÜSLÜM DEMİRBİLEK
(Bumerang Menkul Değerler Yönetim
Kurulu Başkanı)

Daha sonra kriz reel ekonomilere sıçradı. Bütün dünya ekonomilerinde 1990'lı yılların başında var olan o büyüme trendini sona erdirdi. Burada temel nokta, şirket kârlarının azalacağı endişesiydi. Bu endişe ile bir gerileme dönemine girdik. Gerilemenin ana gerekçesi bu oldu. Gelişen piyasalarda zaman içerisinde büyük çıkışlar oldu, sermaye ana merkezlerde park etmeye başladı. Tam bu olayların ortasında ülkemizde üniter vergi sistemi adı altında öteden beri tartışılan bir konu klasik gelir unsurları yanında sermaye kazançlarına ilişkin yeni vergi düzenini getiren meşhur nereden buldun, mali milat gibi kavramaları literatüre kazandıran 4369 sayılı yasa yürürlüğe girdi. O dönemde işler iyi değil, göstergeler kötüydü telaşlandık. Hemen sektör olarak bir rapor hazırladık ve bunu takdim ettik. Dedik ki, yurtiçi ve yurtdışı piyasalarda işler çok kötü dolayısıyla sermaye piyasaları bundan çok kötü etkilenecek ve bu vergi yasası da bunu net olarak gösteriyor, çünkü 2 aylık göstergeler inanılmaz rakamlara ulaştı.

Bu şeyden sonra 2002 yılı sonuna kadar bazı iyileştirmeler yapıldı. 2002 yılı sonuna geliyoruz ve tartışılan şey yine işler iyi mi, global krizle başlayan şeyler doğru gidiyor mu, Türkiye ve dünya sermaye piyasalarının gelişimi olumlu yolda mı, bu teşvikler tamamen kaldırılmalı mı, 4369 sayılı yasadan önce

var olan teşvikleri tamamen kaldıralım mı? Cevap hayır gözüküyor. Çünkü rakamlar ve göstergeler durumun hiçte iç açıcı olmadığını gösteriyor. Sonra 4369 sayılı yasadaki yapılan iyileştirme 16 Eylül 1998 yılında yapıldı, onun verilerini aldık. IMF ile yapılan anlaşmadaki çıkış trendimiz var, onu aldık ve onun pik noktasına baktık. Sonra da yaşadığımız ağır krizler sonrasında 28 Şubat 2002 tarihine geldik.

Birincil piyasada ne oldu? Global krizin başladığı 1997 yılında fiilen de borsada işlem yapan 258 adet halka açık şirket var. Bu sayı 4 yıl sonra 28 Şubat 2002 tarihinde 309'a ulaşmış. 51 yeni şirket, oldukça düşük bir rakam. Halka arzların büyük bir kısmı da 1999 - 2000 arasındaki büyük çıkış arasında oluyor. Son 1 yıldır İMKB'de halka açılan tek bir sanayi şirketi yok. Sermaye piyasası zaten bu hizmeti yapmak için var, sermayenin tabana yayılması için var. İkinci konu şirketlerin değerleri, şirketlerin kapitalizasyonu dediğimiz olay. Burada da çok büyük sorunlar gözüküyor. 2002 Şubat sonu itibarıyla halka açık şirketlerin halka açık toplam piyasa değeri 9 milyar doların altında, 8,6 milyar dolar. Buna 1997 - 2002 yılları arasında Turcell halka arzını, Tüpraş halka arzını kattığınız zaman olay daha vahim olarak gözüküyor. Meşhur yasanın yürürlük tarihi ile bunda düzeltmenin yapıldığı tarihi karşılaştıralım. 4369

sayılı kanun yürürlüğe girdiğinde İMKB şirketlerinin toplam piyasa değerleri 65 milyar dolardı. Kanun yürürlüğe girdi 2 ay içerisinde 31 milyar dolara düştü.

Şirketlerde tam 35 milyar dolarlık bir yoksullaşma. 4 yıl sonra yine 40 milyar doların altında. Sermaye piyasanız ne kadar dendiği zaman işlem hacmiyle bakmayın. Şirketlerin piyasa değerlere nedir? Bunların halka açık kısmı ne kadardır? Onlara bakmak lâzım. Getiri açısından baktığımızda yepyeni bir felaket ile karşı karşıyayız. Yıllardır borsaya yatırım yapan vatandaşlarımız istisnalar dışında zarar etmiş. Bunun içinde tüm varlığını kaybedenler var. Banka hisse senetlerine yatırımlar gibi. Endekse yatırım yapalım, borsada durum ne oldu diye baktığımız zaman, endeksi satın aldığımızda yine meşhur kanun, 4369 sayılı kanun yürürlüğe giriyor ve endeks 1.70 cent, 2 ay içinde 0.78 cente düşüyor. Böylece yatırımcı % 50 oranında zarar ediyor. Sonrası yıllar geçiyor 2002 Şubat ayında 0.79 cent. Bu iyi durum, bundan daha kötü diplerde yaşadık. Borsanın kuruluşundan bu yana pek bir şey değişmemiş, yatırımcılar zararda gözükmüyor. Dünyada ne oldu, gerçekten o global krizin etkileri halâ var mı? Global krizden bu yana İMKB % 52 - 53 aralığındaki kaybını devam ettiriyor. Bunların içinde sadece ABD'de sanayi şirketlerinde % 10'luk bir artış var. O da biliyorsunuz global krizin doğal etkisi olarak sermayenin park et-

mesinden kaynaklandı. Japonya, İngiltere, Almanya kötü durumda. Demek ki bir durgunluk etkisi devam ediyor.

4369 sayılı kanundan önce A Tipi Yatırım Fonu katılma belgesi kazancı gelir vergisi, kurumlar vergisinden muaf, stopaj yok, vergi yükü sıfır. B Tipi Yatırım Fonu katılma belgesi kazancı gelir ve kurumlar vergisinden muaf, gelir vergisi stopajına tabi. A Tipi Yatırım Ortaklığının kâr payı gelir ve kurumlar vergisinden muaf. Hisse senedi alım kazancı gelir vergisinden muaf, kurumlar vergisine tabi. Borsa işlemlerinde on binde 1 oranında işlem vergisi alınıyor (BSMV). Daha sonra ne oldu diye bakarsak, karşımıza iyi bir tablo çıkmıyor. Gelir ve kurumlar vergisinden muaf olan A Tipi Yatırım Fonu Katılma Belgesi vergiye tabi hale geliyor. Hangi şartla; 1 yıl elde tutarsanız, % 51 hisse senedine dayalı bir fon olursa vergi yok. Bir de bunların içerisinde hisse senedi alım satım kazancına 1 yıllık elde tutma şartı getirildi. Bu iki şartta iyileştirme yapıldı ama sorunlarımız devam ediyor.

Çözüm önerileri nedir diye bakarsak üç aşağı, beş yukarı aynı şeyleri tekrarlamak zorunda kalacağız. Borsada mevcut BSMV'ye ek bir işlem vergisi alınmamalıdır. Çeşitli çevrelerde, medyada, hatta sektörümüz içinde bazı görüşler bir işlem vergisinin alınması buna karşılık hisse senedi alım satım kazan-

cında vergi dışı kalması, beyanname dışı kalması şeklinde görüşler var. Bu görüşlerin yanlış bilgileneden kaynaklandığını düşünüyorum. Halâ borsa işlemlerinde asgari on binde bir işlem vergisi var. Aracı kurumların minimum komisyon oranı binde 2. Bundan % 5 BSMV aldığınızda, on binde 1 vergileme var zaten. Bunun dışında biz borsa işlem payı, eğitime katkı payı altında da bazı ödemeler yapıyoruz. Bilirsiniz mahalli idareler verdikleri hizmetler karşılığında borsa işlemlerinde bir katkı payı arar hale geldiler.

Doğrudan vergilemeyi ifade eden alım - satım kazancıyla, işlem vergisi çok ayrı konular. Bunlar hiçbir zaman birbirinin yerine ikame olmaz. Gelir vergisi veya kurumlar vergisi konusu olan husus orada kalmaya devam eder. Kurumsal yatırımcılar açısından meseleye baktığımızda geri alınan tüm teşviklerin iadesi gerekiyor. Çünkü kurumsal yatırımcı dediğimiz olay sermayenin birikim sahibi yoktur, onun sahibi anonimdir. Sermayenin temerküzü ile birlikte başka alanlarda zaten vergiye dönüşmektedir. Dolayısıyla A Tipi Yatırım Fonları ve B Tipi Yatırım Fonlarının gelir ve kurumlar vergisine tabi olmaması gerekir ve hiçbir şarta bağlı olmaksızın bunların vergi dışı kalması gerekir. Alım satım kazancına getirilen vergi açısından konuya baktığımızda, bu verginin en az 10 ile 20 yıl arasında ertelenmesi gerekir diye düşünüyorum. Bir başka konu, Ma-

liye Bakanlığı'nın genelgesinde yer alıyor kredili işlemlerde maliyet unsuru olarak finansman gideri kabul edilmiyor. Halbuki onun zaten bütün maliyeti finansman gideri. Siz uluslararası bir alım satım aracılık biçimi olan kredili işlem mantığına baktığınız zaman, kredili işlemde ana maliyet faizlerdir, finansman giderleridir. Bu bir yorum ile halledilebilecek bir konu. Halka açık şirketler açısından temettülerin vergi dışı kalması gerektiğine inanıyoruz. Bu elde edilen temettü gelir vergisine tabi tutulmuş ama hiçbir şekilde enflasyondan arındırma oranı uygulanmadan vergileniyor. Ayrıca halka açık şirketlerde alınan stopajların da kaldırılması gerekiyor. Çünkü halka açık olan ile olmayan arasında bir teşvik sistemi olarak bunu yerleştirmemiz gerekiyor. Uzun vadeli tasarrufların teşvik edilmesi konusu, bireysel emeklilik çokça söz edildi. Tüm dünyada özel emeklilik fonlarının toplam portföy değerleri 1998 yılında 8.4 trilyon dolar. Gelişmiş ülkelerde özel emeklilik fonlarının GSMH'ya oranı % 50, biz de sıfır. Sabırla ben dinlediğiniz için çok teşekkür ediyorum.

KIRMAN – Sayın Demirbilek'e teşekkür ediyorum. Bütün konuşmacılara yapmış oldukları tüm açıklamalar için teşekkür ediyorum.

Derginin Notu: Yukarıda sunulan "Panel" 29 Nisan 2002 Pazartesi günü yapılmıştır.

Sermaye Piyasası

MUSTAFA BARIŞ

Banka-Mali ve Ekonomik Yorumlar Dergisi Yayın Yönetmeni

Borsa Radikal Kararlar Bekliyor



Istanbul Menkul Kıymetler Borsası (İMKB), Nisan ayının ilk işlem gününe 2001 yılı küçülme rakamları ve Filistin'de yaşanan gelişmeler doğrultusunda satışlarla başladı. Endeks Pazartesi günü 57 puanlık düşüşle günü 11.622 puandan tamamladı. Hisse senetleri günlük ortalama % 0.5 oranında değer yitirdi. Salı günü Hazine ihalesinin olumlu sonuçları İMKB'de yükselişe neden oldu. Endeks 206 puan yükselip 11.827 puandan kapandı. Çarşamba günü özerk kurum atamalarına ilişkin söylentiler ve Tüpraş'ın halka arzını bahane eden satışlarla endeks günü 550 puanlık düşüşle 11.276 puandan tamamladı. Hisse senetleri % 4.65 oranında değer yitirdi. Haftanın son iki gününde yönünü yukarı çeviren endeks Perşembe gününü 11.796 ve Cuma gününü de 11.863 puandan tamamladı.

Borsa ikinci haftasına Irak'ın petrol ihracatını bir aylığına durdurması haberiyle günü 407 puanlık düşüşle 11.456 puandan tamamladı. Hisse senetleri % 3.4 oranında değer yitirdi. Salı günü gelen tepki alımları ve artan işlem hacmi ile birlikte endeks 448 puanlık yükselişle günü 11.904 puandan tamamladı. Hisse senetleri % 3.92 oranında değer kazandı. Çarşamba ve Perşembe günleri para girişinin artması, banka ve holding hisselerindeki alımlar sonucu endeks Çarşamba gününü 12.030 puandan Perşembe gününü ise 226 puanlık yükselişle 12.257 puandan tamamladı.

Cuma günü gelen kâr satışları sonucu ve durgun seyreden endeks günü 17 puanlık düşüşle 12.240 puandan tamamladı.

Borsa Nisan ayının üçüncü haftasına % 2.99'luk artışla başladı. İlk seanstaki güçlü alımlarla yükselen borsa, ikinci seansta 12.500 puan direncini aştı ve günü 12.605,92 puandan tamamladı. Salı günü gelen kâr

Tablo 1
Nisan Ayının En Başarılı Hisseleri

Dergi Endeksi Kapsamında	Verim (%)	Diğer	Verim (%)
İzmir D.Ç	24.28	Arsan Tekstil	122.89
Good - Year	22.97	Ege Profil	63.38
T. Demir Döküm	20.00	Eczacıbaşı İlaç	57.62
Olmuxsa	14.08	Vakko Tekstil	47.12
Ereğli D.Ç	13.33	Arena Bilgisayar	45.34
Hektaş	12.90	Finans Fin. Kir	44.44
Deva Holding	10.63	Lio Yağ	38.88
Anadolu Cam	7.69	Söktaş	37.19
Konya Çimento	7.40	Acıbadem Sağlık	33.33
Petrol Ofisi	3.44	Kütalya Porselen	32.35

Tablo 2
Nisan Ayının En Başarısız Hisseleri

Dergi Endeksi Kapsamında	Verim (%)	Diğer	Verim (%)
Çimsa	- 21.12	Yapı Kredi Yat. Ort.	- 50.00
Brisa	- 13.11	Taç Yat. Ort.	- 44.31
Migros	- 10.41	Beşiktaş Futbol Yat.	- 31.57
Makine Takım	- 10.00	Doğan Burda	- 25.42
Alarko GMYO	- 9.43	Oysa-Niğde Çim.	- 23.33
Gentaş	- 9.25	Esem Spor Giyim	- 21.56
Koç Holding	- 9.23	Türk Tuborg (Yeni)	- 19.60
İzocam	- 9.00	Sasa	- 17.74
Bağfaş	- 8.79	Ata Yat. Ort.	- 16.43
Alcatel Teletaş	- 8.47	Arat Tekstil	- 15.66

satışlarıyla 385.66 puan ve ortalama % 3.06 oranında gerileyen endeks 12.220,26 puana düştü. Çarşamba günü ise hacimsiz ve dar bantta hareketlerin yoğunluk kazandığı seanslar sonunda endeks günlük bazda sadece 43 puanlık artış kaydetti. Hisse senetleri de ortalama yüzde 0.35 oranında değer kazandı. Gün içinde 12.000 desteğini birkaç kez test eden piyasa bu seviyelerden gelen tepki alımlarıyla yükseldi. Perşembe günü satışların devam ettiği gözlemlendi. Hisse senetlerindeki ortalama değer kaybı % 2.06 olurken, piyasada dengelenme ve tutunma çabalarının devam ettiği görüldü. 12.200-12.250 bölgesinin altında 11.950 seviyesinin önemini koruduğu gözlenirken, banka ve holding hisselerinde artan satış baskısı piyasayı 11.950 desteğine kadar çekti. Cuma günü ise ilk seansı 201.44 puan kayıpla 11.808,65 puandan tamamlayan endeks, 2. seansta topar-

Tablo 3
Nisan Ayında Sermaye Artırımları (Milyon TL)

Şirket	Önceki Ser.	Bedelli	%	Bedelsiz	%	Yeni Ser.
Asclsan	9.801.000	9.801.000	100	9.801.000	100	9.801.000
Gima	25.000.000	25.000.000	100	-	-	50.000.000
Goldaş Kuyumculuk	22.800.000	3.200.000	-	-	-	26.000.000
Metemteks	3.675.000	3.675.000	100	-	-	7.350.000
TSKB	57.750.000	27.175.000	-	-	-	84.925.000
Türk Tuborg	11.256.000	3.744.000	33.27	-	-	15.000.000

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

Şirket	Önceki Tavan	Yeni Tavan
Ak Enerji	13.500.000	150.000.000
Çimbeton	3.000.000	10.000.000
Çimentaş	25.000.000	75.000.000
Eczacıbaşı Yapı	10.000.000	100.000.000
Ege Seramik	24.480.000	75.000.000
Şişe Cam	150.000.000	800.000.000
Toprak Fin.Kir	10.000.000	50.000.000

landı. Gelen tepki alımlarıyla ilk seanstaki kaybı bir miktar telafi eden endeks 11.970,94 puandan haftayı tamamladı. Hisse senetleri haftalık bazda ise ortalama % 2.20 oranında değer yitirdi.

Borsa Nisan ayının dördüncü haftasına % 1.7 oranında kayıpla başladı. Para girişinin yaşanmadığı piyasada, bankacılık sektörüne yönelik bekleyiş, büyüme ve Ortadoğu'daki gelişmeler nedeniyle satış baskısı devam etti. Özellikle mali sektör önceliğindeki gerileme endeks üzerinde ağırlığı olan diğer hisseleri de etkisi altına aldı. Endeks Pazartesi gününü 11.759 puandan, Salı günü 23 Nisan nedeniyle tatil olan borsa, Çarşamba gününü 11.775, Perşembe gününü 11.800 puandan tamamladı. Cuma günü 3 aylık bilançoların iyi gelmesi ve sınırlı da olsa artan işlem hacmiyle yukarı yönlü bir seyir izledi. Endeks Cuma gününü 270 puanlık yükselişle 12.041 puandan tamamladı. Hisse senetleri ortalama % 2.04 oranında değer kazandı.

Nisan ayının son iki işlem gününde beklenti kalmaması, yeterli para girişinin yaşanmaması, bankacılık kesimindeki belirsizliklerin devam etmesi ve alımların kuvvetli olmaması nedeniyle satış baskısı Nisan ayının son iki gününde de devam etti. Endeks Pazartesi gününü 384 puanlık düşüşle 11.657 puandan, Salı gününü ise 216 puanlık düşüşle 11.441 puandan tamamladı.

Sıralanan bu etkiler sonucunda "30 Nisan 2002 Salı" günü kapanış fiyatları itibariyle 11.441,50 puana gerileyen İMKB Ulusal - 100 endeksinin Mart ayı sonuna göre değer kaybı % 2.03 düzeyinde olmuştur. Yine aynı günkü kapanış fiyatları itibariyle, Banka - Mali ve Ekonomik Yorumlar Dergisi endeksi, İMKB Ulusal - 100 endeksine nazaran daha az bir düşüş göstermiş ve Nisan ayında % 0.80 oranında değer yitirerek 3.948.114,58 puana gerilemiştir. Endeks kapsamındaki 40 hissenin 14 tanesi değer kazanmış, 26 hisse ise değer yitirmiştir. Ay içinde en fazla değer kazanan ve kaybeden hisseler tablo 1 ve 2'de gösterilmiştir.

Sermaye Artırımları

Mart ayından sonra Nisan ayında da sermaye artırımları devam etmiştir. Tablo 3'te, Nisan ayında sermaye artırımını gerçekleştiren 6 şirketin artırım öncesi ve sonrası sermaye rakamlarıyla, bedelli ve bedelsiz artırımlarının tutarları gösterilmiştir. Sermaye artırımlarının yanı sıra, Ni-

san ayında 7 şirketin kayıtlı sermaye tavanı artırımları Sermaye Piyasası Kurulu (SPK) tarafından onaylanmıştır. Bu şirketlerin eski ve yeni kayıtlı sermaye tavanları tablo 4'te gösterilmiştir.

Borsaya Sanal Takip

SPK Başkanı Doğan Cansızlar, yeni uygulamaya konulacak bir sistem ile hisse senetlerinin sanal ortamda izleneceğini bildirdi. Cansızlar, işadamlarının ülkede yatırıma yöneltilmesi için vergi teşvikleri getirilmesini istedi. Hazine Müsteşarlığı Mensupları Vakfı ile İstanbul Üniversitesi İktisat Fakültesi Mezunları Derneği'nin ortaklaşa düzenlediği "Türkiye'de Sermaye Piyasasının Dünü, Bugünü, Yarını" konulu panelin açılışında konuşan Cansızlar, son 20 yılda mali sistemdeki kamu ağırlığının sermaye piyasalarını olumsuz etkilediğini söyledi. 1980'li yılların başından itibaren artan kamu harcamalarının finansmanı için borçlanma yoluna yönelmesi ile zaten kısıtlı olan tasarrufların kamu kağıtlarına kaydığını kaydeden Cansızlar, bunun da özel kesimin kullanımında bulunması gereken tasarrufların kamu tarafından emilmesi anlamına geldiğini anlattı. Daha öncekilerde olduğu gibi son 2 krizin de sermaye piyasalarını olumsuz etkilediğini vurgulayan Cansızlar, ekonomideki canlanma ile birlikte bu durumun da yavaş yavaş düzelmeye başladığını ifade etti.

SPK Başkanı, daha sonra sermaye piyasalarındaki mevcut sorunlar hakkında açıklamalarda bulundu. Cansızlar, yüksek enflasyonun sermaye piyasalarına olumsuz yansıdığını, yüksek kamu borçlanması ihtiyacının devam ettiğini, muhasebe düzenlemelerinin uluslararası standartlara uymadığını ve kurumsal yönetim kültürümüzün zayıf olduğunu belirtti. Türkiye'de halka açıklık oranının da düşüklüğüne dikkat çeken Cansızlar, "Bu oran % 28 denilmektedir. Ancak bu yanılmıdır. Ortalama halka açıklık oranı % 15-20'dir. Bu da çok azdır. Bunun nedenlerinden biri de kayıt dışı ekonominin varlığıdır" dedi. Günümüzde en büyük 500 şirketin sadece 121'inin Borsaya kote olduğunu da bildiren SPK Başkanı, KOBİ'lerin küçük piyasalar yoluyla kaynak toplamasına da ülkemizde itibar edilmediğini söyledi. Cansızlar, KOBİ'lere yönelik bölgesel pazarlar kurulması çalışmalarının sonuç aşamasına geldiğini de vurguladı.

Sık sık vergi değişikliklerine gidilmesinin de şirketlerin sermaye piyasalarına yönelmesini engellediğini anlatan Cansızlar, bu konularda yapılması gerekenleri de şöyle sıraladı:

– Halka açık anonim ortaklıkların mali yükleri hafifletilmeli. Eğitime katkı payı, özel işlem vergisi gibi ek maliyetlerin sermaye piyasalarıyla ilgilendirilmemesi gerekir. Bu ortaklıkların kurumlar vergisi oranı da % 33 yerine % 10'lara düşürülmelidir.

– Bireysel emeklilikte sınır kaldırılmalı. Bireysel emeklilik gönüllülük esasına dayanır. Bu konuda asgari ücret sınırı getirilirse sistemi orta ve üst gelir gruplarının sağlayacağı ilave imkanlardan mahrum bırakırsın. Ayrıca buradaki % 10'luk oranın 20'ye çıkarılması gerekir.

– Gayrimenkul yatırım ortaklıkları çok önemli. Burada % 18'lik KDV % 1'e çekilmelidir. Yine bu ortaklıkların tapu harcı ve damga vergileri düşürülmelidir.

– Risk sermayesi yatırım ortaklıklarının fonlar dahil % 33 olan kurumlar vergisi oranı da aşağı çekilmelidir.

– Menkul kıymetlerin vergilendirilmesinde 3 aylık süre var. Bu düzenleme yıl sonunda sona eriyor. Bu da 2010'a kadar devam etmelidir.

– Halka açık bankalarla ilgili de yeni düzenlemeye gidilmelidir.

SPK Başkanı Cansızlar, son dönemde hayata geçirdikleri bazı düzenlemeler hakkında da bilgi verdi ve Yatırımları Koruma Fonu ile tedrici tasfiyeyi başlattıklarını, İMKB'de dövizle dayalı vadeli işlemler piyasasını açtıklarını söyledi. İzmir Vadeli İşlemler Borsası'na dönük çalışmaların tamamlandığını, oluşturulan Merkezi Kayıt Kurulu'nun yakında faaliyete geçeceğini kaydeden Cansızlar, bundan böyle hisse senetlerinin de sanal ortamda izleneceğini belirtti. Cansızlar, yeni sistemde fiziki olarak basımı yapılan hisse senedinin yerini elektronik ortamda işleyen bir hisse senedine bırakacağını ifade etti. Cansızlar, erken uyarı, piyasa gözetimi ve uzaktan erişim sisteminin de önümüzdeki yıl sonuna doğru işlemeye başlayacağını bildirdi.

Daha sonra soruları yanıtlayan SPK Başkanı, uzman sayısı ve bilgisayar altyapısı açısından bir sorunları bulunmadığını vurgularken, spekülasyon ile manipülasyonun da ayrılması gerektiğine dikkat çekti. Cansızlar, manipülasyon konusunda önemli tedbirler aldıklarını, bu konuda yeni bir yöntemi de denemeye başladıklarını söyledi. 20'ye yakın şirketin işlem sırasının halen kapalı olduğuna da işaret eden Cansızlar, İMKB ile bu konuyu enine boyuna tartışmaya devam ettiklerini anlattı.

SPK Başkanı, Türk işadamlarının Bulgaristan, Romanya gibi ülkelerde yatırıma yönelmesine ilişkin bir soru üzerine de şu değerlendirmede bulundu: "Türkiye'de girdi fiyatları yüksek. İşgücü maliyeti de yüksek. Böylesi bir maliyet oluşumu karşısında bazı yatırımcıların yurtdışına gitmesi müteşebbis açısından haklı olabilir. Bunu engellemek için vergi teşvikleri getirilmesi lazım. Çünkü maliyetlerin, dışarı ile rekabet edebilir boyutta olması lazım."

Borsaya Vergi Teşviği

SPK Başkanı Doğan Cansızlar, bu yıl sonunda bitecek olan "hisse senetlerini 3 aydan fazla tutanların beyanname vermemesi" düzenlemesinin 10 yıl daha uzatılması görüşünü, Maliye Bakanlığı'na ilettiklerini açıkladı. Ekonomi Muhabirleri Derneği üyeleri ile kahvaltılı sohbet toplantısı düzenleyen Cansızlar, sermaye piyasalarında derinliğin artırılması için, bazı vergi teşviklerinin getirilmesi gerektiğini söyledi. Dünyanın her tarafında böyle vergi teşvikleri sağlandığını anlatan Cansızlar, kurumlar vergisinin toplam vergiler içinde % 7-8'lik bir paya sahip olduğunu, dolayısıyla buradan yapılacak fedakarlığın bir gelir kaybı anlamına gelmeyeceğini söyledi.

Gazetecilerin, "Sanırım bu konuda talebiniz var" şeklindeki hatırlatması üzerine, Cansızlar şöyle konuştu: "Bir kaç değil epey talebimiz var düzenlemeyle ilgili. Sanırım bu vergi reform çalışmaları sırasında dikkate alınacaktır. Özellikle bu sene sonunda süresi biten bazı düzenlemeler var biliyorsunuz. Hisse senetleri ile ilgili 3 aylık konu, yatırım fonları ile ilgili beyanname verme zorunluluğu gibi. Onların uzatılmasını istiyoruz." "İstekleriniz niyet mektubuna uygun mu?" şeklindeki soruya da Cansızlar, kısa vadeli gelir kaybı düşüncesi ve endişesinden uzaklaşılması gerektiği yönünde cevap verdi. Ne kadar süre uzatımı istediklerinin sorulması üzerine Cansızlar, "Biz daha uzun bir süre istiyoruz, teşvik anlamında. Ama bu Bakanlar Kurulu ya da Meclis'te kararlaştırılacak... En az 10 yıl diyorum ben. Teklifi Maliye Bakanlığına gönderdik" dedi.

Gazetecilerin sorularını da yanıtlayan Cansızlar, Yunan ve Türk menkul kıymet piyasalarında işbirliği çalışmasının hangi aşamada olduğu yönündeki soruyu Cansızlar, şöyle cevapladı. "Yunanistan'daki Sermaye Piyasası Kurulu ile ilişkilerimiz çok iyi biçimde devam ediyor. Ayrıca iki ülkenin borsaları arasındaki ilişkilerde çok iyi seviyede devam ediyor.

SEKİ projesi dediğimiz Güney Avrupa Gelişme Projesi vardı. O gelişme kapsamındaki çalışma devam ediyor. Geçen sene Yunanistan Sermaye Piyasası Kurulu ile mutabakat zaptında imzaladık. Bu, bir ölçüde işbirliği anlaşmasıdır. HEM SEKİ projesi çerçevesinde ki bunu BM yürütmekte hem de IOSCO kapsamında Yunanistan, Avrupa Bölgesinin sorumluluğunu üstlenen bir ülke. O çerçevede ilişkilerimizi yürütmekteyiz." SPK'nın uzun dönemde İstanbul'a gitmesi gibi bir hedefi olup olmadığının sorulması üzerine ise Cansızlar, İstanbul'a taşınma fikrinin söz konusu olmadığını belirtti.

Tahtası kapalı şirketlere ilişkin bilgilendirme formlarını İMKB'ye gönderdiklerini, imtiyazları iptal edilmiş, mahkemesi devam eden tahtası açılmayacak konumda şirketler bulunduğunu, bu konuları görüşmek üzere Borsa yetkilileri ile biraya geleceklerini kaydetti. Bu tür şirketlerin tahtalarının açılmasının yatırımcıya yarar getirmeyeceğini anlatan Cansızlar, "O bakımdan bu anlamda selektif olacağız" dedi. Öte yandan, görevlerinin bilgileri tam olarak yatırımcıya vermek ve bu bilgiler ışığında yatırımcıların karar vermesini sağlamak olduğunu anlatan Cansızlar, yoksa bilgisizlik ortamında mağdur olanların ellerindeki hisseleri başkalarına satarak yeni mağdurların ortaya çıkmasına yol açılacağına işaret etti.

Yılın ilk üç ayının sermaye piyasaları açısından değerlendiren Cansızlar, sermaye piyasalarının krizden etkilendiğini, ancak daha sonra yavaş yavaş yerine oturmaya başladığını ve volatilitenin (aşırı oynamalar) azaldığını kaydetti. Dövizde vadeli işlemler piyasasının neden işlemediği yönündeki soruyu da Cansızlar, dövizde dalganın düşmesinin ardından talebin artacağı tahminin de bulunurken, sistemin yavaş yavaş oturduğunu, kaydetti. Buna karşılık piyasanın hareketlenmesi için minimum 100 bin dolar olan kontrat tutarının biraz aşağı indirilebileceğini, sadece bankaların piyasaya girmesi yerine aracı kurumlar ve diğer finans kuruluşlarının girişinin önünün açılacağını ifade etti.

Kendisinin "Yerli Soroslar çıkacak" sözünün hatırlatılarak bunun ne anlama geldiğinin sorulması üzerine de Cansızlar, mevzuata göre yatırım fonu işlemlerini sadece tüzel kişilerin yapabildiğini kaydederek, AB'nin Şubat ayında yayımlanan yatırım fonları ile ilgili ilkeler bütünü üzerinde çalıştıklarını anlattı. Kişilerin böyle durumda yatırım fonu kurmalarına izin verileceğini vurgulayan Cansızlar, % 20 avans zorunluluğunu da kal-

dirarak yatırım fonu kuruluşunun kolaylaştırılacağını kaydetti. Başka bir soru üzerine de Cansızlar, bu şekilde Türkiye'den değil yurtdışından gayri resmi fonları oluşturanların bulunduğunu, bu işleri yapmaya tevessül edenlerin bulunduğunu kaydetti. Cansızlar, sermaye piyasalarında derinliğin artırılması için şirketlerin halka açıklık oranını artırılması gerektiğini ifade etti. İMKB'deki 3 aylık bilançoları da umut verici olarak niteleyen Cansızlar, önümüzdeki dönemde bilançoların daha iyi hale geleceğine inandığını sözlerine ekledi.

Piyasaların Nabzı İstanbul'da Atacak

Uluslararası Menkul Kıymetler Komisyonları Örgütü'nün (IOSCO) 27. yıllık konferansı, bu yıl Sermaye Piyasası Kurulu'nun (SPK) ev sahipliğinde, 18-24 Mayıs tarihleri arasında İstanbul'da yapılacak. Lütfi Kırdar Uluslararası Kongre ve Sergi Sarayı'nda gerçekleştirilecek konferansa, 100'ü aşkın ülkeden Sermaye Piyasası Kurulu Başkanları, Borsa Başkanları ile finans çevrelerinin temsilcilerinden oluşan yaklaşık 600 delegenin katılması bekleniyor. Türkiye'de yapılmasının, ülkemizin tanıtımı, yabancı yatırımcıların bilgilendirilmesi ve geniş kapsamlı bir görüşme platformu sağlaması açısından büyük önem taşıdığı belirtilen konferans, 18-22 Mayıs tarihleri arasında sadece IOSCO üyelerinin katılacağı çalışma grupları ve özel toplantılarla sürecek.

Konferansın açılış töreni ise 22 Mayıs Çarşamba günü gerçekleştirilecek. Devlet Bakanı Kemal Derviş, Devlet Bakanı Recep Önal ve Maliye Bakanı Sümer Oral'ın katılacakları açılış töreninde, SPK Başkanı Doğan Cansızlar, IOSCO Genel Sekreteri Philippe Richard, IOSCO Yürütme Komitesi Başkanı ve Portekiz Menkul Kıymetler Komisyonu Başkanı Fernando Teixeira dos Santos, IOSCO Teknik Komite Başkanı ve Ontorio Menkul Kıymetler Komisyonu Başkanı David Brown ile IOSCO Gelişmekte Olan Piyasalar Başkan Vekili ve Tayland Menkul Kıymetler Komisyonu Başkanı Prasarn Trairatvorakul da konuşacak.

Aynı gün yapılacak ilk panelde "Global Finans Ortamında Düzenleme ve Denetim" konusu ele alınacak. 23 Mayıs Perşembe günü düzenlenecek ikinci panelde "Sınırötesi İşlemlerde Usulsüz Uygulamalar-Denetim Açısından Karşılaşılan Zorluklar", 3. panelde "Global Portföy Yatırımları-Gelişmekte Olan Piyasalardaki Fırsatlar ve Engeller", 4. panelde de "Menkul Kıymet Analistleri" konuları tartışılacak. Konferan-

sın son günü olan 24 Mayıs Cuma günü düzenlenecek panelde ise "Kurumsal Yönetim" ele alınacak konuyu oluşturacak.

Bu yılki IOSCO toplantısının yeri konusunda yapılan seçimlerde, Almanya, Avusturya, Çin Halk Cumhuriyeti, Çek Cumhuriyeti ve Ürdün sermaye piyasaları otoritelerinin yanı sıra Türkiye'den SPK aday oldu. Oylama sonucu Türkiye seçildi. IOSCO, sermaye piyasalarındaki düzenleyici ve denetleyici otoritelerin, ilgili alanlarda koordinasyonu ile işbirliğini sağlamak, sermaye piyasalarının yasal ve kurumsal yapısına ilişkin ortak uluslararası standartlar oluşturmak ve üyeler arasında bilgi alışverişine imkan tanımak amacıyla kuruldu. Mali piyasalarla ilgili uluslararası kuruluşlarla işbirliği yaparak faaliyetlerini sürdüren IOSCO, sermaye piyasaları alanındaki en etkin uluslararası kuruluş olma özelliğini taşıyor. Türkiye, 18 Nisan 1983'de kurulan ve halen 103 ülkeden 172 üyesi bulunan IOSCO'ya 1988 yılında üye oldu.

Hazine İhaleleri

Hazine'nin "2 Nisan 2002 Salı" günü düzenlediği 203 gün vadeli bono ihalesinde bileşik faiz % 62, değişken faizli 2 yıllık tahvil ihalesinde ise % 15.54 dönemsel faiz ile borçlandı. Hazine'nin bono ihalesine toplam 4 katrilyon 273.6trilyon liralık teklif gelirken, ihalede nominal 3 katrilyon 460.8 trilyon liralık satış gerçekleşti. İhaledeki net satış ise 2 katrilyon 644.4 trilyon lira oldu. Bono ihalesinde bileşik faiz % 62, basit faiz ise % 55.35 çıktı.

Hazine'nin aynı gün ikinci ihalesi olan 3 ayda bir kupon ödemeli, değişken faizli 2 yıl vadeli tahvil ihalesine ise toplam 1 katrilyon 89.3 trilyon liralık teklif geldi. İhalede nominal 789.8 trilyon liralık satış gerçekleşti. İhaledeki net satış miktarı 805.6 trilyon lira oldu. Tahvil ihalesinde dönemsel faiz % 15.54 olarak belirlendi. Ayrıca, kamuya, 203 günlük bono ihalesinden 541.4 trilyon liralık, tahvil ihalesinden de 60 trilyon liralık satış gerçekleştirildi. İhraç tarihleri 3 Nisan Çarşamba olarak belirlenen ihalelerden bonoda geri ödeme 23 Ekim 2002, değişken faizli 2 yıl vadeli tahvilin geri ödemesi de 17 Mart 2004 tarihinde yapılacak.

Hazine'nin "9 Nisan 2002 Salı" günü düzenlediği 364 gün vadeli tahvil ihalesinde bileşik % 58 faiz ile borçlandı. İhalede nominal 2 katrilyon 397.8 trilyon liralık satış gerçekleştirildi. Hazine'nin tahvil ihalesine top-

lam 3 katrilyon 847 trilyon liralık teklif gelirken, ihalede nominal 2 katrilyon 397.8 trilyon liralık satış gerçekleşti. İhaledeki net satış miktarı ise 1 katrilyon 517.6 trilyon lira oldu. Tahvil ihalesinde bileşik faiz, % 58 olarak gerçekleşti. İhalede kamuya da 100 trilyon liralık satış yapıldı.

Hazine'nin "16 Nisan 2002 Salı" günü düzenlediği 238 gün vadeli bono ihalesinde net 1.4 katrilyon liralık satış yapıldı. Bileşik faiz ise % 56.46 oldu. İhalede gerçekleşen bileşik faiz Kasım 2000 krizinden bu yana ki en düşük oranı oluşturdu. Hazine'nin bono ihalesine toplam 2 katrilyon 694 trilyon liralık teklif gelirken, ihalede nominal 1 katrilyon 904.3 trilyon liralık satış gerçekleşti. İhaledeki net satış miktarı da 1 katrilyon 421.2 trilyon lira oldu. Bono ihalesinde bileşik faiz % 56.46, basit faiz de % 52 oldu. İhalede kamuya da 126 trilyon liralık net satış yapıldı. İhraç tarihi 17 Nisan Çarşamba olarak belirlenen bonoların geri ödemesi, 11 Aralık 2002 tarihinde yapılacaktır.

Hazine'nin "22 Nisan 2002 Pazartesi" günü gösterge niteliğindeki 3 aylık bono ihalesinde, bileşik faiz oranı % 52.48 oldu. Basit faizin ise % 44.49 olarak belirlendiği ihaleye, nominal 1 katrilyon 713.1 trilyon liralık teklif geldi. Nominal 1 katrilyon 91.2 trilyon liralık satışın yapıldığı ihalede, net satış ise 982 trilyon lira olarak gerçekleşti.

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

Aylar	1994	1995	1996	1997	1998	1999	2000	2001	2001
Ocak	46499.72	66641.02	121282.26	482009.45	970038.69	736963.15	9078678.55	3035452.15	4655375.35
Şubat	43685.74	72135.19	148672.55	481567.26	870185.89	966309.48	4534752.07	2391632.75	3639378.62
Mart	36336.97	94874.84	178248.67	449760.66	936427.88	1224154.39	4662632.07	2325863.75	3679964.22
Nisan	37260.41	109201.43	174945.81	419157.76	1246481.82	1343754.27	5742031.40	3523218.40	3948114.58
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	1797901.96	4397098.60	3345403.26	
Kasım	74373.54	96196.98	267385.51	839760.91	703595.71	2336373.64	2604240.15	3852900.93	
Aralık	71525.29	96450.06	277923.68	956310.79	726072.07	4117624.90	2836233.86	4730591.76	

Sıra No.	Kuruluşun Adı	Kayıtlı Sermaye (Milyon TL)	Çıkarılmış (Ödenmiş) Sermaye (Milyon TL)	Takvim Yılı Kârı (Net)			Dağıtılan Kâr Payı (%)			Piyasa Fiyatı (TL)			
				1999 (Milyon TL)	2000 (Milyon TL)	2001 (Milyon TL)	1999 (Net)	2000 (Net)	2001 (Net)	Nisan 2001	Şubat 2002	Mart 2002	Nisan 2002
1	ALARKO GMYO	20.000.000	3.565.000	16.838.762	20.384.232	38.185.108	-	-	20,00	17.250	14.000	13.250	12.000
2	ANADOLU CAM	250.000.000	70.634.000	1.117.488	4.074.642	2.953.473	-	5,00	-	1.600	1.300	1.300	1.400
3	ARÇELİK	500.000.000	90.900.000	61.253.949	63.316.720	21.359.874	60,00	20,00	-	15.750	11.250	13.250	12.500
4	BAĞFAŞ	10.000.000	2.000.000	2.599.697	2.777.653	7.121.510	50,00	70,00	100,00	20.500	22.750	22.750	20.750
5	BOLU ÇİMENTO	70.000.000	33.463.000	3.983.369	3.586.302	16.989.351	24,44	12,23	40,39	2.600	2.500	2.650	2.525
6	BRISA	25.000.000	7.442.000	13.137.330	17.943.310	25.934.319	86,30	187,00	270,00	35.500	30.000	30.500	26.500
7	ÇELİK HALAT	5.000.000	1.994.000	312.820	-370.513	-184.505	12,00	-	-	2.050	4.350	4.700	4.800
8	ÇİMSA	50.000.000	33.696.000	10.788.069	13.421.232	28.483.457	31,00	39,00	125,00	12.250	6.600	7.100	5.600
9	DEVA HOLDİNG	100.000.000	16.000.000	-1.925.850	234.198	-15.652.615	-	-	-	1.125	1.150	1.175	1.300
10	DÖKTAŞ	20.000.000	19.200.000	-1.550.430	-5.086.387	-6.940.578	-	-	-	5.250	2.650	2.800	2.550
11	ECZACIBAŞI YATIRIM	50.000.000	19.800.000	7.897.837	7.323.139	13.146.570	50,00	-	-	4.150	3.300	3.200	3.050
12	EGE GÜBRE	2.009.000	2.009.000	1.259.177	805.474	2.057.877	57,89	33,06	-	4.200	4.150	4.100	4.150
13	EREGLİ DEMİR ÇELİK	700.000.000	44.352.000	-24.922.263	72.138.696	-94.932.797	-	-	-	15.500	18.750	15.000	17.000
14	GENTAŞ	4.044.000	4.044.000	1.199.502	1.892.086	4.278.462	10,00	-	-	5.300	5.600	5.400	4.900
15	GOOD-YEAR	21.000.000	11.918.000	-4.585.600	-7.800.910	-17.694.746	-	-	-	8.700	7.300	7.400	9.100
16	GÜBRE FABRİKALARI	10.000.000	2.500.000	877.200	981.621	2.057.877	19,00	20,00	-	10.750	8.600	10.100	9.600
17	HEKTAŞ	25.000.000	13.595.000	-2.095.993	1.668.005	1.819.036	-	-	-	2.075	1.550	1.550	1.750
18	İZMİR DEMİR ÇELİK	62.250.000	62.250.000	1.147.456	279.521	-31.155.761	-	-	-	1.125	800	700	870
19	İZOCAM	12.000.000	6.000.000	1.095.371	4.085.484	5.775.755	25,00	40,00	33,33	6.100	5.300	5.000	4.550
20	KARTONSAN	2.700.000	2.025.000	1.868.731	6.258.164	15.297.260	57,75	154,36	149,87	47.000	45.500	47.000	46.500
21	KAV DAN PAZ. TİC.	7.000.000	6.435.000	3.888.455	3.710.354	1.476.495	40,00	26,59	15,00	4.050	2.900	2.850	2.800
22	KOÇ HOLDİNG	250.000.000	101.578.000	42.296.323	43.453.599	54.806.789	15,00	10,00	-	48.000	29.000	32.500	29.500
23	KONYA ÇİMENTO	-	4.873.000	3.156.998	2.551.302	555.643	50,00	10,00	-	6.100	5.800	5.400	5.800
24	KORDSA DUPONT	60.000.000	36.125.000	3.421.774	9.202.454	16.393.540	24,50	30,70	36,00	11.750	6.900	6.200	5.800
25	MAKİNE TAKİM	18.500.000	16.819.000	420.697	-994.243	-3.708.288	-	-	-	400	580	500	450
26	MİGROS	100.000.000	9.180.000	25.038.772	7.505.957	17.775.501	350,00	50,00	50,00	91.000	90.000	96.000	86.000
27	NET TURİZM	26.000.000	24.822.000	130.161	2.206.116	-14.903.085	-	-	-	3.650	960	1.100	1.075
28	OLMUŞSA	10.000.000	5.434.000	659.712	2.542.799	4.539.335	-	25,00	20,00	8.400	7.100	7.100	8.100
29	OTOSAN	300.000.000	73.106.000	1.250.308	40.820.549	-91.737.465	-	-	-	36.000	17.250	15.750	15.250
30	PETROL OFİSİ	100.000.000	50.000.000	70.157.454	72.559.118	186.596.292	291,76	121,90	-	43.000	36.500	29.000	30.000
31	PINAR SÜT	80.000.000	15.500.000	3.261.698	4.092.558	2.788.486	50,00	82,70	15,79	6.400	2.525	2.500	2.425
32	SABANCI HOLDİNG	1.000.000.000	600.000.000	38.620.385	83.375.694	120.054.389	8,00	-	-	5.700	5.700	6.300	5.800
33	SARKUYSAN	10.000.000	4.000.000	4.020.727	3.442.605	9.159.917	55,00	41,00	50,00	13.500	14.500	13.500	13.750
34	TELETAŞ	10.000.000	8.000.000	4.488.080	-5.910.940	-11.638.977	-	-	-	55.000	12.500	14.750	13.500
35	TÜPRAŞ	500.000.000	250.419.000	212.969.504	242.982.184	188.633.258	233,70	280,30	55,26	37.500	8.800	7.400	7.300
36	TÜRK DEMİR DÖKÜM	40.000.000	20.000.000	-4.766.215	3.781.160	-2.410.995	-	-	-	4.150	5.000	2.750	3.300
37	T. GARANTİ BANKASI	1.000.000.000	750.000.000	181.098.648	205.287.000	-	-	-	-	5.900	2.550	2.700	2.500
38	TÜRKİYE İŞİE VE CAM	285.000.000	285.000.000	1.539.518	3.607.181	2.101.484	1,40	-	-	5.600	1.475	1.500	1.550
39	YAPI KREDİ BANKASI	-	752.345.000	211.276.596	256.146.000	-	64,00	-	-	5.300	3.350	4.000	3.850
40	YASAŞ	100.000.000	11.907.000	1.057.215	251.225	-13.080.229	9,49	7,47	-	1.400	1.500	1.425	1.400



**Para biriktiren
ilk çipli
kredi kartı!**

Alo Bonus 444 0 334 bonus.com.tr

 Garanti

+bonus card

EKONOMİK GÖSTERGELER DIŞ DÜNYA (MAYIS 2002)

Ülkeler	GSYİH*	Tüketici Fiyatları*	Ücretler Kazançlar*	İşsizlik Oranı (%) (En Son)	Dış Ticaret Dengesi** (Milyar \$) (Son 12 Ay)	Cari İşlem Dengesi** (Milyar \$) (Son 3 Ay)
A.B.D.	1.6	1.5	3.5	5.7	-423.2	-417.4
Almanya	-0.1	1.6	2.3	9.6	90.3	15.8
Avustralya	4.1	2.9	4.9	6.3	1.5	-9.2
Avusturya	-0.4	1.9	2.4	4.0	-3.3	-3.6
Belçika	0.1	1.8	3.1	10.8	11.5	13.0
Danimarka	0.7	2.6	4.1	5.0	7.2	4.1
Fransa	0.5	2.1	4.1	9.1	4.5	24.4
Hollanda	0.4	3.6	3.6	2.2	22.4	11.8
İngiltere	1.0	1.3	1.9	5.1	-47.2	-25.1
İspanya	2.3	3.2	3.7	12.9	-38.3	-15.1
İsveç	1.1	2.9	2.6	3.8	13.5	7.4
İsviçre	0.4	1.1	1.3	2.6	1.8	24.6
İtalya	0.7	2.5	3.2	9.0	8.5	1.7
Japonya	-1.9	-1.2	-1.0	5.2	70.1	90.0
Kanada	0.9	1.8	3.3	7.7	37.6	18.9
Euro-11	0.6	2.2	3.0	8.4	50.3	-5.8

Açıklamalar: (b.d.) = Belli Değil. Kaynak: The Economist, 4 Mayıs 2002.

(*) Yıllık Yüzde Değişim.

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

Görüşler

Dr. HASAN SABIR

İstanbul Üniversitesi, Siyasal Bilgiler Fak., İktisat Politikası Ana Bilim Dalı Öğretim Üyesi

Stratejik Ticaret Politikası



Amerika Birleşik Devletleri'nin Dünya Ticaret Örgütü politikalarına aykırı olarak, çelik ithalatına yüksek gümrük vergileri getirmesi ve başta Avrupa Birliği ülkeleri olmak üzere, diğer gelişmiş ülkelerin buna karşı tepkileri, dikkatlerin serbest ticaret politikasına alternatif politikalar üzerinde yoğunlaşmasına neden olmuştur. Bu bağlamda, makalemizde, serbest ticaret politikasına karşı ortaya atılmış en güçlü argümanlardan birisi olan Stratejik Ticaret Politikası'nın teorik çerçevesini irdelemeye çalıştık.

A- Genel Olarak

Geleneksel dış ticaret teorileri, ülkelerin serbest ticaret politikaları uygulamaları durumunda tüm ülkelerin bundan yarar sağlayacağını savunmaktadır. Uluslararası iktisat literatüründe geleneksel teoriler olarak yer alan

Karşılaştırmalı Üstünlükler, Faktör Donatımı Teorisi gibi teoriler oldukça basit ve belirli varsayımlar altında geçerli modeller yardımıyla dış ticaretin nedenlerine ilişkin açıklamalar getirmektedir. Karşılaştırmalı Üstünlükler Teorisi, ülkelerin karşılaştırmalı üstünlüğe sahip oldukları mallarda uzmanlaşarak, bunları ihraç etmelerini savunmaktadır. Ancak, neden ülkelerin bazı malların üretiminde diğer ülkelere göre daha avantajlı bir durumda olduklarını açıklamamaktadır. Bu eksikliği gidermeye yönelik olarak ortaya atılmış olan Faktör Oranları Teorileri ise bu durumu üretim faktörlerinin ülkelerarası dağılımındaki dengesizlik ile açıklamıştır. Buna göre, örneğin sermaye faktörüne daha bol olarak sahip olan bir ülke sermaye-yoğun mallarda uzmanlaşacak ve bunları ihraç edecektir. Faktör Oranları Teorisi'nden yola çıkılarak Stolper-Samuelson ve

Uluslararası Faktör Fiyatları Eşitliği Teorileri geliştirilmiştir. Bu teoriler de genel olarak serbest ticareti savunmakta ve gelir dağılımı üzerindeki etkilerini irdelemektedir.

Klasik Dış Ticaret Teorileri ve bunlara dayalı olarak geliştirilen Faktör Oranları Teorileri piyasalarda tam rekabet koşullarının geçerliliğini kabul etmektedir. Tam rekabet koşulları altında, serbest ticaret sürecine katılan tüm taraflar kazanç sağlamaktadırlar. Yani, bu yaklaşımda, dış ticaret sıfır-toplam (zero-sum game) bir oyun olmayıp, değişik ölçülerde de olsa herkesin kazancını arttırabildiği bir süreçtir. Ancak, bu teorilerde eksik rekabet piyasaları dikkate alınmamaktadır. Klasik teorinin en önemli yetersizliklerinden birisi, firmaların edilgen bir yapıda olduğu tam rekabet koşullarını veri olarak almasıdır. Tam rekabet, herhangi bir alıcı veya satıcının fiyatı kontrol edememesi, yani bir firma veya tüketicinin karşılaştığı arz eğrilerinin sonsuz esnek olması demektir; bununla beraber, gerçek durumda, uluslararası ticarete yer alan firmalar fiyatlar dahil bir çok unsur üzerinde belirleyici etkilere sahiptir⁽¹⁾. Gerek ulusal gerekse uluslararası piyasalarda konsantrasyonun artmasıyla birlikte, firmaların, özellikle fiyatları belirleyebilme güçleri de artmaktadır. Eksik rekabet halinin mev-

cut olduğu durumlarda ise, serbest ticaretle sağlanan neticeler, optimum etkinliğin altında oluşmaktadır.

Krugman, Helpman ve Spencer gibi yeni ticaret teorisyenleri, ülkelerin bol olarak sahip oldukları kaynaklarda uzmanlaşmalarının gerekli olmadığını, ticaretin yalnızca onların farklılıklarından faydalandığını ve uzmanlaşmayı avantajlı kılan artan getiriler nedeniyle ticaret yaptıklarını ileri sürerler. Stratejik Ticaret Politikası yaklaşımında, piyasa aksaklıklarından faydalanmak için kamu müdahalesi önerilmektedir. Stratejik ticaret argümanı, birçok piyasada uluslararası rekabetin doğal olarak oligopolcü olduğu fikri üzerine kurulmuştur. Teoriye göre, özellikle dışsalığa konu olan sanayiler hedef sanayiler olarak seçilir ve bu sanayilere yönelik sübvansiyon sağlanır.

B- Teorik Açıklamalar

Stratejik Ticaret Politikası'nın teorik açıklamaları, iki ülkenin olduğu ve bu ülkelerin herbirinde ilgili malın üretiminde tek firmanın faaliyette bulunduğu bir duopol modeline dayanmaktadır. Brander-Spencer Analizi olarak bilinen bu modelde, aşağıdaki şekilde gösterildiği üzere, dikey eksen yabancı firmanın çıktısını, yatay eksen ise yerli firmanın çıktısını göstermektedir. Yerli firmanın ya-

bancı firmanın piyasa davranışlarına karşı tepkisi Ry doğrusu ile, aynı şekilde yabancı firmanın tepki doğrusu ise Rf ile gösterilmiştir⁽²⁾:

Devlet müdahalesinin olmadığı durumda denge N noktasında gerçekleşecek ve yabancı firmanın çıktısı Q, yerli firmanın çıktısı ise Qm düzeyinde olacaktır. Devletin bu sektörü ihracat sübvansiyonu vermek suretiyle desteklemesi durumunda ise, yerli firmanın reaksiyon doğrusu sağa doğru kayarak Ry' durumuna gelecektir. Yeni denge noktası olan S'de, yabancı firmanın çıktısı q düzeyine inmekte, yerli firmanın çıktı düzeyi ise verilen sübvansiyonun üzerinde gerçekleşerek Qs olmaktadır⁽³⁾.

Şekil 1'de açıklanan çözümleme sayısal bir örnek yardımıyla da açıklanabilir. İki ülke ABD ve AB, mallar ise Boeing ve Airbus uçakları olsun⁽⁴⁾. Varsayımına göre bu iki mala karşı iki ülkede de iç talep yoktur. Uçaklar dış piyasalar için üretilmektedir. Yine varsayımına göre iki firmanın piyasaya

girmesi durumunda firmalar zarar etmektedirler. Ancak tek bir firma için piyasada kâr vardır. Yukarıdaki varsayımlar altında Boeing ve Airbus arasındaki oyun şu matris ile gösterilebilir⁽⁵⁾:

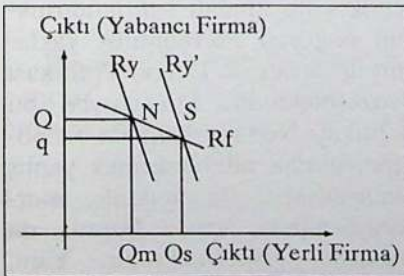
Tablodaki rakamlar rakibinin piyasaya girip girmemesi haline göre, Airbus'ın ve Boeing'in elde edeceği kârları göstermektedir. Buna göre, iki firmanın aynı anda piyasaya girmesi durumunda, her iki firma da 10 birim zarar etmektedir. Boeing'in piyasaya girmedikleri durumda Airbus 100, Airbus'ın girmedikleri durumda ise Boeing 100 birim kâr elde etmektedir. Şimdi, Avrupa Birliği'nin bu duruma müdahale ederek Airbus'ı 20 birim sübvansiyonla desteklediğini düşünelim. Bu durumda matris şu şekilde olacaktır⁽⁶⁾:

Tablo 1

Boeing Airbus	Boeing'in Piyasaya Girmesi	Boeing'in Piyasaya Girmemesi
Airbus'un Piyasaya Girmesi	(-10, -10)	(100,0)
Airbus'un piyasaya girmemesi	(0,100)	(0,0)

Bu durumda eğer her iki firma da üretime devam etmiş olsalardı 10'ar birim kâr elde edeceklerdi. Ancak, başlangıçtaki zarardan dolayı üretime devam edemeyen Boeing piyasadaki çekilmiştir.

Şekil 1



Böylece, sağ taraftaki kutuda gösterilen, Airbus'ın üretime devam ettiği, Boeing'in ise piyasadan çekildiği durum gerçekleşerek, Airbus 120 birim kâr elde edecektir. Dolayısıyla, buradaki sübvansiyon, bir stratejik ticaret politikası olarak karşımıza çıkmaktadır⁽⁷⁾.

Stratejik ticaret politikasının oluşturulmasında ve uygulamaya konulmasındaki önemli güçlüklerin bazıları ise şunlardır⁽⁸⁾:

- Stratejik Ticaret Politikası'ndan yararlanacak sektörlerin belirlenmesi;

Tablo 2

Boeing Airbus	Boeing'in Piyasaya Girmesi	Boeing'in Piyasaya Girmemesi
Airbus'un Piyasaya Girmesi	(10, 10)	(120,0)
Airbus'un piyasaya girmemesi	(0,100)	(0,0)

- Uygulanacak Stratejik Ticaret Politikası aracının modelin varsayımlarına uygun olması;

- Güçlü giriş engellerinin bulunmadığı sanayilerde Stratejik Ticaret Politikası'nın etkisini kaybetmesi;

- Stratejik Ticaret Politikası'nın diğer ülkelerin misillemede bulunmayacakları varsayımının pratikte pek mümkün olmaması.

- Korumacı politikaların sus-timallere yol açması endişesi şek-

linde sıralanabilir.

Aksak rekabet şartlarında bir ülke refah seviyesini yabancı firmanın elde edebileceği getiriye kendi firmasının elde etmesi ile yükseltebilmektedir. Ancak, yukarıda belirttiğimiz güçlüklerin Stratejik Ticaret Politikası uygulamalarını zorlaştırıcı olduğu da bir gerçektir. Öte yandan, bu politika kalkınmakta olan ülkeler için değil, sanayileşmiş ülkeler için geliştirilmiştir (daha çok teknoloji-yoğun endüstrilerde uygulama alanı bulabilmektedir)⁽⁹⁾.

C- Sonuç

Stratejik Ticaret Politikası, sübvansiyon edilmiş firmalar yoluyla dış piyasalarda rekabet üstünlüğü sağlamayı hedeflemektedir. Bu yaklaşımda, ticarete giren tüm tarafların kazançlı çıktığı Serbest Ticaret Kuramları'nın aksine sıfır toplamlı bir oyun söz konusu olup, bir ülkenin kazancı diğerinin zararı olmaktadır. Bu noktada, dünya servetinin sabit olduğunu ve bu servetten daha fazla pay koparabilmek için devletin ihracatı teşvik edip ithalatı sınırlandırmasını öngören Merkantilist yaklaşım ile Stratejik Ticaret Politikası benzeşmektedir. Dolayısıyla, bu politikayı Neo-merkantilist bir politika olarak nitelendirmek yanlış olmayacaktır. Bu nedenle, merkantilizmdeki açmaz burada da kendisini göstermektedir. Yani,

bir ülke Stratejik Ticaret Politikası uygulayarak ve bunda da diğer ülkelerin aleyhine bir kazanç sağlarsa, diğer ülkeler de bu yola başvurur ve Stratejik Ticaret Politikası yaklaşımı etkisiz hale gelir. Kaldı ki, ihracata yönelik sübvansiyonlar DTÖ bünyesindeki yasaklar kapsamında değildir. Dolayısıyla, Stratejik Ticaret Politikası önerilerinin günümüzdeki uygulama alanları oldukça daralmıştır.

KAYNAKÇA

- Çeştepe Hamza, " Stratejik Ticaret Politikası: Yarıiletkenlerde Malezya ve Güney Kore Arasında Bir Karşılaştırma", Dış Ticaret Dergisi, Sayı 14, Temmuz 1999.
- Krugman Paul, Rethinking International Trade, London: The MIT Press, 1994.
- Krugman Paul, Peddling Prosperity, London: W. W. Norton & Company, 1994.
- Kathleen Luz, "The Boeing-McDonnell Douglas Merger: Competition Law, parochialism and the need for a Globalized Antitrust System", The George Washington Journal of International Law and Economics, Volume 32, Issue: 1, 1999.
- Kindleberger Charles, Uluslararası İktisat, çev. Necati Serin, Ankara: Doğan Yayınevi, 1970.

- Seyidoğlu Halil, Uluslararası İktisat, 13. Baskı, İstanbul, 1999.

DİPNOTLAR

1- Charles Kindleberger, Uluslararası İktisat, çev. Necati Serin, Ankara: Doğan Yayınevi, 1970, s.191.

2- Paul Krugman, Rethinking International Trade, London: The MIT Press, 1994, ss. 248-249.

3- Ibid, s.249.

4- McDonnell-Douglas'ın Boeing tarafından devralınmasından sonra, dünyada sivil uçak üretimiindeki rekabet Boeing ve Airbus firmaları arasında gerçekleşmektedir. Boeing'i ABD desteklerken, Airbus'ın arkasında Avrupa Birliği vardır.

5- Paul Krugman, Peddling Prosperity, New York: W.W. Norton & Company, 1994, s. 236.

6- Ibid, s.237.

7- Ibid, s.238.

8- Çeştepe Hamza, " Stratejik Ticaret Politikası: Yarıiletkenlerde Malezya ve Güney Kore Arasında Bir Karşılaştırma", Dış Ticaret Dergisi, Sayı 14, Temmuz 1999.

9- Halil Seyidoğlu, Uluslararası İktisat, 13. Baskı, İstanbul, 1999, s. 153.



EFES
Pilsen

PREMIUM BEER

SOĞUK İÇİNİZ



Bira
bu kapagü
altındadır

Görüşler

ALİ COŞKUN

Fatih Üniversitesi, İ.İ.B.F., İşletme Bölümü Öğretim Görevlisi

Vadeli İşlemler Piyasalarında Elektronik Ticaret ve İMKB Vadeli İşlemler Piyasası

1. GİRİŞ

Rekabetçi bir piyasanın tam olarak oluşması için birçok alıcı ve satıcının o piyasada açık bir şekilde buluşabilmeleri ve hiç kimsenin tek başına piyasayı kontrolü altına almaması gerekmektedir. Standartlaşma, alınıp satılan ürünün kalitesinin ve niteliklerinin herkes tarafından bilinebilmesini sağlamasından dolayı, rekabetçi bir piyasanın oluşmasında önemli bir rol oynamaktadır. Ayrıca, rekabetçi bir piyasada katılımcıların arz veya talep edecekleri ürün hakkında tam olarak bilgi sahibi olmaları gereklidir. Mevcut piyasalardan hiçbirinin mükemmel olduğu söylenememekle birlikte, vadeli işlem piyasalarının, bir çok yönüyle, rekabetçi piyasa kavramına çoğu piyasadan daha çok yaklaştığı söylenebilir.

Vadeli işlem piyasaları, finans ve yatırım dünyasında son on yılda

çok önemli bir yer kazanmış ve risk yöneticileri için vazgeçilmez bir finansal araç haline gelmiştir. Bu piyasalar, dünyadaki ekonomik değişikliklere kısa sürede uyum gösterecek, son yıllarda tarımsal ürünlerden finansal ürünlere kaymış ve işleyişlerinde teknolojiyi ağırlıklı olarak kullanarak birkaç yıl öncesinde tahmin bile edilemeyecek seviyelere ulaşmışlardır. Teknolojik gelişmelerden de kısa sürede etkilenen borsalar, teknolojiden pek çok alanda yararlanmaya başlamışlar, hatta bazı borsalar işlemlerini tamamı ile elektronik platforma taşımışlardır.

2. Vadeli İşlemler Piyasalarında Elektronik Ticaret

Bir elektronik işlem sistemi üç ana bölümden oluşur: müşterilerin sisteme ulaşmalarını sağlayacak, emirlerini girecekleri ve onay ala-

cakları bilgisayar terminalleri, işlemlerin gerçekleştirildiği ana bilgisayar ve müşteri terminallerini ana bilgisayara bağlayan network ağı. Müşteri emirlerini, sisteme doğrudan kendi bilgisayarından veya aracı kurumu arayarak onun aracılığıyla girebilir.

Müşteri emirlerinin otomatik olarak eşleştirilmesine "emir eşleştirme yöntemi" denilmektedir. Değişik terminallerden girilen emirler, borsa tarafından belirlenmiş, zaman, fiyat, veya müşteri önceliği gibi ölçütlere göre eşleştirilirler. Örneğin, bir satış emri aynı veya daha fazla fiyattaki aynı türden bir alış emri ile eşleştirilmektedir. Böyle bir durumda ana bilgisayar, alış ve satış emirlerini otomatik olarak eşleştirir. Ana bilgisayar takas odasına bağlı olduğundan, eşleştirmenin hemen ardından işlemler takas odasınca onaylanır.⁽¹⁾

Sesli pazarlık yönteminin tamamı ile bilgisayar ekranına taşınması ile de "ekran esaslı ticaret" ortaya çıkmıştır. Bu sistemde emirlerin eşleşmesi, otomatik olarak değil de, aynen sesli pazarlık sistemine göre yapılmaktadır. Normal işlem saatlerinde sesli pazarlık sistemi kullanan borsalardan bir kısmı, ekran esaslı ticaret yöntemini kullanarak belirli ürünler için işlemlerin normal işlem saatlerinden sonra da yapılabilmesi sağlamaktadırlar.

Vadeli işlem borsalarının bir kısmı, web siteleri üzerinden veya belirli yerlere kurdukları terminaler aracılığıyla üyelerine doğrudan işlem yapabilme olanağı sağlamaktadırlar. Doğrudan işlem yapılamayan diğer borsaların bir kısmında ise, yeterli elektronik sisteme sahip olmaları durumunda aracı kurumlarla kurulan bağlantılar aracılığı ile yatırımcılara sanal işlem yapma olanağı sağlamaktadırlar.

Yatırımcılar, aracı kurumların web sitelerinde kurdukları sanal şubelerde yatırımlarını online olarak yapabilmektedirler. Aracı kurumların internet şubeleri, sadece başvuru yapan ve aracı kurumlardan giriş şifreleri alan müşterilere açıktır. Aracı kurumlar sanal ortamdan aldıkları emirleri borsanın alım-satım sistemine aktarmaktadırlar. Daha sonra, borsanın sistemine giren emirler orada işlem görmektedir.

2.1. Elektronik Ticaretin Gelişimi

1980 ve 1990'lı yıllarda vadeli işlem piyasalarında büyük gelişmeler yaşanmış; dünyanın her yanında bir çok vadeli işlem piyasası kurulmuştur. Son yıllarda, teknolojik gelişmelere bağlı olarak vadeli işlem borsalarında da elektronik ortamlara hızlı bir geçiş başladı. İlk olarak, 1986'da Yeni Zelanda Vadeli İşlemler & Opsiyon Borsası ve İsveç'teki Stockholm OM ekran esas-

lı ticarete başladılar. 1990'larda aynı elektronik sistemi kullanan SOF-FEX ve DTB birleşerek EUREX'i oluşturdular. Sesli pazarlık yöntemi uygulayan borsalar da, özellikle normal işlem saatleri sonrasındaki talebi karşılamak için, elektronik ticaret sistemleri geliştirmeye başladılar.

Şikago Ticaret Borsası (CME), 1988'de planlamasına başladığı Globex sistemini 1990'larda uygulamaya koydu. Dünyanın seans salonunda işlem yapılan en büyük borsası olan Şikago Ticaret Odası (CBOT) ise, ilk olarak CME ile birlikte Globex'i geliştirmeyi düşünmüş; fakat daha sonra kendi network alanını oluşturmak için, Project A denilen sistemini geliştirmiştir. Teknolojiden daha fazla yararlanmak isteyen CBOT, Elektronik Sesli Pazarlık Yöntemini geliştirmiştir.

LIFFE 1990'da, normal işlem saatleri sonrasında çalışan APT denilen basit sistemini ortaya koydu. Fakat daha sonra DTB ile rekabet edemeyince; LIFFE CONNECT adında yeni bir sistem geliştirerek, 1998'den itibaren aşamalı olarak uygulamaya başladı.⁽²⁾ Sidney Vadeli İşlem Borsası, 1997 sonbaharında sesli pazarlık ortamını tamamıyla kapatarak, elektronik platforma geçeceklerini açıkladı ve iki yıl sonra da bunu başarabildi.

Günümüzde, dünya çapında 59 vadeli işlem ve opsiyon borsası faaliyet göstermektedir. 1999 yılında toplam işlem hacmi olarak ilk 11 sırada yer alan vadeli işlem ve opsiyon borsaları ile, bunların 1998 ve 1999 işlem hacimleri Tablo 1'de gösterilmiştir. Toplam işlem hacmi genel olarak % 3,3 oranında artarken; tamamıyla elektronik ortamda çalışan EUREX'in işlem hacmini önemli ölçüde artırarak birinci sıraya yerleştiği görülmektedir.

2.2. Elektronik Ticaretin Geleneksel Yönteme Göre Avantajları

Elektronik ticaretin en büyük avantajlarından biri, likiditeyi artırarak işlem hacmine olumlu etki yapmasıdır. Sesli ticaret sisteminde likidite seans salonunda işlem yapan tüccarlar ile sınırlıdır. Hareketliliği az olan sözleşmelerin işlem maliyetleri, sesli pazarlık yönteminde daha fazladır. Elektronik ticaret yöntemi kullanan borsalarda ise; tüccarlar bir sözleşmede işlem yavaşsa kolaylıkla başka bir sözleşmeye kayabilmektedirler. Bu nedenle yeni borsalar, başlangıç hareketliliği yavaş olduğundan dolayı, genellikle elektronik ticaret sistemlerini tercih etmektedirler.⁽³⁾ Ayrıca, Elektronik ticaret sınır aşırı ticarete imkan sağlamasından dolayı, geniş bir yatırımcı kitlesine seslenebilir.

mektedir. Yabancı yatırımcılar, belirli yerlere kurulan bağlantı noktaları veya doğrudan bilgisayar bağlantıları sayesinde uzaktan işlem yapabilmektedirler. Bu sayede, borsaların müşteri potansiyeli artmaktadır. Elektronik borsalar birbirleri ile kolayca bağlantılar kurabilmekte ve bu sayede yatırımcılara çok geniş bir ürün yelpazesini daha düşük bir maliyetle sunabilmektedirler. Sesli pazarlık yönteminde işlemler, günün belirli saatleri sınırlı iken elektronik ticarete günün her saatinde işlem yapılabilmektedir. Özellikle yurtdışındaki yatırımcılar ülkeler arası saat farkından etkilenmemektedirler.

Elektronik ticaretin diğer bir avantajı maliyetlerin daha düşük olmasıdır. Hem elektronik ticaret hem de sesli pazarlık yönteminde, borsa üyelerinin katlanmak zorunda oldukları sabit maliyetler vardır. Sesli pazarlık maliyetinde daha fazla kalifiye işgücü istihdamı gerekliliğine bağlı olarak, tüccarların sayısını ve maaşlarını esas alan sabit maliyetler elektronik ticarete göre daha fazladır. Genel olarak, elektronik ticarete daha az iş gücü, yetenek ve zaman gerektiğinden dolayı, üyelerin katlanacağı sabit maliyetler daha düşüktür. Elektronik sistemlerde başlangıç maliyeti olarak bilgisayar donanımı, işletim programları ve sistem kurma maliyetleri gereklidir. Ayrıca, donanım

ve yazılımın belirli aralıklarla yenilenmesi gereksinimi vardır. Bilgisayar donanımı ve yazılım maliyeti seans kabini kurmaktan daha maliyetli olmaktadır. Ancak, sesli pazarlık yönteminde, bina, personel ve ofis giderleri gibi genel yönetim giderlerinin açıkça fazla olduğu görülmektedir.⁽⁴⁾ Elektronik sistem kullanan borsalar, genellikle işletim sistemlerini diğer borsalardan almaktadırlar. Böylece sistemi üreten borsa kendi maliyetini azaltırken, sistemi alan borsa da sistemini daha ucuza alma imkanına sahip olmaktadır. Elektronik borsalarda, maliyetlerin düşük olması sayesinde, işlem başına alınan komisyonlar daha düşük olma eğilimindedir.

Elektronik borsaları da sesli pazarlık sistemi de katılımcılara zengin bir bilgi akışı sağlamaktadırlar. Borsa bilgilerine elektronik ortamda kısa sürede ulaşılabilir. Sesli pazarlıkta piyasadaki rakipleri tanıma ve hareketlerini izleme olanağı vardır. Kotalar sınırlı sürede geçerli olduğundan dolayı, ani hareketlere çabuk tepki verme şansı vardır. Elektronik ticarete ise, tüccarlar rakiplerini tanıyabilmekte ve hareketlerini izleyebilmektedirler.

Elektronik ticaret sistemleri, geleneksel piyasa engellerini kaldırmakta ve iş ilişkilerinin niteliğini değiştirmektedir. İnternet, işlem yapanların borsa bilgilerine hızlı ve kolayca ulaşmalarını ve pek çok

müşteriye aynı anda hizmet verebilmelerini sağlamaktadır. Yeni teknoloji sayesinde, teslimat, fiyatlandırma, bilgi sağlama ve rekabetçilik gibi kavramlar temelden değişiklikler göstermektedir. Türev piyasasının oyuncuları da değişmekte ve yatırımcının araçlara bağımlılığı azalmaktadır. İnternet, yatırımcılara tam zamanlı piyasa bilgisi, tarihsel değerler, kolay erişim, daha iyi fiyatlar, değerlendirme modelleri ve risk analizleri gibi yeni tüketici hizmetlerini sunmaktadır. Takas ve saklama işlemleri de Web kanalıyla sağlanabilmektedir. Önemli maliyet

avantajları ile birlikte, ofis arkası işleri desteklemektedir.⁽⁵⁾

Son yatırımcılar e-ticareti; fiyatı, sunulan hizmet, uygunluk, hız, bilginin değeri ve iletişimin kalitesi yönünden değerlendirmektedirler. On-line piyasalar geliştikçe, toptancılar ile perakendeciler arasındaki mesafe de azalmaya devam edecektir.

3. İMKB Vadeli İşlemler Piyasası

İMKB'de Vadeli İşlemler Birimi 1994'de kuruldu. Bu birim,

Tablo 1

İşlem Hacmi Olarak En Büyük 11 Vadeli İşlem ve Opsiyon Borsası

1999 sıra	1998 sıra	Borsa	1998	1999	98-99 % Değişim
1	4	EUREX, Almanya & İsviçre	187.263.716	313.955.123	% 67,65
2	1	Chicago Board of Trade, ABD	281.189.436	254.561.215	(% 9,47)
3	2	Chicago Mercantile Exchange, ABD	226.618.831	200.737.123	(% 11,42)
4	3	LUFFE, İngiltere	191.086.246	116.438.648	(% 39,06)
5	5	New York Mercantile Exchange, ABD	95.018.685	109.538.831	% 15,28
6	14	MONEP, Fransa	24.424.846	109.234.059	% 347,23
7	9	Korea Stock Exchange, Kore	50.204.404	97.137.007	% 93,48
8	8	London Metal Exchange, İngiltere	53.075.081	61.597.557	% 16,06
9	7	Chicago Board, Options Exchange, ABD	68.358.848	56.269.918	(% 17,68)
10	6	BM&F, Brezilya	87.015.050	55.931.098	(% 35,72)
11	10	Tokyo Commodity Exchange, Japonya	43.589.723	48.442.161	% 11,13
		59 Borsanın Toplamı	1.674.129.261	1.729.738.469	% 3,32

İMKB Vadeli İşlem Piyasasının açılma çalışmalarını yürütmektedir ve alım satım sistemini kurarak, tüm prosedürleri hazırlamış durumdadır. Ayrıca, İMKB tarafından Vadeli İşlemler Piyasası'nda işlem yapacak üye temsilcileri, periyodik aralıklarla düzenlenen Vadeli İşlemler Piyasası Eğitim Programı çerçevesinde eğitilmektedir.⁽⁶⁾

İMKB, Vadeli İşlemler Piyasası'nda ilk ürün olarak İMKB-30 endeksi üzerine vadeli işlem sözleşmesinin pazarını açmayı planlamaktadır. Daha sonra, İMKB-30 endeksi opsiyon sözleşmelerinin alım satımının başlatılması planlanmaktadır. Bu sözleşmelere baz teşkil edecek olan İMKB Ulusal-30 endeksine dahil olacak hisselerin seçimi ve hesaplama yöntemine ilişkin esaslar oluşturulmuş olup, söz konusu endeks 2 Ocak 1997 tarihinden itibaren İMKB tarafından hesaplanmaya ve yayınlanmaya başlanmıştır. Bu piyasanın alım satım sistemine ilişkin işlevsel ve hukuki yapı İMKB tarafından hazırlanmıştır.

İMKB Vadeli İşlemler Piyasası tarafından hazırlanan ve Aralık 1996 tarihinde yapılan İMKB Genel Kurulu'nda onaylanan yönetmelikler, Sermaye Piyasası Kurulu tarafından da onaylanmış ve 29 Ocak 1997 tarih ve 22892 sayılı Resmi Gazete'de yayınlanarak yürürlüğe girmiştir. İMKB Vadeli İş-

lemler Piyasası'nda işlemler otomasyon içinde gerçekleştirilecek, Takasbank ile de elektronik olarak doğrudan bağlantı sağlanacaktır. Bu bağlantı ile yatırılan teminatlar piyasa fiyatlarından değerlendirerek borsanın sisteminde anında görülebilecektir. Brokerlar, müşterilerin terminallerinden gelen emirleri borsanın ağına yönlendirerek işlemlerini gerçekleştirebileceklerdir.⁽⁷⁾ Bu piyasada seanslar sırasında, üye temsilcileri emirleri girdikleri ekrandan; piyasa yapıcılar da kotasyon girdikleri ekrandan piyasadaki işlemler ve işlem yaptıkları hesaplarla ilgili bilgilere ulaşabilecekler.⁽⁸⁾

4. İMKB'de Elektronik Ticaretin Gelişimi

Türkiye'de sermaye piyasaları, 1980 sonrasında ekonominin liberalleşmesiyle hızlı bir gelişme sürecine girdi. Sermaye Piyasası Kanununun çıkarılmasını, Sermaye Piyasası Kurulunun kurulması takip etti. Ardından, 1983'de Türkiye'de menkul kıymet borsalarının kuruluşunu öngören bir kararname çıkarıldı. 1984'de "Menkul Kıymet Borsalarının Kuruluşu ve Çalışma Esasları" Resmi Gazete'de yayımlandı ve 1985 sonunda, İstanbul Menkul Kıymetler Borsası (İMKB) resmen kuruldu. İlk olarak Çağaloğlu'nda çalışmalarına başlayan İMKB'de işlemler, 1987'de Kara-

köy'deki binaya taşınması ile birlikte pano sisteminde gerçekleştirilmeye başlandı.

4.1. Bilgisayarlı Sisteme Geçilmesi

Bilgisayarlı alım-satım sistemi-ne, 1993'de 50 şirketle geçiş sağlanması ile, elektronik ticarete ilk adım atılmış oldu. Teknolojiden daha fazla yararlanmak isteyen İMKB, 1994'de piyasa bilgilerini TRT'nin Teletext sistemi üzerinden yayınlamaya başladı. 1994 sonuna geldiğinde, hisse senetlerinin tümü bilgisayar ortamında alınıp satılabiliyordu.

İMKB 1995'de İstinye'deki yeni modern binasına taşınması ile bilgisayar sistemlerini de geliştirmeye devam etti. Bu arada, Takasbank, GIAM olarak bilinen bilgisayar ortamında ISIN kodlarına ulaşımını sağlayan sisteme 1996'da dahil oldu. Aynı yıl, İMKB İngilizce web sitesini yatırımcıların kullanımına açtı. 1998'de İMKB Hisse Senetleri Piyasası'nda işlem gören şirketlere ilişkin haberler, Internette İMKB'nin Türkçe sitesinde yayınlanmaya başlandı. 1999'da "Elektronik Rapor Dağıtımı (ERD)" projesi kapsamında Hisse Senetleri Piyasası ile Tahvil ve Bono Piyasasında gerçekleşen işlemlere ait dö-kümler internet aracılığıyla üye ofislerine elektronik ortamda iletilmeye başlandı.⁽⁹⁾

İMKB Nisan 2000'de, borsaya iletilemeyen emirlerden kaynaklan sıkıntıların azaltmak amacıyla, birinci seans öncesinde alınmış olan emirlerin seansa aktarılmasını sağlayan, "disketle emir iletilmesi" uygulamasını başlattı. Yatırımcı sayısının ve buna paralel olarak da işlem taleplerinin artması ve terminalerin ve seans süresinin kısıtlı olmasıyla, aşırı emir yığılması yaşanıyor ve aracı kurumların emirleri İMKB'ye iletmekte zorlanmalarına neden oluyordu. Özellikle hızlı yükseliş dönemlerinde borsaya artan yoğun talepte gerçekleşmeyen emirlerden dolayı yatırımcıların mağduriyeti ve şikayetleri söz konusu olabiliyor. Bu nedenle, küçük yatırımcının mağduriyetine yol açan bu durumun giderilmesi için, aracı kurumların ofislerinden işlem yapabileceği Uzaktan Erişim Projesi gerçekleştirinceye kadar disketle emir kabulü, işlem hacmini olumlu yönde etkilemiştir. Böylece, yoğunlaşan elektronik ortamda gelen emirler sisteme kazandırılmış oldu. Bu sistemle, emirler seans öncesinde manyetik ortamda disketle borsaya iletilerek, müşteri emirlerinin fazlalığı nedeniyle borsaya iletilmesinden kaynaklanan sorunların giderilmesine çalışılmıştır. Ayrıca, teknolojik ortamda toplanan emirlerin daha kısa sürede borsaya iletilmesine yol açan bu uygulamayla birlikte, aracı kurumlar da interak-

tif yatırımlarına hız vermişlerdir.⁽¹⁰⁾

Disketle emir iletilmesi uygulamasında aşağıdaki kurallar uygulanmaktadır:

* Emirlerin, 9:15 - 9:35 saatleri arasında sadece disketle kabul edilmesi.

* Mevcut sürekli müzayede ortamında, zaman ve fiyat öncelikleri ile işleme tabi tutulması.

* Zaman ve fiyat önceliğine göre eşleşecek emirlerden işlem görmeyenlerin, öncelik kurallarına uygun olarak, geçerlilik süresi sonuna kadar pasifte yer alması.

* Küsurat emir, özel emir ve açığa satış formatındaki emirlerin sisteme iletilmemesi.

* Gerçekleşen işlemler ve işlem görmeyen emirlerin saat 10'dan itibaren sorgu ekranlarında görülebilmesi.

* Emirlerde, birinci seansa ait baz fiyat ve marjlar geçerli olması.

* Üyelerin, disketle ilettikleri emirlere saat 10'dan itibaren İMKB Web sitesi aracılığıyla da ulaşabilmesine olanak sağlanması.

Ancak uzaktan erişim projesinin ilk ayağı olan disketle emir alma uygulamasında bazı sorunlar da yaşanmaktadır: Örneğin, Emirler 9.15 ile 9.35 arasında alınıp diskete yüklenmektedir, fakat piyasa yapıcılarının istediği marjlarda piyasayı açma umudu sıkıntı yaratmaktadır.

Ağırlıklı ortalama fiyat üzerinde oynanabilmesi ve bazı aracı kurumlar birbirleriyle anlaşarak piyasayı yönlendirmeleri olanaklıdır. Sonuç olarak, çoğunlukla seansın ilk beş dakikasında satış ağırlıklı ve piyasayı yansıtmadığı iddia edilen bir durumla karşılaşmaktadır.⁽¹¹⁾

4.2. Uzaktan Erişim Projesi

İMKB, alım-satım işlemlerini hızlandırmayı ve kolaylaştırmayı amaçlayan ve aracı kurumların ofislerinden işlem yapabilmesini sağlayan Uzaktan Erişim Projesi'ni geliştirdi. Bu sistemle, ilk olarak Tahvil ve Bono Piyasası'nda uzaktan erişim yoluyla işlem yapılabilmesini sağlanmaktadır. Bunun nedeni ise, bu piyasaların merkezi olmayan bir yapıya sahip olmasıdır. Daha önce borsa üyeleri, telefonla arayarak emirlerini borsa eksperlerine yazdırıyordu. Bu sistemde ise, tahvil ve bono piyasası uzaktan erişim projesi kapsamında terminaller aracılığıyla çalışacak. İlk olarak, Şubat 2000'de 6 kurum, Uzaktan Erişim Projesi kapsamında Tahvil ve Bono Piyasası işlemlerini merkez ofislerindeki terminalleri aracılığı ile yapmaya başladılar. Temmuz 2000'de işlemlerini bu şekilde yapan üye sayısı 50 idi. 2000 yılı sonunda ise, Tahvil ve Bono Piyasası'nda işlem yapan 173 İMKB üyesinden 153'ü uzaktan erişimle çalışmaya başlamıştır.⁽¹²⁾

Projenin ikinci aşaması ise, Hisse Senedi Piyasası'nın da sisteme dahil edilmesidir. Hisse Senetleri Piyasası'nda uzaktan erişim ancak 2000 yılı sonlarında gerçekleştirilmiş, 131 İMKB üyesinden 93'üne uzaktan erişim imkanı sağlanmıştır. Türk Telekom'un gerekli altyapıyı oluşturmasıyla, her iki piyasada da tamamen uzaktan erişime geçilmesi planlanmaktadır. Şu anda, İMKB Hisse Senetleri ve Tahvil ve Bono Piyasası derinlik bilgileri, 41 yetkili veri yayın firması aracılığıyla yurtdışında 4.171, yurtdışında 10.239 aboneye ulaşmaktadır.⁽¹³⁾

Bu sisteme geçişle birlikte, işlem hacmi artışı, müşteri ve kurumlar açısından arbitraj kolaylığı sağlanmaktadır. Projenin asli hedefi ise, teknolojinin yardımıyla piyasalara erişebilecek yatırımcı sayısını ve piyasaların derinliğini artırmaktır. Bu proje ile, borsa emirlerinin borsa bilgisayarlarına borsa üye temsilcileri tarafından borsa içerisinden girilmesinin yanı sıra, borsa üyelerinin merkezlerinden ve yurtdışından girilmesi de amaçlanmaktadır. İMKB, sermayenin uluslararası borsalarda yirmi dört saat dolaştığı ve globalleşme eğilimlerinin arttığı bir ortamda bu sistem sayesinde, dünyanın önde gelen aracı kurumlarının internet ortamında İMKB'ye girmelerine olanak sağlamaktadır. Çalışma sürelerinin uzatılmasıyla yabancı yatırımcılar, saat

farkından doğan sorunların ortadan kalkacağı bir sisteme doğru yönelmektedirler.

Uzaktan erişim projesiyle, brokerlerin işlerinin içeriğinin değişmektedir, çünkü projeye birlikte uzun vadede İMKB'de iki seans salonunda bulunan ekranlarda yürütülen işlemlerin aracı kurum merkezlerine taşınmaya başlayacaktır. Bu durumda, brokerlar, dealerların şu anda yaptığı işi yapacak ve artık İMKB salonlarında çalışmayacaklar. Ancak elektronik altyapı, back-up yaratma ve çok güvenli olma konusunda bazı tereddütleri yanında getirmekte ve yapısı itibariyle, takviyeli ve sigortalı çalışmayı gerektirmektedir. Bu nedenle, borsanın bir işlem salonunun back-up olmak üzere muhafaza edilmesi düşünülmektedir. Çıkabilecek olası arızalara karşı sistemin sigortası olarak ve borsa ruhunun orijininin kaybolmaması açısından işlem salonlarından en az bir tanesi hizmete devam edecektir.

Uzaktan erişim, bireysel yatırımcının borsaya doğrudan ulaşmasını sağlayan bir sistem değildir. Bir yatırımcı, İnternette girmediği emir ile doğrudan borsada alım-satım yapamamaktadır. Fakat, aracı kurumlar kendi kurdukları sistemlerle yatırımcıya evden, işyerinden, cep telefonundan emir verme olanağı sağlamaktadır. Diğer yandan, uzaktan erişim sisteminin yatırımcıya

sağladığı başka bir avantaj da, müşteriler İnternet üzerinden hangi kağıtları alıp sattığını görebilmesidir. Emir toplamanın yanında emrin sonucunun da aynı anda yatırımcıya verilmesi çok önemlidir. Böylece, işlemin gerçekleşip gerçekleşmediği anında görülebilmektedir. Borsa üyelerine daha fazla uzaktan erişim imkanı sağlanmasıyla, emir sayıları da artabilir ve geniş kitlelere ulaşma olanağı ortaya çıkar. Sonuçta, lokalde yapılan işlemlerde borsadaki terminal sayısı ve eksper sayısı ile sınırlı olan borsa bu sistemle, bütün aracı kurumlardaki dealerların hızıyla daha çok erişim sağlanabilir bir yapıya kavuşmuştur. Bu da yatırımcı sayısının artmasını sağlayabilir.⁽¹⁴⁾

Bu sistemin altyapısına rağmen, bütün emirler bu sistem üzerinden gelmeye bilmektedir. Üyeler, her an internete bağımlı kalmayabilir, örneğin telefonu veya WAP sistemini de tercih edilebilirler. Uzaktan erişim ağına, nereden gireceği aracı kurumların tercihlerine bağlı olmaktadır. Kullanıcılar, maliyet ve hız açısından neyi seçeceğine kendi karar vermektedirler. Uzaktan erişim borsanın rahatlamasına neden olacak, brokerlar borsada otururken aracı kurum bürolarında çalışacak. Sermaye piyasalarında devamlılık, güven ve hız çok önemlidir. Ancak aracı kurumlarında tecrübe eksikliği söz konusudur. İMKB, bu

servisin verimli şekilde verilmesi konusunda tecrübelerini kullanarak aracı kurumların uyumu için çalışmaktadır.⁽¹⁵⁾

Uzaktan Erişime yurtdışından da katılımların sağlanması ile ilgili yasal altyapı SPK tarafından hazırlanmaktadır. Sermaye Piyasası Kurulu'nun hazırladığı tebliğe göre, yurtdışında yerleşik ve ilgili ülkenin yetkili otoritesinden faaliyet izni almış olan kuruluşlara, uzaktan erişim yoluyla İMKB'de belirlenecek bir pazarda hisse senedi alım ve satım yapabilmesine olanak sağlandı. Bu tebliğe göre, İMKB'de işlem yapacak yabancı kuruluşlar, SPK ve İMKB'den izin almak kaydıyla, SPK'nin uygun göreceği pazar ve piyasalarda uzaktan erişim yoluyla, yalnızca yurt dışında yerleşik müşterilerine hizmet verebilecek. Yurtdışında yerleşik kuruluşlar, internet dahil, her türlü elektronik bilgi iletişim aracı ortamı ve benzeri araçlar üzerinden, Türkiye'de yerleşik yatırımcılara aracılık hizmetlerine yönelik faaliyetlerde bulunmaları halinde ise SPK'dan izin almaları gerekmektedir. Faaliyetlerin Türkiye'deki yerleşik yatırımcılara yönelik olduğunun tespitine ilişkin kısıtlar ise SPK tarafından belirlenmektedir.⁽¹⁶⁾

4.3. Aracı Kurumlar

İMKB'de 1986 yılında, sadece 47 kuruluş işlem yaparken; 2000 yılı

Aralık ayına gelindiğinde Hisse Senedi Piyasası'nda 128 Aracı kurum ve Bono ve Tahvil Piyasası'nda ise 101'i Aracı Kurum, 57'si Ticari Banka ve 16'sı Yatırım ve Kalkınma Bankası olmak üzere toplam 174 kurum işlem yapabilmektedir.

Borsada işlem yapan 128 aracı kurumdan çoğunluğu (74 aracı kurum) web siteleri hazırlayarak internetten tanıtımlarını yapmakta ve güncel verileri yatırımcılara ulaştırmaktadır. Ancak, bazı aracı kurumların web sayfalarının bile bulunmaması, yeni ekonomiye çok yabancı olduklarını veya güvenlik gibi nedenlerden dolayı sanal ortamdan çekindiklerini göstermektedir.

Borsaya üye aracı kurumlardan 35'i, internet sitelerinde kurdukları sistemlerle müşterilerine elektronik ortamda aracılık hizmeti vermektedirler. Bu aracı kurumlar, kullandıkları sistemler ve web adresleri Tablo 2'de verilmiştir.

Yatırımcılar, aracı kurumların sanal şubelerinde yatırımlarını online olarak yapabilmektedir. Sanal şubelerde, hisse senedi alım-satımı, emir izleme, emir düzeltme veya iyileştirme özet hesap durumu, hesap ekstresi görebilme ve çıkış alabilme, gerçek-zamanlı hisse senedi fiyatlarını öğrenme, para transferi, repo ve fon işlemleri ile halka arzlarda hisse senedi satışı gibi hizmetler sunulmaktadır. Piyasa ile ilgili son dakika haberlerine, sektör ra-

porlarına ve bültenlere ulaşılabilir. Ayrıca forumlara katılan müşteriler, piyasa ile ilgili görüşlerini diğer yatırımcılarla paylaşabilmektedir. Yatırımcılar, sanal şubelerin bu hizmetleri karşılığında ayrıca bir abonelik ücreti ödememektedir.

Tablo 2'deki İnternet sitelerinde kurdukları sistemlerle müşterilerine elektronik ortamda aracılık hizmeti veren aracı kurumların 18'i, bankaların kurduğu aracı kurumlardır. Bankalara bağlı aracı kurumlar, genellikle bankaların internet şubesi üzerinden yatırım işlemleri yapmaya olanak sağlamaktadır. Türkiye'de bankalar, sektördeki rekabetçi ortamdan dolayı, teknolojiye en hızlı uyum sağlayan kurumlardandır. Bu nedenle, çoğunun internet sistemi vardır. Dolayısıyla, bu durum bankalara ait olan aracı kurumlara da, borsada elektronik işlem yapmak için gerekli altyapıyı hazırlamaktadır. Ancak bazı bankalar, internet şubesine sahip olmasına rağmen müşterilerine sanal ortamda yatırım olanağı sunmamaktadırlar.

5. Sonuç

Elektronik ticaret sistemleri son on beş yılda, işlem hacmini giderek artırarak vadeli işlem piyasalarında önemli yer edinmiştir. Bu sistemleri popüler kılan işlemlerin verimliliğini artırırken maliyetleri

düşürmesi ve sınırları kaldırarak yatırımcı potansiyelini büyük oranda genişletmesidir. Elektronik sistemlerle çalışan borsalar, hem yerel kullanıcılara hem de borsalara uzaktan ulaşmak isteyenlere yeni olanaklar sunabilmektedirler. Bu sayede borsaların kapasitesini artırmakta ve daha şeffaf bir yapı kazandırmaktadırlar.

Bununla birlikte, özellikle Amerika'da, sesli pazarlık sistemi kullanan borsalar, likiditenin en önemli kaynağı olma özelliklerini korumaktadırlar. Değişik ürün seçenekleri ve köklü yapıları ile vadeli işlem piyasalarında önemli bir yere sahiptirler. Buna rağmen, belirli ürünleri için ve özellikle normal işlem saatleri sonrasında onlar da elektronik sistemlere başvurmuşlardır. Teknolojinin gelişmesi ile bu borsalardaki otomasyon da artmakta, hatta sesli pazarlık sistemlerini elektronik ortama taşıma yollarını aramışlar ve bu yeni sisteme de elektronik sesli pazarlık adını vermişlerdir.

Ancak, elektronik sistemler ile çalışan borsalar, çok daha hızlı gelişmektedir. Bunun en somut örneği, son iki yılda işlem hacmi olarak dünyada ilk sırayı, sesli pazarlık sistemi ile çalışan CBOT'un elinden alan ve tamamıyla elektronik olarak çalışan, EUREX'in son yıllardaki gelişimidir.

Teknolojik gelişmeler, borsanın kendisini geliştirmenin yanı sıra, internetin kullanımı ile yatırımcılar için danışmanlık, hızlı bilgi akışı, kolay haberleşme ve pek çok diğer on-line hizmet ile sermaye piyasalarının da genel olarak gelişmesine katkı sağlamıştır. Artık günümüzde bir yatırımcı, dünya çapındaki finansal piyasalardaki günlük değişimleri kolaylıkla izleyebilmekte, bir web sitesine girerek istediği borsadaki istediği hisse senedinin o anki fiyatını öğrenebilmekte, başka bir siteden o hisse hakkındaki yorumları alabilmekte ve o hisseye yatırım yapabilmektedir.

Türkiye'de teknolojik gelişmelerden payını almakta gecikmemiştir. Son zamanlarda internet ve bilgisayar kullanımı hızlı bir artış göstererek, özellikle büyük şehirlerde, çok geniş kesimlere yayılmıştır. 1980 sonrasında sermaye piyasaları da bu hızlı gelişim sürecine uyum gösterdi. İMKB de teknolojiyi her alanda yoğun olarak kullanarak, Türkçe ve İngilizce web sayfaları kanalıyla yatırımcılara yenilikler sunmaktadır. Ayrıca, kısa sürede işlemlerinin tamamını elektronik ortama taşımayı başardı. Takasbank da, borsaya bağlı olarak elektronik sisteme bağlanarak takas ve saklama işlemlerini elektronik ortamda yapmaya başlamıştır. Aracı kurumlarının pek çoğu da, bu gelişim sürecinden nasibini alarak kendi web

sitelerini oluşturmuştur ve bir kısmı yatırımcılara internet aracılığıyla aracılık hizmetleri sunmaktadır.

Özellikle, İMKB'de uzaktan erişim projesinin aşamalı olarak başlatılması ile tam elektronik borsaya daha da yaklaşmıştır. Böylece, yakında açılması planlanan İMKB Vadeli İşlemler Piyasası'nda işlemlerin elektronik ortamda yapılabilmesi için gerekli altyapısı hazır hale gelmiştir. Vadeli İşlemler Piyasası'nda işlemler, bu proje kapsamında, tamamen uzaktan erişim terminaline sahip üyelerle başlatılabilir ve bu sayede elektronik ticaretin avantajlarını kullanabilir.

İMKB, dışı açılma çalışmalarına önem vermektedir. Bu kapsamda, FIBV, FEAS, ISSA, ISMA, ECMI, WEF ve SCFOA gibi uluslararası kuruluşlara üye olmuştur. Kazakistan Menkul Kıymetler Borsası, Taşkent Menkul Kıymetler Borsası ve Londra Menkul Kıymetler Borsası ile işbirliği anlaşmaları imzalamıştır. Ayrıca, Azerbaycan ve Kırgızistan Borsalarına da ortak olan İMKB, bu ülkelerdeki sermaye piyasalarının gelişimi ve yönetimi açısından pay sahibi olmaktadır. Elektronik ticaret, borsaların dışı açılmasında çok önemli bir potansiyele sahiptir. Elektronik ortamda çalışacak olan İMKB Vadeli İşlemler Piyasası, gerek Orta Asya'daki gelişen borsalarla, gerekse de dünyanın başlıca büyük vadeli işlem

borsaları ile işbirliği yapabilir. Orta Asya ülkelerinde henüz vadeli işlem piyasası olmamasından dolayı onların ürünleri üzerinden oluşturulan vadeli işlem sözleşmelerinin dünyaya satılmasında aracılık yapılabilir. Diğer yandan, uluslararası elektronik ticaret platformlarında yerini alıp yabancı yatırımcılara açılarak, işlem hacmini artırabilir. Ayrıca, Türk yatırımcıları da uluslararası vadeli işlem piyasalarını daha kolay takip ederek, risk yönetimini daha etkin hale getirebilir.

Elektronik sistemlerde başlangıç maliyeti fazla olmakla birlikte, genel işlem maliyetinin çok düşük olması, işlem başına alınan komisyonlar daha düşük olmasına neden olmaktadır. İMKB Vadeli İşlem Piyasası da bu maliyet avantajından yararlanarak işlem hacmini artırabilir.

Ancak, elektronik borsa, yasal olmayan veya yetkili olmayan kişilerin piyasaya bağlantı kurması veya güvenlik sistemi iyi oluşturulmamış sistemlerine bilgisayar korsanlarının girmesi mümkündür. Bu nedenle, bağlantı noktalarının kurulmasında ve bilgisayar şifrelerinin verilmesinde titizlik gösterilmeli ve sistemin korunması için gerekli güvenlik önlemleri dikkatlice alınmalıdır.

SPK'nın da üzerine düşeni yaparak, elektronik ticaretin yasal dü-

Tablo 2

İnternet Şubesi Olan Aracı Kurumlar (2000 Ocak İtibariyle)

ARACI KURUMUN UNYANI	İnternet sayfası	Sistemin Adı
1 ACAR MENKUL DEĞERLER TİCARETİ A.Ş.	http://www.acar.com.tr/	Acar Online
2 AK YATIRIM MENKUL DEĞERLER A.Ş.	http://www.akyatirim.com.tr/	İnternet Şube
3 ALFA MENKUL DEĞERLER A.Ş.	http://www.alfa.com.tr/	My Alfa
4 ATACONLINE MENKUL KIYMETLER A.Ş.	http://www.atayatirim.com.tr/	Ata On-Line
5 AYBORSA MENKUL DEĞERLER TIC. A.Ş.	http://www.ayborsa.com.tr/	interaktif borsa
6 BAYINDIR MENKUL DEĞERLER A.Ş.	http://www.bymd.com.tr/	İnternet şubesi
7 BOYUT MENKUL DEĞERLER A.Ş.	http://www.boyutmenkul.com.tr/	Order NET
8 DELTA MENKUL DEĞERLER A.Ş.	http://www.deltamenkul.com.tr/	Delta Online BORSA
9 DEMİR YATIRIM MENKUL DEĞERLER A.Ş.	http://www.demiryatirim.com.tr/	Order-Online
10 DÜNYA MENKUL DEĞERLER A.Ş.	http://www.dunyamenkul.com.tr/	Dünya On-Line
11 ECZACIBAŞI MENKUL DEĞERLER A.Ş.	http://www.emdas.com/	Net Yatırım 24
12 EGS YATIRIM MENKUL DEĞERLER A.Ş.	http://www.egsyatirim.com.tr/	WebTrade
13 ENTEZ MENKUL DEĞERLER TIC. A.Ş.	http://www.entezmenkul.com.tr/	WebMenkul 2.0 Sanal Şube
14 ETİ MENKUL KIYMETLER A.Ş.	http://www.etimenkul.com.tr/	Sanal Şube
15 EVGIN YATIRIM MENKUL DEĞ. TİCARET A.Ş.	http://www.evgin.com.tr/	Sanal Şube
16 FİNANS YATIRIM MENKUL DEĞERLER A.Ş.	http://www.finansinvest.com/	FINANSONLINE
17 GARANTİ YATIRIM MENKUL KIYMETLER A.Ş.	http://www.garantiyatirim.com.tr/	İnternet Şubesi
18 GEDİK YATIRIM MENKUL DEĞERLER A.Ş.	http://www.gedik.com.tr/	GEDİK Online BORSA
19 HAK MENKUL KIYMETLER A.Ş.	http://www.hakmenkul.com.tr/	ORDER@HOME
20 İKTİSAT YATIRIM MENKUL DEĞERLER A.Ş.	http://www.iktisatyatirim.com.tr/	BORSADİREKT
21 İNTER YATIRIM MENKUL DEĞERLER A.Ş.	http://www.interbank.com.tr/	İnter NETBANK
22 İŞ YATIRIM MENKUL DEĞERLER A.Ş.	http://www.isyatirim.com.tr/	İnteraktif İşlemler
23 KENT YATIRIM MENKUL DEĞERLER A.Ş.	http://www.kentyatirim.com.tr/	KENTYATIRIMONLINE
24 KOÇ MENKUL DEĞERLER A.Ş.	http://www.kocmenkul.com.tr/	e-kocbank
25 NUROL MENKUL KIYMETLER A.Ş.	http://www.nurolonline.com/	Sanal Ofis
26 OYAK MENKUL DEĞERLER A.Ş.	http://www.oyakmenkul.com.tr/	OYAKNET
27 PAMUK YATIRIM MENKUL DEĞERLER A.Ş.	http://www.pamukbank.com.tr/	İnternet Şubesi
28 PİRAMİT MENKUL KIYMETLER A.Ş.	http://www.piramit.com/	Piramit On-Line
29 RİVA MENKUL DEĞERLER A.Ş.	http://www.rivamenkul.com.tr/	Sanal Şube
30 STOK MENKUL DEĞERLER A.Ş.	http://www.stokmenkul.com.tr/	Stok Interactive İşlem Hattı
31 STRATEJİ MENKUL DEĞERLER A.Ş.	https://www.strateji.com.tr	Sanal Şube
32 TEB YATIRIM MENKUL DEĞERLER A.Ş.	http://www.teb.com.tr/	tebyatirim.html Tebweb
33 VAKIF YATIRIM MENKUL DEĞERLER A.Ş.	http://www.vakifbank.com.tr/	İnternet 724 Şubesi
34 YAPI KREDİ YATIRIM MENKUL DEĞERLER A.Ş.	http://www.yky.com/	Yapı Kredi Yatırım WEB
35 YATIRIM FİNANSMAN MENKUL DEĞERLER A.Ş.	http://www.yfas.com.tr/	Telenet İnternet Şubesi

zenlemelerini tamamlaması gereklidir. Örneğin, internet üzerinden müşteri emirlerinin verilmesine mevzuat olanak sağlamakla birlikte, uyumsuzluk halinde yazılı kanıt olmaması sakınca yaratabilmektedir. Bu nedenle, gerekli yasal düzenlemelerin bir an önce yürürlüğe konulması önem kazanmaktadır. (Önal; 2000) Ayrıca, elektronik ticarete müşteri ile araçlar arasındaki hızlı iletişim imkanı ve işlemlerin kolayca yapılabilmesi ve vadeli işlem piyasalarının yapısı itibarıyla manipülatif hareketler daha kolay yapılabildiğinden dolayı, SPK'nın manipülasyonu önleyici düzenlemeleri de yapması gereklidir.

Elektronik borsaları da sesli pazarlık sistemi de katılımcılara zengin bir bilgi akışı sağlamaktadırlar. Borsa bilgilerine elektronik ortamda kısa sürede ulaşılabilir. Sesli pazarlıkta piyasadaki rakipleri tanıma ve hareketlerini izleme olanağı vardır. Kotalar sınırlı sürede geçerli olduğundan dolayı, ani hareketlere çabuk tepki verme şansı vardır. Elektronik ticarete ise, rakipler birbirini tanıyamamaktadırlar.

Sonuç olarak, gerekli düzenlemeler yapılarak, güvenlik önlemleri alındıktan sonra elektronik ticaret sistemlerinin borsaya getireceği pek çok avantaj vardır. İMKB'de vadeli işlemler yapmak isteyen yerli ve ya-

bancı yatırımcılar işlemlerini daha hızlı, güvenli ve düşük maliyetle yapma ve uluslararası borsalara ulaşma olanağına sahip olacaktır.

DİPNOTLAR

- 1- Sarkar Asani, & Michelle Tozzi, "Electronic Trading on Futures Exchanges", Derivatives Quarterly, Bahar 1998, Yıl: 4, No: 3, 1998, s.7-14.
- 2- Wilson Neil, "The Big Picture", Trading Places / LIFFE Special; Futures & OTC World Dergisi Eki, Temmuz 1999, s.6-9
- 3- Sarkar & Tozzi, a.g.m.1998; 7-14
4- a.g.m.
- 5- Wee Lieng Seng & Judy Lee; "Breaking Barriers"; Electronic Trading Special Report; Risk Dergisi Eki, Mart 2000, ss. 17-19.
- 6- İMKB, www.imkb.gov.tr
- 7- Dönmez Çetin Ali, "ISE Derivatives Market Trading System", The ISE Review Yıl: 2 No: 5, 1998.
- 8- Chambers Nurgül, Türev Piyasalar, İstanbul, 1998, s.207.
- 9- İMKB, www.imkb.gov.tr
- 10- Milliyet Gazetesi, 29/2/2000
- 11- Okur Meliha, "Hep oyuncuları kazanmayacak, inanın ..." Milliyet Gazetesi, 13/05/2000, <http://www.milliyet.com.tr/>
- 12- Milliyet Gazetesi, 26/12/2000
- 13- Milliyet Gazetesi, 26/12/2000
- 14- Diptaş Tunç, "İMKB'de Uzaktan Erişimli Dönem", Broker, Borsa Uzmanları Derneği; Kasım 2000, <http://www.bud.org.tr/>
- 15- Sabah Gazetesi, 13.6.2000
- 16- Milliyet Gazetesi, 08.10.2000

Bankacılık

Banka-Mali ve Ekonomik Yorumlar Dergisi

Bankacılık Sektöründen Haberler

Akbank'ın Görünümü Pozitifte Çevrildi

Derecelendirme kuruluşu Moody's, finansal güçlülük notu D+ olan Akbank'ın görünümünü durağandan pozitifte çevirdi. Akbank'ın açıklamasına göre, Moody's'ten konuyla ilgili yapılan açıklamada, şu görüşlere yer verildi: "Türkiye'de mali sistemin yeniden yapılandırılmasına yönelik düzenlemelerin yarattığı gecikme nedeniyle, diğer bankalar gibi Akbank'da 2001 yılına ait bilançosunu henüz açıklamadı. Buna rağmen Moody's olarak, Akbank'ın Kasım 2000 ve Şubat 2001 krizlerinde rakiplerinden daha iyi bir performans gösterdiğini düşünüyoruz. Banka bu dönemde güçlü aktif kalitesini korudu, yüksek düzeydeki sermaye yeterlilik rasyosunu sürdürdü ve krizin ardından başlayan, müşterilerin kaliteli bankalara yönelişinden yararlandı." Moody's ayrıca, tüm bu olumlu özellikler nedeniyle Akbank'ın ülkenin bulunduğu ortamdaki negatif etkilerin üstesinden gelerek, rakipleri arasında daha kârlı bir duruma geleceğini görüşünü dile getirdi.

Vakıfbank Avrupa'nın En İyisi

Vakıfbank, Europy tarafından "banka kartları açısından" Avrupa'nın en iyi bankası seçildi. Vakıfbank'tan yapılan açıklamaya göre, Banka, basılan maestro kart sayısı, geçen yıl boyunca basılan yeni ma-

estro kart sayısı ve europay işaretli basılan toplam kart sayısı ile, 2001 yılının en iyi bankası seçilerek, Europay tarafından ödüllendirildi. Vakıfbank, 2000 yılında da, Avrupa'daki tüm bankalar içerisinde en fazla "Maestro Banka kartı" vererek, bir numaralı banka ödülünü almıştı.

Vakıfbank'ın Özelleştirilmesine Vize

Anayasa Mahkemesi'nin, Vakıfbank'ın özelleştirilmesini öngören 4604 sayılı Yasa'nın iptal isteminin reddine ilişkin gerekçeli kararı Resmi Gazete'de yayımlandı. Anayasa Mahkemesi, kapatılan FP'nin açtığı davada, 4604 sayılı Türkiye Vakıflar Bankası Anonim Ortaklığı Kanunu'nda Değişiklik Yapılmasına Dair Kanun'un iptal istemini oy birliği ile 5 Aralık 2001'de reddetmişti. Yüksek Mahkeme'nin ret gerekçesinde, mazbut ve mülhak vakıfların özel mülkiyetinde bulunan varlıklarla karşılanan Vakıflar bankası hisselerine yasa ile getirilen satış yasağının yine bir yasa ile kaldırılmasının ve Banka'nın sermaye ve idari yapılarında düzenlemeler yapılmasının Anayasa'nın hukuk devleti ve mülkiyet hakkı ilkelerine aykırı olmadığı kaydedildi.

İptali istenen Yasa, Türkiye Vakıflar Bankası'nın (A) ve (B) grubu hisselerinin halka arz ve satışına imkan sağlıyor. Kanun, Vakıflar Genel Müdürlüğü'ne ait (B) grubu hisselerin, halka arz suretiyle satılabilmesine imkan sağlanırken, (A) grubu hisselerin satışı ve bu satışla ilgili usul ve esasları belirlemeye ise Bakanlar Kurulu yetkili kılıyor. Bu arada kanunla (B) grubu hisselerin satışı yapılmadan (A) grubu hisselerin satışının yapılamayacağı hükme bağlanırken, (A) grubu hisselerin satışı ve bu satışla ilgili usul ve esasları belirlemede Bakanlar Kurulu'na yetki veriliyor.

Yılın İlk Sendikasyonu Koçbank'a

Bu yıl yurtdışı piyasalardan sağlanan ilk sendikasyon kredisini, 200 milyon dolar ile Koçbank aldı. The Bank of New York, The Bank of Tokyo Mitsubishi Limited, Bayerische Hypo-Und Vereinsbank AG (member of HVB Group), Standard Chartered Bank, Sumitomo Mitsui Banking Corporation, Wachovia Bank NA, Westdeutsche Landesbank Girozentrale bankalarının önderliğinde sağlanan krediye, 16 ül-

keden 32 uluslararası banka katıldı. Bir yıl vadeli ve libor artı 80 baz puan faizli kredinin anlaşması, Koçbank Yönetim Kurulu Üyesi Kemal Kaya ve Koçbank Genel Müdür Yardımcısı Semih Bilgin tarafından Londra'da imzalandı. Koçbank'tan yapılan açıklamada, piyasaya başlangıçta 100 milyon dolar ile çıkılmasına rağmen, uluslararası piyasalardan gördüğü talep üzerine kredinin 200 milyon dolara yükseltildiği bildirildi. Bu kredinin, 2002 yılında Türk bankaları tarafından yurtdışından temin edilen ilk sendikasyon kredisi olma özelliği taşıdığı belirtilen açıklamada, bu anlamda, sendikasyon kredisine gösterilen talebin, büyük bir ekonomik krizden geçmekte olan Türkiye'nin mali sektörüne yabancı bankaların duyduğu güveni gösterdiği vurgulandı.

Okan Yatırım Bankası Tasfiye Ediliyor

Bankacılık Düzenleme ve Denetleme Kurumu (BDDK), Okan Yatırım Bankası'nın yeniden tasfiye sürecine alındığını açıkladı. BDDK'dan yapılan yazılı açıklamada, Okan Yatırım Bankası'nın 9 Temmuz 2001'de alınan kararla bankacılık yapma izninin kaldırıldığı, ancak Danıştay 10. Dairesinde açılan davada, bankanın tasfiye halinde A.Ş.'ye dönüştüğüne ilişkin işlemin yürütmesinin durdurulması kararı verildiği hatırlatıldı. Bu nedenle BDDK'nın 28 Şubat 2002'de Okan Yatırım Bankası'nın bankacılık işlemleri yapma iznini iade ettiği belirtilen açıklamada, daha sonra şu görüşlere yer verildi: "Kurumumuzca yürütmenin durdurulması kararı aleyhine yapılmış olan itiraz, Danıştay İdari Dava Daireleri Genel Kurulu'nun 15 Mart 2002 tarihli kararıyla kabul edilmiş bulunmaktadır. Genel Kurul'un kararı çerçevesinde, Okan Yatırım Bankası'nın bankacılık işlemleri yapma izni kaldırılarak, Bankanın tasfiye halinde anonim şirkete dönüştüğüne ilişkin işlemin yürütmesine devam edilmesi BDDK'ca kararlaştırılmıştır."

Kamu ve Fon Bankalarına "Ekstra Destek" Bitti

Merkez Bankası, kriz sırasında kamu ve Fon bankalarının kısa vadeli likidite ihtiyacını karşılamak için repo ile yaptığı fonlama işlemlerine son verdiğini açıkladı. Bundan böyle, bu bankalar normal piyasa düzeni içinde fon toplayacak. Bankacılık sektöründe, özellikle kamu

ve Tasarruf Sigortası Mevduat Fonu (TMSF) kapsamındaki bankalarda ortaya çıkan kısa vadeli nakit sorunu çözüldü. Şubat 2001 krizini takiben kamu bankaları ile TMSF bünyesindeki bankaların kısa vadeli likidite ihtiyaçlarının karşılanması amacıyla, kotasyon yöntemiyle yapılan repo işlemleri ile bu bankaları fonlayan Merkez Bankası, likidite durumlarının iyileşmesi sonucu bu bankaların repo işlemlerinden kaynaklanan borçlarını ödediklerini açıkladı. Böylece Merkez Bankası, Şubat Krizi'nin sırtında oluşturduğu önemli kamburların birinden kurtuldu. Merkez Bankası'ndan yapılan açıklamada, kamu ve TMSF bankalarının Merkez Bankası'ndan repo işlemleri ile sağlayabilecekleri fonlama tutarının üst sınırının 7 katrilyon TL olarak belirlendiği anımsatılarak, şöyle denildi: "Koordinasyon içinde yürütülen çalışmalar sonucunda söz konusu bankaların fonlama ihtiyaçlarını piyasa faiz oranları seviyesinden karşılayabilmeleri, Merkez Bankası kaynaklarından borçlanma ihtiyaçlarını azaltmalarını sağlamıştır."

Merkez Bankası açıklamasında, 8 Şubat 2002 tarihinde, Hazine, Uluslararası Para Fonu (IMF) kredilerini kullanarak TMSF bünyesindeki bankalara ihraç etmiş olduğu Devlet İç Borçlanma Senetleri (DİBS)'lerinin kısmen, erken itfa edildiğini hatırlatarak, "Söz konusu bankalar da repo işlemleri karşılığı Merkez Bankası'na olan toplam 3.7 katrilyon TL tutarındaki borçlarını ödemişlerdir. Böylece, 8 Şubat 2002 tarihinden başlayarak Merkez Bankası, TMSF bünyesindeki bankalar ile yaptığı repo işlemlerini sona erdirmiştir" denildi.

Şubat 2002'den başlayarak, Hazine'nin erken itfalarının da katkısıyla kamu bankalarının likidite durumlarının iyileştiğini hatırlatan Merkez Bankası açıklamasında şöyle denildi, "Böylece söz konusu bankalar Merkez Bankası ile olan repo işlemlerini aşamalı olarak azaltmışlar ve 17 Nisan 2002 tarihinde toplam 300 trilyon TL düzeyine düşen repo işlemlerinden kaynaklanan borçlarını ödemişlerdir." Merkez Bankası, IMF tarafından da "Döviz alım ihaleleri yoluyla rezerv yükseltilmesi isabetli bir karar" diyerek desteklediği dolar alım ihalelerini Mayıs ayı boyunca devam ettireceğini açıkladı. Merkez Bankası, Mayıs ayı boyunca yapacağı ihalelerde, koşullara göre günlük döviz alımını 40 milyon dolara kadar yükseltecek. Nisan ayında yapılan dolar alım ihalelerinde en fazla 20 milyon dolar alınıyordu.

Merkez Bankası'nın bu konuyla ilgili açıklamasında, Mayıs ayı döviz alım ihalesi programını açıklayan Merkez Bankası, ABD'de tatil günü olan 27 Mayıs 2002 dışında 22 iş günü döviz alım ihalesi düzenleyecek. Ancak Nisan ayındaki uygulamadan farklı olarak, Mayıs ayı içinde bazı ihalelere teklif gelmemesi ya da 20 milyon dolardan daha az teklif gelmesi durumunda, satın alınamayan kümülatif döviz tutarlarını telafi etmek amacıyla, takip eden ilk ihaleden başlamak üzere, günlük ihale tutarı 40 milyon dolara kadar artırılacak. Döviz alım ihaleleriyle alımı yapılamayan kümülatif döviz tutarı 20 milyon ABD dolarından yüksek olsa dahi, 20 milyon dolarlık günlük alım tutarlarına telafi amacıyla ilave edilecek tutar, 20 milyon ABD doları ile sınırlı tutulacak.

Demiralp Dışbank Yönetiminde

Eski Hazine Müsteşarlarından Selçuk Demiralp, Dışbank Yönetim Kurulu Üyeliği'ne atandı. 2 Ekim 1947 yılında İstanbul'da doğan Demiralp, ODTÜ İdari İlimler Fakültesi'nden 1971 yılında mezun oldu. Demiralp, 1972 yılında Maliye Bakanlığı'nda maliye müfettişi olarak göreve başladı. Maliye Başmüfettişliği unvanını da alan Demiralp, Maliye Bakanlığı'nda 10 yıl süreyle sürdürdüğü bu görevinden sonra, 1982 yılında Hazine ve Dış Ticaret Müsteşarlığı'na geçti.

1982-1986 yılları arasında, HDTM'de Dış Finansman Dairesi Başkanlığı yapan Demiralp, 1986 yılında Washington Büyükelçiliği Ekonomi Müşavirliği'ne atandı. Washington'daki görevini 1989 yılında tamamlayan Demiralp, aynı yıl HDTM Banka ve Kambiyo Genel Müdürlüğü'ne getirildi. Erdemir Yönetim Kurulu Başkanlığı, Avrupa İmar ve Kalkınma Bankası İcra Direktör Vekilliği, Eximbank Yönetim Kurulu Başkanlığı ve Genel Müdürlüğü, Altın Borsası Kurucu Üyeliği görevlerinde de bulunan Demiralp, 7 Aralık 1997'de Ziraat Bankası Yönetim Kurulu Başkanlığı ve Genel Müdürlüğü görevine getirildi.



Yatırım bankacılığı
hizmetlerinde önünüzü
gösteren bir ışık var:

**Kurumlara yönelik
finansal çözümlerde
Yapı Kredi Yatırım farkı !**



DENİZ FENERİ:

Sığ kayalık, tehlikeli
suları işaret eder,
denizcileri uyarır ve
onlara seyri sefere
elverişli derinlikteki
yolları gösterir.
Gece karanlığında bile,
güçlü ışığıyla, kolay,
güvenli yol almaya sağlar.
Mendirek girişlerinde parlar,
fırtınalı havalarda sığınacak
limanları işaret eder.
Bir deniz feneri, kendini,
millerce uzaktan gösterir,
uzak görüşlüğünün
zıvanasını sunar.

Hepsi birarada...

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

Yatırımcıları en iyi bilgilendiren sektör ve şirket araştırmaları.

Yurtiçine yayılmış geniş şube ağına bağlı
etkin plasman gücü.

Yabancı yatırım bankalarına ve fonlara etkin ulaşım ve işbirliği.

Sadece Yapı Kredi Yatırım'da.

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

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

Halka arzda lider.

**YAPI KREDİ
YATIRIM**

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 onde olmalı.

