

BANKA – MALİ

EKONOMİK YORUMLAR

AYLIK EKONOMİ DERGİSİ - NİSAN 2003 - YIL: 40 - SAYI: 469 - 4.000.000.- LİRA
www.ekonomikyorumlar.com

**ŞUBAT 2001
KRİZİNİN
ANATOMİSİ
KUR ÇİPASI VE
DEVALÜASYON**

***Yeni Ekonominin
Boyutları ve
Makro Ekonomik
Etkileri***

**ANONİM ŞİRKETLERİN
HALKA AÇILMALARI
VE SONUÇLARI**

***Ekonomik Katma
Değer Nedir?
Ne Değildir?***

BANKA – MALİ VE EKONOMİK YORUMLAR<http://www.ekonomikyorumlar.com>[e-mail:ekonomikyorumlar@ekonomikyorumlar.com](mailto:ekonomikyorumlar@ekonomikyorumlar.com)**NİSAN 2003 • YIL : 40 • SAYI : 469 • 4.000.000.- LİRA (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 2
Genel Yayın Yönetmeni MUSTAFA BARIŞ	Ekonomik Göstergeler (Dış) 4
Danışma Kurulu Başkanı ALİ İHSAN KARACAN	Doç. Dr. İrfan KALAYCI Şubat 2001 Krizinin Anatomisi: Kur Çıpası ve Devalüasyon 5
Danışma Kurulu	Yavuz AKBULAK Anonim Şirketlerin Halka Açılmaları ve Sonuçları 26
Prof. Dr. Asaf Savaş Akat • Dr. Öztin Akgüç • Prof. Dr. Erdoğan Alkin • Tevfik Altınok • Yılmaz Argüden • Prof. Dr. Mustafa A. Aysan • Uğur Bayar • Afa Boran • Prof. Dr. Ünal Bozkurt • Yavuz Canevi • Ege Cansen • Dr. Doğan Cansızlar • Bülend Çorapçı • Ahmet Demirel • Zeki Döşlüoğlu • Nejdett Durakbaşı • A. Aydın Dündar • Dr. A. Mahfi Eğilmez • Orhan Emirdağ • Gazi Erçel • Dr. Zeynel Abidin Erdem • Meral Gezgin Eriş • Prof. Dr. Cumhuri Ferman • Prof. Dr. Atilla Gönenli • Zeki Gündüz • Prof. Dr. Seyfettin Gürsel • M. Akif Hamzaçebi • Avni Hedili • Erhan Işıl • Prof. Dr. Haluk A. Kabaalioğlu • 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	Mustafa BARIŞ Savaş ve Belirsizlik Borsa'da Dengeyi Bozdu 43
Yazı Kurulu	Abone Formu 54
Dr. Öztin Akgüç • Prof. Dr. Erdoğan Alkin • Zeki Gündüz • Prof. Dr. Seyfettin Gürsel • Adnan Nas • Prof. Dr. Merih Paya • Prof. Dr. T. Güngör Uras	Dr. Nihal Yıldırım MIZRAK Özelleştirme Uygulamalarının Kaynak Dağılımının Etkinliği Açısından Değerlendirilmesi 55
	Yrd. Doç. Dr. Seyfettin ERDOĞAN Yeni Ekonominin Boyutları ve Makro Ekonomik Etkileri 64
	Doç. Dr. Müge İŞERİ Ekonomik Katma Değer (EVA) Nedir? Ne Değildir? 75
	Banka – Mali ve Ekonomik Yorumlar Bankacılık Sektöründen Haberler 84

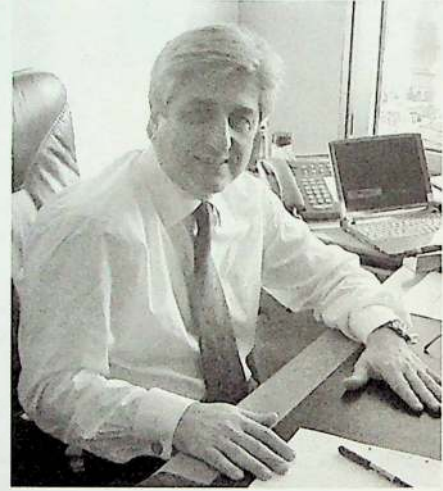
İdare Yeri: Binbirdirek Mah. Suterazisi Sokak. No.6/2; 34400 Sultanahmet – İSTANBUL • Tel: (0212) 518 17 32 - 516 11 45
• Faks: (0212) 518 66 43 • <http://www.ekonomikyorumlar.com> • e-mail: ekonomikyorumlar@ekonomikyorumlar.com •
Açıklama: Dergideki yazılar kaynak göstermek koşuluyla alınabilir. Dergide yayınlanan yazılardaki görüşler, yazarlarına aittir. Yayınlanacak yazılar hakem denetiminden geçer. Yayınlamak amacıyla gönderilen yazıların iki nüsha olarak (mümkünse bilgisayar disketi ve bir resim ile birlikte) ulaştırılmasını rica ederiz. • 2003 Yılı Abone Bedeli (KDV Dahil): 48.000.000.-TL. • Öğrencilere: 33.600.000.-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 • Kapak – Sayfa Tasarımı ve Dizgi: Banka – Mali ve Ekonomik Yorumlar • Baskı ve Cilt: Kurtiş Matbaacılık, Tel: (0212) 518 11 28 • Baskı Tarihi: 9 Nisan 2003 • Genel Dağıtım: DPP ve Dünya Süper Dağıtım

Dergiden

OKURLARA MEKTUP

Adnan NAS

Enflasyona Dikkat Gerekliyor!..



Sevgili Okurlar,

Boşuna dememişler "Türkiye'de insanın canı sıkılmaz" diye, her yeni aya öngöremediğimiz koşullar altında giriyoruz. TBMM'deki ünlü "tezkere reddi" ile yeniden yoğunlaşan belirsizlik bulutları, ABD ile ilişkilerin tümüyle bozulması gibi aşırı kötümser beklentiler ile yaygın bir moral bozukluğuna yol açmıştı. Neyse ki ABD ile, daha düşük bir stratejik düzeyde de olsa, yeni bir işbirliğinde uzlaşılması durumu bir ölçüde düzeltilti. Fakat son aylardaki bu çalkantının en önemli yararı, bir kez daha kabaran "kestirmeci ama kısa ömürlü çözüm" iştahımızın bir yana bırakılıp yine gerçek sorunlarımıza ve gerçek tedaviye dönmeye zorlanışımız olmuştur. Nitekim niyet mektubunun tamamlanmasıyla IMF'ye 2004 sonuna kadar sürecek program taahhüdünde bulunmamız, piyasaların kalıcı dengeleri açısından tekrar yörüngeye girdiğimiz anlamına geliyor.

Siyasal cephedeki bu nispi düzelmeye karşılık Mart ayı, ekonomide kafa karıştırıcı sinyaller verdi. Toptan eşya fiyatlarındaki artış trendi devam ederken (% 3.2), bu defa tüketici fiyatlarının da sıçraması (% 3.1) beklentileri ve yorumları farklılaştırdı. Özellikle TÜFE'de % 20, TEFE'de % 17 olarak belirlenen yıl sonu enflasyon hedefleri zorlaştı. Daha ilk üç ayda % 12'yi aşan TEFE, enflasyon konusundaki iyimser beklentileri büyük ölçüde ortadan kaldırdı. Bu husus, reel faiz düzeyindeki direniş ile birlikte bir başka ihtimali gündeme getirdi: Nominal faizlerde indirimden umut kesilerek, reel faizdeki iyileşmeyi enflasyonu arttırarak sağlama ihtimali. Enflasyon hedeflemesinin sadece para politikasıyla başarıya ulaşması mümkün olmayacağına göre, kamu kesimi dengesinde de bugünden yarına radikal değişimler güç olduğundan, bu ihtimali ciddiye almak gerekiyor.

Enflasyon konusundaki tek olumlu gösterge, Mart ayı çekirdek enflasyonunun % 1.6 düzeyinde kalışı. Bunun, enflasyon artışının henüz trende dönüşmediği umudunu verdiği ve ilk üç aydaki olumsuz gelişmenin daha çok savaş konjonktürüne ve olumsuz iklim koşullarının etkilediği tarım fiyatlarına atfedilebileceği düşünülebilir. Döviz fiyatlarındaki nispi istikrar da bu argümanı destekleyici yönde. Savaşın süresine ve sonuçlarına göre petrol fiyatları açısından da olumlu bekleyişler var.

Hükümete bu arada moral veren bir başka gelişme, vergi affından gelecek hasılatın beklentileri (özellikle IMF'nin beklentilerini) aşması oldu. Ancak bunu da abartmamak gerek, çünkü ağırlaşan borç yüküne oranla sınırlı bir etkisi olacağı bir yana, hemen ardından çok ciddi bir vergi idaresi etkinliği hayata geçirilmezse gelecekteki vergi gelirleri açısından çok daha olumsuz sonuçlar ve vergi ödemekte gönülsüzlük ortaya çıkabilir.

Derginin bu sayısında yer verdiğimiz yazı ve incelemeler, yine ilginç ve güncel ama birbirinden farklı konuları irdeliyor. Doç. Dr. İrfan Kalaycı'nın "2001 Krizi"ni değerlendiren, Yavuz Akbulak'ın "Halka Açılmaları ve Sonuçları"nı konu alan, Dr. Nihal Yıldırım Mızrak'ın "Kaynak Dağılımı Etkinliği Açısından Özelleştirme"yi mercek altına alan yazıları, kalıcı ve yapısal sorunlarımız ile ilgili önemli tespitler içeriyor. Yrd. Doç. Dr. Seyfettin Erdoğan'ın "Yeni Ekonomi ve Etkileri", Doç. Dr. Müge İşeri'nin "Ekonomik Katma Değer" başlıklı incelemeleri de bu önemli kavramlar açısından referans niteliğinde.

2003 sonu açısından daha iyimser bir perspektif bulabileceğimiz umuduyla Mayıs sayısında buluşmak üzere....

Saygılarımla,

Adnan Nas

EKONOMİK GÖSTERGELER DIŞ DÜNYA (NİSAN 2003)

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.	1.4	3.0	3.2	5.8	- 495.8	- 503.4
Almanya	- 0.1	1.2	2.6	10.6	120.0	48.3
Avustralya	1.6	3.0	3.9	6.0	- 6.7	- 17.7
Avusturya	0.3	1.7	2.2	4.3	0.4	0.9
Belçika	0.8	1.8	2.2	11.7	16.4	12.8
Danimarka	- 0.1	2.9	3.9	5.7	8.1	5.1
Fransa	0.9	2.6	3.5	9.2	9.0	27.3
Hollanda	0.4	2.7	3.0	4.6	29.1	9.1
İngiltere	1.7	3.2	3.6	5.0	- 53.6	- 13.1
İspanya	1.4	3.8	3.9	11.9	- 40.8	- 17.1
İsveç	1.2	3.4	4.0	4.5	15.0	9.9
İsviçre	1.4	1.3	2.5	3.9	4.7	32.0
İtalya	1.7	2.7	2.1	9.0	8.2	- 8.8
Japonya	2.2	- 0.2	2.1	5.2	93.6	113.4
Kanada	1.6	4.6	1.8	7.4	34.7	11.0
Euro - 11	0.7	2.4	3.4	8.7	95.5	53.5

Açıklamalar: (b.d.) = Belli Değil Kaynak: The Economist, 5 Nisan 2003.

(*) Yıllık Yüzde Değişim.

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



İnceleme

DOÇ. DR. İRFAN KALAYCI

İnönü Üniversitesi, İ.İ.B.F., İktisat Bölümü Öğretim Üyesi

Şubat 2001 Krizinin Anatomisi: Kur Çıpası ve Devalüasyon

I. Giriş

Cumhuriyet ekonomisinin bugüne dek gördüğü en derin krizlerden biri, Şubat 2001 tarihli olanıdır. İkinci yılını dolduran bu krizin dayanağı, IMF kredisiyle ve 2000 yılının başından itibaren uygulanmış olan istikrar programıdır.

2000 İstikrar Programı, döviz kurunu çıpa yaparak enflasyonu aşamalı olarak düşürmeyi ve tek rakamlı bir noktada istikrarlı hale getirmeyi hedeflediği için tipik bir "dezenflasyon programı" idi. Program uygulandıktan bir süre sonra, makro ekonomik dengelerin yavaş yavaş kurulduğu gözlemlenmeye başlanmıştır. Tam böyle bir süreçte, çıpa politikasının ödemeler dengesi üzerindeki olumsuzluklarını giderecek ek önlemlerin ihmal edilmesinden ve ayrıca belirli çevrelerin yarattığı spekülasyon ve güvensizlikten kaynaklanan "konjonktür" ile dış ticarete 25 ve cari işlemlerde de 10 milyar ABD Doları civarında açık veri-



lince, bir süredir piyasalarda varolan devalüasyon bekleyişi daha da hızlanmıştı. Sonuçta, yurtiçi piyasalar ile yabancı alacaklıların doğrudan ya da dolaylı baskılarının da etkisiyle dönemin Koalisyon Hükümeti IMF'nin izniyle devalüasyon kararını almak zorunda kalmıştı. Devalüasyon kararının uygulandığı 22 Şubat 2001 gününden itibaren, söz konusu program resmen ve fiilen uygulamadan kaldırılmış ve dalgalı kur rejimine geçilmişti. Çünkü devalüasyon politikası programda yer almıyordu; zaten sonuçları itibarıyla enflasyonistti. Doğası gereği enflasyonist olan bir politika ile bir dezenflasyon programı birlikte yürütülemezdi.

Bazı ekonomi çevrelerine göre, genellikle dış ticaret ve cari işlemler bilançolarında ciddi açıklara yol açan kur çıpalı bir istikrar programı, "nitelikli" bir devalüasyon yapıldıktan sonra uygulanmalıydı. Bir baş-

ka eleştiriye göre, hükümetin, çok zorunlu olmadığı halde istikrar programını IMF kredisine bağlaması da yanlıştı. Hükümetin kamuoyu desteğinden emin olmadan IMF'li bir programı ulusal bir programmış gibi topluma sunması ise demagogik bir davranıştı. Bütün bunlar bu istikrar programının pek yürüyemeyeceğine işaret ederken, teknik ve siyasal eleştirilerin de odağında yer alacağını gösteriyordu.

Şubat 2001 krizinin tabanında yer alan IMF destekli 2000 İstikrar Programı iki uçludur. Bir başka deyişle, bu programa başında ve sonunda olmak üzere iki "politika" damgasını vurmuştur: Döviz kuru çıpası ve devalüasyon. Çıpa politikası, enflasyon dinamiğini kırmayı ve buradan hareketle makro ekonomik niceliklere denge kazandırmayı amaçlamıştır. Devalüasyon ise, kur çıpasının uygulamadaki kötü sonuçları olan dış ticaret ve cari işlemler açıklarını kapatmanın geleneksel yöntemi sayılmasının yanı sıra, bir süre sonra ekonomiyi yine en baştaki sorun olan süregelen yüksek enflasyonla karşı karşıya getiren riski ifade etmiştir.

II. 2000 İstikrar Programının Gereçekleri ve Kaydettiği Gelişmeler

IMF ile yapılan 3 yıllık (2000-2002) stand-by anlaşması çerçevesinde 2000 İstikrar Programının temel gerekçesi, çağdaş dünyada önemli bir konumda olmak isteyen bir ülkeye yakışmayan süregelen-yüksek enflasyonu düşürmek ve ona bağlı olarak makro ekonomik dengeleri sürekli hale getirecek şekilde kurmaktır.

Dönemin T.C.Merkez Bankası (TCMB) Başkanı Gazi Erçel'in de belirttiği gibi, enflasyonun başat etkisi, ekonomide kaynakların verimli kullanımını engelleyen istikrarsız büyüme dinamiğidir. Enflasyonun yarattığı belirsizlik ortamı yurtiçi ve yurtdışından ülkemize yapılan yatırımları o-

lumsuz etkilemektedir. Dalgalı ve süregelen enflasyon ulusal paramıza olan güveni sarsarak, üretken yatırımları azaltıcı ve spekülasyon kazançları artırıcı faizleri yukarıya çekmiştir. Yüksek reel faizler kamunun mali dengesini bozmuş ve kamunun toplam borcunu artırarak, birbirini besleyen olumsuz süreci hızlandırmıştır. Temmuz 1998 yılından itibaren IMF ile gerçekleştirilen Yakın İzleme Anlaşması, 2000-2002 döneminde uygulanacak makro ekonomik politikaların neler olduğunu ortaya koymuştur. Söz konusu anlaşmanın temel amacı; i) yapısal reformlarla desteklenen, birbirleriyle tutarlı, güçlü, saygın ve sürekliliği olan maliye, para, kur ve gelir politikalarının eşgüdümlü uygulanması sonucunda, tüketici enflasyonunu aşamalı bir şekilde % 10'un altına indirmek, ii) reel faiz oranlarını kabul edilebilir düzeylere düşürmek, iii) ekonominin büyüme potansiyelini arttırmak, iv) ekonomideki kaynakların daha etkin ve hakça dağılımını sağlamaktır (tcmb.gov.tr, 1999a).

O halde, salt ekonomik değil aynı zamanda gelir dağılımını bozduğu için toplumsal bir sorun da olan enflasyonu düşürmeden, TCMB Başkanı'nın dediği gibi, "ne gelişmiş ülkeler arasında yer alabiliriz ve ne de enflasyona endekslili hale gelen uluslararası güveni kazanabiliriz."

A. Enflasyonun Türkiye Ekonomisi Üzerindeki Etkileri

Enflasyonun, ulusal ekonomide son çeyrek yüzyıl süre içerisinde yarattığı zincirleme sonuçlarının ne kadar olumsuz olduğu, bu dezenflasyon programı için özellikle vurgulanmıştır (tcmb.gov.tr, 1999a):

Türkiye'de 25 yıldan beri çözülemeyen enflasyonun birincil etkisi, ekonomide yarattığı istikrarsız büyüme dinamiğidir (1977'de % 3 olan büyüme hızı 1980'de % -3, 1985'te % 4, 1990'da % 9, 1991'de % 1,

1994'te % -6 ve 1998'de % 4 şeklinde seyretmiştir). Buna göre ulusal ekonomide genişleme ve daralma birbirini izlemiş ve bu yüzden kaynaklar verimli kullanılamamıştır.

Dalgalı ve süreğen enflasyonun ulusal paramıza olan güveni sarsması, ekonomideki TL faizlerinin de yüksek reel düzeylerde seyretmesine neden olmuştur. (Örneğin, TÜFE ile hesaplanmış Hazine ihalelerinde planlanmış reel faiz oranları, Ocak 1998'de % 10, Temmuz 1998'de % -5, Eylül 1998'de % 30, Aralık 1998'de % 45, Ocak-Haziran 1999'da % 25 ve Ağustos 1999'da % 20). Bu şekildeki konjonktür, üretime yönelik yatırımlara olan talebi azaltarak ekonomik büyümeyi olumsuz etkilerken, genel olarak üretken faaliyetlerden uzaklaşmasına ve spekülasyon kazanç peşinden koşarak mali faaliyetlere kaymasına yol açmıştır. Temelde kamusal açıkların denetim altına alınmaması nedeniyle ortaya çıkan yüksek reel faizler, kamunun mali dengesini daha da kötüleştirilmiş, kamunun toplam borcunu hızla arttırmış ve sonuçta çevrilemez hale getirmiştir. ("İç Borç Stoku/GSMH" oranı, seçilmiş yıllar itibarıyla: 1990'da % 14, 1994'te % 20.5, 1998'de ise % 21.5).

B. Programın Ana Hatları

Dezenflasyon programı üç temel unsura dayandırılmıştır: i) Sıkı bir maliye politikası uygulayarak (GSMH'deki) faiz dışı fazlanın arttırılması, yapısal reformların gerçekleştirilmesi ve özelleştirmenin hızlandırılması; ii) enflasyon hedefiyle uyumlu gelirler politikası; iii) ekonomik birimlere uzun vadeli bir bakış açısı kazandırmak için enflasyonun düşürülmesine odaklanmış kur ve para politikası uygulaması.

18 Nisan 1999 seçimlerinin ardından kurulan koalisyon hükümetinden dönemin IMF Başkanı M. Camdessus'a 9 Aralık

1999'da gönderilen ilk niyet mektubu ile, enflasyonla mücadele programının genel hatları açıklanmış ve uygulanacak maliye, para, kur ve gelir politikaları ile yapısal reformlar hakkında oldukça iddialı sözler verilmiştir (tcmb.gov.tr, 1999b):

1. Hedefler ve Genel Strateji

2000 İstikrar Programı için ilk niyet mektubunda en fazla dikkati çeken, enflasyon ve büyüme ile ilgili şu politik saptamadır: "Yüksek enflasyon ortamı, yüksek reel faizler ve istikrarsız büyümeden en fazla zarar görenler yüksek getiri sağlayan varlıklara yatırım yapamayan ve sadece çalışmaları karşılığı elde ettikleri gelirle geçinen toplumun daha düşük gelirli insanlarıdır. Enflasyon ve yüksek reel faizlerin azaltılması yalnızca uzun dönemde Türkiye'nin büyüme beklentilerini yükseltmeyecek, aynı zamanda ekonomik kaynakların daha eşit ve etkin olarak dağılmasına da öncülük edecektir." Buna göre; enflasyon (12 aylık TEFİ -TÜFE) hedefi 2000 yılı sonunda % 20-25, 2001'de % 10-12 ve 2002 yılı için tek hane (% 5-7) olarak öngörülmüştür. Enflasyonla etkin mücadeleye dönük olarak bu programın desteklenmesi için Türkiye IMF'den 2.892 milyon SDR tutarında (kotanın % 300'ü) üç yıllık bir stand-by düzenlemesi talep etmiştir.

2. Maliye Politikası : Sıkı Bütçe

Mektupta, temel amaç olarak 1999 yılında GSMH'nin % -2.8 olan kamu kesimi temel fazlasının, 2000 yılında GSMH'nin % 3.7'sine yükseltileceği ve ayrıca bütçe hedeflerinin tutturulmasının bir dizi performans kriteri ve endikatif hedefler⁽¹⁾ aracılığıyla izleneceği belirtilmiştir.

3. Para ve Döviz Kuru Politikaları

İstikrar programının anahtar politikaları bu başlık altında vurgulanmıştır: Para ve kur politikaları sayesinde enflasyonun ve

faiz oranlarının düşürülmesi, para ve kurdaki gelişmelerin daha çok önceden tahmin edilebilir hale getirilerek, yerli ve yabancılar için mali yatırımın değeri üzerindeki belirsizliğin azaltılması amaçlanmıştır.

Döviz kurunun izleyeceği yol 1 Ocak-31 Aralık 2000 dönemi için ilan edilecek; bu süre içerisinde TL, hedef TEFE oranına uyumlu olarak, rapor edilmiş tablo doğrultusunda % 20 oranında değer kaybedecek ve günlük döviz kuru ayarlaması her ay içerisinde sabit kalacaktır.

Her 3 ay sonunda, döviz kuru yolunun daha önceden ilan edilmiş bölümünü değiştirmeksizin kur takvimi ek 3 ay daha uzatılabilecek ve enflasyondaki düşüş sürecini devam ettirmek amacıyla, uzatılan 3 ay için devalüasyon oranı bir önceki dönemde ilan edilen orandan farklı olabilecektir.

Bu kur rejiminin uygulanmaya başlanmasını izleyen ilk 18 ay içerisinde söz konusu kur etrafında bir bant olmayacaktır. 1 Temmuz 2001'de merkez parite etrafında simetrik olarak giderek genişleyen bir bant uygulamasına geçildiğinde, daha esnek bir kur rejimine aşamalı bir geçiş başlatılacaktır. Bu bant, her yıl bir ucundan diğer ucuna % 15 puanlık bir oranda genişleyecek ve bantın toplam genişliği, Aralık 2001 sonunda % 7.5'e, Haziran 2002 sonunda % 15'e ve Aralık 2002 sonunda ise % 22.5'e çıkarılacaktır.

Para politikası performans kriterine göre, net iç varlıklar⁽²⁾ stokunun Aralık 1999 düzeyinde ancak bir önceki 3 aylık dönem sonundaki toplam para tabanının⁽³⁾ yaklaşık +/-%5'ine eşdeğerde kısa vadeli değişikliklere izin verecek şekilde sabit tutulmasına çalışılacaktır.

Kısa dönemli dalgalanmalar dışında tüm para tabanı, ödemeler dengesi yoluyla

yaratılacak ve iç faiz oranları tamamen piyasa tarafından belirlenecektir. Sermaye akımları, faiz oranlarında hızlı düşüşe olanak vermek ve sermaye girişlerini sağlayacak büyük faiz oranı farklılıklarını engellemek ve aynı şekilde, kur üzerinde baskı oluşması halinde para piyasalarında hızlı faiz artışlarına yol açmak üzere sermaye çıkışları da sterilize edilmeyecektir⁽⁴⁾.

4. Gelirler Politikası

Mektupta gelirler politikası için, enflasyondaki düşüşü ve kur politikasını desteklemek ve özellikle özel kesime ücret ve fiyat artışlarını hedef enflasyonla aynı oranda belirlemeleri konusunda rehber politika olacağı belirtilmiştir. Bu doğrultuda, memurların ücret artışları hedef TÜFE enflasyon oranı (2000'de toplam % 25) ile aynı olacak, fakat memurların satın alma güçleri aleyhine bir farkın çıkması halinde, onların reel satın alma güçlerini desteklemek amacıyla ücretleri fark kadar arttırılacaktır.

5. Yapısal Reformlar

Vergi: Net ve basit yasa ve diğer mevzuatla desteklenmiş geniş tabanlı, düşük ve tahmin edilebilir marjinal vergi oranları üzerine kurulu bir vergi sisteminin, hem iç yatırımı özendirmek ve hem de yabancı sermaye çekmek için en iyi araç olduğu kabul edilerek, hükümetin, vergi aflarının mükelleflerin vergi ödemeye yanaşmasını engellediğinin farkında olduğu ve bu nedenle gelecekte yeni af çıkartmama kararlılığını taşıdığı açıklanmıştır.

Sübvansiyon: Tarımsal destekleme politikalarının son yıllarda ortalama olarak GSMH'nin % 3'ü gibi bir maliyet ile vergi mükellefleri üzerine ağır bir yük getirdiği, özellikle hububat destekleme fiyatlarının dünya fiyatlarının üzerinde olamayacağı, şeker kotalarının bütçe dengelerine uygun olacağı, Ziraat Bankası ve Halk Bankası'nın

verdikleri kredi desteklemelerinin toplam maliyetinin GSMH'nin % 0.6 olarak 2000 yılında yarı yarıya düşürüleceği belirtilmiştir.

Emeklilik: Sosyal güvenlik sistemi açığının GSMH'nin % 3'ünden 2050'ye kadar % 16'lara çıkmasını engellemek üzere, Eylül 1999'da TBMM'de onaylanan sosyal güvenlik reformu; en az emeklilik yaşını sisteme yeni girenler için hemen 58/60 ve mevcut sisteme girenler için ise 10 yıllık bir geçiş dönemi ile 52/56 olarak arttırmakta, emekliliğe hak kazanabilmek için gerekli en az prim ödeme süresini arttırmakta, ortalama aylık bağlama oranını % 80'den % 65'e çekmekte, emeklilik maaşını TÜFE'ye bağlamakta ve prime esas ücret tavanını yükseltmektedir.

Özelleştirme: Özelleştirme gelirleri; faiz oranlarının düşmesi ve ekonomik etkinliğin artması için bir ön koşul olarak öne sürülmüştür. Bu amaçla, öncelikle Türk Telekom'un Türk Ticaret Kanunu'na tabi bir kurum yapılarak özel kesim kuruluşu gibi hareket etmesi ve onun özelleştirilmesinden elde edilen tüm gelir satıştan kısa bir süre sonra Hazine'ye transfer edilmesi sağlanacaktır. Özelleştirme programları gerçekleştirildiğinde, 2000 yılı için 7.6 ve 2001 yılı için 6.0 milyar dolarlık bir nakit gelirin elde edilebileceği öngörülmüştür.

Bankacılık: Bankalar yasası, kredilere ilişkin standartları güçlendirecek şekilde değiştirilecektir. BDDK, likidite yeteneğini yitirmiş bankaları, piyasadaki disiplini sağlamak üzere Tasarruf Mevduatı Sigorta Fonu'na (TMSF) devretmekte gecikmeyecektir. Ayrıca, görev zararlarından dolayı büyük bir mali yükü bulunan Ziraat ve Halk Bankalarının nihai özelleştirme amacına koşut olarak piyasa kuralları çerçevesinde faaliyet göstermeleri sağlanacaktır.

C. Ekonomik Politikaları Yenileme ve Güçlendirme

Stand-by düzenlemesinin onaylanmasından sonra ortaya çıkan güncel gelişmeleri ve gelecek birkaç ayda uygulanacak temel politikaları aktarmak üzere, Türkiye IMF'ye iki tane (10 Mart ve 22 Haziran 2000 tarihli) ek niyet mektubu göndermiştir (tcmb.gov.tr, 2000a ve 2000b):

1- Birinci Ek Niyet Mektubu

TBMM Telekom yasasını yapısal performans kriteri olarak çıkartmış; hükümet ise, kamu kesimi ücret politikasını enflasyon hedefine uygun olarak yürütmüştür. Bankacılık kesimini güçlendirmek amacıyla TMSF tarafından 5 ticari bankanın devralınması ve 1 yatırım bankasının kapatılması sonucu yeniden yapılandırma işlemleri başlatılmıştır.

Programın başından itibaren Hazine bonusu ihalelerinde oluşan faiz oranları Kasım 2000'deki % 90'lık düzeyden, ekonomi bürokrasisini cesaretlendirecek boyutlarda % 40 civarına düşmüş ve İMKB'nin atak tepkiler vermesine yol açmıştır. Uluslararası derecelendirme kuruluşları Standard&Poors ve Moody's Türkiye'nin görünümünü durağandan olumluya çevirirken, JCRA ise bir kademe iyileştirmiştir.

Programın çeşitli dönemlerinde; üçer aylık peşin kurumlar vergisinin yeniden uygulamaya konması, Tarım Satış Kooperatifleri Birliklerinin özzerkleştirilmesi, özel emeklilik fonlarının bir hukuksal çerçeveye kazandırılması, yerli ve yabancı sermaye piyasalarında borçlanma koşullarının iyileştirilmesi amacıyla POAŞ hisselerinin % 51'nin satışı, TÜPRAŞ'ın % 15 hissesinin halka arz yoluyla satışı, iki GSM lisansının ihalesi ve Türk Telekom'un % 20 hissesinin satışının sonuçlandırılması gündeme alınmıştır.

2- İkinci Ek Niyet Mektubu

Konsolide bütçe temelde gelirdeki artıştan dolayı beklenenden daha iyi sonuç verirken, dünya petrol fiyatlarındaki ani yükseliş ve artan işgücü maliyetleri yüzünden önemli KİT'lerin performansı bozulmuş ve bu durumun düzeltilmesi için kamu kesimine "emekli olanların % 15'inden fazla" yeni işçi alınmaması politikasının titizlikle uygulanacağı vurgulanmıştır.

Makro ekonominin rayına girmesi sayesinde yeni iç borçlanma faiz oranları büyük bir düşüş gösterirken, bundan sonra faiz ödemelerinden önemli tasarruflar elde edilebilecektir. Dış borçlanma koşulları da elverişli hale gelip, dış borçlanmanın toplam kamu borçlanmasındaki payı 1999 için ortalama % 5 iken, 2000 yılının ilk çeyreği için % 17'ye yükselmiştir. Kamu kağıtlarının likiditesini arttırarak devletin ve vergi mükelleflerinin fonlama maliyetini düşürmek amacıyla kamu borçlanması alanında "piyasa yapıcılığı sistemi"⁽⁵⁾ kurulmuştur.

Fiyat ve gelir politikalarının dezenflasyon programının ayrılmaz bir parçası sayılarak Bütçe Kanunu'na uygun olarak, memur maaşları 2000 yılının ilk yarısı için % 15+ ve ikinci yarısı için % 10 artış ayarlanmıştır.

İvedilikle uygulandığı belirtilen para ve kur politikaları çerçevesinde Merkez Bankası Net İç Varlıklar (NİV) ile Net Uluslararası Rezervlere (NUR) ilişkin 2000 yılı ilk çeyrek performans kriterlerine uyulmuş, ayrıca sterilizasyon yapmama politikası tutarlı bir şekilde izlenmiş ve NİV sürekli programda belirlenen koridor içerisinde kalmıştır.

Yapısal reformlar kapsamındaki özelleştirme operasyonları (POAŞ'ın % 51'lik ve Tüpraş % 31 ½'lik hisseleri ile bir GSM lisansının satışı) gerçekleştirilmiş ve bu iş-

lemlerden toplam 5 milyar dolar tutarında bir nakit girişi beklenmiştir. 2000 yılında hedeflenen 7.6 milyar dolar tutarındaki özelleştirme gelirinə sahip olmak için Özelleştirme İdaresi'ne devredilecek işletmeler portföyü; TŞFAŞ (şeker), Çaykur (çay), MKEK (makine ve kimyasallar) ve ETİ Holding'in bazı fabrikaları biçiminde genişletilmiştir.

Yapısal nitelikte olan tarım politikalarındaki en önemli değişiklik, devlet bankalarının sağlanan kredi desteklemelerinin kaldırılmış olmasıdır. 2000 yılı içinde tütün destekleme fiyatlarını kaldırmak ve TEKEL'i reformize etmek üzere üç yeni yasa çıkartılacaktır: TEKEL'in destek alımı yapan birimini diğer ticari faaliyet gösteren birimlerinden ayıracak; alkollü içki üretimindeki devlet tekeli kaldırılacak; TEKEL'in içki, tuz ve tütün ürünleri üreten tesislerinin özelleştirilmesini sağlayacak yasalar.

Kamuya ait banka sektörünü yeniden yapılandırmaya yönelik orta vadeli programın bir parçası olarak tüm kamu bankalarını ticari hale gelmesine izin verecek ve en son olarak özelleştirilmelerini sağlayacak ve bu bankaların görev zarar stokunu çözmeye yönelik yasa tasarısının parlamentoya gönderilmesi düşünülmüştür⁽⁶⁾. Bu reformların Dünya Bankası tarafından Mali Kesim Uyum Kredisi ile desteklenmesi beklenmiştir.

D. Kasım 2000 Krizinin Ardından: Üçüncü Ek Niyet Mektubu

Koalisyon Hükümeti IMF'ye (bu defaki Başkan H. Köhler'e hitaben) 18 Aralık 2000 tarihli gönderdiği mektupla, istikrar programının 3. ve 4. gözden geçirmelerinin tamamlanmasını ve Ek Rezerv Olanığı (SRF) altında 5.784 milyar SDR'lik Fon kaynaklarından yararlanmayı talep etmiştir. Bu mektubun başat özelliği, Kasım sonu para

ve bankacılık kesiminde patlak veren ve programın çok dikkatli izlenmesini zorunlu kılan ekonomik krizin izlerini taşıyor olmasıdır (tcmb.gov.tr, 2000c).

1. Ciddi Bir Sinyal: Kriz ve Programa Devam

1998-99 yıllarına ait olduğu vurgulanan derin resesyonun ardından, tüketim ve yatırım harcamaları ile ihracat sayesinde görülen yurtiçi talepteki güçlü toparlanma ve dünya petrol fiyatlarındaki artış, bu kez itihalatın hızlı bir şekilde artmasına yol açmıştır. (Bu durum, ekonomik kriz için ciddi bir sinyal oluşturacaktır.) İhracat hacmindeki artışın hızlanmasına ve rekor düzeye çıkması umulan turizm gelirlerine karşın, cari açığın 1999 yılındaki GSMH'nin yaklaşık % 1 olan düzeyden, 2000 yılında % 5'ine çıkması beklenmiştir.

2000 yılının sonlarına doğru (Kasım ayının son ve Aralık ayının ilk haftalarında) yurtiçi mali piyasalarında çalkantıların yüksek olduğu bir dönem yaşanmış ve daha sonra TMSF tarafından devralınan orta ölçekli bir bankanın⁽⁷⁾ mali sorunları ve bu bankanın elinde tuttuğu geniş devlet tahvilleri stokunu ikincil piyasada satması, başlıca piyasa yapımcılarının devlet kağıtları üzerindeki oranları açıklamalarını askıya almalarına neden olmuştur. Bu durum, faiz oranlarının %100-200'e yükselmesine rağmen büyük çaplı bir sermaye çıkışını başlatmıştır. TCMB, ayrıca, yüksek faizleri tehlikeli bularak NİV arzını program koridorunun çok üzerinde arttırmıştır. Bütün bu gelişmeler, dünya piyasalarının gelişmekte olan ekonomilere olumsuz bakış açısı doğrultusunda döviz rezervlerinde 6 milyar dolarlık bir kayba yol açmıştır. 30 Kasım 2000'de TCMB piyasaya likidite sağlamayı durdurduğunu açıklamasıyla daha fazla rezerv kaybını engellemişse de, gecelik (over-night, O/N) faiz oranları % 1000

(bin)'leri aşmıştır. IMF'nin SRF paketinden yararlanılacağı ve hükümetin de istikrar programına olan siyasal desteğinin sürdüğü yönündeki açıklamalar sayesinde faizler normal seyrine dönmüştür.

2. Makro Politikalar

Üçüncü ek niyet mektubunda ağırlıklı olarak maliye, döviz kuru ve para yönetimi politikalarına açıklık getirilmiştir (tcmb.gov.tr, 2000c):

a. Faiz-dışı Denge ve Özelleştirme

Kamu Kesimi Borçlanma Gereği'nin 2000 yılında GSMH'nin % 18.5'lik düzeyinden 2001'de % 10'una düşürülmesi öngörülmektedir. "Kamu kesimi operasyonel açığı"⁽⁸⁾ 2000 yılındaki GSMH'nin % 5.5 düzeyinden 2001'de % 3'e düşmesi beklenmektedir.

KİT faiz-dışı dengesinin GSMH'nin % 1.5'inden 2001'de % 0.9 olması beklentisi şu önlemlerle desteklenecektir: Şeker pancarı kotalarının 12.5'ten 11.5 tona düşürülmesi ve destekleme fiyatının da en çok % 12 arttırılması; tahıl destekleme alımlarının ve stoklarının daha da düşürülmesi; Aralık 2000 itibariyle TEAŞ elektrik fiyatlarının 4.5 cent olması ve artan maliyetlerine uygun yükseltilmesi; Ocak 2001 itibariyle LPG'nin sübvansiyon dışında tutulması; 2000 yılında Hazine'nin portföyündeki KİT'lerde emekli olan personelin en çok % 15'ine kadar yeni personelin istihdam edilmesi.

Özelleştirme sürecini hızlandırmak için Hükümet, 2001'de güçlü bir yönetim hakkı devriyle Türk Telekom hisselerinin % 33.5'ini stratejik yatırımcılara satış ihalesini yapacak ve elektrik piyasası uygulamasına uygun bir şekilde TEAŞ'ın yeniden yapılandırılması için bir yasa tasarısını parlamentoya sunacaktır. Dolayısıyla 2000 yılında yapılan özelleştirmelerden 2001 için

beklenen toplam gelirin (GSMH'nin % 3-3.5) 6-7 milyar dolar olması beklenmiştir.

b. Bantsız Döviz Kuru

2001'in ilk yarısında, önceden ilan edilmiş bantsız döviz kuru yolu para politikasının özelliği olmayı sürdürecektir. Buna göre, 2000 yılının son çeyreğinde aylık % 1 olan devalüasyon oranı, 2001 yılının ilk çeyreğinde ayda % 0.9 oranına ve 2. çeyreğinde ise ayda % 0.85 oranına düşürülecek; aynı yılın ikinci yarısından itibaren ise NİV politikası daha esnek olacak ve etkin bir para politikası uygulanacaktır.

1 Temmuz 2001'den itibaren, döviz kuru bandı içerisinde, kur, interbank piyasasında oluşacak ve TCMB sadece Hazine'nin bir ajanı olarak döviz alıp satacaktır. Merkez nokta etrafındaki bant bir uçtan bir uca ölçüldüğünde, günde, yıllık bazda % 15 oranına denk gelecek şekilde genişleyecektir. Bandın toplam genişliği, böylece, 2001 Aralık sonu itibariyle % 7.5, 2002 Haziran ve Aralık sonları itibariyle % 15 ve % 22.5 olacaktır. Ancak bandın dışına çıkıldığında TCMB müdahale yetkisini kullanacaktır.

c. Para Politikası Yönetimi

Enflasyonla etkin mücadele için, kur merkezli bir parasal çerçeveden aşamalı olarak, bir çok gelişmiş ve gelişen ülkede başarıyla uygulamaya konulmuş olan resmi "enflasyon hedefleme" merkezli bir çerçeveye geçilecektir.

Bunun için Nisan 2001 sonuna kadar, yani 8. gözden geçirmenin tamamlanmasında ön koşul olarak, Merkez Bankası Yasası çıkarılacaktır. Bu yasa, fiyat istikrarını TCMB'nin temel politika hedefi yapmak amacıyla, bu amacın gerçekleştirilmesi sırasında kullanacağı işlevsel bağımsızlığın geliştirilmesini, para politikası kararlarında hesap verilebilirlik düzeyinin arttırılma-

sını ve bu politikaların belirlenmesinde şeffaflığı sağlayacaktır. Bütün bunlar, Türkiye'nin Avrupa Birliği'ne olası katılımı dikkate alındığında, Maastricht Anlaşması ile uyumlu bir Merkez Bankası mevzuatı oluşturulması açısından da önem taşımaktadır. Buraya kadar ayrıntılı olarak açıklanan niyet mektupları, istikrar programının hangi taahhütler altında uygulandığını göstermesi açısından son derece önemlidir. 2000 istikrar programının başat özelliği kur çıkışı olduğuna göre, bu uygulamanın teorik temelleri ortaya konulmalıdır.

III . Döviz Kuru Politikası ve Kur Çıpasının Özellikleri

TCMB'nin bu program dönemi için uyguladığı kur politikasının iki sacayağı vardır: Kur sepetinin 1 yıllık bir süreyi kapsayacak şekilde günlük olarak açıklanması ve kur sepetinin "1 USD + 0,77 Euro" olarak devam ettirilmesidir. 2000 kur politikasına göre (tcmb.gov.tr, 1999):

Kurun önceden açıklanmasıyla enflasyonun en az maliyetle aşağı indirilmesine yardım edilecektir. Ayrıca açıklanan kur sepeti ve yurtdışı enflasyon, uluslararası ticarete konu olan malların fiyatlarını belirleyecektir. İstikrar programı çerçevesinde kamu kuruluşlarının mali yapılarında görülen iyileşme, bu kuruluşların açıklanan kur sepeti paralelinde fiyat artışları yapmalarına olanak vererek, enflasyon üzerine kamu kesiminden gelebilecek baskıyı gidebilecektir. Kurun önceden açıklanması mali piyasaları da yakından ilgilendirir; çünkü, teorik olarak mali piyasaları, dünya piyasalarıyla bütünleşmiş bir ekonomide yurtiçi faiz oranlarını belirleyen etmenler; yurtdışı faiz oranları, döviz kurunda beklenen artış ve risk primidir.

Kur politikası program süresince iki farklı dönemde ve iki farklı kur rejimi altında şekillendirilmiştir: Kur politikası O-

cak 2000-Haziran 2001 dönemini kapsayan 18 aylık sürede "enflasyon hedefine yönelik kur sepeti", bunu izleyen dönemde ise "aşamalı olarak genişleyen bant" çerçevesinde uygulanacaktır. TCMB, Ocak-Aralık 2000 dönemi için % 20 TEFE artışı kadar kur sepeti artışı sağlayacaktır. Aralık 1999'da sepetin değeri 959 bin TL ve Aralık 2000'de 1.149.900 TL; kümülatif artış oranı 3'er aylık dönemler olarak % 2.1, 1.7, 1.3 ve 1.0 oranlarında belirlenmiştir. Ocak 2000-Haziran 2001 döneminde (ilk 18 ayda) TCMB her bir üçer aylık dönem sonunda önceki 9 aylık dönemdeki kur sepeti artış oranı açıklandığı gibi korunmak üzere, ek üç ay için de sepet artış oranını yine hedef enflasyonla tutarlı olacak şekilde kamuoyuna açıklayacaktır. İkinci 18 aylık Temmuz 2001-Aralık 2002 döneminde geçilecek aşamalı bant uygulamasına göre; 1 Temmuz-31 Aralık 2001'e kadar % 7.5'e, 30 Haziran 2002'ye kadar % 15'e ve 31 Aralık 2002'ye kadar % 22.5'e yükseltilecektir. Bant uygulamasında kurun "bant"ın içindeki hareketlerine TCMB'nin hiçbir müdahalesi olmayacaktır. Bu uygulama sayesinde, ekonomideki karar birimlerinin (tüketiciler, yatırımcılar ve devlet) "önlerini görebilmeleri" kolaylaşırken, ileriye yönelik anlaşma ve planlarını daha güvenli yapmalarına da olanak tanyacaktır.

A. Kur Çıpası Politikası ve İstikrar Programındaki Yeri

Kur çıpası ya da sabit döviz kur politikası; fiyatların dondurulması ve bütçe disiplini ile birlikte heterodoks istikrar programlarının bileşenlerini oluşturur. Kur çıpası anti-enflasyonist politikalarından sadece biridir. Bazı iktisatçılara göre, bu politika görece yeni, istisnai ve riskli bir uygulamadır.

1. Tanımı ve Özellikleri

Teorik olarak heterodoks şok politikala-

rı, istikrar politikalarının ilk aşamasında fiyat ve ücretler zorla dondurulduğu zaman döviz kurlarını da sabitleştirir ki, buna "çipa politikası" denilmektedir. Bu politikanın amacı, kurdaki hızlı değer kaybı beklentilerini kırmaktır. Eğer bu politika diğer politikalarla desteklenmezse, sabitleştirilen kurlar bir süre sonra yeniden ateşlenecektir. Ayrıca, genellikle hiper enflasyonlu dönemlerde IMF tarafından önerilen ve sıkı para ve mali politikalar içeren ortodoks istikrar programlarındaki döviz kurları da izlenen politikaların "çıpası" olarak kullanılır; ancak bu politikalarda kur sabitleştirilmemekte, kayan parite sistemi (crawling peg) tercih edilmektedir (Parasız, 1996:84; Parasız, 1998:272).

2000 İstikrar Programı'nın teknik uygulamasından da anlaşıldığı gibi, kur çıpası, dar bir bant içerisinde kurların bir tür çipa gibi sabitlenmesi esasına dayanmaktadır. Bu, sabit döviz kur uygulamasının bir parçası olarak, kurların belli bir dengede tutularak artışının denetim altına alınması amacıyla hizmet eder. Benzer anlamda, sabit kur ise, paranın dolaşım değeri Merkez Bankası tarafından saptandığı için, kur yıl sonu enflasyon hedefine göre ve günlük arttırılır, dolayısıyla döviz piyasasında aşırı oynaklık (volatilité) yaşanmaz. Bütün bunlardan farklı olarak, esnek kur sisteminin bir çeşitlemesi olan dalgalı kur politikasında ise kur, piyasanın döviz arz ve talebine göre, müdahale olmaksızın ve geniş bir bant içerisinde dalgalanmaya bırakılarak belirlenir.

Açıkçası, sabit ve esnek döviz kuru sistemlerinin ve onların çeşitlerinin hem üstünlükleri ve hem de sakıncaları bulunmaktadır. Dünyadaki genel eğilim daha çok esnek döviz kuru rejimleri ile örtüşmesine karşın, dünya ülkelerinin yarısından fazlası sabit ya da denetimli kur rejimlerini sürdürmektedir. Üstelik karaborsa fiyatı

için döviz kurunda aşırı değerlendirme baz alınırken, dünya ülkelerinin yaklaşık ¼'ünde en az % 10 kadar ve 19 ülkede ise % 25'ten daha fazla değerlendirilmiş kurlar bulunmaktadır (Shatz and Tarr, ?).

Sabit ve dalgalı kur rejimleri arasındaki temel farkın, sabit döviz kurunun beklenen etkisi olduğu iddia edilir. Sabit kur rejimini kabul etmekle hükümet iki vaatte bulunmuştur: Para arzı ile kamu finansmanı arasındaki bağlantıyı koparan mali politikalar ve sabit kur rejimi. Merkez bankalarının para politikalarının patronu oldukları, hükümetlerin ise döviz kuru politikasından sorumlu oldukları ülkelerde, vaatler, bağımsız olan iki resmi kurum tarafından verilir. Politika uyumu sağlaması halinde, bu, kredibilitiyi artırır. Bununla birlikte özellikle az gelişmiş ülkeler (AGÜ)'de Merkez Bankaları bağımsız değildir ve mali açıkları az ya da çok kendiliğinden monetize edilir. Bugünkü ekonomik iklimde AGÜ için hacimli sermaye akışı ile karakterize edilen daha iyi politika arayışında kur politikası yaşamsal önem taşır. Hangi rejimin diğerine göre daha başarılı olduğu, onun taşıdığı niteliklerden çok, kötü uygulamasına bağlanabilir (Quirk, 1996).

Uygulanan çıpa politikasının bir sonucu olarak, 1980'den beri uygulanan "enflasyon kadar devalüasyon" ilkesi yerine "devalüasyon kadar enflasyon" ilkesine geçilmiş oldu (Cansen, 2000) ve böylece döviz fiyatlarına ilişkin beklentilere bir son verildi. Önceki politika ile, piyasa fiyatı verilerek talep edilen döviz elde edilebiliyordu, ancak enflasyonun ateşi düşürüleliyordu. Buna seçenek olan ikinci tür politika ile amaçlanan ise, doğal olarak düşük enflasyon için kuru belirli sınırlarda baskı altında tutmaktır. Bu beraberinde, yurtiçi talebi doyurma amacını ihracat gelirlerini artırma amacının önüne geçirebilirken, çe-

şitli ithalat kısıtlamalarını da gerektirebilir.

2. Çıpa ve Sıcak Para

Çağdaş ekonomilerde stratejik bir etmen olduğu için kur çıpası ile sıcak para arasında kurulan ilişki üzerinde de durulmalıdır. Sıcak para, ülkeye girerken piyasalara rahat nefes vererek kurtarıcı işlevini görürken, ülkeden çıktığında ise bir süre sonra ödemeler dengesini bozarak tipik bir kriz unsuruna dönüşebilmektedir. Kısa vadeli spekülasyon sermaye hareketleri ya da servet transferi olarak da bilinen "sıcak para", bir ülkenin ekonomisine yüksek kazanç elde etmek için eklenir.

Yüksek kazanç için ülkede ya faizlerin yüksek olması ya da kur artışlarının yavaş olması gerekir. İşte bu noktada, kurların yavaş artırılması anlamına gelen kur çıpası işlevsel bir nitelik taşıyacaktır. Kurlar yavaş arttığında ülkeye sıcak para girişi olacaktır. Ulusal ekonomiye giren bu para sayesinde kur artışı daha düşük tutulur, yani ülke parası aşırı değerlendirilir: İthalat artar, ihracat düşer, böylece dış ticaret açığı finanse edilir. Ancak dış ticaret açığı arttıkça devalüasyon olasılığı güçlenir. Ya Merkez Bankası (2001'deki gibi) ya da piyasa yoluyla (1994'teki gibi) yapılacak bir devalüasyon yüzünden daha önce kazanılan sıcak para kaybedilir. Ülkeden dışarıya kaçan sıcak paradan dolayı ekonomi paniklenir ve kriz ortamına girer. Nitekim, TL, programın ilk yılının sonunda % 15 değer kazanmış ancak, dış ticaret açığı 20 milyar doları aşmış, 6-7 milyar dolarlık sıcak para dışarıya kaçmış ve son olarak Kasım krizi ile birlikte repo çılgınlığı yaşanmıştır (Ertuna, 2000). Özellikle para piyasaları sığ olan (Türkiye gibi) AGÜ'deki kambiyo serbestliğinin; ekonomik daralmaya yol açacak şekilde her an mali krizlere zemin hazırlayabildiği, buna karşılık uzun süreli olarak ülkede kalması sağlandığında kal-

kınma sürecine ciddi katkılar da yapabildiği varsayılan sermaye hareketlerini kapsayıp kapsamaması gerektiği konusu halen tartışmalıdır (Cansen, 2001).

3. Çıpanın Yarattığı Makro Sorunlar

2000 IMF istikrar programı için S. Fischer tarafından formüleştirilen çıpalı kur politikası, teorik olarak faizleri aşağı çekmeyi ve büyümeyi arttırmayı hedeflemekte, ancak uygulamada çeşitli makro ekonomik sorunlara yol açmaktadır. Türkiye uygulaması ise bu sorunların neler olabileceğini somutlaştırmıştır (Ulagay, 2001 a):

i) Kur çıpasına dayanarak enflasyondan beklenen düşüş eğilimi yavaş olduğu zamanlarda enflasyon oranı kurdaki artışın üzerinde kalmış, böylece ulusal paranın aşırı değerlendirilmesi söz konusu olduğundan rekabet gücü zayıflamıştır. ii) Paranın döviz karşısındaki aşırı değerlendirilme dış açığı büyütürken, bu açığın finanse edilebilmesi için daha fazla sermaye çekmek gerekmiştir. iii) Kur riskinin gözardı edilmesi dövizle borçlanmayı özendirilmiş; bankaların, şirketlerin ve devletin dış borç riski artmıştır. iv) Çıpa ile belirlenen kur düzeyini korumak için TCMB'nin yüksek düzeyde rezerv tutma zorunluluğu doğmuştur. v) Çıpanın yeterince sağlam olmadığına ilişkin bir güvensizlik ortaya çıktığı durumlarda, 'kur riskli ülke' görüntüsüyle birlikte spekülasyon ataklar başlamıştır. vi) Çıpanın vurabileceği bir alan da doğal olarak bankacılık kesimi olmuştur.

Kısacası, kur çıpası ile uygulanmasına başlanan Program, sistematik olarak doğal sürecini tamamlayamamış, devalüasyonu gerektiren nedenler yüzünden sona ermiştir. Dolayısıyla Programın bitiş ucunu gösteren devalüasyon, Şubat krizinin "miladı" olmuştur.

IV. Devalüasyon: Teorik ve Tarihsel Perspektif

2000 istikrar programının artık uygulanamaz ilan edildiği gün, devalüasyon kararının alındığı ve bunun ardından piyasaların şoka girdiği 21 Şubat 2001 günüdür. Türkiye ekonomisinde adeta ekonomik deprem etkisi yaratan devalüasyonu hem teorik olarak ve hem de tarihsel olarak "doğru" tanımak gerekir.

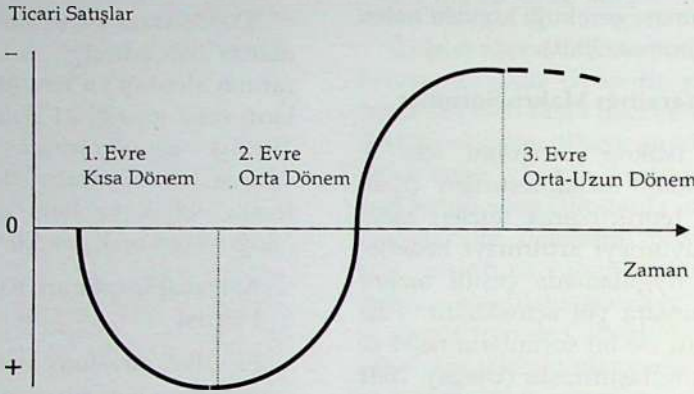
A. Devalüasyonun Kısa Teorisi: J Eğrisi

Bir ülke, devalüasyona genellikle dış ticaret açığını kapatmak ve yurtiçi işletmelere fiyat/rekabet üstünlüğünü sağlamak için başvurur. Bir devalüasyon, önce ihracat ve ithalat fiyatlarını, daha sonra da hacimlerini etkiler. Bu iki tür etkinin işlemesi ve bunların zaman içerisindeki farklılıkları, bütün devalüasyonların harekete geçirdiği ve üç evreden oluşan süreci belirler (Plihon, 1995:98-100):

Kısa dönemde (1 yıla kadar), paranın değerindeki düşüş dış ticaret açığını artırır; çünkü ulusal para cinsinden belirlenen ithalat fiyatları hızla yükselirken, ihracat fiyatları sabit kalır. "İhracat Fiyatları / İthalat Fiyatları" oranı olarak tanımlanan dış ticaret oranında bir bozulma ortaya çıkar. Kısa/orta dönemde (1-4 yıl arası), devalüasyonun dış ticaret bilançosu üzerinde olumlu etkileri ortaya çıkmaya başlar; çünkü ülke, daha pahalı oldukları için daha az yabancı mal ithal eder ve tersine yabancı paralar cinsinden fiyatları düşmüş olduğu için daha fazla mal ihraç etme olanağı bulur.

Orta/uzun dönemde ise devalüasyonun (görece olumlu olan) etkileri hızla kaybolur; rekabet üstünlüğünün başlangıçtaki getirisi, ithalat fiyatlarının artmasıyla birlikte ithal edilen enflasyonun yayılması sonucunda budanır.

Grafik: Devalüasyonun Dinamiği: J Eğrisi



Önce bir kötüleşmenin ardından bir iyileşme ile gösterilen ve J eğrisi olarak adlandırılan ilk iki evre, devalüasyon sonrasında dış ticaret açığının izlediği yolu gösterir. Bir paranın revalüasyonu durumunda ortaya çıkan bütün etkiler ters J denilen bir simetrik süreç izler (bkz. Grafik). Devalüasyonun dış ticaret oranları üzerindeki olumsuz etkisi (J eğrisindeki 1. evre), olumlu etkilerini bastırabilir. Bu sonuç, özellikle dış ticaret işlemleri sürekli çok açık veren AGÜ'nün ekonomi politikaları için oldukça önemlidir. Eğer bir ülke, parasını devalüe etmeyi planlıyorsa, bunu, dış ticaret dengesi fazla bozulmadan yapmalıdır (Plihon, 101-3).

B. Devalüasyonun Boyutları: Esneklik Yaklaşımı, Bekleyişler ve Handikaplar

Devalüasyonun ya da kurdaki artışın esneklik yaklaşımına göre (Akgüç, 2001), ithal mallarının iç talep esnekliği ve ihracat mallarının da dış talep esneklikleri ne kadar yüksekse, devalüasyonun döviz harcamalarından tasarruf sağlama ve ihracattan döviz girdisi artırma o kadar büyük olur. Devalüasyon özelliği gereği başta

harcama kaydırıcı bir politikadır, çünkü toplam arzı arttırmaktan çok, talep yarasını değiştirmeye yöneliktir. Devalüasyonun sınırlı başarısını arttırmanın yolu, üretimi arttırmak ve reel kesimi de güçlendirmektir.

Bir nominal devalüasyon, ilgili ülkenin ekonomik performansını engelleyen ve o ülkeyi dışsal şokların eşiğine getiren dış denge sorununu çözmek için planlansa bile, bu, iç dengeyi sağlamak için de önem taşıyacaktı. Bir başka deyişle dış ticaret açığı nominal devalüasyon tarafından kapatılmayabilir. Pek çok gelişen ülke için ticaret açığı sık sık parasal büyüme ile finanse edilen hükümetin mali açığını yansıtır. Parasal büyüme daha sonra enflasyona dönüşür. Bu çerçevede nominal devalüasyonun reel döviz kuru üzerindeki etkisi enflasyon tarafından aşındırılabilir. Çünkü yüksek enflasyon ticaret açığı sorunsalını yok sayarak reel kurun değerini arttırmaya yol açar (Shatz and Tarr, ?).

Devalüasyonun asıl amacı, yurtiçi fiyatlarındaki köpüğü almaktır. Ulusal fiyatlarındaki artış önlenemezse yani fiyat istikrarı

sağlanamazsa devalüasyonun etkileri olumsuzdan olumsuza dönüşür. Devalüasyon her ne kadar ithalat hacmini daraltıcı bir etki doğursa da, devalüasyon yapan bir ülke hammadde ya da yatırım malları yönünden dışarıya bağımlıysa ve ihracat malları üretimini de buna dayanıyorsa, bu, üretim maliyetlerini yukarıya çekerken döviz girdisini azaltacak şekilde bir baskı oluşturmaktadır.

Devalüasyon beklentilerine de dikkat etmek gerekir: Bu tür bir beklenti, ihracatçıların yapacakları ihracatları devalüasyon sonrasında erteletir; ithalatçıların devalüasyonun yarattığı maliyetleri azaltmak için daha etkin fazla ithalat yaparak ülkeden döviz çıkışını hızlandırmalarına; döviz spekülörlerinin ise ellerindeki ulusal para cinsindeki fonlarını hemen dövize çevirmelerine yol açar.

Devalüasyon, ithalat yönelimli bir kalkınma modelini de işletebilir: Devalüasyon ithal edilen malların yerli para cinsinden fiyatını yükseltir ve iç kaynakları ithal ikamesine ve ihracata yöneltir. Devalüasyon ithal edilen malların iç piyasa fiyatını yükselttiğinden bu mallara olan talep esnek değilse toplam üretim azalacaktır. Devalüasyon nedeniyle kaynakların yeniden dağılımı, başlangıçta dış ticarete konu olmayan malların üretiminde kullanılan faktörlerin gelirlerini azaltabilir. Uzun dönemde ekonomik etkinliğin artması, büyüme ve istihdamı uyaracak ve bu üretim faktörlerine de artan ulusal gelirden pay alma olanağını verecektir (Sakinç, 1988:56).

Devalüasyonun döviz gelirlerini arttırmak gibi görece olumlu etkileri vardır: Devalüasyondan sonra ülkenin fiyatları yabancılar için devalüasyon oranında ucuzlamış olur; ihracat miktarı ve turist sayısı ise artar. Döviz giderlerini azaltmak gibi kesin bir de olumlu etkisi söz konusudur.

Yabancı mallar devalüasyonla birlikte ulusal para cinsinden pahalılaşacağından ithalat miktarı ve dışarıya gidecek turist sayısı azalırken, başlangıçta dövizli dış borçlar artsa bile, döviz çıkışından sağlanan tasarruf ve döviz gelirindeki fazlalık sayesinde dış borçlar kolayca ödenebilecektir.

Devalüasyonların bazı önemli handikapları da bulunmaktadır. Yabancıların mallarımıza olan talebi yeterince esnek değilse, yani ihracat devalüasyon oranında artmayacaksa, devalüasyona karşın ihracat eskisinden daha az olacaktır. Ayrıca, bunun yerine, ihracat mallara yeterince dış talep olsa bile, ülkede bu dış talebi karşılayacak kadar mal olmayabilir. Bazen ülkeler başka ülkelerin yaptıkları devalüasyonları etkisiz bırakmak için de devalüasyon yapmak zorunda kalabilirler. İhracat pazarları rakip ülkelere kaptırmamak için Türkiye de aynı oranda devalüasyon yapmak zorunda kalabilir. O yüzden büyük ülkeler kolay kolay devalüasyon savaşına girmezler. Bununla ilgili bir potansiyel sorun ortaya çıksa bile, IMF devreye girecektir. IMF'nin asıl ortaya çıkış nedeni, I. Dünya Savaşı sonrasında artan "kara düzen" devalüasyon rekabetine ve bundan dolayı – özellikle kapitalist çizgideki – ülkelerin ödemeler dengesinin bozulmasına sistemli olarak bir son vermektir. Dünya ekonomik sistemini korumak adına IMF, onayı dışında % 10 oranından fazla bir devalüasyon/revalüasyon kararını alan üye ülkelere, faaliyetlerini askıya almaktan üyeliklerini düşürmeye kadar büyük yaptırımlar uygular.

Döviz kurunun makro amaç değişkenler üzerindeki doğrudan bir etkisi ortada olduğuna göre, bunun istikrar politikası yönü irdelenmelidir: Bir çok AGÜ'de kurun aşırı değerli (overvaluation) olması bu ülkelerin uluslararası piyasalarda rekabet gücünün kaybolmasına yol açmaktadır.

Kur hem harcama kaydırıcı ve hem de harcama kısıtlayıcı bir politika olduğundan, devalüasyon yurtiçi emisyonu ve arz-talebi etkilemektedir. O halde devalüasyon, cari dengeyi düzeltmediği gibi ülkede stagflasyona yol açtığı gerekçesiyle ödemeler dengesini iyileştirici seçenek politikalarla karşılaştırıldığında daha maliyetlidir (Apak, 1993:34).

C. Devalüasyon Tarihimiz ya da Tarihsel Devalüasyonlarımız

22 Şubat 2001'de % 33 oranında yapılan ve o günden bugüne artış oranı %100'leri aşan devalüasyon, Türkiye ekonomisi açısından, hem oran olarak ve hem de yarattığı şiddet açısından ne ilk ne de son örnektir. Devalüasyon tarihimiz 15. yüzyıl Osmanlı dönemine dayanırken, ayrıca gerçekten, hem Osmanlı ve hem de Cumhuriyet dönemlerindeki bazı tarihsel devalüasyonlar da pek çok iktidarı sallamış ve ülkeyi ekonomik ve siyasal bunalımlara sürüklemiştir.

1. Osmanlı Dönemi

Türkiye, uzantısı olduğu Osmanlı döneminde devalüasyonla ilk defa, II. Mehmet (Fatih)'in tahta çıktığı 1445'te tanıştı. Osmanlı dönemindeki devalüasyon, "sikke" ya da "akçe" denilen madeni paradaki kıymetli maden oranının azaltılmasıyla yapılırdı ki, bu uygulamaya "paranın ayarının düşürülmesi" anlamında "sikkenin tağşiş edilmesi" denirdi. Osmanlı'da en büyük devalüasyon 1589'da III. Murad döneminde yapılan % 50 oranında yapılan devalüasyondur. 500 akçe basılan 100 dirhem gümüşten 1000 akçe basılmış ve 60 akçe olan altın 120 akçeye yükseltilmiştir (Bardakçı, 2001).

1450 ile 1481 yılları arasında her on yılda bir yapılan tağşişlerle akçenin gümüş içeriği % 30 azaltılarak, 100 dirhem halis

ayar gümüşten 305'ten 410 akçe kesilmiştir (darb edilmiştir). Akçenin Venedik Dükası (altın) karşısındaki değeri 40'dan 46'ya düşürülmüştür (devalüe edilmiştir). Osmanlı için tağşiş politikasını zorunlu kılan temel nedenler; Merkezi Hazineye ek gelir sağlamak, devletin gümüş cinsinden olan yükümlülüklerini azaltmak ve tedavüldeki sikkelerin eskimesidir (Pamuk, 1999:51-2).

II. Mehmet'ten sonraki dönemde (1481-1589) devlet, akçenin ağırlığını ve gümüşün içeriğini (1566'da % 7'lik tağşiş işlemi dışında) hiç değiştirmemiştir. 1585 yılı tağşişinden sonra akçeye değişen miktarda bakır katılmaya başlanmıştır. Akçenin ağırlığı 0.68 gramdan 1689'da 0.23 grama düşürülmüştür. 100 dirhem bakır karışımı gümüşten 1584'te 450 adet akçe kesilirken, 1689'a gelindiğinde bu sayı, 1400 rakama çıkmıştır. 1690'da Osmanlı yeni bir parayla tanıştı. Gümüş kuruş (k), bu tarihte 1 adet Venedik Dükası (VD) ile 2 k 60 akçe alınabiliyordu. 1730'larda 1 dükanın değeri 3k 25 akçe, 1 İngiliz Sterlini (£) 5-7 k; 1800'ler başında ise, sırasıyla "1 VD= 8 k"; "1 £=15-17 k" ve 1840-1870'te "1 £=110 k" idi. (1844'te "100 gümüş k = 1 Altın Lira" olarak kabul edilmiştir.) I. Dünya Savaşı başlarken, güçlü para birimlerinin bir Osmanlı Altın Lirası cinsinden kurları ise şöyle gerçekleşmiştir: Sterlin 1.10, Frank 0.044, Mark 0.0542, Ruble 0.116 ve dolar 0.229 (Pamuk:63-156, 178-9, 208).

2. Cumhuriyet Dönemi

Bütün bir Cumhuriyet tarihinde Atatürk-İnönü yılları, TL'nin reel değerinin oldukça yüksek olduğu dönemi ifade etmektedir. Örneğin, henüz 1924'te, II. İnönü Hükümeti sırasında 1 doların TL karşısındaki değeri sadece ve sadece 90 kuruştur. Türk Parasını Koruma Yasası'nın yürürlüğe konulduğu 1930'dan II. Dünya Savaşı'nın başladığı 1939'a kadar 1 dolar = 130

Lira idi. Son tarihsel devalüasyon dahil, önem derecesine ve siyasal dönemlerine göre özetlendiğinde, görülecektir ki, TL'nin devalüasyon serüveni istikrarsız ve bir çok yönüyle düşündürücüdür (bkz. Tablo).

Türkiye, henüz IMF'ye üye olmadan, ilk devalüasyonunu 7 Eylül 1946'da yaptı; TL'nin dolara karşı değeri 128 krş'den 280 krş'ye indirilerek gerçekleştirilen devalüasyon oranı % 117'dir. Bunun ardından Türkiye, 43 milyon dolarlık kotayla IMF'ye 11 Mart 1947'de fiilen ve resmen üye oldu. TBMM'de 305 milletvekili ve oybirliği ile onaylanan 5016 sayılı yasa ve IMF ilkeleri gereğince 43 milyon doların % 25'i 10.750 milyon dolar karşılığı altın olarak, % 75'i ise 32.250 milyon doların karşılığı 90.3 milyon TL olarak TCMB'de IMF adına açılan özel bir hesaba yatırıldı (Doğan, 1986:68). TL'nin devalüasyon tarihi ekonomik konjonktürün ne kadar kötü olduğunu da belgelemektedir. Örneğin, 21 Temmuz 1958'de IMF Heyeti TL'nin dolar kurunu 2.80'den 9.00 TL'ye düşürerek % 300 civarında (3 kat) tarihsel bir devalüasyon gerçekleştirmiştir (Doğan:163). Bu, Türkiye ekonomisinin IMF kiskacından, dolayısıyla az gelişmişlikten kurtulamayacağını gösterecek bir "hiper devalüasyon" niteliğindedir.

TL belki de ilk ve son kez, 1970'te CHP-MSP Koalisyon Hükümeti döneminde dolar karşısında revalüe edildi; yani bu kez TL'nin dolara göre değeri 15 TL'den 13.5 TL'ye yükseltilerek doların devalüasyonu sağlanmış oldu (Doğan:125). Bu dönemde ulusal döviz rezervlerinin oldukça yüksek olması ve "gerçek kuru" bulmak amacı, revalüasyon kararı alınmasında rol oynamıştır.

1980 öncesi devalüasyonları, liberal ekonomik sisteme geçtiğimiz 1980 sonrası- nın devalüasyonlarından -pratik sonuçları

açısından- önemli bir farklılık göstermektedir: Döviz ticaretinin ve tasarrufunun yasaklandığı 1980 öncesi dönemine ait devalüasyonlar sadece kamu maliyesini bağlar- ken, dövizle ilgili serbestliğin sağlandığı 1980 sonrası devalüasyonları ise, hayat pahalılığına yol açması nedeniyle özellikle ve doğrudan halkı etkilemiştir.

D. Şubat Krizi ve Dalgalı Kur Rejimine Geçiş

Kasım 2000'de bankacılık kesiminde patlayan krizin eksik bıraktığı olumsuz gelişmeler, 21 Şubat 2001 günü gecelik faizler % 7500'e çıkıp IMKB-100 endeksinin rekor düzeyde % 18.1'lik bir iniş kaydettiği krizle tamamlanarak daha da büyüdü. Bu krizin ortaya çıkışında, aralarında bir sıralı düzen oluşturmayan, ancak birbirini etkileyen çeşitli nedenler rol oynadı: i) Kredi dönüşümünü sağlayamayarak -içi boşaltılarak- likidite sorununu yaşayan özel bankaların arka arkaya TMSF bünyesinde toplanması. ii) Hükümetin bu bankaların açıklarını finanse ederken halkın bankalardan ve dolayısıyla TL'den kaçması. iii) 2000 yılında TÜFE enflasyonunun % 20 artan kur artışından halen 2 kat fazla olması ve % 25 hedefiyle çelişmesi. iv) Çıpalı kur yüzünden TL'nin değerlendirilerek ihracat ve turizm gelirlerinin azalması ve cari işlemlerde açığın (son 10 yılda % 120 civarında) artması. v) Devletin üst yöneticileri arasındaki diyalog eksikliği. vi) Hükümet politikalarının halk tarafından samimi görülmemesi. vii) Türkiye ekonomisinin yabancı yatırımcılar açısından Arjantin gibi⁽⁹⁾ kaygan bir ekonomiye benzetilerek sermaye çıkışına sahne olması ve uluslararası derecelendirme kurumlarından kötü notlar alması. viii) IMF'nin istikrar programı konusunda zamanında ve etkin manevralar yapmaması. ix) Üretim ekonomisinin cılız kalması, vergi kaçakçılığı, insan kaynaklarının verimli kullanılmaması gibi diğer nedenler... Ve 22

Şubat 2002 günü, şok geçiren piyasaların beklentisine uygun olarak hükümet, Ankara'da bulunan IMF heyeti ile birlikte kur çıpalı istikrar programının sürdürülemez olduğunu açıkladı ve dalgalı kur rejimine geçiş kararı aldı. Bu karar "örtülü devalüasyon" olarak yorumlandı ve TCMB'nin dolar satış kuru yaklaşık % 33'lük bir artışla 964 bin TL oldu. Serbest döviz piyasasında bu rakam 1 milyon TL'ye kadar çıktı. Krizin, döviz kurunda aşırı ve birden yükselmesi biçiminde yansımaları sadece bir so-

nuçtur, oysa nedenlerin kendisi çok çeşitlidir ve derindedir.

Son birkaç yıl içinde Türkiye'dekine benzer krizler yaşayan ve IMF programlarına bağımlı Brezilya, Meksika ve G.Kore gibi ülkeler de önce % 30 civarında devalüasyon yaparak sabit kurdan dalgalı kura geçtiler. Yapılan bir araştırmaya göre, serbest dalgalı kur rejimini uygulayan ülke sayısı, 1991'de sadece 21 iken, bu sayı 1999 sonunda 50'yi aşmıştır.

Tablo
Cumhuriyet Dönemi Devalüasyonları

Dönemler	Devalüasyon Tarihi	1 Dolar = TL ⁽¹⁰⁾
II. İnönü Hükümeti	1924	0.90
Türk Parasını Koruma Yasası	Şubat 1933	1.30
II. Dünya Savaşı	Eylül 1939	1.30
R. Peker Hükümeti	Eylül 1946	2.80
IV. Menderes Hükümeti	Ağustos 1958	9.00
I. Demirel Hükümeti	1970	14.85
III. Ecevit Hükümeti	Temmuz 1979	35.00
24 Ocak Liberal Kararlar	1980	70.00
12 Eylül Ara Rejimi	1980	80.00
I. Özal Hükümeti	Aralık 1983	273.97
TL'nin Konvertibilitesi	9 Ağustos 1989	2.172.00
I. Körfez Savaşı	17 Ocak 1991	3.070.00
DYP-SHP Koalisyon Hükümeti	13 Kasım 1991	4.985.00
Çiller-Karayalçın Hükümeti	25 Aralık 1993	14.000.00
50. Çiller-Karayalçın Hükümeti	5 Ekim 1995	49.500.00
52. Çiller-Baykal Hükümeti	6 Mart 1996	66.900.00
54. Çiller-Erbakan Hükümeti	19 Kasım 1996	99.550.00
Anasol-D Hükümeti	Haziran 1997	148.000.00
II. Körfez Krizi	Şubat 1998	220.000.00
Rusya Krizi	Ağustos 1998	280.000.00
Anasol-M Hükümeti	22 Mayıs 1999	400.000.00
IMF ile Stand-by Anlaşması	15 Kasım 1999	500.000.00
İstikrar Programının Açıklanması	10 Aralık 1999	542.000.00
Büyük Krize 1 Gün Kala	21 Şubat 2001	687.000.00
Ve Kriz: Son Devalüasyon Kararı	22 Şubat 2001	964.000.00

Kaynak: Cumhuriyet G., 23.02.2001

Dalgalı kur rejimi; iç ve dış şoklar karşısında esneklik sağlaması, ani bir kur krizi yaşanması olasılığını en aza indirmesi, spekülörlerin hedefi haline gelecek bir kur hedefini göstermemesi ve bağımsız bir para politikasının izlenmesine olanak vermesi gibi birçok özelliğinden dolayı, üstün kabul edilmektedir. Ancak aynı rejim; kuru aşırı dalgalanmaya bırakarak belirsizliğe yol açmak dışında, işlem maliyetlerini arttırmak, enflasyonu beslemek, uluslararası ticareti ve sermaye yatırımını caydırmak, dövizle borçlananları irkiltmek gibi olumsuz sonuçlar doğurduğundan dolayı özellikle "yükselen pazarlar" biçiminde sınıflandırılan (Arjantin, Romanya, Türkiye vb.) AGÜ'de oldukça handikaplı bir rejim sayılmaktadır. Bu tür ülkelerde dalgalı kur rejiminin başarılı olması için; "Dış ticaret/GSMH" oranının büyük olmaması, çeşitlenmiş bir üretim ve ticaret bazına sahip olması, genişliği ve derinliği olan bir mali sisteme sahip olması gerekmektedir (Yağcı, 2001).

2000 programının rayından çıkarttığı Türkiye ekonomisini tekrar rayına sokmak amacıyla, kur çipasını reddeden ve kurtuluşun bu kez dalgalı kur rejiminde olduğunu öne süren yeni bir program ilan edildi: "Güçlü Ekonomiye Geçiş Programı". (Bu çalışmanın sınırlarını aştığı için ayrıntısına girilmeyecek) GEGP'yi mercek altına almış bir çok ekonomiste göre; dalgalı kur rejimi, Türkiye'nin ekonomik kalkınma özelliklerine pek uymamış, ancak "istikrar+güven" sağlanuncaya kadar bir geçiş rejimi olarak kabul görmüştür. Bu görüşün bir uzantısı olarak, kur çipası ya da tersine serbest dalgalı kur, küreselleşen dünyaya ayak uydurmak açısından, "ilan edilmiş dalgalı kur" ya da "yönetilen dalgalı kur rejimi" ile ikame edilebilirdi. Benzer bir anlayışla, TCMB eski Başkanı Yaman Törüner (2001a) tarafından dalgalı kurun

yarattığı dalgaların altında bir kez daha kalmamak için, Türkiye açısından gerçekçi olanun, "bant içinde dalgalanan kur" (ilerdeki belirsizlikleri azaltmak ve Merkez Bankasına esneklik sağlamak amacıyla kurun belirlenmiş olarak ve çoğu kez ilan edilmiş alt ve üst sınırlar içinde dalgalanmaya bırakılması), "sabit bant" (kur önceden açıklanmış sabit sınırlar içinde gelişmelere göre belli zaman aralıklarında ayarlanarak yeniden sabitlemesi) ya da "sabit kur" (seçilmiş makro hedeflere göre kurun sabitleştirilmesi ve merkez bankasının önceden sabitlenen kurların gerçekleşmesi için tam bir müdahalenin yapılması; başarısızın ülkeye döviz girişinin döviz çıkışından fazla olmasına bağlı olan bir tür kur çipası) sistemlerinden birisi olması gerektiği ileri sürülmüştür.

V. Sonuç: Özel ve Genel Saptamalar

IMF kredisi ve denetimine bağlanmış 2000 istikrar programı, Türkiye ekonomisini kılcal damarlarına kadar etkileyerek, özlenen makro dengelerine kavuşturmayı hedeflemişti. Bu doğrultuda temel amaç, enflasyonu tek haneye düşürmek; temel araç ise, kur çipası idi. Teorik olarak bu amaç ve araç birbiriyle "iyi" örtüşüyordu, ancak bu amaç-arac dengesi, hiç hesapta olmayan Şubat 2001 devalüasyonu nedeniyle bozulunca ülke ekonomisi -daha ağır koşullar içeren yeni bir IMF programının (2002 tarihli 19. Stand-by anlaşması biçiminde)- mali ve de siyasal yükü altına girdi. Burada, bir bölümü salt Şubat Krizi çerçevesinde, "özel"; bir bölümü de, adından söz edilmese de, olmuş ve olabilecek krizler etrafında "genel" saptamalar yapılmıştır.

A. Özel Saptamalar

Nesnel bakılacak olursa, 2000 istikrar programının, başarısızlıkla sonuçlandığı için Türkiye'ye kalkınma yolunda zaman

kaybettirdiğini düşünmek, fakat buna karşılık, başarısızlığı ilan edilmeden önce artı önlemlerle güçlendirilmesi ve piyasa aktörlerinin de sabretmesi halinde ulusal ekonomiye az da olsa önemli katkılar sağlayabileceğini öngörmek olasıdır. Programın başlangıcındaki hareket noktası ile uygulanabildiği yaklaşık 1.5 yıllık süredeki gelişmeler, söz konusu nesnel bakışın sınırlarını çizmeye yeterli olacaktır.

Programda doğrudan ve adı konularak "çıpa" yapılan, dövizden başkası değildi. Türkiye'de döviz kurunun çıpa olarak uygulanması demek, bunun diğer fiyatlar için de rehber olması demektir. Nitekim, döviz fiyatlarının 3 yıllık program süresince ve belirli bant koridorlarında TCMB tarafından ilan edilmesinin ardından, döviz cephesi dışında, özellikle faiz cephesini tutan bankalar olumlu tepki gösterdiler. Faiz oranları beklenenin ötesinde hızla ve sürekli düştü. Yatırımcı/üretici açısından faizler ciddi bir maliyet kalemi olmaktan çıktı, öte yandan yüksek mevduat faiz gelirleri de azalarak, bir boyutuyla hakça gelir dağılımına hizmet etti, diğer boyutuyla, yani faiz geliriyle geçinmek zorunda olanları ise zora soktu. İkinci gruptakiler, reel satın alma güçlerinin artmasını beklemeye başladılar. Kira sözleşmeleri yıllık % 10-25 artış öngörülerıyla yapılmaya başlandı. Aylık TÜFE artışı % 2-3 arasında gerçekleşmeye ve genel enflasyonda görece bir düşüş ve piyasalarda bu düşüşün süreceği yönünde bir iyimserlik havası yayılmaya başladı. Tam bu konjonktürde, uzun bir zamandan beri ilk kez, bankalar piyasalara oldukça düşük faiz oranlarında çok çeşitli ve yüksek miktarda kredi pompaladı. Bunlara koşut olarak, kamu kesimi maaş ve ücret artışı da en az düzeyde (yıllık % 15 + enflasyon farkı) tutulacaktı ve buna özel kesim de uyum gösterecekti. Sonuçta enflasyonla mücadelede faizler, kiralar ve ücretler de döviz ku-

runun bir uzantısı olarak –dolaylı da olsa– çıpa yapıldı. Kısaca, toplumun ekonomik bilgi dağarcığı çeşitli çıpalarla zenginleşti. Ama toplum hakça gelir bölüşümü bağlamında zenginleşme hedefinden hâlâ uzaktı.

Faizlerdeki düşüşler, ekonomide yeni ve büyük bir kredi müşterisi topluluğu yarattı. Bankaların özellikle otomobil ve konut ağırlıklı tüketici kredisinde ölçünün kaçırıldığı gözlemlendi. Asıl sorun yaratan ise, bazı holding bankalarının kendi yan kuruluşlarına, geri dönüşümün pek zorlaştığı uzun vadeli ve sembolik faizlerle kredi açması oldu. Kamu bankalarının ise benzer bir anlayışla ama siyasilere etkisinde özel kesime açtıkları krediyi geri almakta zorlanmaları ve görev zararlarıyla boğuşmaları dikkatleri çekecek boyutlara ulaştı. 2001 yılının ortasına gelindiğinde, programın en parlak düşük kredi faiz döneminden kalma batık kredi miktarı 6 katrilyon TL'yi aştığı ve bunun toplam kredi içindeki payının ise %18'i bulduğu saptanmıştır. Bütün bunların sonucunda, doğru kredilendirme ve likidite yönetimi yapamayan özel sermayeli ticari bankalar likidite darboğazına girdiler ve devlet tarafından alacaklıların korunması adına TMSF'nin çalıştırılmasını zorunlu kıldılar. Sonuç, ulusal bankacılık sistemi güven erozyonuna uğrarken istikrar programında da kapatılması zor delikler açıldı.

Kur çıpası ile piyasaların ve halkın büyük bir bölümü önünü görebilmiştir. Ancak çıpanın doğal bir sonucu olarak TL'nin değer kazanması, ithalatta patlama yaratırken ihracat sektörünü küçültmüştür. Yabancı mal piyasalarında pahalılaştığı için eskisinden daha az satılan ve içeride kalan ihraç ürünleri yurtiçi tüketimi doyururken, ihracat gelirinin azalmasına ve ihracat açığının büyümesine yol açmıştır. Nitekim DİE'ye göre, 2000 yılında ihracat 27.3, itha-

lat ise 53.9 milyar dolar düzeyinde sonuçlanmış; 1999'a göre değişim oranı ihracatta % 2.8, ithalatta % 32.7 ve dış ticaret açığı da % 89 şeklinde ortaya çıkmıştır. 1999'da % 65.3 olan ihracatın ithalatı karşılama (İhracat/İthalat) oranı % 50.6'ya gerilemiştir. Bunun bir anlamı da, uluslararası mal ticaretinde döviz giderinin döviz gelirinden iki kat fazla olmasıdır.

İstikrar paketi devalüasyonla birlikte açılmadığından, kur çıpası uygulandığı süre içinde çıpadan olumsuz etkilenenler tarafından bir devalüasyon beklentisi yaratıldı. Piyasaların dengesini bozan devalüasyon kararından sonra, enflasyonla mücadelede hiçbir yol alınmamış gibi tekrar en başa dönüldü. Devalüasyonun mutlak sonucu olarak döviz cinsinden dış borçlar arttı, kur artışına bağlı ithal ürünler -başta petrol fiyatları- ve altının uluslararası fiyatı yükseldi, yurtiçi üretim ve tüketim ürünleri pahalılaştı, fakat ihracatta ve döviz rezervlerinde hemen bir patlama yaşanmadı. Örneğin (Törüner, 2001b), devalüasyondan önceki Ocak 2001'de tüm bankacılık sistemindeki (TCMB + bankalar + özel finans kurumları) 43 milyar dolar olan toplam döviz rezervi, devalüasyon tarihine yaklaşıldığı Şubat ayının başlarında 41.3 ve özellikle devalüasyon sonrasındaki bir haftada 35 milyar dolara düşmüştür.

Mikro ekonomik açıdan da "fatura" ağır oldu: Geniş halk kesimleri, hükümet tarafından enflasyonla mücadele yapıldığını sandığı süreçte, bürokraside aşırı bir israfa tanık oldu, sabit ücretliler olarak yaşam kalitesini arttırmadı, hep kemer sıkın tarafı temsil etti. Tüketim harcamalarının durgun olmasının sonucu olarak 5 binden fazla işletme kapandı, özellikle bankacılık krizlerinden dolayı (bazı bankaların sektörden çekilmesi ve bazılarının da birleştirilmeleri sonucu 10 binleri aşan işsiz sayısı) resmi

olmayan genel işsizlik oranı % 20'yi aştı. Bu kadar yüksek işsizliği ancak "negatif büyüme" besleyebilirdi. Türkiye, tarihinde ender olarak ekonominin üç büyük belası olan durgunluk, enflasyon ve işsizliği bir arada yaşadı. Ekonomideki bu şeytan üçgeni, M. Friedman terminolojisi ile belirtmek gerekirse, stagflasyonun bir çeşitlemesi sayılan "slumplasyon"dan başka bir olgu değildi.

2000 istikrar programı IMF'nin kredi sınırları çerçevesinde ve "bir kez daha denemek üzere" başladı; bu program yine iyimserlikle, IMF'nin çekinceleriyle ve Mayıs 2001 yılında Dünya Bankası'ndan getirtilip Hazine'den sorumlu Devlet Bakanlığı yetkileriyle donatılan bir ekonomistin (Kemal Derviş) başkanlığında, yine denemek üzere yapılan GEGP ile ikame edildi. Yeni programda açıkça adlandırılmış bir "çıpa" yoktur. Ama program süresince IMF ile "faiz dışı fazla" pazarlığı oldu ve serbest dalgalı kur rejiminden dolayı fiyat artışları ve kurlarda ciddi dalgalanmalar oluştu. Bilinen şu ki, bir istikrar programı kimin gözetiminde ve nasıl yapılırsa yapılsın, kendisinden önceki istikrar programlarının izlerini taşıırken, kendisinden sonrakilerine de etkilerini yansıtır.

B. Genel Saptamalar

IMF üyesi ülkeler, bir kural olmadığı halde⁽¹¹⁾, genel olarak hazırladıkları ekonomik istikrar programlarını IMF'nin mali desteğinde ve dolayısıyla denetiminde yürütürler. Çünkü IMF destekli programların, özellikle şu küreselleşme konjonktüründe, dış dünyaya karşı daha inandırıcı olduğuna inanılmaktadır. Programlara "ulusalci" bir makyaj verilmesi ise, kesinlikle iç kamuoyunu tatmin etmeye yöneliktir.

Bir kez daha anlaşılmıştır ki, IMF'nin asıl işi, ABD Doları "yardım" kılıfında ama gerçekte oldukça maliyetli kredi olarak ne-

reye giderse gitsin, onun peşinden gitmek- tir. Vitrinde hep IMF, yedekte de Dünya Bankası var. IMF, DB ile birlikte, başta AGÜ'ye kredi vererek onların gereksini- mini geçici olarak giderir ya da kredi için onların gereksinimini canlı tutar. Bu iki u- luslararası mali kuruluşun temel işlevi, dünya kapitalist sistemini güçlü kapitalist ülkelerin yararına çevirebilmektir.

Kur çıpası, bazı çevrelerce IMF tarafın- dan kurulmuş bir "tuzak" olarak algılan- mış olsa bile; nerede duracağı belli olma- yan, dolayısıyla ucu açık, kendi kendini besleyen devalüasyona benzetilebilecek dalgalı kur rejimine göre sistemli ve disip- linli bir rejimdir.

Bir istikrar programı salt en iyi senaryo- ya göre değil, asıl en kötü senaryoya göre kamuoyuna sunulmalıdır. Dolayısıyla olası kötü sonuçlar doğduğunda kamuoyu şaş- kınlık geçirmemiş olur. Senaryo iyimserce ya da kötümserce hazırlansın; bir istikrar programında olmazsa olmaz koşulların ba- şında, siyasal erkin yani hükümetin güve- nen ve güvenilir olması gelmektedir. Prog- ram yürütülürken, hükümet ile halk ara- sında iletişim kanalları açık bulunmalıdır; bu, olası olumsuzlukların giderilmesine yardım edecektir.

Latin Amerika, Rusya ve Uzak Doğu ülkelerinde cereyan eden ekonomik krizle- rin etkilerinin ulusal sınırlar içerisinde kalmadığı, uluslararası ticari ve siyasal partnerleri çok yakından ilgilendirdiği ve bütün bunların küreselleşmenin doğasın- dan kaynaklandığı gerçeği, son Türkiye örneğiyle pekişmiştir. Geo-politik açıdan dünyanın en önemli kilit ülkelerinden biri olduğu kabul edildiğine göre, Türkiye, herhangi bir Latin Amerika ya da Orta Do- ğu ülkesi olmadığına başta ABD'yi inan- dırmadan önce, bizzatihi kendisi inanma- lıdır. Bu, Türkiye'ye pek hakketmediği is-

tikrarsızlıklara sürüklenmemesi gerektiği- nin psikolojisini aşılacağı için, ne amaçla verildiği tartışmalı olan ABD ya da IMF'nin kredisinden daha yaşamsaldır.

Türkiye, evrensel uygulamaları da dik- kate alarak ama mutlaka kendine özgü kalkınma modelini gerçekleştirmesi gere- ken bir ülke olarak, kalkınmasını geciktiren döviz eksenli ve diğer nedenlere bağlı sık- ça krizlere girmek istemiyorsa, dövizini her- kes için bir ölçü birimi olmaktan ve kolay- ca satın alınabilir olmaktan çıkartabilmeli, ayrıca onun kişi ve kurumlar tarafından bir kriz nesnesine dönüştürülmesini engelle- yebilmelidir. Aksi halde, Türkiye, IMF'ye "büyük masraflar" karşılığında daha bir- çok reçete yazdırmak zorunda kalabilecektir. Ünlü "Derviş Yasaları" ve süreci devam etmekte olan 2002 İstikrar Programı bunun canlı bir kanıtıdır.

KAYNAKÇA

- Akgüç, Ö. (2001), "Dalgalı Kur Sisteminin Olası Etkileri", Cumhuriyet G., 9 Mart.
- Apak, S. (1993), Türkiye ve Gelişmekte Olan Ülke- lerde Ekonomik İstikrar Uygulamaları, İstanbul: A- nahtar Kitaplar.
- Bardakçı, M. (2001), "Binde 9 Devalüasyon Fatih'i Bile Götürmüştü", Hürriyet G., 4.Mart.
- Cansen, E. (2001), "Sermaye Hareketleri", Ekono- mik Rapor, Turkish Bank, Şubat.
- Cansen, E. (2000), "Başarabilecek miyiz?", Hürri- yet G., 22 Nisan.
- Doğan, Y. (1986), IMF Kıskaçında Türkiye: 1946- 1980, 2.b., İstanbul:Tekin Yayınları.
- Ertuna, Ö. (2000), "Krizden Alınacak Dersler-1", Radikal G., 11 Aralık.
- Kepenek, Y. (2001), "Eklemlendik mi?" Cumhuri- yet G., 16 Temmuz.
- Pamuk, Ş. (1999), Osmanlı İmparatorluğu'nda Pa- ranın Tarihi, İstanbul:Tarih Vakfı Yurt Yayınları.
- Parasız, İ. (1996), Kriz Ekonomisi:Hiper Enflasyon ve Yüksek Enflasyonla Mücadelede Ünlü İstikrar Poli- tikaları ve 5 Nisan 1994 Kararları, 2.b., Bursa:Ezgi Kita- pevi.
- Parasız, İ. (1998), Makro Ekonomi:Teori ve Politi-

ka, 7.b., Bursa:Ezgi Kitapevi.

- Plihon, D. (1995-ç), Döviz Kurları (çev. M. Bolalı - H. Levent - E. Tokdemir), İstanbul: İletişim Yayınları.

- Quirk, P.J. (1996), "Exchange Rate Regimes as Inflation Anchors", Finance and Development, March, www.worldbank.org/fandd/english/0396/articles/0140396.html.

- Sakıncı, S. (1988), "IMF Programlarının Ekonomik Büyüme Üzerindeki Etkileri ve Gelişmiş Ülkeler Açısından Değerlendirilmesi", Banka ve Ekonomik Yorumlar Dergisi, S.4, Nisan.

- Shatz, H.J. and D.G.Tarr. (?), "Exchange Rate Overvaluation and Trade Protection:Lessons From Experience", www.worldbank.org/4ec779852568a.

- TCMB (1999a), 2000 Yılı Enflasyonu Düşürme Programı: Kur ve Para Politikası Uygulaması, 9 Aralık 1999 tarihli Kamuoyu Açıklaması, www.tcmb.gov.tr/yeni/evds/yayin/paragraf2/baskanmat5y.html. TCMB (1999a),

- TCMB (1999b), 09 Aralık 1999 Tarihli Niyet Mektubu, www.tcmb.gov.tr/yeni/evds/yayin/imf/mektup.html.

- TCMB (2000a), 10 Mart 2000 Tarihli Ek Niyet Mektubu, www.tcmb.gov.tr/yeni/duyuru/imf-trk000310.html.

- TCMB (2000b), 22 Haziran 2000 Tarihli Ek Niyet Mektubu, www.tcmb.gov.tr/yeni/niyet/niyetmektubu/tuvb.html.

- TCMB (2000c), 18 Aralık 2000 Tarihli Ek Niyet Mektubu, www.tcmb.gov.tr/yeni/niyet/mektup.html.

- Törüner, Y. (2001a), "Dalgalı Kur Bizle Dalga Geçiyor", Akşam G., 9 Nisan.

- Törüner, Y. (2001b), "Son Durum", Akşam G., 27 Mart.

- Ulagay, O. (2001a), "Dalgalı Denizde Kur Çapası Tutmuyor", Milliyet G., 20 Ağustos.

- Ulagay, O. (2001b), "Dalgalı Kur Türkiye'ye Gider mi?", Milliyet G., 27 Ağustos.

- Yüzak, Ö. "IMF Yörüngesine Girmeden Kalkınanlar da Var", Cumhuriyet G., 14.3.2001.

DİPNOTLAR

1- Endikatif hedefler; istikrar programının başarısı için yaşamsal öneme sahip değişkenlerin izlenmesinde kullanılan hedeflerdir. Fakat bu hedefler hükümetin mevcut politik araçlarla doğrudan denetleyebileceği değişkenler değildir.

2- Net İÇ Varlıklar = Para Tabanı - Net Dış Var-

lıklar (Uluslararası Rezervler + Orta Vadeli Dış Krediler + Kredi Mektuplu Döviz Tevdiatları + Savunma fonu).

3- Para Tabanı = Emisyon + Bankaların TL Zorunlu Karşılıkları + Serbest Tevdiat.

4- Sterilizasyon; altn ve dövizin ulusal para miktarı ve dolayısıyla genel fiyat düzeyi üzerindeki etkilerini yok etmek için izlenen politikadır. Döviz rezervlerinin artması da piyasada para miktarının artmasına yol açmaktadır. Para miktarının fiyatlar üzerindeki etkilerini azaltmak amacıyla piyasadaki aynı miktarda parayı çekmek için devlet kağıtlarını ihraç etmek gerekir ki, bu politika, döviz etkilerini sterilize etmektedir.

5- "Piyasa yapıcılığı sistemi" şu 19 bankadan oluşturulmuştur: Abn Amro, Ak, Alternatif, Chesa Manhattan, Citi, Dış, Demir, Finans, Garanti, İktisat, İş, Kent, Koç, Körfez, Osmanlı, TEB, Ulusal, Vakıflar ve Yapı Kredi adlı bankalar.

6- Söz konusu yasa (taslağı) ile amaçlanan; Ziraat, Halk ve Emlak bankalarını önce "Kamubank" adı altında birleştirmek ve böylece kolay bir şekilde özelleştirmektir.

7- Adı geçen banka, 2000 istikrar programındaki 'faiz düşecek' taahhüdüne güvenerek toplam iç borçlanma senedinin %18.5'ine denk gelen 5.6 katrilyon TL'lik devlet kağıdı alan ve dolayısıyla Hazine'nin 1 numaralı müşterisi olan Demirbank'tır. Portföyündeki kağıtlar % 40 ile fonlandığı ve günlük işlem hacmi 500 trilyondan fazla olduğu halde, kriz patlayınca, Demirbank yüksek faiz ödemeleri yapmak zorunda kaldı ve özsermayesini tüketti.

8- "Kamu kesimi operasyonel açığı", kamu kesimi borcunun reel değerinde enflasyon yüzünden oluşan azalma dikkate alınarak hesaplanan açık demektir.

9- Dış ticaret ve yatırımlar açısından güçlü bir ilişkimiz olmadığı (ve hatta oldukça farklı coğrafyalarda yer aldığımız) halde, Arjantin'in krizi Türkiye'yi etkilemiştir. Çünkü uluslararası sıcak para, yani paradan para kazanan spekülörler, Arjantin'in (dış) borçlarını ödeyemeyeceği, dolayısıyla Türkiye'nin de aynı duruma düşeceği kaygısını taşımışlardır. Para sermaye, borç ödeme yeterliliği bakımından her iki ülkeyi aynı kefeye koymuştur (Kepenek, 2001).

10- Virgülden sonraki rakamlar kuruş cinsindedir (100 kuruş = 1 TL).

11- Örneğin Çin, IMF üyesi olduğu halde, şimdiye kadar ilki 1981'de 450, ikincisi ise 1986'da 598 milyon dolarlık olmak üzere sadece iki tane stand-by anlaşması yapmış. 1978'den sonra serbest piyasa ekonomisine ilımlı bakmaya başlayan Çin, 350 milyar dolar ile ABD ve İngiltere'den sonra dünyanın en fazla yabancı sermaye çeken ülkesidir (Yüzak, 2001).

Görüşler

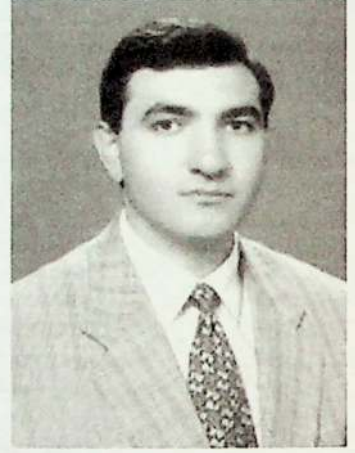
YAVUZ AKBULAK

Sermaye Piyasası Kurulu, Baş Uzmanı

Anonim Şirketlerin Halka Açılmaları ve Sonuçları

Giriş

Şirketler, faaliyetlerinin ve projeksiyonlarının yarattığı sermaye gereksinimlerini kendi içsel kaynaklarından ya da dışsal kaynaklardan temin ederler. Ancak, işletme ölçeğinin büyümesiyle birlikte artan sermaye gereksinimi, beraberinde kaynak sorununu da getirir. İçsel kaynakların yetersiz kaldığı durumlarda, kaynak ihtiyacı aktif değerlerin likidite yapısına koşut olarak para ve sermaye piyasalarından sağlanır. Buna göre, likiditesi yüksek olan aktif kıymetler para piyasasından, likiditesi düşük aktifler ise sermaye piyasalarından temin edilmelidir. Borç/özsermaye oranının aktif yapıya paralel olarak finanse edilmesi anlamına gelen "finansmanın altın kuralı" (the golden rules of finance), dışsal kaynak temininde dikkat edilmesi gereken en önemli kurallardan biri olarak karşımıza çıkmaktadır. (AKBULAK, 1995:52). Ancak, finans piyasalarının tam etkin olmadığı ülkelerde kaynakların vadesi ile varlıkların likiditesi arasındaki bu uyum genellikle çığnemektedir.



1980'li yıllar öncesinde ülkemizde uygulanan negatif faiz ve korumacı sanayileşme politikaları, tasarrufların uyarılmasında ve kredi taleplerinin karşılanmasında yetersiz kalmış ve banka kredisine yönelik finansman modeli ile sonuçlanan uygulamalar işletmelerin borç/öz kaynak yapısının aşırı borç lehine sonuçlanmasına neden olmuştur. 1989 yılından itibaren, bu defa kamuda denk bütçe uygulaması yerine açık bütçe modeline başvurulması, bunun sonucu olarak özel kesimin kaynak bulmada sıkıntıya düşmesi ve günümüze kadar yaşanan ve halen tüm sonuçlarıyla tahripkar bir şekilde devam eden sırasıyla 1994, 1998, 2000 ve 2001 ekonomik krizleri ile birlikte, özel kesimin kullanılabilir tasarruftan mahrum kalmasına neden olmuştur. Dahası, devlet borçlanmasının yaşanan krizlerin de etkisiyle giderek artması, firmaların mali piyasalardan dışlanmasına da yol açmıştır.

AKBULAK ve TAHTAKILIÇ (2003: 37)'te; "Türkiye, 2002 yılını 55 milyar dola-

rı iç borç ve 95 milyar doları dış borç olmak üzere 150 milyar dolar borçla kapatmış, buna karşın toplam devlet borçlarının milli gelire oranı % 85'ten % 81'e düşmüştür. 2001 yılı sonuna göre devletin toplam borçları % 20'nin üzerinde artmıştır. Reel faizler ise 2002 yılında düşmesine rağmen, yıllık % 30 düzeyindeki enflasyona karşılık devletin ortalama borçlanma maliyeti % 65 dolayındadır. Bunun yanında, ortalama borçlanma vadesi 4 aydan 8 aya çıkmıştır. American Express'in Eylül 2002 raporunda; Türkiye, Brezilya ile birlikte iç borçlar yönünden dünyanın en riskli ülkelerinden biri olarak gösterilmiştir. Bu rapora göre, yanlış tercihler nedeniyle ekonominin büyütülememesi ve çok yüksek seyreden reel faizler sorunların kısır bir döngü ile yeni sorunlar yaratmasına, bütçe açıklarının git-tikçe artmasına, devalüasyon riskine, bankalara el konularak kamu borçlarının daha da artmasına, ekonomik ve siyasi şokların artık kaldırılamaz hale gelmesine, banka ve şirket borçlarının da kamu tarafından üstlenilmesine, yabancı yatırımcının ülkeden çekilmesine ve iç borç faizleri artarken borsa endekslerinin düşmesine neden olmuştur. Faizlerin gelecekteki seyrinin ne yönde olacağına ilişkin tereddütler de halen devam etmektedir. 140 katrilyon lira civarındaki iç borç stoku ve bu stok içindeki kısa vadeli borçların ağırlığı, 2002 yılında % 33'e varan konsolide bütçe açığı, bütçe içindeki faiz yükünün % 55 dolayında olması, devletin borçlanma ihtiyacının GSMH'nin % 15'ini aşması ile gerek yurtiçi ve gerekse bölgesel siyasî gelişmelerin yarattığı potansiyel olumsuzlukların, faizlerin seyri konusunda olumsuz beklenti sahibi olanları destekler nitelikte olduğu düşünülmektedir.

2003 yılı bütçesi için faiz dışı fazla hedefi GSMH'nin % 6.5'inden % 6.8'ine revize edilirken bütçe açığı 49.8 katrilyon lira ola-

rak belirlenmiştir. Transfer harcamaları ise 65 katrilyon lirası faiz olmak üzere 100.2 katrilyon lira olarak öngörülmüştür. Bununla birlikte, 2003 yılında 82.7 katrilyon lirası vergi olmak üzere sadece toplam 98.6 katrilyon lira gelir sağlanması beklenmektedir. Öte yandan, Maliye Bakanı Sayın Kemal UNAKITAN'ın söyledikleri dikkat çekicidir. UNAKITAN'a göre, Türkiye 2003 yılında 65 katrilyon lira faiz ödeyecek ancak, faizlerde 1.2 nispetindeki bir iniş 1 katrilyon liralık tasarruf sağlayacaktır. Türkiye'de devlet, harcamalarında cömert, vergi toplamada ise şefkatli ve anlayışlı olagelmıştır. Kamu harcamalarını "kısmadan" kaynak bulma arayışı çoğu zaman maceralara dönüşmüş, çözüm önerileri tartışılmış, kaynak bulmadaki başarısızlıklar ise reel hayatın hükümleri gereği borçlanmanın artması ile sonuçlanmıştır. Öte yandan, bu durum mükelleflerin işine gelmiştir. Zira bu suretle mükellefler kamu hizmetlerinin yerine getirilmesi için karşılıksız olarak devlete vergi ödemek yerine; faiz karşılığı borç vermekte ve vergi ödemek yerine risksiz DİBS'lere yatırdığı parayı oldukça iyi nemalandırmakta, bu durum varolan kısır döngüyü beslemeye devam etmektedir." Denilmektedir. Bu zor süreci başarılı bir biçimde atlatabilmenin yolu, ekonomik konjonktür ile firma amaçlarının çatıştığı bir ortamda borç/özkaynak oranlarının dengelenmesi ve kaynak maliyetlerinin düşürülmesidir. İşte bu noktada alması finansman modelleri gündeme gelmektedir. Halka açılma da bu alternatif finansman modellerinden biridir.

Halka Açılma Kavramı

Halka açılma kavramını, en genel ifadeyle, "kapalı bir şirketin sermaye yapısında, bu şirkete halkın katılmasına olanak verecek düzeltmelerin yapılması" olarak tanımlamak olasıdır (AKBULAK, 1991:4). 2499 sayılı Sermaye Piyasası Kanunu (Ka-

nun)'nda halka açılma kavramına rastlanmamakta, ancak Kanun'un 3'üncü maddesinde halka açık anonim ortaklık kavramına yer verilerek, halka açık anonim ortaklık "...hisse senetleri halka arz edilmiş olan veya halka arz edilmiş sayılan anonim ortaklık" olarak tanımlanmaktadır. Bu tanımda iki ayrı unsurdan söz edilmektedir. Tanımda yer alan hisse senetleri halka arz edilmiş anonim ortaklıktan kasıt, Kanun'un ayrı maddesine göre "...hisse senetlerinin ⁽¹⁾ satın alınması için her türlü yoldan halka çağrıda bulunulmasını; halkın bir anonim ortaklığa katılmaya veya kurucu olmaya davet edilmesini; hisse senetlerinin borsalar veya teşkilatlanmış diğer piyasalarda devamlı işlem görmesini; halka açık anonim ortaklıkların sermaye artırımları dolayısıyla paylarının⁽²⁾ veya hisse senetlerinin satışını" ifade etmektedir. Kanun'un 11'inci maddesinde ise "pay sahibi sayısı 250'yi aşan anonim ortaklıkların hisse senetleri halka arz olunmuş sayılır ve bu ortaklıklar, halka açık anonim ortaklık hükümlerine tabi olurlar" demek suretiyle, halka arz kavramı genişletilmiştir. Yani, ortak sayısının 250'yi aşması ⁽³⁾ hisse senetlerinin halka arz edildiğine "karine" oluşturmaktadır.

Halka Açılmanın Avantaj ve Dezavantajları

Halka açılma, kullanılan yöntemin sermaye artırımını olması durumunda işletmelere en az emisyon primi kadar ek fon sağlamakta; hisse senedinin borsaya kote edilmesi ve borsa pazarlarında işlem görmesi durumunda firma değerinin ve pay fiyatının belirlenmesini temin etmekte; bazı vergi avantajları sağlamakta; kayıtlı sermaye⁽⁴⁾ veya raf kayıt⁽⁵⁾ sisteminden yararlanılarak daha kolay ve az maliyetli sermaye artırımını olanakları temin etmekte; hisse senetleri borsada işlem görmeyen anonim ortaklıklarda şirket ortaklarına net

dağıtılabılır dönem karının en az % 20'sini temettü olarak elde etme imkanı vermekte; tahvil ve finansman bonusu gibi borçlanma senetleri ihraçlarında daha yüksek özkaynak hesaplaması yapılmasına olanak vermektedir.

Öte yandan, şirket ortaklarının yönetim ve denetim haklarının kısıtlanmasını istememeleri veya kontrolü kaybetme konusundaki endişeleri; hisse senetlerine yeterli talep olmamasının bağlı olunan çevrede yaratacağı kötü imaj korkusu; fiyat tespitiinde ikame yaklaşımının tercih edilmesinin yarattığı sorunlar; şirketle ilgili bilgilerin rekabet vb. nedenlerle kamuya açıklanmak zorunda olmasının yaratabileceği endişeler; şirketin ve yöneticilerin, kamuyu aydınlatma, kâr dağıtım zorunluluğu, mali tablo ve raporların bağımsız denetimi ve periyodik olarak ilanı, izahname ve sirküler düzenleme zorunluluğu, genel kurul merasimi, belli koşullarda mevcut ortaklara halka çağrıda bulunma yükümlülüğü getirilebilmesi ve uyulması gereken diğer yasal yükümlülüklerin artması konusundaki korkuları ise halka açılmayı engelleyen unsurlar arasında sıralanabilmektedir.

ÇAPANOĞLU (1993:204)'nın 1991 yılında yapılan bir anket çalışmasına dayandırdığı verilere göre, şirketlerin % 34'ü korumacı işletmecilik anlayışı, % 28'i devlet teşviklerinin yetersizliği, % 25'i kârın yeni ortaklarla bölüşülmek istenmemesi, % 7'si bankalarla çalışma alışkanlığı ve %6'sı yönetimin paylaşılmak istenmemesi nedeniyle halka açılmadan kaçınmaktadırlar.

ERKAN ve TEMİR (1998:85)'de ise, aktif büyüklüğü 10 milyar liradan az ve 1 trilyon liradan fazla toplam 1.407 şirket üzerinde yapılan anket çalışması sonuçlarına göre, şirketlerin yaklaşık % 79'u halka açılmaya gereksinim duymadıklarını ifade etmiştir. Aynı çalışmada, halka açılmayı

engelleyen diğer unsurlar kâr dağıtma zorunluluğu, karar alma güclüğü, şirket kontrolünün kaybedilmesi, borsadaki fiyatın gerçek değeri yansıtması vb. olarak sıralanmıştır.

Ülkemizde kurumsallaşamamanın da göstergesi olan bir diğer tespit, özellikle büyük işletmelerin borsaya gerek yukarıda söz edilen gerekçelerle gerekse teşvik yetersizliği yüzünden olması gerekenden daha az ilgi duymalarıdır. KARAN ve KARACABEY (2003: 82)'e göre, İstanbul Sanayi Odası (İSO)'na kayıtlı bulunan en büyük 500 firmadan 2001 yılı sonu itibarıyla sadece 121'inin hisse senetleri İMKB'de işlem görmektedir. Bu sayı, halen 125 seviyesindedir. Aynı çalışmada İSO 500 içerisinde borç/özsermaye oranının ortalama 1.5 seviyesinde olduğu tespit edilmiştir. Buradan, bu işletmelerde özkaynak oranının % 30'lar düzeyinde olduğu anlaşılmaktadır. GÜNÇAVDI ve arkadaşları (1999:27) tarafından, hisse senetleri İMKB'de işlem gören şirketlerin 1989-1996 dönemini kapsayan verileri kullanılarak yapılan bir çalışmada ise, işlem gören tüm firmaların toplam aktiflerinin sırasıyla; % 51'inin öz sermaye, % 10'unun kısa vadeli banka kredisi, % 4'ünün uzun vadeli banka kredisi, % 12'sinin de kısa vadeli ticari borçlarla finanse edildiği tespit edilmiştir. Aynı çalışmada, öz sermayenin aktif değerleri finanse etme oranı, küçük ölçekli şirketler için % 49, orta ölçekli şirketler için % 52 ve büyük ölçekli şirketler için % 51 olarak bulunmuştur. Öz sermayenin aktif değerleri finanse etme oranı, İstanbul Sanayi Odası'nca 1989-1990 dönemi için yaklaşık 3.550 firma verileri üzerinde yapılan bir çalışmada ise % 30 dolayında tespit edilmiştir.

Halka Açılma Yöntemleri

1. Portföyden Satış: Bu yöntemde, daha önceden ihraç edilmiş hisse senetleri söz

konusu senetlere sahip gerçek ve tüzel kişilerce halka arz edilmektedir. Yöntemin ayırd edici özelliği, hisse senetlerinin nominal değerinin üzerinde sağlanan primin hisse senetlerini halka satan kişiye ait olmasıdır. Bu yöntemde elde edilen kaynak şirkete gitmediğinden, şirketin borç/özsermaye oranının düzelmesi gibi bir sonuç da sağlanmamaktadır. Kaynağı sağlayan kişi ise elde ettiği fonu, ayrı firmaya sermaye olarak koyabileceği gibi, borç olarak verebilir ya da dilediği şekilde kullanabilir. Bu yöntem, şirketi yatırımlarından mahrum bırakma, borçlanma gibi durumlarla karşı karşıya bırakır. Yöntem, SPK'nın Seri:1, No:26 Hisse Senetlerinin Kurul Kaydına Alınmasına ve Satışına İlişkin Esaslar Tebliği'nin 5'inci maddesinde düzenlenmiş olup, satışı yapılacak hisse senetlerinin nominal sermayeye oranının 2003 yılı için en az; sermayeleri 10 trilyon TL'ye kadar olan anonim ortaklıklar için % 25. Sermayeleri 10 trilyon TL ile 50 trilyon TL arasında olan anonim ortaklıklar için %15. Sermayeleri 50 trilyon TL ve daha fazla olan anonim ortaklıklar için ise % 5 olması gerekmektedir.

2- Sermaye Artırımı Suretiyle Halka Açılma ⁽⁶⁾: Bu yöntemle halka açılma için, esas sermaye sisteminde bulunan şirketlerde genel kurul kararı ve kayıtlı sermaye sisteminde bulunan şirketlerde, esas sözleşmelerinde hüküm bulunmak kaydıyla, yönetim kurulu kararı ile sermaye artırılır ve yeni pay alma hakları sınırlandırılır. Sermaye artırımı yoluyla yapılan halka açılmalarda, halka arz edilecek hisse senetlerinin artırım sonrası ulaşılacak nominal sermayeye oranının 2003 yılı için en az; sermayeleri 10 trilyon TL'ye kadar olan anonim ortaklıklar için % 25. Sermayeleri 10 trilyon TL ile 50 trilyon TL arasında olan anonim ortaklıklar için % 15. Sermayeleri 50 trilyon TL ve daha fazla olan anonim ortaklıklar için ise % 5 olması gerekmektedir.

Bu yöntemin portföyden satış yöntemine göre şirket bakımından üstün olan yanı, nominal bedelin üzerinde elde edilen satış hasılatının doğrudan hisse senetlerini ihraç eden şirketin kasasına girmesi ve şirketin bu parayı belirlediği finansman stratejisi çerçevesinde kullanabilme olanağına sahip olmasıdır.

Ülkemizde 1990-2003 döneminde yapılan halka arzlar sonucunda yaklaşık olarak 2.055 trilyon TL tutarında gelir sağlanmıştır. Ancak, gelirin 1,1 katrilyon TL'lik kısmını tek başına Turkcell İletişim Hizmetleri A.Ş.'nin halka arzı oluşturmaktadır. Halka arzların yaklaşık % 4'ü borsada satış, kalanı ise borsa dışında satış yapılarak gerçekleştirilmiştir. Aynı dönemde 271 şirket halka açılmış, bunların 150'si portföyden satış yöntemini, 121'i ise yeni pay alma haklarının kısıtlanması suretiyle sermaye artırımını tercih etmiştir. Ancak, sermaye artırımı suretiyle halka açılmalar 1995 yılından itibaren artmıştır. Sermaye artırımı yoluyla halka arzların artması gerek halka açılan firmaların gerekse işlem gören tüm şirketlerin mali yapıları bakımından portföyden satışa göre daha olumlu sonuçlar verecektir. Çünkü fon doğrudan firmaya girmekte, mali yapı güçlenmektedir. Zaten, sermaye artırımını finansman giderlerine yaptığı katkılar nedeniyle en sağlam fon sağlama yöntemidir.

Halka Açılmada Aracı Kuruluş Kullanılması Zorunluluğu

Halka açılmalarda satış fiyatının ekonomi, sektör ve firmanın verileri kullanılarak doğru ve güvenilir bir şekilde tespiti için aracı kuruluş kullanılması zorunludur. Bu amaçla, SPK'nın Seri: V, No: 19 ve Seri: I, No: 26 Tebliği çerçevesinde hisse senetlerini halka satacak olanlar ile aracı kuruluşlar arasında bir aracılık yüklenim sözleşmesi imzalanmakta ve

bu sözleşmede Seri: I, No: 26 Tebliği'nin (1) numaralı ek maddesinde belirtilen ve aşağıda verilen esaslara göre yüklenilmesi zorunlu olan hisse senedi tutarı satış fiyatı da dikkate alınarak hesaplanmaktadır. Halka açılmalarda, sirkülerde belirtilen satış süresinin sonunda satılmayan hisse senetlerinin kısmı yüklenimi, halka arz tutarı ile halka arz oranları dikkate alınarak aşağıda yer alan esaslara göre hesaplanır. Halka Arz oranı (h), halka arz edilecek hisse senetleri tutarının mevcut sermayeye oranını ifade etmektedir. Halka Arz tutarı (t) halka arz edilecek hisse senetlerinin ihraç değerini ifade etmektedir. Katsayı, halka arz edilecek hisse senedi tutarı için öngörülen aracılık yüklenimi oranını ifade etmektedir. Örneğin : Halka arz oranı % 25'in ve halka arz tutarı 23 trilyon Türk lirasının altında ise aracılık yüklenimi oranı % 100 olacaktır. Aracılık yüklenimi oranları, Tablo 1'de yer alan katsayıların çarpılması suretiyle, halka arz oranı ve tutarının büyüklüklerine ve ilgili aralıklara göre tablo 2'de düzenlenmiştir.

Halka arz tutarı 23 trilyon Türk lirasının ve halka arz oranı % 25'in altında olan bir ihraççı için aracılık yüklenimi tutarı, satışa arz edilen hisse senetlerinin tamamını içerir. Halka arz tutarının 460 trilyon Türk lirasının üzerinde olması durumunda, bu tutarı aşan kısım için aracılık yüklenimi yükümlülüğü aranmaz. Esas sermaye sisteminde bulunan şirketlerin sermaye artırımları suretiyle yapılan halka arzlarında, aracılık yüklenimi dışında kalan kısım için Kanunun 7'nci maddesi uyarınca satın alma taahhütname istenir.

Halka Açılmalarda Hisse Senedi Satış Yöntemleri

Tasarruf sahiplerine satış işlemleri, SPK'nın Seri: VIII, No: 22 "Sermaye Piyasası Araçlarının Halka Arzında Satış Yön-

temlerine ilişkin Esaslar Tebliği"ndeki hükümler çerçevesinde yerine getirilir. Buna göre, halka açılacak ortaklıkların "talep toplama" veya "borsada satış" yöntemlerinden birisini kullanmaları zorunludur⁽⁷⁾. İlk defa halka arz edilecek hisse senetlerinin borsada satışı SPK'nın onayı üzerine İstanbul Menkul Kıymetler Borsası Yönetmeliği çerçevesinde ve satıştan en az 20 iş günü önce gerekli belgelerle birlikte borsaya yapılacak başvurunun, İMKB yönetim kurulunca kabulü ve ilan edilmesi ile gerçekleştirilir. Talep toplama yöntemi⁽⁸⁾ ise; "sabit fiyatla talep toplama", "fiyat teklifi alma yoluyla talep toplama" ve "fiyat aralığı yoluyla talep toplama" olarak üçe ayrılır.

Sabit fiyatla talep toplamada, satışa sunulan hisse senetlerinden almak isteyen yatırımcılar almak istedikleri miktara ilişkin bedelleri banka hesabına yatırır ve halka arzı yürüten aracı kurum veya kurumlardan birine başvurarak talep formu imzalarlar. Talep toplama süresi sonunda, toplanan talepler aracı kurum tarafından konsolide edilir. Eğer talep toplama bir konsorsiyum tarafından yapılıyorsa, konsorsiyum üyelerinden toplanan talepler, konsorsiyum lideri tarafından konsolide edilir. Yatırımcılar istedikleri takdirde talep formunda almak istedikleri miktara ilişkin bir alt sınır da belirleyebilirler.

Fiyat teklifi alma suretiyle halka açılmalarda sabit fiyatla talep toplama yönteminin farklı olarak ihraççı veya ortak tarafından; asgari bir satış fiyatı belirlenir ve üzerindeki fiyat teklifleri toplanır. Fiyat teklifi alma yoluyla hisse senedi satışında, fiyat teklifleri en yüksek fiyat teklifinden en düşük fiyat teklifine doğru olmak üzere her fiyat düzeyinde talep edilen miktarlar ile birikimli miktarları gösteren bir tabloya dönüştürülür. Birikimli olarak en çok hisse senedinin satılabileceği fiyat satış fiyatı olarak belirlenir. Talep edilen toplam hisse

senedi miktarının satışa sunulandan fazla olması durumunda, en yüksek fiyatlı talepten başlamak üzere belirlenen fiyat üzerinden dağıtım yapılır.

Fiyat aralığı yoluyla talep toplanması halinde, hisse senetleri taban fiyat ile tavan fiyat arasındaki marj % 20'yi geçmemek şartıyla Kurul kaydına alınabilir. Bu takdirde talep tavan fiyatından toplanır. Fiyat aralığı ile talep toplanması durumunda gerçekleşen fiyat ile tavan fiyatı arasındaki farkın talepte bulunanlara iadesine ilişkin esaslar izahname ve halka arz sirkülerinde belirtilir.

Oransal (Pro-Rata) Dağıtım Yöntemi⁽⁹⁾: Sabit fiyatla veya fiyat aralığı yoluyla talep toplama yönteminin uygulandığı halka arzlarında istenmesi halinde, herhangi bir yatırımcı grubuna tahsis edilmiş bulunan toplam hisse senedi aracı miktarının bu gruba gelen toplam talep miktarına bölünmesi ile arzın talebi karşılama oranı bulunur. Söz konusu oran yatırımcıların talep ettikleri tutar ile çarpılarak, her bir yatırımcının talebi arzın talebi karşılama oranında hisse senedi aracı tahsis edilmesi suretiyle karşılanır.

Ön Talep Toplama: Aracı kuruluşlar, belirli bir fiyat aralığından, yatırımcıların olası taleplerini, talepte bulunanlar için herhangi bir yükümlülük ve bağlayıcılık oluşturmaksızın, en fazla 30 gün süre ile toplayabilirler. Ön talep toplamadan elde edilen sonuçlar reklam amacıyla kullanılmaz. Ön talep toplama duyuru ilanı yoluyla veya ilansız olarak yapılabilir. Ön talepte bulunanlara satışta öncelik tanınacaksa, ön talep toplama duyurusunun ilanı zorunludur.

Duyuru İlanı Yoluyla Ön Talep Toplama: Ön talep toplama, ön izah nameye SPK(Kurul)'ca ön onay verilmesinden sonra, Kurul'ca onaylanan ön talep toplama

duyurusunun ilanı ile başlar. Ön talep toplama duyurusu, halka arza ilişkin ilanların yapılacağı gazetelerde ilan edilir. Ön talep toplama sonuçları, ön talep toplama süresinin bitimini takip eden 2 iş günü içerisinde ve satışa başlanmadan önce aracı kuruluş tarafından Kurul'a iletilir. Ön talep toplama duyurusunun ilanından sonra hisse senetlerinin halka arzından vazgeçilmesi halinde, bu husus ön talep toplama duyurusunun ilan edildiği gazetelerde ilan edilir.

Duyuru İlanı Yapılmaksızın Ön Talep Toplama: Ön talep toplama başlangıç ve bitiş tarihi, ön talep toplanmaya başlanmadan en az 1 işgünü önce Kurul'a bildirilerek ve Kurul'ca onaylanmamış ön izahnameler, talep toplama yerlerinde bulundurulur, ön talep toplama işlemine başlanır.

Halka Arzda Kısıtlamalar

Halka arz edilecek hisse senetleri yatırımcı grubuna, ihraççının çalışanlarına, ticari organik bağı bulunan yatırımcı kitlesine veya ihraççının/hissedarın belirleyeceği bir yatırımcı kitlesine satılmak üzere sınırlandırılabilir. Satış sırasında talep edilebilecek hisse senedi miktarlarına ihraççının yönetim kurulunca veya hissedar tarafından asgari veya azami limitler konulabilir. Ancak getirilebilecek sınırlamalar ihraççı, hissedar veya aracı kuruluş ile sermaye, yönetim, denetim ve benzeri şekillerde ilişkisi bulunan kişilere menfaat sağlamak amacıyla kullanılamaz. Bu kapsamda halka arzda belirli gruplara tahsisat yapmak isteyen ihraççılar, halka arz edilecek hisse senedi miktarının en az % 50'sini küçük bireysel yatırımcılara tahsis etmek zorundadırlar. Bu gruptan yeterli talep olmaması halinde ise artan kısım diğer gruplara tahsis edilebilir. Talep toplama sonucunda hisse senetlerinin dağıtımını sırasında bir defadan fazla talepte bulunan yatırımcıların

en yüksek miktarlı talep tutarları hesaplamada dikkate alınır ve diğer talepleri iptal edilir.

Halka Açılmanın Maliyeti

Halka açılmanın portföyden satış veya sermaye artırımını suretiyle yapılmasına bağlı olarak maliyet şöyle hesaplanabilir: Aracılık Komisyonu % 1.0. Aracılık Yüklenimi Komisyonu % 2.0. Baskı ve diğer giderler %0.5. Reklam ve İlan Giderleri %0.5. Halka açılmalarda maliyet ihraçtan elde edilecek hasılatın aracılık yüklenimi olup olmamasına ve yüklenime kalan tutara bağlı olmakla birlikte % 2-4 arasında değişmektedir. Halka arzdan beklenen gelir (arza konu pay sayısı x satış fiyatı) 10 trilyon TL ise, aracılık yükleniminin de olduğu durumda elde edilebilecek satış hasılatı veya net para girişi 9.6 trilyon TL olacaktır. Tabii ki, burada elde edilen hasılatı doğrudan etkileyen bir diğer unsur daha vardır: Kurumlar vergisinden müstesna olan hisse senedi primli satış geliri. 9.6 trilyon TL net para girişinin % 30 kurumlar vergisi oranı üzerinden işletmeye sağladığı vergi avantajı 2.88 trilyon TL (9.6 trilyon TL*0.30) olacaktır.

Halka Açılmada Zamanlama ve Fiyat Tespiti

Halka açılmada en önemli hususlardan biri doğru zamanlamadır. Bu ise, ekonomik ortam ve menkul kıymetler piyasasının yükselen eğilim gösterdiği dönem ile şirket faaliyet sonuçlarının iyi olduğu dönemlerin seçilmesine bağlıdır. Diğer bir sorun fiyat tespiti olup, kullanılan yöntemler aşağıda açıklanmıştır.

1) **Borsa Değeri:** Hisse senedi veya şirket değerlemesinde kullanılan en objektif değer, borsa ya da piyasa değeridir. Ancak, piyasaların çok zayıf ve çok güçlü olduğu zamanlarda, bu değerlerin kullanılmasının

halka arzın başarısı açısından sakıncalı olabileceği hususu göz önüne alındığında, hisse senedi değerlemesinde ya da borsalarda ve/veya teşkilatlanmamış piyasalarda işlem görmeyen şirketlerin değerlemesinde diğer alması yöntemlerinin de kullanılması bir zorunluluk olmaktadır.

2) *Muhasebe veya Defter Değeri*: Bir şirketin bilançosunda yer alan özkaynak tutarının, aynı şirketin çıkarılmış/esas sermayesini temsil eden hisse sayısına bölünmesiyle bulunan değerdir. Muhasebe ya da defter değeri yöntemi, bir işletmenin net varlığına dayanarak ve işletmelerin doğası, tipi ve iş hacminin öngörülebilir gelecekte somut bir şekilde değişmeyeceğinin beklendiği durumlarda uygulanmakta ancak, bu yöntem genellikle pazar payı, dağıtım ağı, insan kaynakları gibi unsurları göz ardı ettiğinden öncelikle işletmenin borçları düşüldükten sonra kalan ve özkaynaklarına eşit olan net maddi varlığının tespitine olanak vermektedir. Diğer yandan, yüksek enflasyon ortamının geçerli olduğu durumlarda, enflasyona göre düzeltilmemiş bilançolar üzerinden yapılan hesaplamalar her zaman doğru ve anlamlı sonuçlar veremeyebilmektedir.

3) *Net Aktif Değer*: Bu yöntemde hisse senedinin değeri, bir şirketin toplam aktifinden toplam borçları düşülmek suretiyle hesaplanır. Bu anlamda, elde edilen değer şirketin toplam muhasebe değerine eşit olmaktadır.

4) *Piyasa Çarpanları Yöntemi*: Piyasa çarpanları yöntemi, hisse senetleri borsalarda işlem gören şirketlerin ortalama "Fiyat/Kazanç Oranı", "Piyasa Değeri/Net Satışlar" ve "Piyasa Değeri/Defter Değeri Oranı" kullanılarak, hisse senetlerinin cari piyasa koşullarına göre değerlendirilmesi esasına dayanır. Bu yöntemde, piyasa fiyatı belli olan bir şirket veya şirketler yardımı-

la fiyatı bilinmeyen diğer şirketin piyasa değeri hesaplanmaya çalışılır. Kullanılan oranlar, Fiyat/Kazanç, Piyasa Değeri/Defter Değeri ve Piyasa Değeri/Net Satışlar oranlarıdır.

Fiyat/Kazanç Oranı (F/K), bir şirketin toplam piyasa değerinin aynı şirketin hesaplama dönemine en yakın ara veya yıl sonu bilançosundaki net kârına bölünmesiyle; Piyasa Değeri/Defter Değeri Oranı, bir şirketin toplam piyasa değerinin aynı şirketin hesaplama dönemine en yakın ara veya yıl sonu bilançosundaki özkaynak toplamına bölünmesiyle hesaplanır. Piyasa Değeri/Net Satışlar Oranı Yönteminde ise, hisse senetleri borsalarda işlem gören ve benzer sektörlerde yer alan şirketlerin piyasa fiyatlarını ve mali verilerini dikkate alarak değerlendirme yapılır. Hesaplama yapılırken, uzun vadeli kaynakların yatırımlar üzerindeki etkileri düzeltilir.

5) *İndirgenmiş Nakit Akımları Yöntemi*: Bu yöntemde bir şirketin değerinin gelecekte elde edeceği serbest nakit akımlarının bugünkü değerine eşit olduğu varsayılır ve genellikle 5-10 yıllık öngörüler yapılır. Daha sonra şirket, sektör ve ekonominin genel risk seviyesine uygun bir iskonto oranı kullanılarak gelecekteki nakit akımlarının bugünkü değerleri bulunur. Elde edilen değer, piyasa koşullarından bağımsız olarak hesaplanan değeri gösterir. Serbest nakit akımı hesaplanırken; şirketin esas faaliyet kârına amortisman giderleri ve nakit çıkışı gerektirmeyen giderleri eklenir, yatırım harcamaları ve kurumlar vergisi düşülür. Elde edilen serbest nakit akımı, ağırlıklı ortalama sermaye maliyeti (borç ve özkaynakların her birinin maliyeti her birinin maliyetinin ayrı ayrı ağırlıklarıyla çarpılarak hesaplanır) faktörü (indirgeme oranı) üzerinden bugünkü değere indirgenir.

Vergilendirme Rejimi

1. Kâr Payları

Anonim ortaklıklardan genel kurul kararıyla yapılan dağıtım sonucu elde edilen kâr payları (temettü) 193 sayılı Gelir Vergisi Kanunu (GVK)'nın (75/1) maddesine göre menkul sermaye iradı sayılmaktadır. Menkul sermaye iratlarında elde etme, gelirin hukuki ve ekonomik tasarruf olanağının doğmuş olmasına bağlıdır. Hukuki tasarruf, bir geliri talep etme hakkını; ekonomik tasarruf ise geliri elde eden kişiye ödemeyi yapacak olanın geliri gelir sahibinin emrine amade tutmasını ifade etmektedir. Anonim ortaklıklarda kâr dağıtımına karar verme organı, halka açık anonim ortaklıkların esas sözleşmelerinde hüküm bulunmak ve genel kurulca sadece ileriki bir yıllık hesap döneminde geçerli ve sınırlı olmak üzere yönetim kuruluna ait olan temettü avansı dağıtımını dışında, tamamen ve devredilemez bir şekilde "genel kurul"a aittir. Ancak kâr payı açısından elde etme, genel kurulun kâr dağıtımını kararını aldığı tarih olarak değil, "fiili" olarak kâr paylarının ödenmeye başlandığı tarih olarak dikkate alınmaktadır⁽¹⁰⁾. 07/01/2003 tarihli ve 4783 sayılı Kanun⁽¹¹⁾ ile GVK'da yapılan değişiklikler dikkate alınarak 01.01.2003 tarihinden itibaren hisse senedi gelirlerinin vergilendirilmesine ilişkin açıklamalar aşağıda verilmektedir.

a) Tam Mükellef Gerçek Kişilerde: GVK'nın (86/1-c) maddesi uyarınca, tevkif yoluyla vergilendirilmiş bulunan⁽¹²⁾ ve gayrisafi tutarları 2002 yılı gelirleri için 6.650 milyon TL'yi aşan menkul sermaye iratları ve vergi alacağı dahil kurumlardan elde edilen kâr payları beyanname verilmesini gerektirecektir. Ayrıca hesaplanan gelir vergisinden; 4369 sayılı Kanun ile getirilen ve GVK mükerrer madde 75'de yer alan düzenleme gereğince 01.01.2000 tari-

hinden itibaren (1/5)'i olarak uygulanacak olan vergi alacağı mahsup edilebilecektir.

Diğer yandan, Maliye Bakanlığı'nın 06/02/2000 tarih ve 23956 sayılı Resmî Gazete'de yayımlanan 231 seri numaralı Gelir Vergisi Genel Tebliği uyarınca, gerçek kişi ortaklarca, kârın sermayeye ilavesi suretiyle edinilen bedelsiz hisse senetlerinin "menkul sermaye iradı" olarak Gelir Vergisi Kanunu madde 85 ve 86 çerçevesinde beyan edilmesi gerekmektedir. Ancak, konuyla ilgili olarak Danıştay 4. Dairesi, 06/12/2000 tarih ve Esas No: 2000/1307, Karar No: 2000/5053 sayılı kararı ile GVK'nın 94'üncü maddesinin birinci fıkrasının (6/b-i) numaralı bendinde kârın sermayeye ilavesinin kâr dağıtımını sayılmayacağından bahisle ortaklar açısından da elde edilmiş bir kâr payından söz edilemeyeceği belirtilerek bu gelirlerin beyanına ilişkin 231 seri numaralı tebliğin iptaline karar vermiş olup, bu karar Vergi Dava Daireleri Genel Kurulunun 08/06/2001 tarih ve Esas No: 2001/180, Karar No: 2001/224 sayılı kararı ile kesinleşmiş bulunmaktadır. Sonuç olarak, anılan karar uyarınca gerçek kişi ortaklarca kârın sermayeye ilavesi suretiyle edinilen bedelsiz hisse senetlerinin "menkul sermaye iradı" olarak beyan edilmesi gerekmemektedir.

b) Dar Mükellef Gerçek Kişilerde: GVK madde (86/2-a) hükmü uyarınca; dar mükellefiyette vergiye tabi gelir sadece tevkif suretiyle vergilendirilmiş ücretler, serbest meslek kazançları, menkul ve gayrimenkul sermaye iratları ile kurumlardan elde edilen kâr payları ile diğer kazanç ve iratlardan oluşuyorsa yıllık beyannameye tabi değildir. Ancak GVK (101/5) çerçevesinde, gerçek usulde vergiye tabi dar mükelleflerin terk ettikleri işleri ile ilgili olarak sonradan elde ettikleri diğer kazanç ve iratlar, ticari, zirai veya mesleki bir faaliyete hiç girilmemesi veya ihale artırma ve eksilt-

melere iştirak edilmemesi karşılığında elde ettikleri diğer kazanç ve iratları, vergisi tevkif suretiyle alınmamış menkul sermaye iratlarını ve her türlü her türlü kazanç ve iratın Türkiye’de yapıldığı yerin vergi dairesine münferit beyanname ile bildirilmesi gerekmektedir.

c) Ticari İşletmeler ve Bir Ticari İşletmenin Aktifine Kayıtlı Hisse Senetleri Dolayısıyla Elde Edilen Kâr Paylarının Vergilendirilmesi: Ticari faaliyete bağlı olarak ticari işletme bünyesinde elde edilmesi halinde söz konusu gelirler ticari kazanç olarak beyan edilip vergilendirilmektedir. 5422 sayılı Kurumlar Vergisi Kanunu (KVK)’nın 13’üncü maddesine göre safi kurum kazancı GVK’nın ticari kazanç hükümlerine göre saptandığından, ticari işletme için geçerli olacak ve bu kazançlar kurum kazancına dahil edilecektir. Ancak KVK (8/1) uyarınca, tam mükellef başka bir kuruma iştirak nedeniyle elde edilen kâr payları, yatırım fonlarının katılım belgeleri ile yatırım ortaklıklarının hisse senetlerinden elde edilen kâr payları hariç, kurumlar vergisinden müstesnadır. KVK’nın 24’üncü maddesi çerçevesinde yatırım fonlarının ve ortaklıklarının katılma belgeleri ile hisse senetlerinden elde edilen kâr paylarının verilecek beyannamelelere dahil edilmesi zorunludur. Yukarıdaki açıklamalar dar mükellef kurumlarda da geçerlidir.

d) Temettü Avasları: Halka açık anonim ortaklıklardan elde edilen temettü avasları, GVK madde (94/1) uyarınca “avans olarak ödenenler dahil” ibaresi nedeniyle, GVK madde (94/6-b-i) uyarınca gelir vergisi tevkifatına tabidir. Her ne kadar ödenenin hukuki açıdan avans olması, elde edilecek kazancın GVK madde (75/2-1) uyarınca hisse senedi kâr payı, bir başka ifadeyle menkul sermaye iradı olduğuna karine değilse de, dönem sonunda elde edilecek kârdan yapılacak mahsup işlemi

avans yoluyla elde edilecek temettünün irat olduğuna dair hukuki bir kimlik kazandırmaktadır. Halka kapalı anonim ortaklıkların ise temettü avansı dağıtabilmeleri mevcut düzenlemeler gereğince “imkansız” olduğundan, bu ortaklıkların avans niteliğinde kar payı dağıtmaları doğrudan KVK madde 17 uyarınca “örtülü kazanç” aktarımına ilişkin sonuçlar doğurmaktadır⁽¹³⁾.

2. Portföyden Satış Dahil Hisse Senedi Alım Satım Kazançları

a- Tam Mükellef Gerçek Kişilerde: Hisse senedi alım satım kazançları, GVK’nın 4783 sayılı Kanun ile değişik Mükerrer 80’inci maddesi uyarınca gelir vergisine tabi olacaktır. Ancak, anılan madde uyarınca, ivazsız olarak iktisap edilen hisse senetleri ile 3 (üç) ay süreyle elde tutulan ve Türkiye’de kurulu menkul kıymet borsalarında işlem gören hisse senetlerinin elden çıkarılması durumunda elde edilen kazançlar vergiye tabi olmayacaktır.

Hisse senetlerinin elden çıkartılmasında, GVK’nın Mükerrer 80’inci maddesi uyarınca iktisap bedeli, elden çıkarıldığı ay hariç olmak üzere DİE tarafından belirlenen toptan eşya fiyat artış oranında artırılacaktır. Bununla birlikte, 4783 sayılı Kanun, 4444 sayılı Kanun ile 1999-2002 yılları gelirleri için Geçici madde 56 ile endeksleme uygulamasına alternatif olarak getirilen ve “Menkul kıymetlerin elden çıkarılması halinde kazancın, yıl içinde elde edilen toplam gelirden, GVK’nın 76’ncı maddesinde belirtilen indirim oranının uygulanması suretiyle bulunacak kısmın düşülmesi suretiyle hesaplanabileceği”ne ilişkin hükmü yürürlükten kaldırmıştır. Bu itibarla, 01.01.2003 tarihinden itibaren elde edilen hisse senedi alım satım kazançları için sadece endeksleme yapabilecektir⁽¹⁴⁾. Diğer yandan, 4783 sayılı Kanun ile GVK Geçici

madde 56'da yer alan "...Alım satımın birinden doğan zarar, diğerinin kârından mahsup edilir." hükmü de kaldırılmıştır. Maliye Bakanlığı yetkilileri, yapılan düzenlemenin İMKB bakımından hisse senedi alım satımını kapsamadığı yönünde açıklamada bulunmalarına karşın, muhtelif vergi uzmanları konunun hukuki boşluk yarattığını ve yeni uygulamanın eski uygulamaya nazaran ödenmesi gereken vergiyi bariz şekilde artırdığını ve bu boşluğun yeni bir düzenlemeyle doldurulması gerektiğini belirtmektedirler⁽¹⁵⁾. GVK Mükerrer madde 80'e göre, endeksleme yapıldıktan sonra kalan tutarın 10 milyar TL'yi aşan kısmı beyanname verilmesini gerektirecektir.

b- Dar Mükellef Gerçek Kişilerde: Tam mükellef gerçek kişilerde olduğu gibidir. Ancak, GVK madde (86/2) çerçevesinde dar mükellefiyette vergiye tabi gelirin sadece hisse senedi alım satım kazancından oluşması durumunda, yıllık beyanname verilmeyecektir. GVK madde (101/2) uyarınca, dar mükellef gerçek kişiler menkul malların ve hakların elden çıkarılmasından doğan kazanç ve iratlarını mal ve hakların Türkiye'de elden çıkarıldığı yerin vergi dairesine münferit beyanname ile bildirmek zorundadırlar.

c- Ticari İşletmeler ve Kurumlar Vergisi Mükelleflerinin Aktifine Kayıtlı Hisse Senetlerinin Elden Çıkarılmasından Sağlanan Kazançlarda: Ticari faaliyete bağlı olarak işletme bünyesinde elde edilen alım satım kazançları ticari kazanç olarak beyan edilip vergilendirilecektir. KVK'nun 13'üncü maddesine göre kurum kazancı GVK'nun ticari kazanç hükümleri çerçevesinde belirlendiğinden, ticari işletme için geçerli olan hükümler kurumlar vergisi mükellefleri için de geçerli olacaktır.

d- Dar Mükellef Kurumlarda: GVK madde (37/5) uyarınca dar mükellef ku-

rum, Türkiye'de bir işyeri açmak suretiyle veya daimi temsilci vasıtasıyla devamlı menkul kıymet alım satımı işi yapan kurum statüsünde ise alım satım kazançları ticari kazanç olarak vergiye tabi olacaktır. GVK'nun Mükerrer 81'inci maddesi uyarınca, dar mükellef kurumun alım satım ile devamlı olarak uğraşması halinde kur farklarından doğan kazançlar ticari kazancın tespitinde dikkate alınır, aksi takdirde hesaplama dahil edilmez, münferit beyanname gösterilir.

3. Emisyon Primleri

Sermaye artırımını suretiyle yapılan halka açılmalarda, nominal değer üzerinde elde edilen satış hasılatı (TTK madde 466 uyarınca kanuni yedek akçelere ilave edilen emisyon primleri) Kurumlar Vergisi Kanunu (KVK)'nun (8/5) maddesine göre, kurumlar vergisinden istisna olup, istisna olan bu kazanç üzerinden 31.12.2003⁽¹⁶⁾ tarihine kadar KVK geçici madde (28/a) uyarınca GVK madde (94/6-b-ii) kapsamında gelir vergisi tevkifatı da yapılmamaktadır.

Hisse Senetlerinin Borsa Kotuna Alınması ve İşlem Görmesi

SPK kaydına alınan hisse senedinin borsada işlem görmesi için, İstanbul Menkul Kıymetler Borsası (İMKB) Kotasyon Yönetmeliği'nin (9/A-I) maddesine göre kota alınması⁽¹⁷⁾ ve İMKB Hisse Senetleri Piyasası Yönetmeliği'nin 3'üncü maddesine göre Borsa Yönetim Kurulunun hisse senedinin işlem göreceği pazarın belirlenmesi gerekmektedir⁽¹⁸⁾.

Halka Açılan Anonim Şirketlerde Kar Dağıtımı

a) Hisse senetleri borsada işlem görme- yen halka açık anonim ortaklıkların dağıtacakları birinci temettü tutarı, hesap dönemi kârından kanunlara göre ayrılması gereken

yedek akçeler ile vergi, fon ve mali ödemeler ve varsa geçmiş yıl zararları düşüldükten sonra kalan dağıtılabilir kârın % 20'sinden az olamaz⁽¹⁹⁾. Bu ortaklıkların birinci temettüü nakden dağıtılmaları esastır.

b) Hisse senetleri borsada işlem gören anonim ortaklıkların dağıtacakları birinci temettü tutarı da, hesap dönemi kârından kanunlara göre ayrılması gereken yedek akçeler ile vergi, fon ve mali ödemeler ve varsa geçmiş yıl zararları düşüldükten sonra kalan dağıtılabilir kârın % 20'sinden az olamaz. Hisse senetleri borsada işlem görenler, genel kurullarının alacağı karara bağlı olarak temettüü; tamamen nakden dağıtma, tamamen hisse senedi olarak dağıtma, belli oranda nakit belli oranda hisse senedi olarak dağıtarak kalanını ortaklık bünyesinde bırakma, nakit ya da hisse senedi olarak dağıtmadan ortaklık bünyesinde bırakma konusunda serbesttir. Ancak SPK (Kurul), bu ortaklıklara birinci temettüü nakden dağıtma zorunluluğu getirebilir. Diğer yandan, bir önceki döneme ilişkin birinci temettü dağıtımını gerçekleştirmeden sermaye artırımını yapan ve artırımını temsil eden hisse senetleri borsada eski ve yeni olarak iki ayrı sırada işlem gören ortaklıklardan, dönem sonunda elde ettikleri kârdan temettüü dağıtmak isteyenler birinci temettü nakden dağıtmak zorundadırlar.

c) Temettü Dağıtım Zamanı: Temettü dağıtımını, ortaklıklarca hesap dönemini izleyen 5'inci ayın (Mayıs) sonuna kadar tamamlanmak zorundadır⁽²⁰⁾. Temettü ödemesinin tamamlanması için; (i) Temettüünün tamamı nakden dağıtılacaksa, temettüü tahsil etmek için ilgili kuponlarıyla temettü dağıtım adreslerine başvuran ortaklara nakden veya hesaben ödemenin yapılması. (ii) Hisse senedi olarak dağıtılacaksa, temettüünün sermayeye ilavesi nedeniyle ihraç edilecek hisse senetlerinin

Kurulca kayda alınması ve kayıt sonrası işlemlerin tamamlanarak temettü karşılığı dağıtılacak hisse senetlerinin; kayıtlı sermaye sistemindeki ortaklıklarda hesap dönemini izleyen 5 inci ayın sonuna kadar, hisse senedi dağıtımının yapıldığı adreslere başvuran ortaklara teslim hazır hale getirilmesi. Esas sermaye sistemindeki ortaklıklarda ise sermaye artırımının tescilinin hesap dönemini izleyen 5 inci ayın sonuna kadar tamamlanarak teslim hazır hale getirilmesi, (iii) (i) ve (ii)'deki seçeneklerin birlikte kullanılması durumunda ise, anılan bentlerde belirtilen işlemlerin ayrı ayrı ancak hesap dönemini izleyen 5'inci ayın sonuna kadar yerine getirilmesi gerekir.

d) Hisse senetleri borsada işlem görsün ya da görmesin halka açık anonim ortaklıklarda, yönetim kurulu üyeleri ile memur, müstahdem ve işçilere, katılma, kurucu ve adi intifa senedi sahiplerine, çeşitli amaçlarla kurulmuş olan vakıflara ve bu gibi kişi ve/veya kurumlara kâr payı dağıtılabilmesi ve çeşitli amaçlarla kurulmuş olan vakıflara ve bu gibi kişi ve/veya kurumlara bağışta bulunulabilmesi için, öncelikle esas sözleşmede hüküm bulunması; çeşitli amaçlarla kurulmuş olan vakıflara ve benzer nitelikteki kişi ve/veya kurumlara bağışta bulunmaları veya kârdan pay ayrılması durumunda, 29/1/1989 tarihli ve 20064 sayılı Resmi Gazete'de yayımlanan Seri: XI, No: 1 Sermaye Piyasasında Mali Tablo ve Raporlara İlişkin İlke ve Kurallar Hakkında Tebliğ'de yer alan "önemlilik" kavramı dikkate alınarak; (i) Bu ödemelerin, Kanunun 15'inci maddesinin son fıkrası kapsamına girebilecek sonucu doğurması. (ii) Yıl içinde yapılanlar dahil bağışların⁽²¹⁾, genel kurulda ortakların bilgisine sunulması, (iii) Seri: VIII, No:20 Tebliği çerçevesinde gerekli özel durum açıklamalarının yapılması zorunludur.

e) Temettü dağıtımında imtiyaz, ancak

dağıtılabilir kârın, birinci temettü dağıtıldıktan sonraki kısmı için tarınabilir. OYHS sahipleri diğer ortaklarla birlikte payları oranında birinci temettü aldıktan sonra kalan kârdan, pay başına düşen birinci temettününün bu senetlerin imtiyazına ilişkin olarak esas sözleşmede belirtilen oranında kâr payı alırlar. Yasa hükmü ile ayrılması gereken yedek akçeler ayrılmadıkça, esas sözleşmede pay sahipleri için belirlenen birinci temettü ve OYHS sahipleri için belirlenen kâr payı nakden ve/veya hisse senedi biçiminde dağıtılmadıkça; başka yedek akçe ayrılmasına, ertesi yıla kâr aktarılmasına ve temettü dağıtımında imtiyazlı pay sahiplerine, katılma, kurucu ve adi intifa senedi sahiplerine, yönetim kurulu üyeleri ile memur, müstahdem ve işçilere, çeşitli amaçlarla kurulmuş olan vakıflara ve bu gibi kişi ve/veya kurumlara kâr payı dağıtılmasına karar verilemez. Ayrıca kârdan ikinci temettü dağıtılması halinde OYHS'lerinin, diğer paylar gibi sermaye payları oranında eşit yararlanma hakları vardır.

f) Halka açık anonim ortaklıkların birinci temettü tutarını eksik dağıtmaları durumunda, Kurul bu ortaklıklara eksik dağıtılan temettü tutarını dağıtım zamanına ilişkin süreleri esas alınarak TCMB'nin kısa vadeli avanslar (halen % 64) için uyguladığı faiz oranı üzerinden hesaplanacak faiz tutarı ile birlikte nakden veya olağanüstü yedek akçelerin sermayeye ilave edilmesi suretiyle hisse senedi şeklinde dağıtılması zorunluluğunu getirebilir. Ayrıca, eksik dağıtımdan zarar görenlerin, yasal koşullar olduğu takdirde, yönetim kurulu üyelerinin hukuki sorumluluğu için yasal yollara başvurma hakları saklıdır.

3. Temettü Avansı Dağıtım Esasları

a) *Temettü Avansı Dağıtım Kararı:* Halka açık anonim ortaklıklar, sermaye piyasası mevzuatına uygun olarak düzen-

lenmiş ve bağımsız sınırlı (gerekli hallerde yıllık sürekli denetleme esasları çerçevesinde özel denetleme) denetlemeden geçmiş 3, 6 ve 9 aylık ara mali tablolarındaki kârları üzerinden nakit temettü avansı (interim dividend) dağıtabilirler. Temettü avansı dağıtmak isteyen ortaklıkların esas sözleşmelerinde hüküm bulunması ve genel kurul kararıyla ve sadece ilgili yılla sınırlı olmak üzere yönetim kuruluna yetki vermeleri zorunludur.

b) *Dağıtılacak Temettü Avansının Hesaplanması:* Dağıtılacak temettü avansı, ara dönem kârından kanunlara ve esas sözleşmeye göre ayrılması gereken yedek akçeler ile vergi, fon ve mali karşılıklar ve varsa geçmiş yıllar zararlarının tamamı düşüldükten sonra kalan kısmın yarısını geçemez. Bir hesap döneminde verilecek toplam temettü avansı tutarı bir önceki yıla ait dönem kârının kanunlara ve esas sözleşmeye göre ayrılması gereken yedek akçeler ile vergi, fon ve mali karşılıklar ve varsa geçmiş yıllar zararları düşüldükten sonra kalan kısmının yarısını ve genel kurulca onaylanan yıl sonu bilançosunda yer alan olağanüstü yedek akçe tutarını aşamaz. Yine yatırım ortaklıklarında ayrıca bir önceki yıla ait dönem kârının hesaplanmasında gerçekleşmemiş sermaye kazançları (değer artışları) dikkate alınmaz. Aynı hesap dönemi içinde birden fazla temettü avansı ödemesi yapıldığı takdirde, sonraki ara dönemlerde ödenecek temettü avansları hesaplanırken, önceki ara dönemlerde ödenen temettü avansları indirilir. Önceki hesap döneminde ödenen temettü avansları mahsup edilmeden, sonraki hesap dönemlerinde ilave temettü avansı verilemez ve temettü dağıtılamaz.

Yıllık kâr payının aksine, imtiyazlı pay sahiplerine, OYHS sahiplerine ve ortaklar dışında kârdan pay alan kişi ve/veya kurumlara temettü avansı dağıtılamaz. Te-

mettü avansı konusunda önemli bir husus da dağıtılan avansın hukuki niteliğidir. Temettü avansı hesap dönemi içerisinde dönem sonundaki dağıtılacak olan kâra mahsuben yapılan ödemeleri ifade etmektedir. Buradan yapılan ödemelerin hukuki açıdan ortaklara verilen borç niteliğinde olduğu sonucuna ulaşılabilmektedir. Dolayısıyla temettü avansı bir tür borç verme ya da ödünç verme işlemidir. Dikkat edilmesi gereken diğer bir husus ise bu müessesede verilen avansın faize tabi olmamasıdır. İşte bu noktada karşılaşılabilecek en önemli sorun, SPKn'nun (15/son) maddesinde vaz edilen örtülü kazanç aktarımıdır. Düzenleyici otorite, bu sorunun aşılmasında, avansların dönem sonu kârından, yeterli kâr oluşmaması veya zarar oluşması durumunda da bir önceki döneme ait olağanüstü yedek akçelerden mahsup edilmesi; aksi halde ilave avans dağıtılamaması esaslarını getirmiştir.

c) Temettü Avansı Dağıtım Zamanı: Temettü avansının dağıtımına, ara mali tablolar ile temettü avansı dağıtım tablosunun bağımsız sıırlı veya özel denetleme raporu ile birlikte Kurula gönderildiği tarihten asgari 4 hafta azami 6 hafta sonra başlanması zorunludur.

e) Temettü Avansı Dağıtımında Sorumluluk: Yönetim kurulu üyeleri ve temsilcisi oldukları tüzel kişiler, şirket denetçileri, bağımsız denetimi yapanlar ve bağılı oldukları gerçek ve tüzel kişiler, ara dönem bilanço ve gelir tablolarının gerçeği yansıtmamasından veya mevzuat ile muhasebe ilke ve kurallarına uygun olarak düzenlenmemiş olmasından doğan zararlar için şirkete, pay sahiplerine, şirket alacaklılarına ve ayrıca doğrudan doğruya olmak üzere temettü avansının kararlaştırıldığı veya ödendiği bilanço yılı içinde pay senedi iktisap etmiş bulunan kişiler ile üçüncü kişilere karşı müteselsilen sorumludurlar.

Hukuki sorumluluk doğuran hallerin varlığı durumunda, pay sahipleri, yönetim kurulu üyeleri, denetçiler ve Kurul tarafından, yönetim kurulu kararının ilanından itibaren 30 gün içinde, Kanunun 12'nci maddesinin altıncı fıkrasındaki esaslar çerçevesinde iptal davası açılabilir.

f) Hisse senetleri halka arz yoluyla satılan bankaların, temettü avansı dağıtmak istemeleri halinde, birinci temettü Kurul düzenlemelerine uygun şekilde ayırmaları ve bankacılık mevzuatı çerçevesinde Bankacılık Düzenleme ve Denetleme Kurumu (BDDK)'ndan izin almaları zorunludur.

g) Ortaklar ve kâra katılan diğer kimselerce tahsil edilmeyen kâr payı bedelleri ile ortaklar tarafından tahsil edilmeyen temettü avansı bedelleri dağıtım tarihinden itibaren beş yılda zaman aşımına uğrar. Zaman aşımına uğrayan temettü ve temettü avansı bedelleri hakkında 12/6/1933 tarihli ve 2308 sayılı Şirketlerin Müruru Zamana Uğrayan Kupon Tahvilat ve Hisse Senedi Bedellerinin Hazineye İntikali Hakkında Kanun hükümleri uygulanır.

Sonuç

Halka açılma yoluyla finansman temini, tüm dünyada işletmelerce, öncelikle yabancı kaynak temininin yaratacağı ek yüklerden kurtulmak amacıyla tercih edilen ve ekonomik istikrara sahip, sermaye piyasaları gelişmiş ekonomilerde özellikle rağbet gören bir finansman yöntemi olarak karşımıza çıkmaktadır. Ülkemiz gibi ekonomik açıdan gelişimini henüz tamamlayamamış ülkelerde, işletmelerin özkaynak yaratmak suretiyle banka kredilerine daha az başvurarak faiz maliyetlerinin de azaltılmasını ve genel olarak faizlerin düşürülmesini teminen halka açılmaları ve bu şekilde ülkemizde kurumsallaşmanın teşvikini ve geliştirilmesini⁽²²⁾ sağlamak için ilave bazı önlemlerin alınmasında yarar görülmektedir.

Genel ekonomik ortamda istikrar sağlamaya yönelik, tutarlı makro ekonomik politikaların sermaye piyasalarının gelişmişlik düzeyine sağlayacağı olumlu katkıının, işletmelerin halka açılmaları için uygun zamanlamanın sağlanabilmesi açısından herşeyden öncelikli olduğunu belirtmek koşuluyla, bu konuya ilişkin olası ilave tedbirler arasında ilk sırayı vergisel teşvik tedbirlerinin alabileceği düşünülmektedir. Özellikle, hisse senedi alım satım kazançları için elde tutma süresini kalıcı hale getiren 4783 sayılı Kanun'un, henüz istenilen seviyede derinlik kazanamamış olan İMKB'ye beklenen ivmeyi kazandırabilmesinin; alım satım kazançlarında yıl içindeki zararların elde edilen kârlardan mahsubuna ve 1999-2002 yılları gelirlerinde uygulanan enflasyondan arındırma uygulamasına en az 5 yıllık bir süre daha devam edilmesini sağlayacak ilave düzenlemelere bağlı olduğuna inanılmaktadır. Bu yolla tasarruf sahiplerinin sermaye piyasalarına talep göstermeleri özendirilmiş ve dolayısıyla halka açılmayı hedefleyen işletmelerin hisse senetleri için piyasa oluşturmaları mümkün olacaktır. Ayrıca, sermaye artırımını suretiyle halka açılmayı özendirmek için gelir vergisi tevkifatı yapılmaması uygulamasına en az 5 yıllık bir dönem daha devam edilmesi de önemli bir teşvik aracı olacaktır.

Sonuç olarak, makro ekonomik istikrar koşulları oluştuğunda ve işletmeler açısından geleceğin belirsizliği tehlikesi ortadan kalktığında, yukarıda anılanlara benzer bazı ilave teşviklerle, halka açılma yoluyla finansman temini yöntemi, işletmeler bakımından gerçek bir alternatif finansman yöntemi haline gelebilecek ve gelişmiş ekonomilerdekine benzer şekilde artan oranlarda rağbet görebilecektir. Bu durum, sermaye piyasalarında arz ve talep yönünde olumlu gelişmeleri de beraberinde getirecek ve genel ekonomiye de ivme kazan-

dırabilecektir.

KAYNAKLAR

- AKBULAK, Sevinç (1991), Şirketlerin Halka Açılması, SPK Yeterlik Etüdü, Ankara, 1991.
- AKBULAK, Yavuz (2002) "Alternatif Kaynak Maliyetleri Üzerine Bir Değerlendirme", Vergi Dünyası, Ağustos 2002, Sayı:252, s.132-143.
- AKBULAK, Yavuz (2002), "Halka Açık Anonim Şirketlerde Kar Payı ve Temettü Avansı Dağıtım Esasları", Vergi Dünyası, Mayıs 2002, Sayı:249, s.120-131.
- AKBULAK, Yavuz, A.Koray TAHTAKILIÇ (2003), "Kayıt Dışı Ekonomi Üzerine Düşünceler", Banka-Mali ve Ekonomik Yorumlar, Mart 2003, Sayı:3, s.17-41.
- AKBULAK, Yavuz (1995), "Kaynak Sağlamada Bir Zorunluluk: Halka Açılma", Bankacılar, 1995, Sayı:15, s.52-61.
- AKGÜÇ, Öztin (1989), Finansal Yönetim, İstanbul, 1989.
- ARKEBAUER, James B. with Ron SCHULTZ (1994), Going Public, Denver, Colorado, 1994.
- AYDEMİR, Dinçer (2000) "Temettü Avansı ve Örtülü Kazanç Dağıtımı", Vergi Dünyası, Ekim 2000, Sayı:230, s.88-90.
- Beyanname Düzenleme Kılavuzu (1997), Maliye Hesap Uzmanları Derneği Yayını, İstanbul, 1997.
- ÇAPANOĞLU Mustafa Birol (1993), Türkiye ve Dış Ülkelerde Sermaye Piyasası Özelleştirme Uygulamaları ve Genel Olarak Menkul Kıymet Borsaları, İstanbul, 1993.
- ERKAN, Nurhan, Bahşayış TEMİR (1998), Şirketler Kesiminin Finansman Eğilimleri Anketi Sonuçları-1996, SPK Yayın No:126, 1998.
- Gelir Vergisi Kanunu, Kurumlar Vergisi Kanunu, Türk Ticaret Kanunu, www.imkb.gov.tr, www.spk.gov.tr
- KARAN, Mehmet Baha, Ali Argun KARACABEY (2003), Türkiye'de Sermaye Piyasasının Mali Sistem İçindeki Yeri, Sorunları ve Geleceği, SPK Yayın No:140, 2003.
- KARTAL, Zihni (2000), Halka Açılmanın Dayanılmaz Çekiciliği: Vergisel Avantajlar", Vergi Dünyası, Kasım 2000, Sayı:231, S.75-79.

- SAMİ, Mehmet, "Halka arz kültürünün oluşumu", Dünya, 29.05.1995.

- SCHNEIDER, Carl W., Joseph M. MANKO, Robert S. KANT (1995), Going Public, New York, 1995.

- ULUDAĞ, Ramazan (1987), Türkiye'de Kurumsallaşmanın Teşviki ve Gelişmesi, Maliye ve Gümrük Bakanlığı, APK Yayın No:292, 1987.

DİPNOTLAR

1- Kanun'daki ibare, "sermaye piyasası araçları..." şeklinde olmasına karşın, yazının konusu halka açılma olduğundan, anlaşılabilirliği sağlamak için ibare tarafımızca "...hisse senetlerinin..." şeklinde verilmiştir.

2- Türk Hukukunda "pay" gerek kuruluşta gerekse sermaye artırımına esasında ortağın iştirak tahhüdünde bulunmasıyla doğmakta, payın hisse senedine tahvili zorunluluğu bulunmamaktadır. Hisse senedi tamamen şekli bir işlem olmasına rağmen, halka açık anonim ortaklıklar bakımından hisse senedinin bastırılması zorunludur.

3- SPKn'nun (50/a) maddesi, bankalar için ortak sayısı kriterinin uygulanmayacağına vaz etmiştir. Öte yandan, 4389 sayılı Bankalar Kanunu'nun "Diğer Hükümler" başlıklı 20'nci maddesinin ikinci fıkrasının (6/a) alt bendi hükmü gereğince Bankalar Kanununun hükümleri özel finans kurumları için de uygulanmasına karşın, SPKn'unda hüküm olmaması nedeniyle ortak sayısı kriteri özel finans kurumları bakımından geçerli bulunmaktadır.

4- Kayıtlı sermaye sistemi, bu sistemi benimseyen şirketlere TTK'nun sermayenin artırılmasına dair hükümlerine tabi olmaksızın, ticaret siciline tescil edilmiş kayıtlı sermaye tavanı içinde kalmak üzere, esas sözleşmelerinde hüküm bulunmak kaydıyla ve yönetim kurulu kararıyla sermaye artırımını yapabilmelerini sağlamaktadır. Kayıtlı sermaye sistemi, çok ortaklı şirketlerin sermaye artırımlarında genel kural yapma, nisapları sağlama, nisap sağlanmadığında tekrar toplanma gibi zaman kaybettirici durumları ortadan kaldırmaktadır. Bu sistem, yönetim kuruluna, imtiyazlı ve itibari değerinin üzerinde hisse senedi çıkarılması, pay sahiplerinin yeni pay alma haklarının sınırlandırılması veya imtiyazlı hisse senedi sahiplerinin haklarını kısıtlayıcı nitelikte karar alınması yetkilerini vermektedir. Hisse senetlerinin satış anında teslimi de bu sistemin diğer bir avantajıdır.

5- Seri: I, No: 26 Tebliği'nin (17/A) maddesi uyarınca, "Hisse senetleri Borsada işlem gören halka a-

çık anonim ortaklıklardan SPK tarafından uygun görülenler, hisse senedi ihracında raf kayıt sistemini kullanır. Bu sistemde izahname, ihraç edilecek hisse senetlerine ilişkin bilgilerden ibaret olup, ortaklıklarla ilgili ayrıntılı doküman, Borsanın web sayfasında sürekli olarak yayınlanır ve yılda en az bir kez revize edilir."

6- Mehmet SAMİ 29.05.1995 tarihli Dünya Gazetesindeki yazısında; "Hisselerini halka arz eden ortaklıklar işletme sermayesi ihtiyaçlarını sermaye artırım yolu ile finanse etmektedirler. Ancak, sermaye artırım bedelli-bedelsiz artırım yolu ile olduğu için halka açıklık oranları değişmektedir. Bu da piyasayı sığ ve riskli bir hale getirmektedir." demek suretiyle bedelsiz sermaye artırımının halka açıklık oranlarını bozduğunu savunmaktadır.

7- Toplanan kesin talebin satışa sunulan hisse senedi tutarından fazla olması durumunda, mevcut ortakların daha önce belirlenen payları, dağıtım tabii tutulacak toplam hisse senedi tutarına ilave edilebilir. Ancak, bu şekilde ek satışa (green shoe opsiyonu) konu olacak hisse senedi tutarı halka arz edilen hisse senedi tutarının % 15'ini geçemez. Öte yandan, halka arz nedeniyle toplanan tutarların nemalandırılması mümkün olup, bu hususa ilişkin esaslar izahname ve sirkülerde yer alır. Halka arzda konsorsiyum üyelerince yatırımcılardan tahsil edilecek ücret ve komisyonlara ilişkin tarife halka arz sirkülerinde duyurulur.

8- Halka açılmalar dahil, sermaye piyasası araçlarının halka arz yoluyla satışlarında; sermaye piyasası araçlarını ihraç ve halka arz eden ihraççılar ile halka arza aracılık eden aracı kuruluşların yönetim kurulu başkanı ve üyeleri, kanuni denetçileri, muhahhas müdürleri, genel müdür ve genel müdür yardımcıları ve görevleri sebebiyle bilgi sahibi olabilecek diğer personel ile bunların eşleri ile birinci derecede kan ve sıhrı husumları söz konusu sermaye piyasası araçlarını doğrudan veya dolaylı olarak satın alamazlar.

9- Anılan yöntem, Turkcell İletişim Hizmetleri A.Ş. hisse senetlerinin 2000 yılında yurtiçi ve yurtdışı halka arzında uygulanmıştır.

10- Beyanname Düzenleme Kılavuzu, Maliye Hesap Uzmanları Derneği Yayını, İstanbul, 1997, s.255.

11- 09/01/2003 tarihli ve 24988 sayılı Resmi Gazete'de yayımlanmıştır.

12- Halka açık anonim ortaklıklardan elde edilen kâr payları ve/veya temettü avansları, GVK madde

(94/b-1) uyarınca % 5, halka kapalı anonim ortaklıklardan elde edilenler ise GVK madde (94/b-2) uyarınca % 15 oranında gelir vergisi stopajına tabidir.

13- Dinçer AYDEMİR, "Temettü Avansı ve Örtülü Kazanç Dağıtımı", Vergi Dünyası, Ekim 2000, Sayı:230

14- Basit bir örnekle her iki düzenlemenin vergisel sonuçlarını açıklayabiliriz: Kişi, 01.03.2002 tarihinde İMKB'de işlem gören bir hisse senedini 50 milyar TL maliyet bedeliyle satın alıyor ve 30.04.2002 tarihinde 100 milyar TL'ye elden çıkıyor. Elde edilen satış kârı 50 milyar TL'dir. 4444 sayılı Kanun uyarınca enflasyondan arındırma (2002 yılı için % 87,4) ve 3.5 milyar TL'lik istisna tutarı düşüldüğünde, vergiye tabi tutar 2.8 milyar TL (=50 [50x0,874]-3,5) olmaktadır. 4783 sayılı Kanun uyarınca sadece endeksleme yapıp (varsayalım iki aylık oran % 5 olsun) ve 10 milyar TL'lik istisna tutarı düşüldüğünde ise, vergiye tabi tutar 37.5 milyar TL (=100-[52,5+10]) olmaktadır.

15- Sabah, 22.01.2003; Gözlem, 27.01.2003.

16- 31.12.2002 olan tarih, 7/1/2003 tarihli ve 4783 sayılı Kanun ile uzatılmıştır.

17- Ödenmiş veya çıkarılmış sermayenin 2003 yılı için 3.5 trilyon TL olması şarttır. Bu tutar her yıl İMKB Yönetim Kurulunun kararıyla artırılmaktadır.

18- Hisse senedinin nama yazılı olması durumunda, şirket yönetim kurulunun senedin beyaz ö-royla devir ve temlik edebileceğine ilişkin kararının borsaya iletilmesi zorunludur.

19- Değişmeden önceki oran % 50 idi. Yapılan bir çalışmada, hisse senetleri borsada işlem gören anonim ortaklıkların 1995-2000 döneminde dağıtılabilir kârın ortalama % 30'u oranında kar dağıttıkları tespit edilmiştir.

20- SPK'nın 2003/12 sayılı Haftalık Bülteninde de ilan edilen 13.03.2003 tarih ve 13/291 sayılı kararına göre; A) hesap dönemini izleyen 5'inci ayın sonuna kadar dağıtılması zorunlu asgari temettüün, % 20 oranındaki birinci temettü olması, bu çerçevede şirketlerin taksitle temettü dağıtılmelerinin; (i) Sermayesinin en az % 50'si oranında nakit temettü dağıtacak şirketlerin bu haktan yararlanabilmesi. (ii) Nakdi sermaye artırımını nedeniyle ihraç edilen hisse senetlerinin satış süresi içinde hesap dönemi sona

eren (aynı tertip içinde eski ve yeni hisse ayrımı ortaya çıkan) şirketlerde temettü hakkı bulunan ve bulunmayan hisse senetlerinde olabilecek karışıklıklar nedeniyle nakit temettüün, hesap dönemini izleyen 5'inci ayın sonuna kadar bir defada ödenmesi. (iii) Nakit temettü ödemelerinin en fazla iki taksitte gerçekleştirilmesi. (iv) Temettüün ikinci taksidinin en geç Eylül ayı sonuna kadar ödenmesi. (v) Temettüün ilk taksidinin yeni pay alma kuponu, ikinci taksidinin ise kâr payı kuponu karşılığında ödenmesi. (vi) Temettüün her bir taksidinin brüt ve net olarak ayrı hesap edilmesi. (vii) Ödemeler ile ilgili duyuruların Mevzuatımız hükümlerine göre yapılması esasları çerçevesinde gerçekleştirilmesi. B) Bu kararın, (A) bendinde yer alan koşulları sağlayan halka açık anonim ortaklık statüsünü haiz tüm şirketler için uygulanabilir olması mümkün kılınmıştır.

21- SPK'nın 2003/3 sayılı Haftalık Bülteninde de ilan edilen 10.01.2003 tarih ve 3/38 sayılı kararına göre, ilgili hesap yılı içinde yapılan bağışların birinci temettü esas net dağıtılabilir dönem kârının matrahına eklenmesi ve bu matrah üzerinden hesaplanması gerekmektedir.

22- Ülkemiz mevzuatından derlenen ve kurumsallaşmanın teşvikine yönelik olan önlemler şöyle sıralanabilir: yatırım indirimi, yenileme fonu, yeriden değerlendirme, maliyet artırımını, hızlandırılmış amortisman uygulaması, kıst esasına dayalı finansman gideri uygulaması, halka açık anonim şirket kâr paylarının düşük oranda vergi tevkifatına tabi tutulması, emisyon primi istisnası, gayrimenkul ve iştirak satış kârı istisnası, ihracatta vergi iadesi, kayıtlı sermaye ve raf kayıt sistemleri, TCMB röfinansman politikası, Tasarruf Mevduatı Sigortası, Yatırımcı Koruma Fonu, oydan yoksun hisse senedi ihracı, hisse senediyle değiştirilebilir tahvil ihracı, kâra iştirakli tahvil ihracı, kâr-zarar ortaklığı belgesi ihracı, VDMK ihracı, vekaleten oy kullanılması, birikimli oy kullanılması, halka açık anonim şirketlerde azınlık hakkının % 5 olarak kabulü, halka açık anonim ortaklıklarda kamuyu aydınlatma kuralları ve özel durumların açıklanması, temettü avansı uygulaması, borsada işlem gören şirketlere temettü dağıtma serbestiyeti tanınması, temettüün sermayeye ilave edilebilmesi, kredi garanti fonu, düşük faizli KOBİ kredileri, vb.

Sermaye Piyasası

MUSTAFA BARIŞ

Banka – Mali ve Ekonomik Yorumlar Dergisi Genel Yayın Yönetmeni



Savaş ve Belirsizlik Borsa'da Dengeyi Bozdu

Mart ayının ilk işlem gününe (Pazartesi) İstanbul Menkul Kıymetler Borsası (İMKB), hafta sonu Meclis'te yapılan oylama sonucunda tezkerenin çıkmaması nedeniyle satışla başladı. Endeks günü 10.128 puandan kapattı. Hisse senetlerinin ortalama günlük kaybı % 12.49 oranında oldu. Salı günü IMF ile programın devam edeceği, hükümetten gelen açıklamalar ve ikinci bir tezkere girişimi beklentisi ile endeks % 4.81 oranında artarak 10.616 puandan kapandı. Çarşamba günü Genelkurmay Başkanı Orgeneral Hilmi Özkök, tezkere konusunda hükümetle aynı fikirde olduklarını açıklayınca piyasa bir anlamda "asker dönüşü" yaşayıp rahatladı. Hisse senetleri günü % 1.88'lik artışla 10.815 puandan tamamladı. Bu olumlu havanın sürmesi hafta sonuna kadar devam etti. Perşembe günü endeks 26 puanlık yükselişle günü 10.841 puandan tamamladı. Hisse senetlerinin ortalama günlük getirisi % 0.24 oranında oldu. Cuma günü ise 120 puan yükselen endeks günü % 1.10'luk artışla 10.961 puandan kapadı.

Mart ayının ikinci haftasına başlarken Dünya Bankası Temsilcisi Ajay Chhibber'in 2003 yılı bütçesi ile ilgili "bütçeyi desteklemeyiz" açıklaması borsanın günü 144 puanlık kayıpla 10.817 puandan kapamasına neden oldu. Hisse senetleri günlük bazda ortalama % 1.31 oranında değer yitirdi. Yeni hükümetin halâ kurulamaması ve ikinci tezkerenin gecikmesinin yarattığı endişelere yabancı yatırımcıların da satışı eklenince borsa Salı gününü % 0.67'lik puan kaybıyla 10.744 puandan kapadı. Çarşamba günü de düşüşünü sürdüren borsa günü 130 puanlık kayıpla 10.614 puandan tamamladı. İşlem hacminin düşük olması, belirsizliklerin devam etmesi, yeni hükümetin kurulmasında işin ağırdan alınması gibi nedenler borsayı hafta boyunca etkiledi. Perşembe günü sadece 52 puan yükselen borsa günü 10.666 puandan tamamladı. Cuma günü tekrar bir önceki gün aldığı geri veren borsa günü ve haftayı 10.604 puandan tamamladı.

Mart ayının üçüncü haftasında Irak savaşı ve tezkereye odaklanan piyasalarda, özellikle hafta başında çok sert hareketler yaşandı. Savaş başladıktan sonra tepkilerin daha sınırlı

kaldığı gözlenirken, bunun borsanın artık en alt seviyelere geldiği görüşüne dayandığı, endeksin 8.950 puan seviyesinden döndüğü dikkat çekti. Hisse senetleri haftalık bazda ortalama % 11.29 oranında değer yitirdi. Hisse senetleri haftaya çok sert bir düşüşle başladı. Irak'ta savaşın yaklaştığı yorumları piyasalarda tedirginliği yükseltti. Borsa'da işlem gören hisse senetleri haftanın ilk günü ortalama % 10.57 değer kaybetti. Tezkere konusundaki gelişmeler, Salı günü piyasalardaki olumsuz havayı tersine çevirdi. Çankaya Köşkü'ndeki Irak Zirvesi'nin ardından Bakanlar Kurulu'nun tezkere konusunu görüşmek üzere olağanüstü toplanacağı haberleri, borsada % 11.58'lik yükseliş getirdi. Çarşamba günü ise, Tezkerre konusundaki gelişmeler ve 6 milyar dolarlık ABD yardımının gündemden düşmesi moralini bozdu. İMKB Ulusal 100 Endeksi, 643.29 puan azalarak günü 10 bin puanın altında 9.938 puandan tamamladı. Hisse senetleri ortalama % 6.08 oranında değer kaybetti. Perşembe günü Irak savaşı başladı. Savaşın başlamasının piyasalarda yarattığı şok kısa sürdü. Irak'ta yaşanan gelişmelere borsa sınırlı tepki verirken, faiz ve dövizdeki hızlı yükseliş, Merkez Bankası'ndan gelen açıklamayla duruldu. Endeks 293.90 puan azalarak günü 9.644 puandan tamamladı. Perşembe günü hisse senetleri ortalama % 2.96 değer kaybetti. Haftanın son gününde de kayıp devam etti. Irak'ta yaşanan savaş ve ABD ile ilişkilerdeki gelişmelerin etkili olduğu borsa, 1. seansta % 5.89 geriledi. 2. seansta gelen tepki alımlarıyla yüzde 3.64 yükselen endeks, günü 9.406 puandan kapattı. Hisse senetlerindeki günlük ortalama kayıp % 2.47 oldu.

Tablo 1
Mart Ayının En Başarılı Hisseleri

Dergi Endeksi Kapsamında	Verim (%)	Diğer	Verim (%)
Kartonsan	9.09	Ecz. Yatırım. Ort.	79.17
Çelik Halat	8.43	Altınyığ	12.17
		Lüks Kadife	10.34
		Konfrut Gıda	8.00
		Ditaş Doğan	7.32
		Garanti Yat. Ort.	7.32
		Enka İnşaat	6.67
		Penguen Gıda	6.58
		Tek-Art Turizm	4.35
		Alkim Kağıt	3.23

Mart ayının son haftasına girerken, Irak Savaşının tahmin edilenden daha uzun süreceği beklentisinin güçlenmesi, uluslararası piyasalarda olduğu gibi Türkiye'de de etkisini gösterdi. Borsa Pazartesi gününü 514 puanlık düşüşle 8.892 puandan kapadı. Hisse senetlerinin ortalama günlük kaybı % 5.46 oranında oldu. Salı günü hükümetin ek tedbirlerle 4 katrilyon liralık tasarruf sağlayacak olması v ABD'nin Türkiye'ye 1 milyar dolar vereceği haberi piyasalarda iyimserlik yarattı. Borsa günü 295 puanlık artışla 9.187 puandan tamamladı. Hisse senetlerinin ortalama günlük getirisi % 3.32 oranında oldu. Bush yönetiminin ABD kongresi onayı şartıyla Türkiye'ye 8.5 milyar dolarlık krediye çevrilebilir 1 milyar dolarlık hibe hazır-

lığı yapacağını söylemesi, Çarşamba günü borsanın günü 221 puanlık artışla 9.408 puandan kapamasına neden oldu. Hisse senetleri günlük bazda ortalama % 2.40 oranında değer kazandı. Perşembe ve Cuma günleri de yükselişini sürdüren borsa, Perşembe gününü 164 puanlık artışla 9.572 puandan; Cuma gününü de 59 puanlık artışla 9.631 puandan tamamladı. Mart ayının son işlem günü olan Pazartesi günü borsa Irak Savaşının tedirginliği etkisinde günü 156 puanlık kayıpla 9.475 puandan tamamladı. Hisse senetlerinin ortalama günlük kaybı % 1.62 oranında oldu.

Sıralanan bu etkiler sonucunda "31 Mart 2003 Pazartesi" günü kapanış fiyatları itibariyle 9.475,09 puana gerileyen İMKB Ulusal – 100 endeksinin Şubat ayı sonuna göre değer kaybı % 18.14 düzeyinde olmuştur. Yine aynı günkü kapanış fiyatları itibariyle, Banka – Mali ve Ekonomik Yorumlar Dergisi endeksi, İMKB Ulusal – 100 endeksinden daha az bir düşüş göstermiş ve Mart ayında % 14.78 oranında değer kaybederek 4.192.177,88 puana gerilemiştir. Endeks kapsamındaki 40 hissenin 38 tanesi değer yitirmiş ve 2 hisse değer kazanmıştır. Ay içinde en fazla değer kazanan ve kaybeden hisseler tablo 1 ve 2’de gösterilmiştir.

Tablo 2
Mart Ayının En Başarısız Hisseleri

Dergi Endeksi Kapsamında	Verim (%)	Diğer	Verim (%)
Makine Takım	- 30.00	Arsan Tekstil	- 62.90
Garanti Bankası	- 28.89	Işıklar Ambalaj	- 35.06
Brisa	- 27.47	Hürriyet Gzt.	- 34.09
Yazıcılar Holding	- 27.27	Milliyet Gzt.	- 31.96
İzocam	- 26.84	Kipa	- 31.85
Koç Holding	- 23.61	T.Kalkınma Bank.	- 31.15
Sabancı Holding	- 21.95	Global Menk.Değ.	- 29.09
Ege Gübre	- 21.43	Ak Sigorta	- 28.57
Bağfaş	- 20.75	Anadolu Isuzu	- 28.57
Deva Holding	- 20.59	Derimod	- 28.33

Tablo 3
Mart Ayında Sermaye Artırımları (Milyon TL)

Şirket	Önceki Sermaye	Bedelli	%	Bedelsiz	%	Yeni Sermaye
Altınyâğ	6.532.000	3.593.000	55	-	-	10.124.000
Avrasya Yat.Ort.	787.000	1.573.000	200	-	-	2.360.000
Çelik Halat	5.983.000	-	-	3.472.000	74.70	5.983.000
Dardanel	14.999.000	2.400.000	-	-	-	17.399.000
DYO Boya	31.949.000	39.937.000	125	-	-	71.886.000
Emek Elektrik	3.419.000	855.000	25	1.709.000	50	5.983.000
İhlas Ev Aletl.	6.075.000	12.150.000	200	-	-	18.225.000
Sasa	14.420.000	-	-	57.680.000	400	72.100.000

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

Şirket	Önceki Tavan	Yeni Tavan
Aygaz	75.000.000	500.000.000
Denizli Cam	6.000.000	20.000.000
Karsan Otomotiv	12.000.000	40.000.000
Şeker Piliç	5.500.000	20.000.000

Sermaye Artırımları

2003 Şubat ayından sonra Mart ayında da sermaye artırımları devam etmiştir. Tablo 3'te, Mart ayında sermaye artırımını gerçekleştiren 8 şirketin artırım öncesi ve sonrası sermaye rakamlarıyla, bedelli ve bedelsiz artırımlarının tutarları gösterilmiştir. Sermaye artırımlarının yanı sıra, Şubat ayında 4 şirketin kayıtlı sermaye tavanı artırımları Sermaye Piyasası Kurulu (SPK) tarafından onaylanmıştır. Bu şirketlerin eski ve yeni kayıtlı sermaye tavanları tablo 4'te gösterilmiştir.

Şirketlerin Kritik Oranları

Tablo 5'de 2002 yılı sonu mali tablo verilerinden hareketle hesaplanmış ve şirketler hakkında fikir verecek bazı kritik oran değerlerine yer verilmiştir. Tablonun ilk sütununda, işletmelerin likiditelerini ölçmekte kullanılan Cari Oran (CARI) değerleri görülmektedir. Dönen varlıkların kısa vadeli borçlara bölünmesiyle teşkil eden bu oran, şirketlerin karşılabilecekleri muhtemel nakit sıkıntılarını hakkında fikir vermekte, emniyet açısından bu oran değerinin yüksekçe olması tercih edilmektedir. Tablodaki 87 şirket (İMKB Ulusal - 100 endeksinde bulunan şirketler) için hesaplanan ortalama cari değeri 4.09 olarak hesaplanırken, en yüksek CARI değerine 82.36 ile Alarko GMYO'nun sahip olduğu görülmektedir. Holding şirketlerinde likiditenin yüksek olması makul karşılanabilmekle birlikte, ikinci sırayı Borusan Yatırım Pazarlama 57.41 ile almaktadır. Üçüncü sırayı İhlas GMYO 43.95 ile, dördüncü sırayı Alarko Holding 19.26 ile ve beşinci sırayı da Yazıcılar Holding 12.54 ile almaktadır. Tabloda 1'in altında CARI değerine sahip 22 şirket bulunmakta ve tehlike sinyalleri vermektedirler. Yaşamış olduğumuz ekonomik krizler ve belirsizlikler şirketleri olumsuz yönde etkilemiş ve CARI değerlerinin büyük oranlarda eksilmesine neden olmuştur.

Tablonun ikinci sütununda; şirketlerin toplam kısa ve uzun vadeli borçlarının, bilanço toplamına oranlarını ifade eden BORÇ değerleri yer almaktadır. Tablodaki 87 şirket için hesaplanmış ortalama BORÇ değeri 0.48 gibi oldukça kritik bir değeri ifade etmektedir.

Tablonun son sütununda yer alan PDD değerleri, şirketlerin piyasa değerlerinin defter değerlerine oranlarını yansıtmakta olup "28 Mart 2003 Cuma" günkü borsa kapanış fiyatlarının, hisse başına düşen özvarlık değerine bölünmesiyle hesaplanmıştır. Değerin küçüklüğünü hisse fiyatının ucuz kalmış ve alım için uygun olduğunun göstergesidir. Tablodaki verilere göre "28 Mart 2003 Cuma" tarihindeki fiyatlara göre 93 şirket için hesaplanan PDD değeri 2.47'dir.

Tablo 5
Şirketlerin Kritik Oranları

ŞİRKET	CARİ	BORÇ	PDD	ŞİRKET	CARİ	BORÇ	PDD
Adana Çim.	2.22	0.23	1.54	Global M.D.	-	0.01	0.69
Ak Enerji	5.17	0.27	1.16	Goldaş Kuy.	2.69	0.34	0.52
Akbank	-	-	1.14	GSD Holding	0.04	0.12	0.46
Akçansa	2.66	0.20	1.70	Hektaş	1.66	0.38	0.74
Aksa	1.95	0.43	1.33	Hürriyet	3.40	0.40	1.69
Aksu Enerji	0.90	0.18	1.99	İhlas GMYO	43.95	0.01	0.59
Ak Sigorta	-	-	1.80	İş Bankası	-	-	0.77
Akın Tekstil	1.65	0.63	1.12	İş GMYO	5.57	0.05	0.33
Alarko GMYO	82.36	0.01	0.33	İzmir D.Ç.	0.86	0.44	0.44
Alarko Holding	19.26	0.04	2.62	İzocam	1.71	0.49	0.67
Alkim Kimya	2.62	0.19	1.97	Kardemir	0.17	1.35	-
Alcatel Teletaş	1.23	0.90	4.08	Karsan	1.08	0.49	1.26
Anadolu Cam	1.80	0.38	0.95	Kav	5.91	0.01	1.09
Anadolu Efes	0.72	0.56	5.36	Kent Gıda	0.89	0.78	8.95
Anadolu Hayat	-	-	1.00	Koç Holding	0.22	0.14	4.95
Anadolu Isuzu	1.27	0.53	1.54	Kordsa	1.61	0.48	1.11
Anadolu Sigorta	-	-	0.79	Kıpa	1.32	0.44	1.52
Arçelik	2.06	0.57	2.81	Lio Yağ	1.79	0.00	0.54
Arsan Tekstil	2.21	0.37	1.30	Migros	1.13	0.58	3.04
Aselsan	2.85	0.77	2.35	Milpa	0.84	0.67	0.56
Aygaz	1.02	0.55	2.12	Net Holding	0.38	0.21	0.24
Ayçn Enerji	1.48	0.70	1.60	Net Turizm	0.54	1.00	37.02
Bağfaş	1.52	0.49	0.87	Netaş Telekom	1.63	0.56	1.68
Bak Ambalaj	1.30	0.62	3.54	Otokar	0.84	0.68	1.66
Beko Elektronik	1.58	0.81	3.08	Park Elekt.Mad.	4.09	0.24	1.29
Bolu Çimento	2.31	0.29	1.24	Penguen Gıda	1.03	0.92	7.51
Borova Yapı	0.84	0.87	3.22	Petkim	2.16	0.29	1.71
Borusan Boru	1.31	0.59	1.29	Petrol Ofisi	2.53	0.88	3.50
Borusan Yat.Paz	57.41	0.00	0.98	Sabancı Holding	0.59	0.04	2.32
Bossa	1.62	0.45	0.89	Sanko Paz.	1.11	0.72	2.79
Çarşı	0.93	0.95	12.83	Sasa	1.28	0.47	1.01
Çelebi	2.47	0.35	1.96	Soda Sanayi	1.42	0.47	0.80
Çemtaş	4.35	0.20	0.76	Şişe Cam	0.07	0.21	1.06
Çimsa	2.76	0.20	1.46	Tansaş	0.60	0.54	1.83
Deva Holding	1.26	0.81	1.43	Tat Konserve	1.90	0.46	1.54
Dışbank	-	-	0.31	TEB	-	-	0.49
Doğan Holding	-	-	-	Trakya Cam	1.49	0.43	1.68
Doğan Yay.Hol.	-	-	-	T.Demir Döküm	1.39	0.66	1.28
Döktaş	0.97	0.58	1.07	Tofaş Oto Fab.	1.09	0.68	1.65
DYO Boya	0.59	1.10	-	Turcas Petrol	1.05	1.07	-
Ecz.İlaç	1.05	0.62	1.46	Turkcell	0.56	0.91	-
Ecz.Yapı	2.28	0.49	0.87	Tüpraş	1.29	0.63	1.76
Ecz.Yatırım	9.04	0.08	0.97	THY	-	-	-
Enka İnşaat	2.53	-	18.90	Usaş	2.02	0.43	2.29
Ereğli D.Ç.	1.24	0.48	0.55	Uzel Makine	0.73	0.93	4.35
Escort Computer	2.11	0.37	2.03	Vestel	2.02	0.77	1.34
Finansbank	-	-	0.56	Yapı K. K. GMYO	3.77	0.23	0.49
Ford Otosan	0.59	0.92	12.25	Yapı Kredi Bank.	-	-	0.40
Garanti Bankası	-	-	0.75	Yazıcılar Holding	12.54	0.02	1.95
Gima	0.73	1.05	-	Zorlu Enerji	1.94	0.49	2.34
ORTALAMA					4.09	0.48	2.47

Şirketlerin 2002 Yılı Kârları

2002 yılı sonu bilançolarının yayınlanması tamamlanmıştır. Her bilanço döneminde olduğu gibi, yine örnek kütlemizde yer alan şirketlerin net kârlarında, önceki döneme göre gözlenen artış ve düşüş oranları hesaplanmış ve Tablo 6'da gösterilmiştir. Tablonun ilk sütununda 2002 yılı bilanço kârları, ikinci sütununda ise 2001 yılı sonu bilanço kârları gösterilmiştir.

Tabloda yer alan 100 şirket arasında 2002 yılında en fazla kâr eden şirket ise Yapı Kredi Bankası olmuştur. Geçmiş yılda (2001 yılında) kâr elde etmiş olan iki şirket; Net Holding ve Sanko Pazarlama 2002 yılını zararlar kapatmışlardır. 2001 yılında zarar eden 19 şirket ise sırasıyla; Akbank, Alcatel Teletaş, Anadolu Efes, Aselsan, Deva Holding, Dışbank, Döktaş, Eczacıbaşı İlaç, Escort Computer, Finansbank, Garanti Bankası, İş Bankası, Kent Gıda, Şişe Cam, Türk Ekonomi Bankası, T.Demir Döküm, Turcas Petrol, Turkcell ve Yapı Kredi Bankası 2002 yılında kâra geçmişlerdir. 2001 yılında zarar eden 17 şirket sırasıyla; Anadolu Isuzu, Borova Yapı, Çarşı, DYO Boya, Ereğli Demir Çelik, Ford Otosan, Global Menkul Değerler, İzmir Demir Çelik, Kardemir, Karsan Otomotiv, Milpa, Net Turizm, Penguen Gıda, Sasa, Tansaş, Tofaş Oto Fabrikaları ve Uzel Makine 2002 yılını da zararlar kapatmışlardır.

Yapı Kredi Bankası 1 katrilyon liranın üzerinde kâr elde eden şirket olarak göze çarpmaktadır. Akbank, Arçelik, Finansbank, Garanti Bankası, İş Bankası, Petrol Ofisi, Turkcell ve Tüpraş, Türk Hava Yolları ise 100 trilyon liranın üzerinde kâr eden şirketler olarak sıralanmaktadır. 2001 yılı ile karşılaştırıldığında 2002 yılında şirketlerin kârlarını bir hayli arttırdıkları görülmektedir.

Kâr Payı Dağıtımları

2003 yılı başında İMKB Ulusal – 100 endeksine esas teşkil eden 100 şirketin, 2002 yılı kârından ortaklarına dağıtmış veya dağıtacak oldukları kâr payları tablo 7'de gösterilmiştir. Dergimiz endeksi kapsamında yer almakla birlikte, 2003 yılı başında İMKB Ulusal – 100 endeksi kapsamında yer almayan hisseler tablonun sonuna ilave edilmiştir. Tabloda yer alan değerler, şirketlerin nakit ve/veya bedelsiz hisse şeklinde dağıtacakları kâr paylarının toplamını göstermekte, hisselerin nominal değerlerine oranla ifade edilmektedirler.

26 şirkette (Alcatel Teletaş, Bağfaş, Bak Ambalaj, Beko Elektronik, Çelebi, Doğan Holding, Doğan Yayın Holding, Döktaş, Eczacıbaşı İlaç, Eczacıbaşı Yapı, Eczacıbaşı Yatırım, Finansbank, GSD Holding, Hürriyet Gazetecilik, Kav Dan.Paz.Tic., Kent Gıda, Lio Yağ, Netaş Telekom, Park Elektrik Madencilik, Turcas Petrol, Turkcell, Türk Hava Yolları, Vestel, Yapı Kredi Koray GMYO, Yapı Kredi Bankası ve Zorlu Enerji) Genel Kurul Toplantıları yapılmamış olduğundan kâr payı oranları belli değildir. 21 şirket (Anadolu Isuzu, Borova Yapı, Çarşı, DYO Boya, Ereğli Demir Çelik, Ford Otosan, Gima, Global Menkul Değerler, İzmir Demir Çelik, Kardemir, Karsan Otomotiv, Makine Takım, Milpa, Net Holding, Net Turizm, Penguen Gıda, Sanko Pazarlama, Sasa, Tansaş, Tofaş Oto Fabrikaları ve Uzel Makine) 2002 yılını zararlar kapatmış olduklarından dolayı kâr dağıtmamışlardır.

14 şirket (Akın Tekstil, Arsan Tekstil, Ayen Enerji, Borusan Yatırım Pazarlama, Çemtaş, Deva Holding, Escort Computer, Garanti Bankası, Goldaş Kuyumculuk, Good Year, İhlas GMYO, İş GMYO, Petkim ve Petrol Ofisi) ise 2002 yılında kâr elde etmiş olmalarına rağmen, kâr payı dağıtmama kararı almışlardır. 2002 yılında, kâr elde etmiş olmalarına rağmen kâr

payı dağıtmayan şirketlerin bir önceki yıla göre azaldığını görüyoruz. Dağıtım oranı bilinen "İMKB Ulusal – 100 endeksi kapsamındaki hisseler" 74 şirket için hesaplanan basit aritmetik "kâr payı dağıtım oranı" ortalaması % 20.63 olarak bulunmuştur. Bu oran 2001 yılı ile karşılaştırıldığında çok düşük gözükmektedir.

Tablo 6
Kârların Gelişimi

ŞİRKET	2002 KÂRI	2001 KÂRI	ŞİRKET	2002 KÂRI	2001 KÂRI
Adana Çim.	7.513.816	2.609.028	Global M.D.	- 628.297	- 4.268.027
Ak Enerji	43.928.601	100.211.572	Goldaş Kuy.	20.327.561	26.875.492
Akbank	685.448.000	- 19.646.000	GSD Holding	20.782.893	10.840.900
Akçansa	17.379.493	6.240.619	Hektaş	3.727.361	1.819.036
Aksa	79.088.708	62.342.993	Hürriyet	40.506.315	14.040.608
Aksu Enerji	2.393.043	3.239.864	İhlas GMYO	1.295.421	7.222.476
Ak Sigorta	28.246.990	52.580.997	İş Bankası	310.758.499	- 996.877.543
Akın Tekstil	6.082.789	6.474.261	İş GMYO	30.671.858	20.463.474
Alarko GMYO	18.477.192	38.185.108	İzmir D.Ç.	- 3.973.827	- 31.155.761
Alarko Holding	36.205.733	23.258.222	İzocam	3.416.764	5.775.755
Alkim Kimya	9.078.728	9.545.724	Kardemir	- 32.917.255	- 60.340.345
Alcatel Teletaş	1.623.165	- 11.638.977	Karsan	- 1.352.462	- 14.534.673
Anadolu Cam	32.544.360	2.953.473	Kav	14.237	1.476.495
Anadolu Efes	26.038.098	- 14.145.657	Kent Gıda	9.162.432	- 17.224.522
Anadolu Hayat	36.762.164	24.638.893	Koç Holding	36.275.205	54.806.789
Anadolu Isuzu	- 1.012.043	- 19.316.116	Kordsa	27.598.227	16.393.549
Anadolu Sigorta	46.624.074	35.274.502	Kipa	10.006.655	7.309.604
Arçelik	188.131.016	21.359.874	Lio Yağ	275.023	1.485.450
Arsan Tekstil	3.384.508	1.951.988	Migros	12.186.146	17.775.501
Aselsan	49.343.347	- 10.153.827	Milpa	- 3.648.886	- 7.793.110
Aygaz	61.238.894	26.199.811	Net Holding	- 5.689.583	1.828.922
Ayen Enerji	39.242.635	47.459.300	Net Turizm	- 31.463.720	- 14.903.085
Bağfaş	8.179.787	7.121.510	Netaş Telekom	15.661.459	13.474.998
Bak Ambalaj	337.537	1.048.412	Otokar	6.128.102	8.968.833
Beko Elektronik	3.075.818	323.315	Park Elekt.Mad.	15.387.366	11.192.393
Bolu Çimento	21.405.635	16.989.351	Penguen Gıda	- 8.610.986	- 8.558.589
Borova Yapı	- 422.209	- 2.897.746	Petkim	2.647.272	2.887.240
Borusan Boru	11.874.622	7.600.858	Petrol Ofisi	228.045.598	186.596.292
Borusan Yat.Paz	821.130	2.712.413	Sabancı Holding	73.988.221	120.054.389
Bossa	33.781.156	18.304.084	Sanko Paz.	- 2.540.589	28.512.347
Çarşı	- 9.485.160	- 25.832.090	Sasa	- 3.842.706	- 11.489.184
Çelebi	25.186.505	26.830.477	Soda Sanayi	12.564.124	22.466.764
Çemitaş	2.051.704	1.199.039	Şişe Cam	31.602.626	- 2.101.484
Çimsa	37.847.848	28.483.457	Tansaş	- 94.301.854	- 126.804.186
Deva Holding	7.276.515	- 15.652.615	Tat Konserve	11.140.760	8.421.366
Dışbank	81.942.000	- 63.532.000	TEB	18.514.000	- 17.380.000
Doğan Holding	-	- 10.371.598	Trakya Cam	63.249.864	52.533.898
Doğan Yay.Hol.	-	10.615.635	T.Demir Döküm	13.715.699	- 2.410.995
Döktaş	1.465.831	- 6.940.578	Tofaş Oto Fab.	- 19.383.540	- 598.845
DYO Boya	- 25.732.873	- 13.080.229	Turcas Petrol	12.233.307	- 75.964.623
Ecz.İlaç	16.295.809	- 24.967.797	Turkcell	144.631.087	- 646.788.933
Ecz.Yapı	16.708.107	10.166.346	Tüpraş	173.903.848	188.633.258
Ecz.Yatırım	8.540.062	13.146.570	THY	104.919.324	8.127.303
Enka İnşaat	45.281.871	10.989.282	Uşaş	21.721.844	24.979.374
Eregli D.Ç.	- 47.834.682	- 94.932.797	Uzel Makine	- 13.747.526	- 12.831.145
Escort Computer	1.025.307	- 1.897.853	Vestel	72.988.792	54.718.588
Finansbank	188.426.000	- 413.559.000	Yapı K. K. GMYO	849.692	8.890.969
Ford Otosan	- 165.271.220	- 91.737.465	Yapı Kredi Bank.	1.101.454.000	- 1.171.726.000
Garanti Bankası	123.074.000	- 296.621.000	Yazıcılar Holding	2.145.058	30.269.209
Gima	- 34.036.397	- 23.305.412	Zorlu Enerji	13.742.022	12.273.049

Tablo 7
Dağıtılacak Kâr Payları

ŞİRKET	KÂR	ŞİRKET	KÂR	ŞİRKET	KÂR
Adana Çim. (C)	9.05	Ecz.İlaç	-	Sasa	-
Ak Enerji	15.60	Ecz.Yapı	-	Soda Sanayi	10.00
Akbank	5.00	Ecz.Yatırım(*)	-	Şişe Cam(*)	-
Akçansa	17.00	Enka İnşaat	35.00	Tansaş	-
Aksa	75.00	Ereğli D.Ç.(*)	-	Tat Konserve	40.00
Aksu Enerji	50.00	Escort Computer	(**)	TEB	27.61
Ak Sigorta	20.00	Finansbank	-	Trakya Cam	32.00
Akın Tekstil	(**)	Ford Otosan(*)	-	T.Demir Döküm(*)	9.45
Alarko GMYO(*)	20.00	Garanti Bankası(*)	(**)	Tofaş Oto Fab.	-
Alarko Holding	20.00	Gima	-	Turcas Petrol	-
Alkim Kimya	34.40	Global M.D.	-	Turkcell	-
Alcatel Teletaş(*)	-	Goldaş Kuy.	(**)	Tüpraş(*)	57.47
Anadolu Cam(*)	22.00	GSD Holding	-	THY	-
Anadolu Efes	20.00	Hektaş(*)	18.08	Usaş	308.40
Anadolu Hayat	10.20	Hürriyet	-	Uzel Makine	-
Anadolu Isuzu	-	İhlas GMYO	(**)	Vestel	-
Anadolu Sigorta	11.79	İş Bankası	6.00	Yapı K. K. GMYO	-
Arçelik(*)	100.00	İş GMYO	(**)	Yapı Kredi Bank.(*)	-
Arsan Tekstil	(**)	İzmir D.Ç.(*)	-	Yazıcılar Holding(*)	30.00
Aselsan	70.85	İzocam(*)	25.00	Zorlu Enerji	-
Aygaz	88.45	Kardemir	-	Ortalama	20.63
Ayen Enerji	(**)	Karsan	-	Brisa(*)	500.00
Bağfaş(*)	-	Kav(*)	-	Çelik Halat(*)	24.70
Bak Ambalaj	-	Kent Gıda	-	Ege Gübre(*)	-
Beko Elektronik	-	Koç Holding(*)	3.39	Gentaş(*)	-
Bolu Çimento(*)	36.96	Kordsa(*)	58.00	Good Year(*)	(**)
Borova Yapı	-	Kipa	20.00	Gübre Fab.(*)	17.26
Borusan Boru	43.00	Lio Yağ	-	Kartonsan(*)	497.00
Borusan Yat.Paz	(**)	Migros(*)	10.00	Konya Çimento(*)	45.00
Bossa	20.00	Milpa	-	Makine Takım(*)	-
Çarşı	-	Net Holding	-	Olmuksa(*)	39.00
Çelebi	-	Net Turizm(*)	-	Pınar Süt(*)	-
Çemtaş	(**)	Netaş Telekom	-	Sarkuysan(*)	45.00
Çimsa(*)	47.00	Otokar	55.50		
Deva Holding(*)	(**)	Park Elekt.Mad.	-		
Dışbank	40.00	Penguen Gıda	-		
Doğan Holding	-	Petkim	(**)		
Doğan Yay.Hol.	-	Petrol Ofisi(*)	(**)		
Döktaş(*)	-	Sabancı Holding(*)	5.00		
DYO Boya	-	Sanko Paz.	-		

(*) Banka – Mali ve Ekonomik Yorumlar Dergisi endeksi kapsamındaki hisseler.

(**) Dağıtmıyor

Tablo 8’de ise, her sene yapıldığı gibi Banka – Mali ve Ekonomik Yorumlar Dergisi endeksi kapsamındaki 40 şirketin kâr payı dağıtım oranlarıyla ilgili bazı bilgiler yer almaktadır. Tablodan da görülebileceği gibi, hiç kâr dağıtmayan ya da düşük oranlı kâr payı dağıtan şirketlerin sayısında 2001 yılına göre azalış söz konusudur. 40 şirketin 5 tanesi 2002 yılını zararlar kapatmış, 5 şirket ise kâr elde etmiş olmasına rağmen kâr payı dağıtmama kararı almışlardır. 9 şirkette ise Genel Kurul Toplantıları yapılmamış olduğundan kâr payı dağıtım oranları belli değildir. 31 şirket için hesaplanan basit aritmetik ortalama ise % 51.94 olmaktadır.

Tablo 8
Kâr Paylarının Dağılımı

Kâr Payı Oranı (%)	1994	1995	1996	1997	1998	1999	2000	2001	2002
0	1	3	5	7	9	15	17	19	19
1 – 29	13	7	6	8	9	10	8	8	10
30 – 49	2	7	7	9	5	2	6	3	6
50 – 74	5	6	9	3	4	9	5	3	2
75 – 99	5	3	3	2	4	1	1	0	0
100 – 199	9	13	2	4	2	0	2	4	1
200 ve Üstü	5	1	8	7	7	3	1	1	2
Medyan Oran	60.11	61.25	50.00	40.28	50.00	-	-	-	-
Aritmetik Ortalama	92.60	69.78	140.73	172.78	131.69	43.13	31.91	30.86	51.94
Tartılı Ortalama	49.07	48.15	70.98	54.29	-	-	-	-	-

Borsadaki Yabancı Portföyü Arttı

Yabancı yatırımcıların İstanbul Menkul Kıymetler Borsası’ndaki hisse senedi portföyleri, yılın ilk iki ayında 658 milyon dolar artışla 4 milyar 108 milyon dolara yükseldi. İMKB verilerine göre, Hisse Senetleri Piyasası’nda 2002 yılı sonu itibariyle 3 milyar 450 milyon dolar olan yabancı yatırımcılara ait hisse senedi saklama bakiyeleri, Ocak ayında 319 milyon dolar artışla 3 milyar 769 milyon dolara çıktı. Şubat ayında 339 milyon dolar artan portföy tutarı, 4 milyar 108 milyon dolara ulaştı. Yılın ilk iki ayındaki artış toplamı ise 658 milyon dolar olarak hesaplandı.

İMKB Hisse Senetleri Piyasası’nda yabancı banka/aracı kurum veya kişilerin nam ve hesabına gerçekleştirilen işlemler de ilk 2 ayda net alım yönünde gelişti. Ocak ayında yabancılar 403 milyon 605 bin 357 dolarlık alış, 284 milyon 661 bin 654 bin dolarlık satış yaparken, 118 milyon 943 bin 703 bin dolarlık fazla oluştu. Şubat ayı ise 52 milyon 162 bin 281 dolarlık net alışla tamamlandı. Şubat ayında yabancılar 457 milyon 865 bin 480 dolarlık alış, 405 milyon 703 bin 199 dolarlık satış işlemi gerçekleştirdiler.

Hazine İhaleleri

Hazine’nin “4 Mart 2003 Salı” günü düzenlediği 217 gün vadeli bono ihalesinde bileşik % 58.50, 364 gün vadeli tahvil ihalesinde de % 62.50 faiz ile borçlandı. Uzmanlar, Hazine’nin gerçekleştirdiği ihalelerin sonuçlarını başarılı buldu. Hazine’nin 217 gün vadeli bono ihalesinde nominal 477.7 trilyon liralık satış gerçekleştirildi. İhaledeki net satış ise 363 trilyon lira oldu. Bono ihalesinde gerçekleşen bileşik faiz % 58.50, basit faiz ise % 53 oldu. Hazine’nin aynı gün ikinci ihalesi olan 364 gün vadeli tahvil ihalesine ise toplam 3 katrilyon 702.9 trilyon liralık teklif geldi. İhalede nominal 2 katrilyon 682.1 trilyon liralık satış gerçekleşti. İha-

ledeki net satış miktarı 1 katrilyon 650.5 trilyon lira oldu. İhalede gerçekleşen basit faiz ile bileşik faiz % 62.50'şer oldu. Ayrıca kamuya, 217 günlük bonodan 23 trilyon liralık, 364 günlük tahvilden de 289.3 trilyon liralık satış gerçekleştirildi. İhraç tarihleri 5 Mart Çarşamba olarak belirlenen ihalelerden, 217 gün vadeli bononun geri ödemesi 8 Ekim 2003, 364 gün vadeli tahvilin geri ödemesi de 3 Mart 2004 tarihinde yapılacak.

Hazine Müsteşarlığı tarafından "11 Mart 2003 Salı" günü yapılan 546 gün vadeli ABD Doları cinsinden iskontolu devlet tahvili ihalesinde, net 180.5 milyon dolarlık satış yapıldı. İhalede bileşik faiz % 6.88 oldu. İhaleye toplam 287.4 milyon dolar teklif gelirken nominal 199.4 milyon dolarlık satış gerçekleşti. Tahvil ihalesinde bileşik faiz % 6.88, basit faiz % 7 olarak belirlendi. Döviz cinsinden (ABD Doları) iskontolu tahvil ihalesinde senetlerin geri ödemesi 8 Eylül 2004 tarihinde yapılacak.

Hazine'nin "17 Mart 2003 Pazartesi" günü yapılan 91 gün vadeli referans bono ihalesinde, bileşik faiz % 58.34 oldu. İhaleye 1 katrilyon 269.3 trilyon liralık teklif gelirken, nominal satış 1 katrilyon 193 trilyon lira olarak gerçekleşti. İhaledeki net satış tutarı ise 1 katrilyon 63.5 trilyon lira oldu. Bono ihalesinde basit faiz % 48.70 olarak gerçekleşti. 91 gün vadeli referans bono ihalesinde satılan kağıtlar 19 Mart tarihinde ihraç edilirken, kağıtların geri ödemesi 18 Haziran 2003'te yapılacak.

Hazine tarafından "18 Mart 2003 Salı" günü yapılan 147 gün vadeli iskontolu bono ihalesinde bileşik faiz % 55.47, 350 gün vadeli ihalede de % 59.95 oldu. Uzmanlar, ihaleleri başarılı olarak değerlendirdi. 147 gün vadeli iskontolu bono ihalesine, toplam 1 katrilyon 33.1 trilyon liralık teklif geldi. İhalede, nominal 975 trilyon liralık satış gerçekleşirken, net satış miktarı 815.9 trilyon lira oldu. Bu ihalede bileşik faiz % 55.47, basit faiz % 48.30 olarak belirlendi. İhalede, kamuya 34.6 trilyon lira satış gerçekleştirildi. Hazine'nin 147 gün vadeli iskontolu bono ihalesinde satılan kağıtların geri ödemesi 13 Ağustos 2003'de yapılacak.

Hazine'nin diğer ihalesi olan 350 gün vadeli iskontolu bono ihalesine ise toplam 4 katrilyon 984.2 trilyon liralık teklif geldi. İhalede nominal 4 katrilyon 96.4 trilyon liralık satış gerçekleşti. İhaledeki net satış miktarı 2 katrilyon 607.7 trilyon lira olarak belirlenirken, bileşik faiz % 59.95, basit faiz ise % 59.37 oldu. Bu ihalede kamuya net 570 trilyon lira satış yapıldı. 350 gün vadeli bono ihalesinde senetlerin geri ödeme tarihi ise 3 Mart 2004 olarak belirlendi.

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

Aylar	1995	1996	1997	1998	1999	2000	2001	2002	2003
Ocak	66641.02	121282.26	482009.45	970038.69	736963.15	5078678.55	3035452.15	4655375.35	4674308.08
Şubat	72135.19	148672.55	481567.26	870185.89	996300.48	4534752.07	2391632.75	3939378.62	4919241.82
Mart	94874.84	178248.67	449760.66	936427.88	1224154.39	4662632.07	2325863.75	3979954.22	4192177.88
Nisan	109201.43	174945.81	419157.76	1246481.82	1343754.27	5742031.40	3523218.40	3948114.58	
Mayıs	112502.77	166514.22	468188.27	1073822.72	1403551.33	4833067.82	3362559.64	3758605.08	
Haziran	116528.07	193595.07	526546.21	1187994.27	1288600.47	4520368.33	3553889.28	3575936.87	
Temmuz	128087.60	176955.20	568012.42	1210065.31	1457020.55	4516028.77	3359491.53	3951052.64	
Ağustos	110555.47	183969.42	579112.78	737615.22	1352406.47	4355709.75	3318505.73	3933668.00	
Eylül	98538.52	207830.76	779779.25	630484.23	1733920.33	3762897.75	2478260.07	3645723.50	
Ekim	114393.38	238854.42	849700.62	573932.44	1797901.99	4397698.60	3345403.26	4195498.60	
Kasım	96196.98	267385.51	839360.91	703595.71	2336373.64	2904240.15	3852900.93	5507011.46	
Aralık	96450.06	277923.68	956310.79	726072.07	4117624.90	2886233.86	4730591.76	4276194.39	

Sıra No.	Kuruluşun Adı	Kayıtlı Sermaye (Milyon TL)	Çıkarılmış (Ödenmiş) Sermaye (Milyon TL)	Takvim Yılı Kârı (Net)			Dağıtılan Kâr Payı (%)			Piyasa Fiyatı (TL)			
				2000 (Milyon TL)	2001 (Milyon TL)	2002 (Milyon TL)	2000 (Net)	2001 (Net)	2002 (Net)	Mart 2002	Ocak 2003	Şubat 2003	Mart 2003
1	ALARKO GMYO	20.000.000	3.565.000	20.384.232	38.185.108	18.477.192	-	20.00	20.00	13.250	12.500	12.500	10.000
2	ANADOLU CAM	250.000.000	96.600.000	4.074.642	2.953.473	32.544.360	5.00	-	22.00	1.300	1.700	1.800	1.775
3	ARÇELİK	500.000.000	145.440.000	63.316.720	21.359.874	188.131.016	20.00	-	50.00	13.250	14.500	14.500	11.500
4	BAĞFAŞ	10.000.000	2.000.000	2.777.653	7.121.510	8.179.787	70.00	100.00	-	22.750	25.500	26.500	21.000
5	BOLU ÇİMENTO	70.000.000	46.179.000	3.586.302	16.989.351	21.405.635	12.23	40.39	36.96	2.650	2.150	3.000	2.600
6	BRİSA	25.000.000	7.442.000	17.943.310	25.934.319	47.905.317	187.00	270.00	500.00	30.500	37.500	45.500	33.000
7	ÇELİK HALAT	5.983.000	5.983.000	- 370.513	- 184.505	2.110.323	-	-	-	4.700	2.550	2.900	1.800
8	ÇİMSA	67.392.000	67.392.000	13.421.232	28.483.457	37.847.848	39.00	125.00	47.00	7.100	4.150	4.350	3.950
9	DEVA HOLDİNG	100.000.000	16.000.000	234.198	- 15.652.615	7.276.515	-	-	-	1.175	2.075	2.550	2.025
10	DÖKTAŞ	20.000.000	19.200.000	- 5.086.387	- 6.940.578	1.465.831	-	-	-	2.800	2.850	3.150	2.900
11	ECZ YATIRIM	50.000.000	19.800.000	7.323.139	13.146.570	8.540.062	-	-	-	3.200	3.050	3.250	2.700
12	EGE GÜBRE	2.009.000	2.009.000	805.474	2.057.877	507.033	33.06	-	-	4.100	4.750	4.900	3.850
13	EREĞLİ DEMİR Ç.	700.000.000	44.352.000	72.138.696	- 94.932.797	- 47.834.682	-	-	-	15.000	19.500	17.500	15.000
14	GENTAŞ	21.000.000	16.174.000	1.892.086	4.278.462	5.004.602	-	20.50	-	5.400	1.750	1.675	1.375
15	GOOD YEAR	21.000.000	11.918.000	- 7.800.910	- 17.694.746	13.675.292	-	-	-	7.400	13.250	13.500	11.500
16	GÜBRE FAB.	10.000.000	2.500.000	981.621	2.057.877	2.183.459	20.00	-	17.26	10.100	9.500	9.700	9.200
17	HEKTAŞ	25.000.000	19.550.000	1.668.005	1.819.036	3.727.361	-	-	18.08	1.550	1.275	1.400	1.175
18	İZMİR DEMİR ÇELİK	62.250.000	62.250.000	279.521	- 31.155.761	- 3.973.827	-	-	-	700	1.100	1.175	975
19	İZOCAM	12.000.000	9.000.000	4.085.484	5.775.755	3.416.764	40.00	33.33	25.00	5.000	3.150	3.350	2.450
20	KARTONSAN	2.700.000	2.025.000	6.258.164	- 15.297.260	20.837.258	154.36	149.87	497.00	47.000	54.000	55.000	60.000
21	KAV DAN.PAZ.TİC.	7.000.000	6.435.000	3.710.354	1.476.495	14.237	26.59	15.00	-	2.850	2.850	2.750	2.225
22	KOÇ HOLDİNG	250.000.000	203.156.000	43.453.599	54.806.789	36.275.205	10.00	-	-	32.500	17.500	18.000	13.750
23	KONYA ÇİMENTO	-	4.873.000	2.551.302	555.643	11.391.260	10.00	-	45.00	5.400	10.750	11.500	10.750
24	KORDSA DUPONT	60.000.000	36.125.000	9.202.454	16.393.540	27.598.227	30.70	36.00	58.00	6.200	4.900	5.500	4.850
25	MAKİNE TAKİM	18.500.000	16.819.000	- 994.243	- 3.708.288	- 4.795.173	-	-	-	500	510	500	350
26	MİGROS	100.000.000	55.080.000	7.505.957	17.775.501	12.186.146	50.00	50.00	10.00	96.000	13.500	13.750	12.250
27	NET TURİZM	100.000.000	24.822.000	2.206.116	- 14.903.085	- 31.463.720	-	-	-	1.000	480	460	440
28	OLMUKSA	10.868.000	10.868.000	2.542.799	4.539.335	8.942.083	25.00	20.00	39.00	7.100	5.500	5.600	5.200
29	OTOSAN	300.000.000	73.106.000	40.820.549	- 91.737.465	- 165.271.220	-	-	-	15.750	17.000	17.250	15.250
30	PETROL OFİSİ	385.000.000	252.441.000	72.559.118	186.596.292	228.045.598	121.90	-	-	29.000	7.400	5.800	5.300
31	PINAR SÜT	80.000.000	15.500.000	4.092.558	2.788.486	3.154.503	82.70	15.79	-	2.500	2.000	2.075	1.675
32	SABANCI HOLDİNG	1.000.000.000	1.000.000.000	83.375.694	120.054.389	73.988.221	-	-	5.00	6.300	4.550	4.100	3.200
33	SARBUYSAN	10.000.000	10.000.000	3.442.605	9.159.917	10.630.207	41.00	50.00	45.00	13.500	5.800	6.400	5.600
34	TELETAŞ	10.000.000	8.000.000	- 5.910.940	- 11.638.977	1.623.165	-	-	-	14.750	8.900	9.600	8.300
35	TÜPRAŞ	500.000.000	250.419.000	242.982.184	188.633.258	173.903.848	280.30	55.26	57.47	7.400	8.000	8.700	7.800
36	T. DEMİR DÖKÜM	40.000.000	20.000.000	3.781.160	- 2.410.995	13.715.699	-	-	9.45	2.750	3.700	3.700	3.250
37	T.GARANTİ BANK.	1.000.000.000	791.748.000	205.287.000	- 226.705.000	123.074.000	-	-	-	2.700	2.150	2.250	1.600
38	T.ŞİŞE VE CAM	800.000.000	285.000.000	3.607.181	2.101.484	31.602.626	-	-	-	1.500	1.825	1.850	1.525
39	YAPI KREDİ BANK.	-	752.345.000	256.146.000	- 895.815.000	101.454.000	-	-	-	4.000	1.650	1.775	1.425
40	YAZICILAR HOL.	-	13.650.000	6.228.933	30.269.209	2.145.058	-	30.00	30.00	21.000	15.000	16.500	12.000

SİZ DE ABONE OLUN!

*"Banka – Mali ve Ekonomik Yorumlar Dergisi"ne abone olanlar,
"Banka – Mali ve Ekonomik Yorumlar Dergisi"ni önce okuyanlardı:*

Adı Soyadı :

Firma Adı :

Adres :

Posta Kodu : Tel: Fax:

e-mail :

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

"BANKA – MALİ VE EKONOMİK YORUMLAR" Aylık Dergi, 12 sayı için 2003 Yılı Abone Koşulları;

YURT İÇİ

YURT DIŞI

- 6 Aylık: 30.000.000.-TL.
 1 Yıllık: 48.000.000.-TL.

- 6 Aylık: 25 \$
 1 Yıllık: 50 \$

Not: Öğrencilere % 30 indirim yapılmaktadır.

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

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

Garanti Bankası
Nuruosmaniye Şubesi
Hesap No: 6299897

T.İ.Ş. Bankası
Cağaloğlu Şubesi
Hesap No: 530979

Yapı Kredi Bankası
Çemberlitaş Şubesi
Hesap No: 1035572-7

Abone Başlangıç Tarihi: Abone Bitiş Tarihi:

"EKONOMİK MALİ YAYINLAR SAN. VE TİC. A.Ş." adına, abone bedeline ilişkin, bankaya yatırdığımız makbuzun (ve öğrenci iseniz, öğrenci kimliğinizin) fotokopisini, yukarıdaki abone formu ile birlikte lütfen, **"Banka – Mali ve Ekonomik Yorumlar Dergisi;** Binbirdirek Mah. Suterazisi Sokak. No.6, Kat.2; 34400 Sultanahmet İstanbul" adresine posta ile gönderebilir, faks geçebilir veya elektronik posta adresimize gönderebilirsiniz.

Faks: (0-212) 518 66 43. **Tel:** (0-212) 518 17 32 – 516 11 45.

e-mail: abone@ekonomikyorumlar.com <http://www.ekonomikyorumlar.com>

Görüşler

DR. NİHAL YILDIRIM MIZRAK

İnönü Üniversitesi, İ.İ.B.F., İktisat Bölümü Öğretim Görevlisi

Özelleştirme Uygulamalarının Kaynak Dağılımının Etkinliği Açısından Değerlendirilmesi



1. Giriş

Güçlü ve müdahaleci devlet geleneğinin 1980'li yıllara dek sürdüğü Türkiye ekonomisinin dünya piyasalarına açılması 1980-1983 dönüşümü ile başlamış ve bu dönüşüm esas olarak 1989-1990 döneminde tamamlanmıştır. Model olarak benimsenen serbest piyasa ekonomisine geçiş yolundaki yasal düzenlemelerin ilki 31 Temmuz 1981 tarihinde çıkarılan Sermaye Piyasası Kanunudur. Bu çerçevede devletin mal ve hizmetler ile faiz ve döviz fiyatlarına karışmaması, ulusal paranın konvertibilitesi, ithalatın serbestleştirilmesi ve ülkeye doğrudan yabancı sermaye girişinin teşvik edilmesi temel hedefler olmuş ve devletin ekonomideki yüksek olan payını azaltmanın en kestirme yolu olarak da özelleştirme benimsenmiştir. Özelleştirme politikası da devletin ticaret ve sanayi dallarına girmemesi ve tüm kamu iktisadi teşebbüslerinin (KİT) tasfiyesi şeklinde tanımlanmış ve

1984'te kurulan Toplu Konut ve Kamu Ortaklığı İdaresi'ne özelleştirme çalışmalarını yürütme görevi verilmiştir. 27 Kasım 1994 tarihli ve 4046 Sayılı Kanun ile özelleştirme yasası çıkarılmış ve Özelleştirme İdaresi Başkanlığı kurulmuştur.

Burada belirtmek gerekir ki, özelleştirme programlarının kapsamını ve önemini yakından etkileyen bir diğer husus uluslararası düzeydeki gelişmelerdir. Nitekim, birçok araştırmada da belirtildiği gibi⁽¹⁾, tüm dünyada özellikle de gelişmekte olan pek çok ülkede özelleştirme ve serbestleşme (liberalleşme) politikaları Uluslararası Para Fonu (IMF) ve Dünya Bankası tarafından empoze edilmiştir. Her iki kuruluşun da yapısal uyum programları esas olarak özelleştirmeyi kapsamaktaydı. Serbest piyasa ekonomisini savunanların görüşlerinin özünde "Devlet ve kamu ekonomisi

yapısal olarak etkin değildir" ana fikri vardı. Burada bir konuyu açmakta yarar vardır. Kamu sektörü 1980'lerde neden böylesine yoğun bir biçimde hedef alınmıştı? Bir kere, 2. Dünya Savaşı sonrasında hemen hemen tüm ekonomilerde kamu sektörü büyük bir hızla büyüdü. ABD'de dahi kamu kesimi son derece geniş bir çalışan kesimi istihdam etmekteydi ve bu kesimin üretimi GSMH içinde büyük paya sahipti. Bu olgunun, serbest piyasa yanlılarınınca "kamu sektörünün yaratılmış olması 1970'li yılların sonu 1980'li yılların başında yapılan tarihsel dev hata" olarak tanımlandığı görülmektedir.

Ancak bu görüşler, kamu kesiminin bazı geçerli ve tutarlı toplumsal ve ekonomik nedenlerden dolayı büyümüş olduğunu dikkatlerden kaçırmaktadır. Zira, çoğu ülkede kaynakların dağılımı ve ülke ekonomisinin geliştirilmesi için piyasa mekanizmasına güvenmek şeklinde uygulanan politikaların da başarısızlığa uğradığı gerçeği unutulmaktadır. Örneğin, OECD kaynaklarına göre, anılan dönemde Meksika'da millileştirilen pek çok şirketin millileştirilme nedeni, ülke ekonomisi için çok önemli olan bu şirketlerin özel ellerde iflasa sürüklenmiş olmalarıydı. Bu arada, 1950'li yıllarda toplumsal amaçlarla da çok kamu kuruluşu yaratılmıştır. Bazı ülkelerde özel sektör yeterli istihdam sağlayamamış ve kamu sektörü vasıtasıyla istihdam yaratılabiliştir. Öte yandan, örneğin, tarıma, küçük çiftçiye ve sanayiye uygun faizlerle kredi sağlayabilmek için yeni devlet bankaları kurulmuş, bazı bankalar da millileştirilmiştir. Elektrik v.b. temel hizmetlerin fiyatları düşük tutularak toplumun büyük bir kısmınca bu hizmetlerin tüketimi sağlanabilmiştir.

Bununla beraber, kamu kesimi ekonomisinin yukarıda örnekleri verilen amaçlarının tümünün objektif bir şekilde gerçek-

leştirilmemiş olduğu gerçeğini de gözardı edemeyiz. Örneğin, meşru görünen istihdam amacı, çoğu ülkede siyasi iktidarların yandaş ve yakınlarına, hatta kendi aile mensuplarına iş sağlamakta bir araç olarak kullanılmıştır. Ayrıca, kamu kesimine yüklenen iktisadi ve sosyal rol, kaynakların büyük bir kısmının bu sektöre akmasına yol açmıştır. Bu durum ise, kamu yönetimindeki olumsuzluklar nedeniyle kaynakların etkin olmayan kullanımına ve israfına yol açmıştır.

Türkiye'de özelleştirme hangi aşamada? Ülkemizde yukarıda sözünü ettiğimiz özelleştirme ve mali reform politikaları arasından mali reform büyük ölçüde gerçekleştirilmiş ve finansal sistemin ekonomideki ağırlığı artmıştır. Nitekim, mali sistemin büyüklüğü 1980-1987 arası dönemde net bir şekilde artmıştır. Mali sistemin GSMH'ya oranı 1980'de % 29.3 iken 1985'te % 43.7 ve 1987'de % 50.8'e çıkmıştır (Çapoğlu, 1992: 12-13). Mali sistemin payındaki bu artış, bankacılık sektörünün ve kamusal menkul kıymetlerin artışından kaynaklanmıştır. Bankacılık sisteminin GSMH'ya oranı 1980'de % 24.2 iken 1985 ve 1987'de sırasıyla % 35.8 ve % 40.0'a çıkmıştır. Kamusal menkul kıymetlerin GSMH'ya oranı ise 1980'de % 3.5 iken 1985 ve 1987'de sırasıyla % 6.0 ve 9.0'a yükselmiştir.

Özelleştirme programında ise belirlenen hedefler tutturulamamıştır. Bu alanda Doğu Avrupa ülkeleri gibi daha hızlı davranan ülkelerin gerisinde kalınmış, özelleştirme süreci bu ülkelerde tamamlanmış iken ülkemizde telekomünikasyon başta olmak üzere çeşitli sektörlerde hala sürmektedir. Nitekim 2003 yılı özelleştirme programı incelendiğinde, Türk Telekom ve Vakıflar Bankası'nın özelleştirme işlemlerinin hala sürdüğü görülmekte; Petkim ve SEKA gibi kuruluşların da 2003 yılı programının birinci çeyreğinde özelleştirileceği

anlaşılmaktadır (ÖİB, www.oib.gov.tr: 17 Şubat 2003).

Dışa açılma ve devletin ekonomideki payının azaltılmasına yönelik politikaların başarısızlığının literatürde ortaya konulan önemli nedenlerinden biri, bu politikaların orta vadeli bir strateji yokluğu nedeniyle sürekli değişikliklere uğramasıdır. Zira alınan önlemler genel olarak varolan kapasiteyi dışa yönelik politikalarla harekete geçirmeyi hedeflemiş ve dünya piyasalarında rekabet edecek olan üretim kapasitesinde sürekli ve istikrarlı artışları teşvik edecek istikrarlı bir iktisadi ortam ve teknolojik altyapı sağlamaya özen gösterilmemiştir.

Gerçekten, ihracat artışının 1980'lerin ilk yarısında yaşadığı hız aynı dönemin ikinci yarısında kesilmiştir. Böylece, 1980 sonrası dönemde dış ticarete açılan sektörlerin piyasa yapılarında bir değişiklik olmamıştır. Ayrıca, imalat sanayindeki oligopol/ tekeli nitelik sürmüş ve ekonomi ihracata yönelik olarak da sanayileşememiştir (Yeldan, 2001: 26). Nitekim, 1980-1984 arası dönemde % 145 oranında artış gösteren ihracat 1985-1989 arasında yalnızca % 46.1 oranında artarak duraklamaya girmiştir (Çapoğlu, 1992: 8, Çizelge 1.1).

1980'li yılların sonunda böylece dışa açık bir yapıya dönüşen ekonomide 1990'lı yıllar mali serbestleştirmenin tanımlandığı dönem olmuştur. Bu serbestleştirme süreci her şeyden önce kısa vadeli sermaye girişlerini kolaylaştırmıştır. Bu da ekonomide bu tür yabancı sermaye girişine dayalı spekülatif finansman ve kırılgan büyüme olgusunu körüklemiştir (Yeldan, 2001: 28).

1989 sonrasında mali serbestleştirme bankacılık sisteminin mal ve hizmet piyasalarına kaynak sağlama görevini ikinci plana iterek faiz-döviz kuru arbitrajına dayalı spekülatif kazançları öne çıkartan bir mali birikim sistemine dönüşmesine neden

olmuştur. Gerçekten, bankacılık sisteminde faiz oranlarının serbest bırakılması ve kredi faiz oranlarının yükselmesi verimsiz kredilerin artmasına neden olmuştur. Ayrıca, sermaye hesabının serbestleştirilmesi Türkiye'nin dışarıdan borçlanmasının esas olarak ülkedeki ticari bankaların eline geçmesine neden olmuştur.

1986'dan sonra Türkiye dış borcunu ödeme güçlüğü çekmeye başlamış ve ekonomide çok yüksek bütçe açıkları, istikrarsız büyüme oranları, ihracatta duraklama, dış ticaret dengesinde bozulma ve enflasyon oranının artışıyla karşı karşıya kalmıştır (WTO, doc. 98-2320, 1998: 29). Bu durum, serbestleşme öncesi ortam ve serbestleşme sırasında alınacak önlemlerin Türkiye açısından da önemini ortaya koymaktadır. Böylece, serbestleşme sonrasında çıkabilecek mali krizleri önlemede, serbestleşmeye paralel olarak gerekli denetleme önlemlerinin alınmasının da önemli olduğu görülmüştür.

2. Özelleştirme Kavramından Ne Anlıyoruz?

Asıl konumuzu tartışmadan önce, özelleştirmenin çeşitli tanımları üzerinde durmak yararlı olacaktır. Aslında özelleştirmenin tek ve kesin bir tanımı bulunmamaktadır. Örneğin, özelleştirme denildiğinde ilk akla gelen, gerek ülkemizde gerekse diğer birçok ülkede, dar anlamda özelleştirme olmaktadır. Nitekim, 1960'lı ve 1970'li yıllarda en görkemli dönemini yaşayan kamu iktisadi teşebbüslerinin (KİT) mülkiyet ve yönetiminin özel sektöre devredilmesi anlamına gelen dar anlamda özelleştirme, serbest piyasa ekonomisine geçişte daha kapsamlı bir uygulamayı içine alan geniş anlamdaki özelleştirmenin önüne geçmiştir. Nitekim, çoğunluğu 1990 yılında olmak üzere tüm dünyada 1993 yılı ortası itibariyle 15.000'den fazla KİT özel-

leştirilmiş bulunmaktadır. Öyle ki, stratejik sayılan alanlarda faaliyet gösteren -liman işletmeleri, hava ve demiryolu, demir-çelik, çimento gibi- kamu iktisadi teşebbüsleri de özelleştirilmiştir (Kikeri ve diğ., 1994: 242).

İktisat bilimi açısından en geniş anlamda özelleştirme, ulusal ekonomi içerisinde kamu ekonomisinin görev ve fonksiyonlarını daraltacak her türlü uygulamayı kapsamaktadır. Geniş anlamda özelleştirme uygulamalarına ise başlıca şu yöntemler dahil edilmektedir (Aktan, 1995: 7-9):

KİT'lerin Satışı: Bu yöntemde, devletin üretiminde ve sermayesinde kendisinin egemen olduğu kuruluşlar olan kamu iktisadi teşebbüslerinin mülkiyet ve yönetiminin özel kesime devri söz konusudur.

Yasal Kurumsal Serbestleştirme: Devletin ekonomiye yaptığı müdahale, düzenleme ve kontrollerin azaltılması ve mümkün olduğu ölçüde kaldırılması doğrultusunda yapılan uygulamalardır. Bu yöntemin iki ana unsuru vardır. Birincisi, devletin ekonomiye olan müdahalelerin ve düzenlemelerin (regulations) azaltılması ve/veya tamamen kaldırılmasıdır. İkincisi ise, üretim faktörlerinin devlet tarafından kontrol edilen fiyatlarının serbestçe oluşmasına izin verilmesidir. Serbest faiz politikası, mal ve hizmet fiyatlarındaki kontrollere son verilmesi gibi.

Fiyatlama: Bu yöntem, kamusal mal ve hizmetlerin fiyatlandırılarak bedelinin bunlardan yararlanan kimselerden talep edilmesini ifade eder. Fiyatlama yöntemi, piyasa ekonomisinin ve fiyat mekanizmasının gerçekçi bir şekilde işlerliği için gereklidir.

Kupon (voucher) Yöntemi: Burada devlet belirli tüketici gruplarına (düşük gelirli kişiler gibi) bizzat hizmet sunmak yerine,

bu kişilere para değeri taşıyan bir kupon vererek hizmeti özel sektörden sağlamaları amaçlanmaktadır. Örneğin, kamu personeli ve düşük gelirli olanlara sağlanan sağlık kuponu, sağlık hizmetinin özel hastane ve polikliniklerden sağlanmasına imkan verir. Bu yöntem, özel kesimde etkinliğin artması sonucunu doğurur.

Sübvansiyonlar: İktisadi amaçlı mali yardımlar olarak da adlandırılan sübvansiyonlar, devletin özel ve kamusal teşebbüslerin üretimini teşviki ve idamesi için yaptığı aynî ve/veya nakdi yardımlardır.

İhale ya da Sözleşme (contracting-out) Yöntemi: Devlet bazı mal ve hizmetlerin üretimini özel sektöre ihale yoluyla devredebilir. Böylece devlet, mal ve hizmet arzını kendisi gerçekleştirmez, bunları özel kesimden satın alır. Bu yöntem, özellikle yerel yönetim hizmetlerinde (örneğin çöp toplama, otopark yapımı gibi) yaygın olarak uygulanmaktadır.

İmtiyaz Yöntemi: Bu yöntemde yapılacak pazarlık sonucunda imtiyaz hakkı, sözleşmede belirtilen mal ve hizmeti en düşük bedel ile piyasaya sunmayı kabullenen firmaya verilmektedir. Özellikle enerji, haberleşme, ulaştırma gibi doğal tekel özelliği taşıyan sektörlerde uygulanmaktadır.

Yönetim Devri (management contract) Yöntemi: Devletin kamu teşebbüs ve kurumlarının yönetimini (mülkiyet hakkını saklı tutarak) bir sözleşme ile özel sektöre devretmesidir.

Kiralama Yöntemi: Gerçek anlamda bir özelleştirmeyi ifade etmeyen bu yöntemle, devlet kamu işletmelerinin mali yapılarını iyileştirmek ve satışa arz edilebilir hale getirebilmek için bunları belirli süreler için kiraya vermektedir.

Yap-İşlet-Devret Yöntemi: Özellikle gelişmekte olan ülkelerde yabancı sermaye

girişini özendirmek açısından uygulanan yöntemdir. Bu yöntemde yabancı yatırımcıların bazı faaliyetleri (örneğin, petrol arama gibi) bizzat oluşturması, belli süre ile işletmesi ve daha sonra devlete devretmesi söz konusudur.

Özelleştirme uygulamalarının ana hedeflerine gelince, üç başlık altında kısaca özetleyelim⁽²⁾: (i) Rekabeti arttırmak ve kaynak dağılımının etkinliğini sağlamak. (ii) Kamu sektörünün ekonomideki payını küçültmek. (iii) Hükümetin mali yükünü ve ekonomik yönetimdeki ağırlığını azaltmak. İşte bu çalışmamızda geniş anlamda özelleştirme bağlamında kaynak dağılımının etkinliği açısından özelleştirmenin değerlendirilmesine çalışılacaktır.

3. Özelleştirmenin Kaynak Dağılımının Etkinliğine Etkileri

Farklı piyasalarda oluşan fiyatın ve firma dengesinin kaynakların etkin olarak kullanılmasını sağlayan bir yapıda olup olmadığını irdelemek, özelleştirme uygulamalarının söz konusu etkinliğe etkisini görmek bakımından önemli bir konudur. Bu durumu incelemeyen önce genel olarak iktisadî etkinliğin (economic efficiency) ne olduğunu görmekte yarar vardır.

Refah iktisadının da temelini oluşturan kaynak dağılımının (tahsisinin) etkinliği italyan iktisatçı Vilfredo Pareto'nun (1848-1923) "Pareto-optimalite" olarak adlandırılan kavramı sayesinde açıklanabilmektedir. Buna göre, özet ifadeyle "bir kişinin refahı azaltılmadan diğer birinin refahı arttırılmıyorsa bu durum pareto-etkindir". Daha geniş ifadeyle, "üretim ve dağıtımın bir başkasının faydasını azaltmaksızın bir ya da daha fazla bireyin faydasını arttıracak biçimde yeniden örgütlenemediği bir kaynak tahsisi, pareto-optimal (Pareto-etkin) anlamına gelir. Eğer bir bireyin faydası başka bir bireyin faydasını azaltmaksızın

arttırılabiliyorsa, böyle bir dağılım, Pareto-etkin olmayan bir dağılımdır. Eğer bir dağılımda başka bir dağılıma göre, en az bir bireyin faydası daha yüksek ve diğerlerinin faydası daha küçük değilse, bu dağılıma Pareto-etkin değil Pareto-üstün adı verilir." (Henderson ve diğ., 1986: 263).

Pareto'ya göre, toplumda en azından bir bireyin refah seviyesini azaltmadan diğer bireylerin -asgarî bir bireyin- refah seviyelerini yükseltme imkanı yoksa, toplum refahı optimuma ulaşmış demektir. Ekonomik etkinliği ifade eden bu optimumun gerçekleşebilmesi tüketim ve üretim gibi bazı alanlarda optimal (etkin) dağılımın sağlanabilmesine bağlıdır. O halde, ekonomik etkinliği açıklayan Pareto-optimum'un gerçekleşebilmesi üç marjinal koşulun sağlanmasını gerektirmektedir: Tüketimde etkinlik (üretilecek malların tüketiciler arasında optimal dağılımı); üretimde etkinlik (firmalar arası optimal girdi dağılımı) ve çıktı bileşiminde etkinlik (girdilerin mallar arası dağılımındaki etkinlik).

Hangi piyasa türü daha etkindir? Literatürde rekabetçi piyasa modelleri "marjinal maliyet ve fiyatı birbirine eşitlediği" için etkin modeller olarak değerlendirilmektedir. Bunlardan tam rekabet modeli, kendi varsayımları altında etkinliği tartışılmaz niteliktedir. Zira, tam rekabet piyasalarında Pareto-etkin durumun sağlanmasında gerekli 3 kaynak tahsis kuralı (yukarıda üç marjinal koşul olarak açıkladığımız hususlar) sağlanmaktadır. İktisat teorisinde en etkin üretim tekniği veri değilse veya bilinmiyorsa, tüketici tercihleri sabit olmayıp hızlı bir biçimde değişiyorsa, maliyetler doğru olarak ölçülemiyorsa, serbest rekabet ve girişimciliğin en etkin üretim yöntemini ve örgütlenmesini yaratacağı belirtilir. Bu nedenledir ki, tam rekabet piyasası etkin firmaları ödüllendirirken, etkin olmayanları piyasa dışına (sistem dışına) ite-

rek cezalandırmaktadır.

Hatırlatmak gerekirse, tam rekabet piyasalarında üretilen mal muhtemel en düşük maliyetle üretilmektedir; fiyat olası en düşük fiyattır; firmalar tam kapasite ile çalışmakta ve yalnızca normal kâr elde etmektedirler. Tam rekabet piyasalarında -ekonomiye herhangi bir şekilde müdahale olmaksızın- firmaların kârı, tüketicilerin de fayda ençoklaştırmasını (maksimizasyonu) temel hedef olarak almaları hususu ekonominin etkinliği için yeterlidir. Söz konusu piyasada bu etkinliği sağlayan ise fiyat mekanizmasıdır. Fiyat mekanizması bireysel davranışlardan etkilenmez ve hem üreticilere hem de tüketicilere piyasa işleyişine dair işaretler verir.

Kaynak dağılımında Pareto-etkin durumu bozan nedenler: Belirtmek gerekir ki, Pareto-optimumunun her zaman ve her yerde gerçekleşmesi mümkün değildir. Dolayısıyla, Pareto kriteri bazı sınırlamalarla karşı karşıyadır. İktisat teorisinde Pareto-optimumunun önündeki başlıca engeller dışsallıklar, eksik rekabet piyasaları ve kamusal mallar olarak sayılmaktadır. Buna göre, tam rekabet koşulları altında yapılan üretim ve tüketim faaliyetleri bir takım dışsal etkiler yaratıyorsa bu durumda Pareto-optimumu gerçekleşemez (Frank, 1997: 576-577). Karar birimlerinin tüm avantaj ve dezavantajlarının piyasa fiyatlarına yansımaması -tam rekabet koşulları olmasına karşın- durumunda Pareto-etkin durum gerçekleşemez.

Pareto-optimumu eksik rekabet koşullarında gerçekleşemez. Bu koşulların egemen olduğu piyasalarda az sayıda firmanın her biri kârın maksimizasyonuna yönelerek marjinal maliyetin marjinal maliyete eşit olması koşulunu gerçekleştirirken satış fiyatları, marjinal hasılatını aşmaktadır ($P > MR$). Bir başka deyişle, bu durum daha

fazla kâr elde edebilmek için üretimin kısılıp satış fiyatının arttırılmasını ifade eder. Dolayısıyla, eksik rekabet şartları altındaki firmalar üretimlerini optimal üretim miktarının altında olacak şekilde tespit etmektedirler. Böylece, kaynakların üretim alanları arasında optimal dağılımı engellenmiş olmakla Pareto-optimum hedefine ulaşamayacaktır.

Farklı piyasa yapıları içinde iki uç noktada yer alan piyasalardan olan monopol (tek bir firmanın varlığı, diğer firmaların piyasaya girmesinin engellenmiş olması, yakın ikamesi bulunmayan bir malın üretilmesi) kaynak dağılımını bozan, diğer bir ifadeyle etkinsizliğe yol açan bir piyasa türü olmaktadır. Bunun nedeni de, böyle bir piyasada tam rekabet piyasasından daha az mal üretilmesi ve daha yüksek fiyata satılmasıdır.

Bir ekonomide ölçeğe göre artan getiri (üretim artış oranı üretim faktörleri artış oranından daha büyük olduğunda) söz konusu ise, aşırı büyüyen firmalar küçük firmaları piyasadan silmeye çalışırlar. Bu hallerde tam rekabet koşulları ihmal ve ihlâl edilmiş olduğundan ortaya eksik rekabet koşulları çıkarak oligopol ve/veya tekel oluşur. Piyasaya giriş engelleri başlığı altında incelenen ölçek ekonomilerinden kaynaklanan tekel, doğal tekel olarak da adlandırılmaktadır. Elektrik, su gibi alanlarda doğal tekeller ortaya çıkmaktadır. Ölçek ekonomileri, bir malın piyasadaki talebinin büyük bir üretici firmaca -çok sayıdaki küçük üreticiye oranla- daha ucuza karşılanmasıdır.

Kamusal mallara gelince, piyasa tarafından hiç sunulmayacak ya da sunulduğunda yeterli miktarda sunulamayacak bazı mallar vardır. Saf veya tam kamu malı olarak da tanımlanan bu mallara örnek olarak büyük ölçekte milli savunmayı, kü-

çük ölçekte ise şamandıra veya deniz feneri gibi denizcilik hizmetini verebiliriz (Stiglitz, 1994: 92). Bu malların iki önemli özelliği, "bölünememe ve tüketiminden mahrum bırakılmama" ilkeleri olmaktadır. Piyasa tam kamu malını ya hiç ya da yeterli miktarda sunamayacaktır. Bu husus, çoğu devlet faaliyetinin gerekçesini oluşturmaktadır. Dolayısıyla, bölünememe ve tüketiminden mahrum bırakılmama özellikleri nedeniyle bazı tüketicilerin elde ettikleri fayda karşılığında ödemede bulunmaları sağlanamadığı için bu tür kamusal mallar etkinsizlik kaynaklarından biri sayılmaktadır.

Özelleştirmenin Etkinlik Açısından İrdelemesi: Günümüzde ekonomilerin çoğunda iktisadi faaliyetin yürütülmesinden piyasa ve kamu müdahalesi karma olarak yer almaktadır. Kapitalist bir ekonomide kamu müdahalesinin nedenleri ve hangi boyutlarda olması gereği ise hep tartışılan bir konu olmaktadır. Kamu müdahalesinin en önemli gerekçelerinden biri, piyasanın bazı alanlarda başarısız (market failures) olduğudur. Bu müdahalenin karşısındaki görüşler ise hükümet başarısızlığının (government failures) mükemmel işlemeyen bir piyasadan daha büyük sorunlar yaratıldığını öne sürmektedirler.

1970'lerin sonu ile 1980'lerin başında bireyciliği ve piyasanın önemini tekrar ön plana çıkaran düşünce akımı (M.Friedman, G.Stigler, F.Hayek, L.Von Mises, J.Buchanan'nin başı çektiği), özelleştirme uygulamalarının da teorii bazını oluşturmaktadır. Piyasa mekanizması yoluyla gerçekleşmesi beklenen olumlu fonksiyonlarının başında, engellenmemiş bir piyasada ortaya çıkan rekabet süreci olmaktadır.

Piyasa ekonomisinde iktisadi birimler, örneğin bir firma ya da üretici, üretim yaparken en az maliyetle en fazla kârı elde

etmeye çalışır. Diğer bir ifadeyle, kaynaklarda dağılım etkinsizliğine (Pareto-etkin anlamında) neden olmaz. Dağılım etkinsizliği, önceki paragraflarda da açıklandığı gibi, üretken kaynakların üretim alanları arasında yanlış dağılımı ile belirli bir malın yanlış miktarda üretimini ifade etmektedir.

Piyasanın kurumsal yapısı, bazı firmaları çeşitli şekillerde koruduğu takdirde, bu firmalar maliyet minimizasyonu hedefinden uzaklaşarak "X-Etkinsizliği" de yaratabilirler. Bu etkinlik bir malın mümkün olan en düşük düzeyin üzerinde maliyetle üretilmesi anlamına gelmektedir (Leibenstein, 1996: 392-394). Kısacası bu durum saf anlamıyla kaynak israfı olmaktadır. "X-Etkinsizliği Teorisine" göre, rekabetçi baskının hafiflediği durumlarda bile maliyetler en aza inme eğilimi göstermez. Bu durum ise, birleşmelerin, ithal kontrollerinin, yapay giriş engellerinin ya da doğal tekellerin (ölçek ekonomilerinden kaynaklanan doğal tekellerin en başında özelleştirilmeye çalışılan elektrik, enerji v.b. alanlar gelmektedir) bir sonucu olabilmektedir. Böyle bir etkinsizlik, millileştirilen sanayilerde ve rekabete açık olmayan diğer kamu kuruluşlarında da ortaya çıkabilmektedir.

Kamu ve özel sektörde etkinlik bakımından yapılan karşılaştırmalarda önemli olan bir diğer konu, mülkiyet esasının yanı sıra rekabet yapısı olmaktadır. Rekabetçi olmayan bir piyasa ekonomisinde özel girişimlerde de etkinsizlik varolabilmektedir. Dolayısıyla, özel mülkiyetle birlikte rekabetin varlığı etkinlik açısından kaçınılmazdır. Bu durumu Hartley ve Parker'ın (Hartley ve diğ., 1993: 13) ortaya koyduğu bir matris yardımıyla ortaya koyabiliriz.

Tablo 1'de C ve A bölümlerinde rekabet söz konusu değil; D bölümü rekabetçi piyasa ekonomisini, B ise rekabetçi kamu ekonomisini temsil etmektedir. C bölümün-

de özel mülkiyet, A'da ise kamu mülkiyeti vardır. Çizelgede yer alan en etkin piyasa yapısı D bölümüdür. Zira, burada hem özel mülkiyet hem de rekabet söz konusudur. Etkin olmayan piyasa yapısı ise A bölümüdür.

Milton Friedman'ın hazırladığı bir matrikste ise, "kimin parasının kimin için harcandığı" konusu açıklanmaya çalışılmıştır. Buna göre, matriksin D bölümünde "birey başkasının parasını başkası için harcamaktadır" konusu işlenmektedir. Bu durum, tipik bir kamu ekonomisini temsil etmektedir. Birey (politikacı) başkalarından toplanan paraları (vergileri) başka bireyler (vatandaşlar) için harcamaktadır. Doğal olarak, tüm bölümler içinde etkin-sizlik ve israfın olacağı bu D bölümüdür. O halde bu matriks, kamu mülkiyetinde israf ve etkinsizliğin özel mülkiyete oranla daha fazla olduğunu göstermek üzere kurulmuş olmaktadır.

Her iki matrikste yapılan açıklamalara göre, kamu ekonomisindeki etkinsizliklerin temel nedeni siyasal karar alma mekanizmasının yapısı ve işleyişi ile ilgili olmaktadır. Piyasa mekanizmasında, daha önce de açıklandığı gibi, kamu ekonomisinden farklı olarak fiyat mekanizması ge-

çerlidir. Bu mekanizmada iktisadi karar birimleri fayda ve maliyetleri doğrudan kendi üzerlerinde kalacak tercihlerde bulunurlar.

4. Sonuç

Geniş anlamda ele aldığımız özelleştirme uygulamalarının, piyasa ekonomisinin rekabetçi şekilde işleyişini sağlaması ve dolayısıyla piyasada güç yoğunlaşmasına neden olan giriş engellerini ortadan kaldırması bakımından kaynak dağılımını olumlu yönden etkileyeceği söylenebilir. Örneğin, rekabeti bir hayat mücadelesi olarak ele alan post-keynezyen yaklaşıma göre (Çapoğlu, 1993: 8), rekabetin en önemli unsuru yeni firmaların sektörlere girişlerini kolaylaştırıcı koşulların varlığı yani rekabeti kısıtlayıcı etkilerin olmamasıdır. Ayrıca, mülkiyet ile rekabet arasındaki etkileşim açısından da özelleştirmenin kaynak etkinliğini azaltacağı ve/veya ortadan kaldıracacağı da öne sürülebilir. Bu konuda ülkemizdeki en çarpıcı örneklerden biri de 1990'lı yıllarda TBMM Genel Kurul salonuna alınan ithal kırmızı koltukların satın alınması olayıdır. Bu olayda dönemin Meclis Başkanının "başkasının parasını başkası için harcamış olması" durumu söz konusudur.

Tablo 1

Mülkiyet Yapısı / Piyasa Yapısı	TEKEL	REKABET
KAMU	Kamu tekeli (A)	Rekabetçi kamu ekonomisi (B)
ÖZEL	Özel tekeli (C)	Rekabetçi piyasa ekonomisi (D)

Tablo 2

KAYNAK HARCAMA	KİMİN İÇİN HARCİYOR?	
	Kendisi için	Başkası için
Kimin parasını harcıyor? <u>Kendi parasını</u>	Kendi parasını kendisi için harcıyor (A)	Kendi parasını başkası için harcıyor (B)
<u>Başkasının parasını</u>	Başkasının parasını kendisi için harcıyor (C)	Başkasının parasını başkası için harcıyor (D)

Friedman matriksinde (D) bölümü ile ifade edilen bu durum, kaynakların en etkinsiz biçimde kullanılmasını ifade etmektedir. Dolayısıyla, özelleştirme uygulamasının başkasının parasını başkası için harcamadan kaynaklanan etkinsizliğin azaltılmasında olumlu bir adım olduğu söylenebilecektir. Ancak, burada gelişmiş ülkeler ile gelişmekte olan ve az gelişmiş ülkeler açısından farklı sonuç ve etkilerin olacağı da unutulmamalıdır. Nitekim, ülkemizde bankacılık sektöründe yaşanan ve kamuoyunda "bankaların içinin boşaltılması ya da hortumlama" olarak bilinen olaylarda tamamen özelleştirilen bankalarda mülkiyet-rekabet ilişkisinin kaynak etkinliği açısından sonuçlarının Friedman'ın öne sürdüğünün aksine olumlu olmadığı da görülmüştür. Özelleştirilen bankalarda kaynaklar banka sahiplerinin bankacılık sektörü dışındaki şirketlerine kaydırılmıştır. Gerçekten, öz kaynaklarını tamamen tüketmiş, gelir getiren aktifleri azalmış, likiditesini kaybetmiş, aktiflerinin büyük bir kısmı donuklaşmış, egemen ortaklara kredi vererek batık kredisi büyük meblağlara ulaşmış (aralarında özelleştirilen bazı bankaların da bulunduğu) 20 kadar banka devletçe Tasarruf Mevduatı Sigorta Fonu'na devredilmiştir. Örneğin, özelleştirilen Emlak Bankası bu nedenlerden dolayı daha sonra bu Fona devredilmiştir. Bu şekilde batık bankaların Tasarruf Mevduatı Sigorta Fonuna devri bunların kamuya olan maliyetlerini artırmış ve böylece, devlet bankacılık sektörünün yeniden yapılandırılması çalışmaları adı altında özelleştirmeden elde ettiği kaynaktan çok daha fazlasını harcamak zorunda kalmıştır.

Sonuç olarak, rekabetçi piyasa geleneğinin yerleşemediği ülkelerde özelleştirme yarar yerine çok daha fazla zarar vermekte ve kamunun parası özel kesime devredildiğinde tamamen etkinsiz kullanılmakta-

dır. Bunun en sık görüldüğü piyasalar ise, Türkiye örneğinde de görüldüğü gibi gelişmekte olan ülkelerde söz konusudur. Bunun anlamı ise, ülkemizde hala sürmekte olan özelleştirme programlarında özellikle kaynak etkinliği üzerinde durulması büyük önem taşımaktadır.

Kaynakça

- Aktan, Coşkun Can (1995), KİT: Yeniden Yapılanma ve Özelleştirme Stratejisi (Türkiye için bir model ve stratejik planlama önerisi), TISK İnceleme Yayınları 12, Yayın No.139, Ankara.
- Çapoğlu, Cökhan (1993), "Rekabet Kavramı ve Rekabeti Koruma Yasa Tasarısı", Türkiye İktisat Dergisi, TOBB, Sayı:14, Mayıs.
- Çapoğlu, Cökhan (1992), Türkiye İstikrar İçinde Nasıl Kalkınır?, Adım Yayıncılık, 1. Baskı, Ankara.
- Frank, Robert H. (1997), Microeconomics and Behavior, Third edition, McGraw-Hill Comp., New York: 576-577.
- Hartley, Keith ve Parker, David (1993), Privatization and Economic Efficiency, Edward Elgar Co., London, 1993: 13. Aktaran: Aktan, Coşkun Can., a.g.e.:10-11.
- Henderson, James M., Quant, Richard E. (1986), Mikro İktisat/Matematiksel Bir Yaklaşım, (Çeviri: E. Ada, O. Aydoğuş ve diğ.), Teori Yayınları, Ankara.
- Kikeri, S., Nellis, J. ve Shirley, M. (1994), "Privatization: lessons from market economies", The World Bank Research Observer, Vol.9, No.2, July: 241-272.
- Leibenstein, H. (1966), "Allocative efficiency versus X-inefficiency", The American Economic Review, Vol.56, June: 392-415.
- Özelleştirme İdaresi Başkanlığı (2003), "2003 Yılı Özelleştirme Programı", www.oib.gov.tr: 17 02.2003.
- Stiglitz, Joseph E. (1994), Kamu Kesimi Ekonomisi (Çeviri: Ö.F. Batirel), Marmara Üniv. Yayınları, No.549, İkinci Baskı, İstanbul.
- Yeldan, Erinc (2001), Küreselleşme sürecinde Türkiye Ekonomisi Bölüşüm, Birlik ve Büyüme, İletişim Yayınları, Ankara.
- WTO (1998), Document no.98-2320, S/C/W/26/Add.1, 29.05.1998, Conseil du commerce des services: Effets économiques de la libéralisation du secteur des services: Tour d'horizon des études empiriques, Note d'information du Secrétariat.

Dipnotlar

- 1- Bu konularda ayrıntılı bilgi için aşağıdaki kaynaklara bakınız. Martin, Brendan. "Dünyada özelleştirme", Mülkiyetler Birliği Dergisi, Şubat 1994 Sayısı Eki, ss.1-16. Prendergast, René; Stewart, Frances. Piyasa Güçleri ve Küresel Kalkınma (Çeviri:Yapı K. Yayınları), İstanbul, Mayıs 1995. Apathy, Ervin; Csillac, Istvan ve diğ. Doğu Avrupa'da Özelleştirme (Çeviri: Tarık Demirkan), İstanbul, Nisan 1995.
- 2- Bu konuda ayrıntılı bilgi için bakınız: Savas, E.S. Privatization: Key of a better management of the government, Chatham House Publishers, Chatham, New Jersey, 1987, Part One. Aktaran: Yıldırım-Mızrak, Nihâl. "Özelleştirme Cephesinde Yeni Bir Şey Var mı? Fransa'da Renault Uygulaması", İşletme ve Finans Dergisi, Yıl:9, Sayı: 105, Aralık 1994: 32-37.

Görüşler

YRD. DOÇ. DR. SEYFETTİN ERDOĞAN

Kocaeli Üniversitesi, İ.İ.B.F., İktisat Bölümü Öğretim Üyesi



Yeni Ekonominin Boyutları ve Makro Ekonomik Etkileri

Giriş

Gelişmiş ekonomilerde son yıllarda enformasyon ve iletişim teknolojisi (ICT) sektörlerinde gözlenen gelişmeler, ekonomik performans üzerinde doğrudan ya da dolaylı yollardan etkili olmaktadır. Bu olgu literatürde, yeni ekonomi kavramı ile ifade edilmektedir. Yeni ekonominin ekonomik performansı olumlu yönde etkilediğini savunanların bir bölümü daha temkinli ve daha ılımlı görüşler ileri sürerken; bu konuda ekstrem noktalarda bulunanlar, görüşlerini daha abartılı ve spekülâtif bir üslupla açıklamaktadırlar. Ekstrem taraftarlar, ekonomide temel ilişkilerin dönüşüm sürecine girdiğini ve ekonomi teorisinin yeniden yazılmasının gerekli olduğunu iddia ederler⁽¹⁾.

Bu çalışmada yeni ekonomi ile ilgili görüşleri ayrıntılı olarak tahlil etmek yerine; yeni ekonomi kapsamında değerlendirilen sektörlerin ekonomik performans üzerindeki etkileri incelenmeye çalışılacaktır. Bu amaçla, yeni ekonomi olgusunun kavramsal çerçevesi, ayırt edici özellikleri ve boyutları anlatıldıktan sonra, ICT sek-

törlerinin iktisadi büyüme ve verimlilik düzeyi üzerindeki etkileri ele alınacaktır.

Yeni Ekonomi Kavramı

ABD'nin 1990'lı yılların ikinci yarısından itibaren sergilediği makro ekonomik performansı açıklayan yeni ekonomi kavramı, pratikte, enformasyon ve iletişim teknolojilerinin gelişimini ifade etmek için kullanılmakta ve "dijital ekonomi", "elektronik ekonomi" ya da "ağırlıksız ekonomi" (weightless economy) gibi değişik niteliklemlerle adlandırılmaktadır⁽²⁾.

Genel bir bakış açısı ile değerlendirildiğinde yeni ekonomi, bilginin elde edilmesi, işlenmesi ve dönüştürülmesi ile birlikte dağıtım süreçlerini kapsar. Bu üç temel süreç, bilginin işlenmesini, elde edilmesini, dağıtımını ve iletişimini sağlayan bilgisayar sisteminin fiziksel araçları ile birlikte, insan yardımı ile bütün süreci kontrol eden yazılım sistemi sayesinde işler⁽³⁾. Literatürde yeni ekonomi ile ilgili tanımlarda, bilgisayar ve bilgisayarlarla ilgili mal ve hizmetlerin üretimi ve ekonomik etkileri ile

birlikte, enformasyon ve iletişim teknolojileri ile ilgili diğer mal ve hizmetlere de vurgu yapılmaktadır.

ICT sektörlerinin kapsamını, OECD aşağıdaki şekilde saptamıştır⁽⁴⁾.

Başlıca ICT ürünleri

- Firma ve bürolarda kullanılan bilgi işlem ve hesap makineleri.
- İzole edilmiş metal ve kablo mamulleri.
- Elektronik supap ve tüp mamuller ile diğer elektronik parçalar.
- Televizyon ve radyo vericileri ile ilgili ürünler, telefon ve telgraf hat cihazları.
- Televizyon ve radyo alıcıları mamulleri, ses ve video kayıt cihazları, teksir cihazları ve yardımcı ürünler.
- Endüstriyel süreç araçları dışında, ölçme, kontrol, test, rota saptama vb. amaçlarla kullanılan araç ve cihazların mamulleri.
- Endüstriyel süreç kontrol araçları ile ilgili mamuller.

ICT ürünleri ile ilgili hizmetler

- Makine ve ekipmanların toptan satışı ve tedariki.
- Bilgisayar dahil, işyeri makine ve bilgi işlem ekipmanlarının kiralanması.
- Telekomünikasyon.
- Bilgisayar ile ilgili hizmetler.

Yeni Ekonomi Sektörlerinin Temel Özellikleri

Yeni ekonomi kapsamında yer alan ürün ve hizmetlerin en önemli özelliği, bilginin temel üretim faktörü olarak ön plana çıkmasıdır. Bu sektörlerde yeni ürünlerin üretilmesi ya da mevcut ürünlerin değiştirilmesi ve geliştirilmesi, önemli maliyet artışları doğuran araştırma ve geliştirme faaliyetlerini gerektirmektedir. ICT ürünlerinin üretimi yüksek maliyetler gerektirse

de, bu ürünleri üretim süreçlerinde kullanan firmaların üretimlerinde gözlenen artış trendi ile birlikte, birim maliyetlerde görece bir azalma söz konusu olur. Örneğin yüksek maliyetli bir yazılım programı, üretim artışı ile birlikte birimsel maliyetleri azaltıcı etkiler doğurabilir⁽⁵⁾.

Yeni ekonomi sektörlerinde beşeri sermaye, fiziksel sermaye ile entelektüel sermayeyi güçlü bir şekilde tamamlayan bir rol üstlenmektedir⁽⁶⁾. Gerek enformasyon teknolojilerinin kullanımı gerekse üretimi, nitelikli işgücü talebini artırır. Dolayısı ile beşeri sermaye yatırımlarında artış gözlenir. Yeni ekonomi ürün ve hizmetlerinin piyasaya sunumu çok düşük maliyetlerle gerçekleştirilebilir. On-line dağıtım olanakları sayesinde yeni ürün ve hizmetlerin bedelsiz olarak tanıtımı ve müşterilere düşük maliyetler ile çok kısa sürede ulaştırılması mümkündür.

Yeni Ekonominin Boyutları

Yeni ekonominin boyutlarını somut bir şekilde görmek için ICT sektörlerinin ekonomi içerisindeki ağırlıklarını saptamak gerekir. Bu anlamda ICT yatırımların toplam yatırımlar içerisindeki oransal ağırlığı, sektörün istihdama katkısı, dış ticaret içerisindeki payı ve katma değeri önemli birer gösterge olarak değerlendirilebilir.

Tablo 1'de açıkça görüldüğü gibi, ICT yatırımları açısından ABD, birinci sırada yer almaktadır. Bu ülkedeki ICT yatırımları, toplam yatırımlarının yaklaşık üçte biri kadardır. Ancak dikkat edilmesi gereken husus, gelişmiş ekonomilerin de bu konuda önemli bir atılım içerisinde olduğudur. Diğer tablolarda bu göstergeler ile ilgili veriler yer almaktadır.

OECD ülkelerinde 1997 yılı itibarıyla yaklaşık 12.8 milyon kişinin ICT sektörlerinde istihdam edildiği tahmin edilmektedir. ABD, ICT sektörlerinde en çok eleman

Tablo 1

Seçilmiş Bazı Gelişmiş Ülkelerde ICT Araç-Gereçleri ve Yazılım Yatırımlarının Toplam Yatırımlar (Konut Yatırımları Hariç) İçindeki Payı (%)
(Cari Fiyatlarla 1980-2000¹ Dönemi)

Temel Alınan Yıllar	Avustralya	Kanada	Finlandiya	Fransa	Almanya	İtalya	Japonya	İngiltere	ABD
1980	7.3	9.1	7.8	6.8	12.2	9.7	7.0	4.8	15.2
1990	13.9	13.2	12.7	9.4	13.9	13.7	10.8	10.1	22.5
1995	19.5	16.8	22.5	10.8	13.3	14.4	13.8	15.6	26.1
2000	22.5	21.4	28.0	14.4	16.2	16.3	16.0	15.0	29.9

¹ Finlandiya, İtalya ve Japonya için 1999 yılı baz alınmıştır.

Kaynak: Alessandra Colecchia and Paul Schreyer, ICT Investment and Economic Growth in the 1990s: Is the United States a Unique Case? A Comparative Study of Nine OECD Countries, OECD STI Working Paper, 2001/7, s.10.

Tablo 2

ICT Sektörlerinde İstihdam (1997)

Ülkeler	ICT sektörlerinde istihdam edilen kişi sayısı (1000 kişi)	OECD toplamı içerisindeki Pay (%)	Firmalarda istihdam edilen toplam kişi sayısı (1000 Kişi)	Toplam firma sektörü içerisinde ICT istihdamının payı (%)
Avustralya (1998-1999)	196	1.5	7466	2.6
Avusturya ¹	165	1.3	3364	4.9
Belçika	130	1.0	3059	4.3
Kanada	430	3.4	9405	4.6
Çek Cumhuriyeti ¹	152	1.2	4600	3.3
Danimarka	96	0.8	1879	5.1
Finlandiya	88	0.7	1579	5.6
Fransa	681	5.3	16964	4.0
Almanya ²	974	7.6	31240	3.1
Macaristan ¹	157	1.2	2753	5.7
İzlanda (1996)	4	0.0	102	4.2
İrlanda ²	56	0.4	1212	4.6
İtalya	671	5.2	19160	3.5
Japonya ²	2060	16.1	60121	3.4
Kore ²	462	3.6	18618	2.5
Hollanda ²	199	1.6	5265	3.8
Yeni Zelanda	31	0.2	1498	2.1
Norveç (1996)	74	0.6	1403	5.3
Portekiz ¹	94	0.7	3486	2.7
İsveç	174	1.4	2784	6.3
İsviçre (1998)	172	1.3	2852	6.0
TÜRKİYE ²	100	0.8	19444	0.5
İngiltere	1112	8.7	23057	4.8
ABD	4521	35.3	115699	3.9
G 7	10449	81.6	275645	3.8
AVRUPA BİRLİĞİ ³	4441	34.7	113049	3.9
Toplam OECD ⁴	12800	100.0	357009	3.6

1. Bütün makine ve ekipman toptan satışı ile tedariki dahil

2. Bütün makine ve ekipman toptan satışı ile tedariki hariç

3. Yunanistan, Lüksembourg ve İspanya hariç

4. Mevcut verilerle 24 ülke için hesaplama yapılmıştır.

Kaynak: OECD, Measuring the ICT Sector, 2000, s.32.

Tablo 3
ICT Sektörlerinin Dış Ticaret Hacmi (1998)

Ülkeler	ICT mal ve hizmetlerinin ithalatı (Milyon USD)	ICT mal ve hizmetlerinin ihracatı (Milyon USD)	İhracat - İthalat dengesi	ICT'nin toplam ithalat içerisindeki payı (%)	ICT'nin toplam ihracat içerisindeki payı (%)	ICT'nin toplam dış ticaret içindeki payı ³ (%)
Avustralya	10257	3194	-7062	13.1	4.4	8.9
Avusturya	7862	4754	-3109	8.2	5.0	6.6
Belçika - Lüksembourg	13331	12755	-575	7.4	6.7	7.1
Kanada	30229	18024	-12205	12.4	7.2	9.8
Çek Cumhuriyeti	3629	1876	-1752	10.5	5.5	8.0
Danimarka ¹	5442	3910	-1532	12.7	8.3	10.4
Finlandiya	6226	9829	3603	16.1	19.6	18.1
Fransa	37808	35426	-2382	11.1	9.4	10.2
Almanya	64173	53580	-10592	11.0	8.6	9.8
Yunanistan ¹	2177	334	-1843	8.6	4.2	7.6
Macaristan	4880	5127	247	19.7	21.5	20.6
İzlanda	264	39	-225	8.1	1.3	4.9
İrlanda ¹	13563	19373	5810	33.9	32.6	33.1
İtalya	23377	13742	-9636	8.5	4.4	6.3
Japonya	47026	101358	54332	13.5	24.0	19.2
Kore	29590	34169	13579	18.0	21.8	20.2
Meksika ²	24513	27761	3248	17.7	21.4	19.5
Hollanda	36206	34758	-1447	16.7	14.6	15.6
Yeni Zelanda	1759	561	-1198	11.3	3.5	7.4
Norveç	4230	1889	-2341	7.8	3.5	5.6
Polonya	5100	1954	-3145	9.6	4.4	7.2
Portekiz	3729	2149	-1580	8.4	6.3	7.5
İspanya	13489	8409	-5080	8.6	5.3	7.0
İsveç	12700	15515	2815	14.2	14.9	14.6
İsviçre ²	9005	5640	-3365	9.4	5.3	7.3
TÜRKİYE ¹	3992	1309	-2684	8.6	4.7	7.1
İngiltere	57497	55831	-1666	14.9	15.0	14.9
ABD	182945	147092	-35853	16.4	15.2	15.9
G 7	443055	425054	-18001	13.5	12.8	13.1
AVRUPA BİRLİĞİ	297578	270366	-27212	11.8	10.1	11.0
Total OECD	645996	620358	-25638	13.2	12.5	12.8

1- Sadece ICT ürünlerinin ticareti kapsama alınmıştır. Toplam ürün- hizmet ihracı ile ithalatı içinde, sadece ürünler göz önüne alınmıştır.

2- Bilgisayar ve enformasyon hizmetleri hariç

3- Toplam ihracat ve ithalat içerisinde, toplam ICT ithalat ve ihracatının payı

Kaynak: OECD, a.g.e., s.35.

istihdam eden ülkedir. Yaklaşık 4.5 milyon kişinin bu sektörlerde istihdam edildiği tahmin edilmektedir. Türkiye'nin OECD ülkeleri arasında bu açıdan alt sıralarda yer aldığı, tablo 2'de görülmektedir. Öte yandan toplam firma sektörü istihdamı açısından İsveç en büyük paya sahipken, Türki-

ye % 0.5'lik payla en alt sırada yer almaktadır. Tablo 3 ve tablo 4'te görüldüğü gibi, ICT sektörlerinin gelişmiş ekonomilerde dış ticaret ve katma değer içerisindeki payı da küçümsenmeyecek düzeylerde dir. Türkiye, dış ticaret açısından da alt sıralarda yer almaktadır.

Temel Makro Ekonomik Sonuçlar

Yeni ekonominin temel iktisadi etkileri mikro ekonomik karakterdedir. Çünkü yeni ekonomi ile birlikte piyasa ekonomisinin yönelimini temellendirmek üzere siyasal iktidarlar, mülkiyet hakları, kurumsal alt yapı ve oyunun kurallarının düzenlenmesi konusunda yeni sorumluluklar yüklenmek zorunda kalmışlardır⁽⁷⁾.

Yeni ekonominin makro ekonomik sonuçları, ekonomide verimlilik düzeyinde gözlenen verimlilik artışı ile ortaya çıkar. Bununla birlikte, yeni ekonominin toplam hasıla büyümesinde ortaya çıkan artışlarda da önemli bir rol oynadığı söylenebilir. Yeni ekonomi sektörlerinin verimlilik ve hasıla artışına katkılarını değerlendirirken çok net sonuçlar saptamak güçtür. Çünkü yeni ekonomi sektörlerinin kapsamı, ülkeden ülkeye farklılık gösterdiği gibi, bu sektörleri ulusal hesaplar içerisinde tam olarak gözlemlemek de mümkün değildir. Ayrıca verimlilik ölçümünde kullanılan deflatör, ülkeden ülkeye farklılık göstermektedir. Bu konuda uluslararası standart bir gösterge geliştirmek güç olsa da, son yıllarda yapılan bir çok ampirik çalışma, kullandıkları ekonometrik analiz yöntemleri aracılığı ile önemli bulgular elde etmişlerdir. Bu çalışmaların bulgularından hareketle, yeni ekonomi sektörlerinin hasıla artışı ve büyüme üzerinde meydana getirdiği etkiler, aşağıdaki şekilde incelenebilir.

İktisadi Büyüme Etkisi

Yeni ekonomi kapsamında yer alan sektörler, teknolojik gelişmelerin somut bir şekilde izlenebildiği alanlardır. Teknolojik gelişmelerin ekonomide meydana getirdiği etkiler konusunda Neoklasik ve yeni büyüme teorileri alternatif saptamalarda bulunmuşlardır. Ancak aralarındaki temel farklılıklara rağmen her iki teori kapsamında yer alan çalışmalar, ABD ekonomi-

sinde son yıllarda gözlenen verimlilik artışı olgusunun açıklanmasında önemli katkılar sağlamaktadırlar. Neoklasik ekonomistler tarafından geliştirilen metodolojik araçlar, teknolojik ilerleme oranını ölçmede yararlı olurken; yeni büyüme modelleri teknolojik ilerleme konusunda içsel açıklamalar sağlamaktadır⁽⁸⁾.

Neoklasik görüşte sermaye birikimi kısa dönemde büyümeyi sağlar. Çünkü sermayenin azalan getirilerden olumsuz yönde etkilendiği kabul edilir. Dolayısıyla, uzun dönem verimlilik artışı tamamen teknolojik ilerlemelerden kaynaklanır. Yeni büyüme teorileri ise, teknolojik ilerlemelerin "her derde deva" dışsal bir araç olmadığını ileri sürüp; azalan getirileri analiz dışı bırakarak teknolojik değişmelerin içsel bir araç olduğunu ve verimlilik artışının sürekli olabileceğini kabul etmektedir⁽⁹⁾.

Boskin ve Lau, gelişmiş yedi ülkenin İkinci Dünya Savaşı'ndan sonraki verilerini ekonometrik yöntemlerle analiz ederek yaptıkları çalışmada, teknolojik ilerlemelerin iktisadi büyümenin en önemli kaynağı olduğu sonucuna ulaşmışlardır. Bu çalışmaya göre, "Genelleştirilmiş Solow-Nötr" Hipotezi'nde⁽¹⁰⁾ belirtildiği gibi teknolojik ilerleme, doğrudan maddi ve beşeri sermaye düzeyine bağlıdır. Bu anlamda yüksek beşeri ve maddi sermaye stokuna sahip ekonomiler daha yüksek teknolojik gelişme sağlarlar⁽¹¹⁾. Tablo 5'de açıkça görüldüğü gibi, Kanada dışındaki bütün ülkelerde iktisadi büyümenin temel kaynağını teknolojik gelişme oluşturmaktadır. Son yıllarda enformasyon teknolojilerinin iktisadi büyüme üzerindeki etkileri konusunda çalışmalar artmaktadır⁽¹²⁾. Konuya olumsuz bir bakış açısıyla yaklaşanların yanı sıra, enformasyon teknolojilerinin iktisadi büyüme için çok yönlü olumlu katkılar sağladığını öne süren çalışmalarda mevcuttur.

Tablo 4
ICT Sektörlerinin Katma Değeri (1997)

Ülkeler	Toplam firma sektöründe katma değer (Milyon USD Dolar*)	Toplam firma sektörü katma değeri içerisinde ICT'nin payı (%)
Avustralya (1998-1999)	347675	4.1
Avusturya ¹	138266	6.8
Belçika	174166	5.8
Kanada	535377	6.5
Çek Cumhuriyeti ¹	123187	4.7
Finlandiya	74284	8.3
Fransa	875161	5.3
Almanya ²	1458771	6.1
Macaristan ¹	76508	9.2
İtalya	924663	5.8
Japonya	2613527	5.8
Kore ²	585273	10.7
Hollanda ²	279705	5.1
Norveç (1995)	57783	6.4
Portekiz ¹	109616	5.6
İsveç	126464	9.3
İngiltere	979441	8.4
ABD	6717825	8.7
G 7 ³	14104765	7.4
AVRUPA BİRLİĞİ ^{3,4}	5140536	6.4
Total OECD ^{3,5}	16197692	7.4

* Satın Alma Gücü Paritesi

1. Makine ve ekipmanların toptan satışı ve arzı dahil
2. Makine ve ekipmanların toptan satış ve arzı hariç
3. Almanya'nın katma değer/üretim rasyosu hariç
4. Danimarka, Yunanistan, İrlanda, Lüksemburg ve İspanya hariç
5. Mevcut verilerle 18 ülke için hesaplama yapılmıştır.

Kaynak: OECD, a.g.e., s.33.

Tablo 5: Bazı Gelişmiş Ülkelerde Başlıca İktisadi Büyüme Kaynaklarının Görece Önemi (% Dağılım)

Ülkeler	Dönemler	Fiziksel Sermaye	Emek	Beşeri Sermaye	Petrol Fiyatları Etkisi	Teknolojik İlerleme
Kanada	58-97	25	31	8	0	36
Fransa	58-97	29	-3	6	-2	69
Almanya	58-94	29	-5	5	-6	77
İtalya	60-97	27	-5	6	-9	82
Japonya	58-97	33	6	4	-11	68
İngiltere	58-97	31	1	5	-1	65
ABD	50-98	17	23	6	-4	58

Kaynak: Boskin and Lau, a.g.e., s.2, 30.

Jorgenson ve Stiroh'a göre enformasyon teknolojileri ile ilgili yatırımlar, ABD ekonomisinde iktisadi büyümenin önemli kaynaklarından. Bu yazarlara göre enformasyon teknolojileri, bilgisayar donanımı, yazılımı ile ekipmanlarından meydana gelmektedir. Bu alanlardaki yoğun yatırımlar, ürün fiyatlarının azalmasına yol açmıştır. Örneğin, bilgisayar fiyatlarındaki azalma yıllık bazda, 1990-1995 döneminde % 15 iken; 1995-1999 döneminde % 28 düzeyinde gerçekleşmiştir. Gerek firmalar gerekse bireyler, bilgisayarları diğer girdilerle ikame etmişlerdir. Dolayısı ile bilgisayar yatırımlarında büyük çaplı artış gözlenmiş, bilgisayar sektörünün iktisadi büyümeye katkısı beş kat artmıştır. Yazılım ve iletişim ekipmanları ile ilgili yatırımlar da, 1995-1998 döneminde iktisadi büyümeye yıllık % 0.30'luk ilave katkı sağlamıştır⁽¹³⁾.

ICT'nin iktisadi büyüme üzerindeki katkılarını analiz ederken unutmamak gerekir ki, enformasyon sektörlerine ait ürün ve hizmetler, üretim sürecinde hem girdi hem de çıktı olma özelliğine sahiptir. Bu noktadan hareketle, enformasyon teknolojilerinin iktisadi büyüme üzerinde iki açıdan olumlu etki meydana getirebileceği iddia edilmektedir⁽¹⁴⁾. Birincisi, ICT'deki yeni gelişmeler bilgisayar üretiminde artış sağlayarak iktisadi büyüme üzerinde olumlu etkiler doğurur. Çünkü, aynı girdilerle daha yüksek bilgisayar teknolojileri geliştirmek olasıdır. Bu durum hem bilgisayar üreten endüstrilerdeki verimliliği hem de ekonominin genelinde toplam faktör verimliliğini artırır. Keza gerek sektörel gerekse makro düzeyde emeksel verimlilikte artış gözlenir.

1990'lı yıllardan önce bazı enformasyon teknolojileri ile ilgili harcamalar, masraf olarak tanımlanmaktaydı. Son yıllarda bu alanlarda yapılan yatırımlar sermaye mali olarak değerlendirilmektedir. Örneğin,

ABD'de bilgisayar yazılım yatırımları gayri menkul sermaye malları olarak değerlendirildiğinden, bu alanlarda yapılan yatırımlar artırılmıştır. Bu anlamda gerek ABD şirketleri gerekse kamu sektörü tarafından gerçekleştirilen yazılım yatırımları 1979'da 10 milyar dolar civarında iken 1998 yılında 159 milyar dolara yükselmiştir. Yapılan geniş kapsamlı hesaplamalara göre, ABD'de 1990'lı yıllarda yazılım yatırımlarının reel gayri safi yurtiçi hasılanın yıllık ortalama artış oranına katkısı, % 0.15 ile 0.20 arasında değişen oranlarda gerçekleşmiştir⁽¹⁵⁾. Toplam ICT sektörlerinin reel GSYİH içinde payı 1978 yılında % 3.1 iken 1998'de % 9.1'e yükselmiştir⁽¹⁶⁾.

Öte yandan, ABD'de ekonomideki hareketsizliğe karşın bilgisayar sektöründe çarpıcı bir büyüme trendi gözlenmektedir. 1982-1996 döneminde ekonominin genelinde büyüme oranı yıllık ortalama % 2.6'dan daha az olmasına karşın, bilgisayar sektöründeki büyüme yıllık ortalama % 26'nun üzerindedir. Bu yüksek gelişme performansı son yıllarda daha da belirginleşmiştir. Örneğin 1994-1996 dönemindeki oranlar, sırası ile bilgisayar sektöründe % 55'i aşan düzeyde gerçekleşmesine karşın ekonominin genelinde, % 2.5 düzeyinde kalmıştır⁽¹⁷⁾. İkincisi, bilgisayar sayısındaki artış, çeşitli sektörlerde bilgisayar kullanım kapasitesinde genişleme sağlar. Dolayısı ile çalışanlar daha fazla ve daha kaliteli bilgisayar ekipmanları ile çalışırlar. Bilgisayar kullanan sektörlerde bilgisayar gücündeki artış, bilgisayarların diğer girdilerle ikamesini gündeme getirerek ortalama emek verimliliğini artırır.

Verimlilik Etkisi

Yeni ekonominin makro ekonomik anlamda meydana getirdiği en önemli etki, ekonominin verimlilik büyüme trendinde gözlenen hızlanmadır⁽¹⁸⁾. Verimlilik artışı

emek verimliliğindeki artışın yanı sıra, maliyet tasarrufları aracılığı ile de sağlanır. Verimlilikte gözlenen artış ekonominin toplam hasılasında artışlar sağlar. Literatürde enformasyon teknolojileri ile verimlilik arasındaki ilişkileri inceleyen araştırmaların bulguları farklıdır. 1990'lı yıllardan önceki çalışmalar, genel nitelikli ya da sektörel düzeydeki verileri analiz ettiğinden, teknoloji ile verimlilik arasındaki ilişkilerin zayıf olduğunu iddia etmişlerdir. 1990'lı yıllarda yapılan çalışmalar ise şirket düzeyindeki verileri kullandıklarından, verimlilik ile bilgisayarlar arasında çok kuvvetli ilişkilerin varlığını saptamışlardır⁽¹⁹⁾.

Yeni ekonomi kapsamında yer alan sektörlerdeki verimlilik düzeyi ve bu sektörlerin ekonominin genelinde meydana getirdiği etkileri incelemek için her şeyden önce verimlilik düzeyinin nasıl ölçüldüğünü belirtmek gerekir. Verimliliğin ölçülmesinde, farklı üretim faktörleri aracılığı ile, ortalama ne kadar hasılanın üretildiği sorusunun yanıtı temel belirleyicidir⁽²⁰⁾. ABD ekonomisinde 1996-2000 döneminde, tarım dışı şirket sektöründe verimlilik artışı ortalama % 3.0'dır. Bu dönemden önceki 10 yıllık periyotta, verimlilikteki yıllık ortalama ar-

tış, sadece % 1.4'tür. 1990'lı yılların son dönemlerinde bilgisayar teknolojilerinde gözlenen büyüleyici ilerlemeler ile birlikte, gerek şirketlerin gerekse tüketicilerin internet kullanımı yaygınlık kazanmıştır. 1996-2000 döneminde reel hasılda gözlenen ortalama yıllık artış oranı, yaklaşık % 4.3 düzeyinde gerçekleşmiştir. Bu dönemdeki bireysel tüketim harcamaları endeksinin ortalama yıllık artışı oranı ise, % 1.9 düzeyinde kalmıştır⁽²¹⁾.

Verimlilikte gözlenen bu olumlu trendlerle ilgili en çarpıcı açıklamalar, başta bilgisayar ve bilgi teknolojileri olmak üzere ileri teknoloji sektöründe gözlenen yeni gelişmeler üzerinde yoğunlaşmaktadır⁽²²⁾. Bu noktada özellikle yeni ekonominin emek verimliliğinde meydana getirdiği olumlu gelişmeler tartışılmaktadır. Nordhaus, emek verimliliğindeki artışta, yeni ekonominin olumlu katkılarını yaptığı çalışmalarda vurgulamaktadır. Nordhaus, ABD ekonomisinde 1996-1998 dönemini kapsayan 3 yıllık dönemde, şirketlerin emek verimliliğindeki artışın %1.82 olduğunu ve söz konusu artışın % 0.65'lik bölümünün yeni ekonomi sektörlerinden sağlandığını belirtmiştir⁽²³⁾.

Tablo 6

Seçilmiş Bazı Ülkelerde ICT'nin Emek Verimliliğine Katkısı (1996-1999 Dönemi)

Emek Verimliliğindeki Toplam Artış Oranına Katkı Sağlayan Faktörlerin Payları	ABD	Kanada	İngiltere	Fransa
Emek Verimliliğindeki Toplam Artış Oranı	2.6	1.0	1.8	1.3
Sermaye Yoğun Teknik Kullanımı	1.1	0.0	1.0	0.3
ICT	1.0	0.3	0.3	0.2
Bilgisayar ve Büro Araçları	0.6	n.a.*	0.3	0.1
Yazılım Programları	0.3	n.a.*	0.0	0.1
Komünikasyon Araçları	0.1	n.a.*	0.1	0.1
Diğer Sermaye	0.1	-0.3	0.6	0.1
Emek Niteliği	0.3	n.a.*	n.a.*	0.0
Toplam Faktör Verimliliği Artışı	1.2	1.0	0.9	0.9

Not: Hasıla Ölçümünde temel alınan GSYİH'nın kapsamı ülkeden ülkeye farklıdır. Şöyle ki, ABD için tarım sektörü, Fransa için tarım sektörü ile finansal sektör kapsama alınmazken, İngiltere için herhangi bir sınırlama söz konusu değildir.

*n.a:Veri yok

Kaynak: Paula De Masi, Marcello Estevão, Laura Kodres, "Who Has a New Economy?", Finance&Development, Vol:38, Nu:2, June 2001.

Yeni ekonominin en önemli bölümünü meydana getiren ICT'nin emek verimliliğine yaptığı katkıyı, tablo 6'da görüldüğü gibi diğer gelişmiş ülkelerde de görmek mümkündür. Ancak hemen belirtmek gerekir ki, örnek olarak alınan gelişmiş ülkelerle mukayese edildiğinde, emek verimliliğine katkısı açısından ICT'den en çok ABD yararlanmaktadır. Bu anlamda, yeni ekonomi olgusunun bu ülkedeki ekonomik performansı tanımlamak için kullanılması, haklı bir gerekçeye dayanmaktadır. ICT teknolojilerinin verimlilik artışı üzerindeki olumlu etkileri anlatılırken, değinilmesi gereken önemli konulardan birisi de internet kullanım oranındaki artışın etkileridir. İnternet kullanımı, verimlilik artışı üzerinde çeşitli açılardan olumlu katkılar sağlar. Söz konusu olumlu katkıları, aşağıdaki şekilde özetlemek olasıdır⁽²⁴⁾.

i) İnternet kullanımının yaygınlaşması ile birlikte, mal ve hizmetlerin üretim ve dağıtımını için gerekli olan işlem maliyetlerinde önemli düşüşler ortaya çıkar: Örneğin, elektronik fatura ödemeleri, kamusal aktiviteler hakkında daha hızlı, ucuz ve doğru bilgi alma şansı, vergi ödeme kolaylığı.

ii) Yönetimsel etkinlikle birlikte firmalar, ürün arz süreçlerini etkin bir şekilde gerçekleştirirler. Öte yandan firmaların içsel ve dışsal iletişim süreçleri kolaylaşır. İnternet kullanımı ile birlikte firmaların demirbaş miktarı ve müşteri hizmet maliyetleri düşerken, ortakların şirket hakkında sürekli bilgi edinme şansları artar. Ayrıca gerek üretim sürecinde gerekse mal ve hizmetlerin tüketicilere ulaşmasında araçların sayısı azalır.

iii) Artan rekabet fiyatları şeffaflaştırır. Alıcılar ve satıcılar açısından piyasa genişler. Bu süreçte firmalar, maliyet tasarrufu sağlayıcı yeni teknikleri zorunlu olarak e-

dinmeye çalışırlar. İnternet kullanımı ile birlikte gerek ulusal gerekse uluslararası düzeyde ortaya çıkan rekabet, tam rekabet piyasası koşullarına benzer sonuçların doğmasını sağlayabilir. Dolayısıyla Düşük kâr marjları, etkin üretim ve müşteri memnunluğu hedeflerine ulaşılabilir

SONUÇ

Yeni ekonominin iktisadi büyüme ve verimlilik düzeyi üzerindeki etkilerini net bir şekilde hesaplamak mümkün değil ise de, literatürde yapılan analizler, bu konuda pozitif bulgular elde etmiştir. Dünya ekonomisi göz önüne alındığında, başta ABD olmak üzere gelişmiş ekonomilerin hemen her alanda olduğu gibi bilgiye dayalı ürün ve hizmetlerin üretimi açısından da önemli bir potansiyele sahip olduğu söylenebilir. Bu ekonomilerde yeni ekonomi sektörlerinin istihdam düzeyi, katma değer ve ihracat düzeyi gibi değişkenler üzerindeki olumlu katkıları yadsınamaz boyutlardadır.

Çoğu gelişmekte olan ülkenin yanısıra Türkiye'de, yeni ekonomi kapsamında kabul edilen mal ve hizmetlerin toplam gelir ve hasıla içerisindeki ağırlığı düşük düzeydedir. Gelişmekte olan ekonomiler, iktisadi gelişme performanslarını artırmaya çalışırken, ICT sektörlerinin boyutlarını artırıcı gelişmelere destek vermelidirler. Bu anlamda, beşeri sermaye ve teknolojik gelişmelere aktarılan kaynakların GSMH içerisinde oranı arttırılmalıdır. Öte yandan, ICT sektörlerinin iktisadi büyüme ve verimlilik düzeyi üzerindeki etkilerini artırıcı her türlü, yasal ve kurumsal alt yapının tesis edilmesi gerekmektedir.

YARARLANILAN KAYNAKLAR

- Allen, Donald S., "Where's the Productivity Growth (from the Information Technology Revolution)?", Federal Reserve Bank of St. Louis Review, March/April 1997.

- Arrow, Kenneth, J., "Knowledge as a Factor of Production", Annual World Bank Conference on Development Economics 1999, Edited by Boris Pleskovic and Joseph E. Stiglitz, The World Bank, 2000.

- Boskin, Michael J. and Lawrence J. Lau, Generalized Solow – Neutral Technical Progress and Postwar Economic Growth, NBER Working Paper No:8023, 2000.

- Brynjolfsson, Erik and Lorin M. Hitt, "Beyond Computation: Information Technology, Organizational Transformation and Business Performance", Journal of Economic Perspectives, Vol:14, Nu:4, 2000.

- Bullard James B. and Eric Schaling, "New Economy – New Policy Rules", The Federal Reserve Bank of St. Louis Review, September/October, 2001.

- Colechia, Alessandra and Paul Schreyer, ICT Investment and Economic Growth in the 1990s: is the United States a Unique Case? A Comparative Study of Nine OECD Countries, OECD STI Working Paper, 2001/7.

- DeLong, J. Bradford and Lawrence H. Summers, "The New Economy: Background, Question, and Speculations", Economic Policy for the Information Economy, A Symposium Sponsored by Federal Reserve Bank of Kansas City, August 30-September 1, 2001.

- Gordon, Robert J. "Does the "New Economy Measure Up to the Great Inventions of the Past?", Journal of Economic Perspectives, Vol:14, Nu:4, 2000.

- Hahn, Robert W., A Primer on Competition Policy and the New Economy, JOINT CENTER, AEI – BROOKINGS JOINT CENTER FOR REGULATORY STUDIES, Working Paper 01-03, February 2001.

- Haimowitz, Joseph H. "Has the Surge in Computer Spending Fundamentally Changed the Economy?", Federal Reserve Bank of Kansas City Economic Review, Second Quarter 1998.

- Hornstein, Andreas and Per Krusell, "The IT Revolution :Is It Evident in the Productivity Numbers?", Federal Reserve Bank of Richmond Economic Quarterly, Vol:86/4 Fall 2000.

- Jorgenson, Dale W. and Kevin J. Stiroh, Raising the Speed Limit: U.S. Economic Growth

in the Information Age, Brookings Papers on Economic Activity 1, may 2000.

- Litan, Robert E. and Alice M. Rivlin, "Projecting the Economic Impact of the Internet", The American Economic Review, Vol:91, No:2, 2001.

- Marquez, Christopher Gust and Jaime, "Productivity Development Abroad", Federal Reserve Bulletin, October 2000, s.665.

- Masi, Paula De, Marcello Estevão, Laura Kodres, "Who Has a New Economy?", Finance & Development, Vol:38, Nu:2, June 2001.

- Nordhaus, William D. New Data and Output Concepts for Understanding Productivity Trends, NBER Working Paper 8097, 2001.

- Nordhaus, Productivity Growth and the New Economy, NBER Working Paper, No :8096, 2001.

- OECD, Measuring the ICT Sector, 2000.

- Oliner, Stephen D. and Daniel E. Sichel, "The Resurgence of Growth in the Late 1990s: Is Information Technology the Story?", Journal of Economic Perspectives, Vol:14, Nu:4, 2000.

- Paulré Bernard, Is the New Economy a Useful Concept?, Université Paris 1 Panthéon Sorbonne, Working Paper Series, July 2000.

- Pilat, Dirk and Frank C. Lee, Productivity Growth in ICT – Producing and ICT Using Industries : A Source Growth Differentials in the OECD?, OECD STI Working Paper 2001.

- Stiroh, Kevin J. New and Old Economics in the "New Economy", http://www.newyorkfed.org/rmaghome/economist/stiroh/ks_new2.pdf, August 2001.

- Stiroh, The Economic Impact of Information Technology, http://www.newyorkfed.org/rmaghome/economist/stiroh/ks_New2.pdf, January 2001.

- Stiroh, "What Drives Productivity Growth?", Federal Reserve Bank of New York Economic Policy Review; March 2001.

Dipnotlar

1- Kevin J. Stiroh, New and Old Economics in the "New Economy", http://www.newyorkfed.org/rmaghome/economist/stiroh/ks_new2.pdf, August 2001, s.1.

2- Bernard Paulré, Is the New Economy a

Useful Concept?, Université Paris 1 Panthéon Sorbonne, Working Paper Series, July 2000, ss.2-4.

3- William D.Nordhaus, New Data and Output Concepts for Understanding Productivity Trends, NBER Working Paper 8097,2001,s.5.

4- Dirk Pilat and Frank C.Lee, Productivity Growth in ICT – Producing and ICT Using Industries: A Source Growth Differentials in the OECD?, OECD STI Working Paper 2001/4, s.5.

5- Robert W.Hahn, A Primer on Competition Policy and the New Economy, JOINT CENTER , AEI – BROOKINGS' JOINT CENTER FOR REGULATORY STUDİES, Working Paper 01-03, February 2001, s.3.

6- J.Bradford DeLong and Lawrence H.Summers, "The New Economy: Background, Question, and Speculations", Economic Policy for the Information Economy, A Symposium Sponsored by Federal Reserve Bank of Kansas City, August 30 - September 1, 2001, s.39.

7- J.Bradford DeLong and Lawrence H.Summers, a.g.t., s.3.

8- Stiroh, "What Drives Productivity Growth?", Federal Reserve Bank of New York Economic Policy Review; March 2001,s.37.

9- Stiroh, a.g.m., s.37-38.

10- Genelleştirilmiş Solow – Nötr Hipotezi ile, teknolojik gelişmelerle birlikte sermaye veriminde ortaya çıkan artış ifade edilmektedir.

11- Michael J.Boskin and Lawrence J. Lau, Generalized Solow – Neutral Technical Progress and Postwar Economic Growth, NBER Working Paper No:8023, 2000, s. 2-3.

12- Söz konusu çalışmalardan bazıları şunlardır: Stephen D.Oliner and Daniel E.Sichel, "The Resurgence of Growth in the Late 1990s: Is Information Technology the Story?", Journal of Economic Perspectives, Vol:14, Nu:4,2000., Karl Whelan, Computers, Obsolescence, and Productivity, Finance and Economics Discussion Working Paper 6, .Board of Governors of the Federal Reserve System, January 2000. Andreas Hornstein and Per Krusell, "The IT Revolution :is it Evident in the Productivity Numbers?", Federal Reserve Bank of Richmond Economic Quarterly, Vol:86/4 Fall 2000.

13- Dale W. Jorgenson and Kevin J.Stiroh, Raising the Speed Limit: U.S. Economic Growth

in the Information Age, Brookings Papers on Economic Activity 1, may 2000,s.2-3.

14- Dale W. Jorgenson and Kevin J.Stiroh, a.g.m.,s.7-8.

15- Erik Brynjolfsson and Lorin M.Hitt, "Beyond Computation:Information Technology, Organizational Transformation and Business Performance", Journal of Economic Perspectives, Vol:14, Nu:4,2000. s.41.

16- Nordhaus, New Data and Output Concepts for Understanding Productivity Trends, s.20.

17- Joseph H. Haimowitz, "Has the Surge in Computer Spending Fundamentally Changed the Economy?", Federal Reserve Bank of Kansas City Economic Review, Second Quarter 1998,s.28., Donald S.Allen, "Where's the Productivity Growth (from the Information Technology Revolution)?", Federal Reserve Bank of St.Louis Review, March/April 1997, s.15.

18- J.Bradford DeLong and Lawrence H. Summers, a.g.t., s.29.

19- Erik Brynjolfsson and Lorin M.Hitt, a.g.m., s.30-31.

20- Uygulamada genel olarak verimliliğin ölçülmesinde, hesaplanması ve yorumlanması kolay olduğundan, emek verimliliği değişkeninden yararlanılır. Dolayısıyla, üretilen hasıla miktarını, üretimde istihdam edilen emek ünitesi belirler. Bu durum, $LP=Y/L$ şeklinde formüle edilebilir. Burada LP, emek verimliliğini, Y, total hasılayı, L, total emeksel girdiyi göstermektedir Christopher Gust and Jaime Marquez,"Productivity Development Abroad", Federal Reserve Bulletin, October 2000, s.666.

21- James B.Bullard and Eric Schaling, "New Economy – New Policy Rules", The Federal Reserve bank of St.Louis, Review, September/October, 2001, s.57.

22- Christopher Gust and Jaime Marquez, a.g.m., s.665.

23- Nordhaus, Productivity Growth and the New Economy, NBER Working Paper, No:8096, 2001, s.5-6.

24- Robert E.Litan and Alice M.Rivlin, "Projecting the Economic Impact of the Internet", The American Economic Review, Vol:91, No:2, 2001, s.314-315.

Görüşler

DOÇ. DR. MÜGE İŞERİ

İstanbul Kültür Üniversitesi, İşletme Bölümü Öğretim Görevlisi

Ekonomik Katma Değer (EVA) Nedir? Ne Değildir?

GİRİŞ

Performans yönetimi, tanımı yapılmış olan iş temel alınarak çalışanların geçmişe ait başarı performansının tespiti ve firmaların amaçlarına yönelik olarak kişisel gelişim, eğitim, ücret ve kariyer yönetimi gibi konulardaki gelişim ihtiyaçlarının belirlenmesi sürecidir. Bu süreç içinde kârlılık kavramı her şirket için temel başarı ölçütü olarak algılanmaktadır. Hissedarlar açısından ise kârlılık, girdilerle çıktılar arasındaki değer farkından kaynaklanır. Kârlılığı arttırmak için daha fazla mal ya da hizmet üretimi veya üretimde artış olmadan fiyatın yükselmesi (maliyetlerin düşmesi) şarttır⁽¹⁾. Performans yönetiminin ana çıkış noktası, şirket çalışanlarından herbirinin ekonomik getiri karşılığında müşteri tatmini sağlamaya çalışmasıdır. Her çalışan sermayenin nakde dönüşmesi ve bir getiri oluşturmaya gayret etmelidir.

Bu çalışmada bir performans değerlendirme sistemi olarak Ekonomik Katma Değer (EVA) sistemi tanıtılmış EVA hesap-



lanmasında kullanılan unsurlar ayrıntılı olarak açıklanmış, söz konusu sistemin işletme tarafından benimsenip uygulanması durumunda sağlanacak faydaların neler olduğuna değinilmiştir. Uygulamanın daha net görülebilmesi açısından bir tekstil işletmesinin 2000 ve 2002 yıllarına ait EVA değerleri hesaplanmıştır.

1. EVA NEDİR ?

Şirketler değer yaratmak amacıyla vardır. Sermayenin varlıklara ve insan gücüne yatırılması ile müşteri ihtiyaçlarının tatmini ve değer yaratılması sağlanır. Çalışandan beklenen performansın, istenen düzeyde gerçekleşmesi belirlenen performans ölçülerine göre değerlendirilir. Bu şekilde hedefleri gerçekleştirerek yaratılmaya çalışılan değer, hem şirketi hem de iş görenleri aynı noktada birleştirmektedir⁽²⁾. Performans yönetiminde değer yaratımı kavramı sürekli değişen iş dünyasında yeni araçlar ve sınırlamalarla belirlenmelidir. Bu nedenle çok hızlı değişen çevresel faktörler

ve güçlü rakipler, şirketleri, kendilerini değerlendirmede kuruma, iş görenlere ve müşterilere katma değer sağlayacak şekilde yönetim politikaları uygulamaya itmektedir. Değer bazlı performans yönetiminde bireylere yönelik iş hedeflerinde ulaşılması gereken belirlenmiş bir nokta vardır ancak verilen hedefin sınırı yoktur. Bu şekilde iş görenin potansiyeli sonuna kadar kullanılmakta olup kişinin kendini geliştirmesine olanak tanınmaktadır⁽³⁾. Ekonomik katma değer (EVA-economic value added) değer bazlı yönetim anlayışından yola çıkarak işletmeye uzun dönemde katma değer yaratacak tüm politikaları bünyesinde bulunduran bir disiplin olarak Stern Stewart Danışmanlık Şirketi tarafından ortaya atılmış bir kavramdır. Yıllık olarak yapılan performans değerlendirmesi sonucunda şirket EVA'sı ve ücretler ilişkilendirilir. Ücret sistemi performansı ödüllendirecek şekilde kurulur. Amaç, en yetenekli kişileri ortaya çıkartmak ve değer yaratmaya teşvik etmektir.

Ekonomik katma değer (EVA) yönetim başarısını ölçmede kullanılan, ve yöneticilere ödenen ücretleri hissedarların servet maksimizasyonu ile ilişkilendiren oldukça yeni bir tekniktir. EVA, işletmelerin gerçek kârlılığını ölçmede kullanılır ve hem üretim hem de hizmet işletmeleri için oldukça önemli bir performans ölçüm aracıdır. Bilindiği üzere net gelir hesaplanırken borcun maliyetinden faiz giderleri düşülmektedir. Ancak özsermaye maliyeti için aynı durum söz konusu değildir. Bu nedenle net gelir olması gerekenden daha "yüksek" görülmektedir. Geleneksel muhasebenin bu dezavantajı EVA'da yoktur. Çünkü EVA'da vergi sonrası faaliyet kârı bulunur ve bu değer firmanın kullandığı sermayenin maliyetinden düşülür. EVA ve hisse fiyatları arasındaki korelasyon, hisse başına kâr ve hisse fiyatları arasındaki korelas-

yondan çok daha yüksek olduğundan EVA'ya bağlı ücretlendirme yöneticilere hissedarların servetlerini arttırmaya yönelik olarak daha fazla teşvik sağlar⁽⁴⁾.

Belli bir dönemdeki ekonomik kâr ile muhasebe esaslarına dayalı kâr arasındaki fark aşağıdaki örnekle gösterilebilir⁽⁵⁾. Ekonomik kâr, özsermaye ile finansmana da bir maliyet yükler. Oysa pek çok muhasebeci finansman maliyeti olarak sadece faiz giderini hesaplar. Sayısal bir örnek üzerinde göreceğ olursak, bir işletmenin tüm varlıklarının toplamının 1000 birim olduğunu ve bunun % 40'ının borç, % 60'ının öz kaynak ile finanse edildiğini varsayalım. Borç faizi % 10 olduğu takdirde, işletmeye borcun vergi sonrası maliyeti $400 (1-0.10) = 360$ birim olarak bulunur.. Fakat buna karşılık öz sermaye ile finansman için herhangi bir maliyet gösterilmemektedir. Halbuki ekonomik kârın hesaplanmasında sadece faiz maliyeti değil, 600 birimlik öz kaynağın da fırsat maliyeti göz önüne alınmalıdır. Örneğin hissedarlar bu 600 birimlik kaynağı aynı risk grubunda bir başka yatırımda kullandıkları takdirde % 15 kazanç sağlarsa, bu maliyet de hesaplamanın içine katılmalıdır. Dolayısıyla ekonomik kârı bulurken toplam maliyet olarak sadece 360 birim değil, buna ek olarak 90 birim $(600 \times \% 15)$ ilavesiyle 450 birim düşünülmelidir. Bu şekilde işletme toplam yatırımları üzerinden en azından % 45 $(450 \div 1000)$ kazanmalıdır. Aynı örnek üzerinde EVA'yı hesaplayacak olursak; $EVA = (r-k) \times C$

r = Yatırılan sermaye üzerinden firmanın sağladığı faaliyet geliri.

k = Özkaynak ve borç dahil olmak üzere tüm sermaye maliyeti.

C = Firmaya yatırılan sermaye (tüm varlıklar).

Söz konusu örnekte, işletmenin tüm varlıkları üzerinden % 60, getiri sağladığını

kabul edersek, $EVA = (\% 60 - \% 45) \times 1000 = 15$ birim olarak bulunur.

EVA yöneticilere, kendi başarılarının işletmenin ekonomik değerini arttırmada doğrudan etkisi olduğunu gösteren bir metottur⁽⁶⁾. Bu metot, faaliyet kârının, toplam sermaye maliyetine göre yeterli olup olmadığını ölçer. Steward tarafından yapılan EVA tanımı şu şekildedir⁽⁷⁾. $EVA = \text{Vergi sonrası net faaliyet kârı} - \text{sermaye maliyeti}$ veya; $EVA = (\text{Vergi sonrası net faaliyet kârı} / \text{sermaye} - \text{sermaye maliyeti}) * \text{sermaye}$.

Sermaye maliyeti, borç ve öz kaynakların ağırlıklı ortalama maliyetidir. EVA kavramı yeni bir buluş olmayıp muhasebedeki "artık gelir" kavramına gelir ve sermaye üzerinde bir takım uyarlamalar yapılmasıyla geliştirilmiştir. 1970'li yıllara kadar ve daha öncesinde artık gelir, başarı ölçütü olarak çok fazla taraftar bulmamıştır. Ancak EVA artık gelir kavramından çok fazla bir fark göstermemesine karşın pek çok şirket tarafından benimsenmiştir⁽⁸⁾. Bunun en önemli nedenlerinden biri, EVA kavramının piyasa katma değeri (MVA, market value, added) ile birlikte ortaya atılmasıdır. Artık gelirin EVA'dan farkı, varlıkların piyasa değeri ile değerlendirilmesi daha sonra da riske göre düzeltilmiş bir iskonto oranı ile iskonto edilmesidir. EVA, yöneticilere kararlarında iki temel prensibi birleştirmelerinde fayda sağlar. Bunlardan ilki her şirketin birincil amacının hissedarların servetlerini maksimize etmek olmasıdır. İkincisi ise, bir şirketin değerinin, yatırımcıların beklediği gelecekteki kârların sermaye maliyetini geçmesi ile belirlendiğidir. Tanım gereği EVA'daki artış beraberinde şirketin değerinde de artış getirmektedir. Ancak EVA'nın negatif olması mutlaka şirketin satılması ya da kapatılması anlamında değildir. Sadece iş strateji ve faaliyetlerinin yeniden gözden geçirilmesi anlamını taşır⁽⁹⁾.

Daha yüksek EVA her zaman hissedarların daha fazla kâr elde etmesi demektir. Tam tersine, kâr marjı, hisse başına gelir ya da sermaye verimlilik oranlarını bile arttıran bazı hareketler, hissedarların servetlerini azaltabilir veya onları zarara sokabilir. Bir projenin net bugünkü değeri pozitifse ekonomik katma değer yaratıyor demektir. Proje sadece iç verim oranı kadar getiri sağlıyorsa, net bugünkü değeri sıfır olur. Net bugünkü değerın sıfırdan büyük olması elde edilen kazancın şimdiki değerinin iskonto oranının üzerinde olmasını ifade eder. Bu şirketin değerinin artması anlamındadır⁽¹⁰⁾. Buradan yola çıkarak EVA ve net bugünkü değer kavramlarının sonuçta şirket ortaklarının servetlerini arttırmada aynı amaca yönelik olarak çalıştıkları söylenebilir. Buna karşılık yatırımların getirisi ve iç verim oranı da, getiri oranları hakkında bilgi veren kavramlardır ancak şirket yönetiminde amaç hiçbir zaman bu değerleri maksimize etmek olmamalı ve kararlar sadece iç verim oranı ve yatırımların getirisine bakarak alınmamalıdır. İç verim oranı ve yatırımların getirisi yatırım kararlarında ek bilgi vermekte olup asıl kararları etkileyici sonuçlar net bugünkü değer ve EVA tarafından belirlenir. İç verim oranı ve yatırımların getirisi ise EVA ve NBD kavramlarına dayanak sağlayan bilgiler içerirler⁽¹¹⁾.

2. EVA'NIN FAYDALARI

EVA sadece Fortune dergisi içine girebilen ilk beş yüz firma tarafından değil, farklı büyüklükteki pek çok firma tarafından da finansal yönetim sistemlerinde, planlama, bütçeleme, sermaye yatırım kararları alınması, amaçların belirlenmesi, şirket içi ve dışı iletişimin sağlanması ve hepsinden önemlisi teşvik sağlayıcı bir unsur olarak kullanılmaktadır. Özellikle orta ölçekli işletmelerde ortakların servet maksimizasyonu, finansal yönetimdeki yetersizlikler ve

yöneticilerle hissedarların çıkarlarını uyumlaştırmada başarısız olan teşvikler nedeniyle istenilen düzeyde gerçekleştirilememektedir. Bu konuda rastlanan en belirgin sorunlar üç şekilde özetlenmeye çalışılmıştır⁽¹²⁾. (i) Planlama, sermaye bütçelemesi, amaç belirlemesi, finansal raporlama, şirket satın alımlarının planlama ve analizi ile teşvik planlarının birbiriyle entegre edilememesi. (ii) Yöneticilerin eğitimindeki yetersizlik. (iii) Hissedarların servet maksimizasyonu ile ilgili olmayan başarı ölçütleri.

EVA bu sorunların üstesinden gelecek pek çok avantaj sağlayan bir tekniktir. En önemli avantajlarından biri, özellikle finans temeli olmayan yöneticilerce anlaşılması kolay ve basit olmasıdır. Yöneticilere gelir ve varlıkların yönetimi konusunda yaptırımlar getirerek finansal yönetimin alt yapısını oluşturur. Yöneticilerin şirket sahipleri gibi düşünmesini ve yatırımcıların başarılı şirketleri belirlemelerini sağlayan bir yöntemdir. Bunu yaparken tüm çalışanların mümkün olan en iyi performansa ulaşmaları için motivasyon sağlayan, işbirliğini özendiren bir sistemdir. EVA, çalışanlara daha fazla katma değer yaratmaları için ödeme yapılmasını sağladığından dolayı daha fazla hissedar zenginliği ve hisse fiyatında artışa yol açar. Bu şekilde yöneticiler hangi kararların ekonomik kârları arttıracığını daha kolay tespit edebilir ve bu bonus sistemi hissedarların kazancını arttırmayı yöneticilerin kişisel ilgi alanına sokarak, şirket sahipleri için bir kontrol mekanizması işlevi sağlar. Şirketler finansal amaçları ölçmek için pek çok farklı ölçüt kullanırlar. Stratejik planlar genellikle gelirlerdeki veya piyasa payındaki büyümeyle dayandırılır. İş birimleri varlıkların getirisi veya bütçelenmiş bir kâr düzeyine göre değerlendirilir. Teşvik planları da çoğunlukla yıllık bazda yapılır ve bir kâr değerine dayandırılır. Bunların sonu-

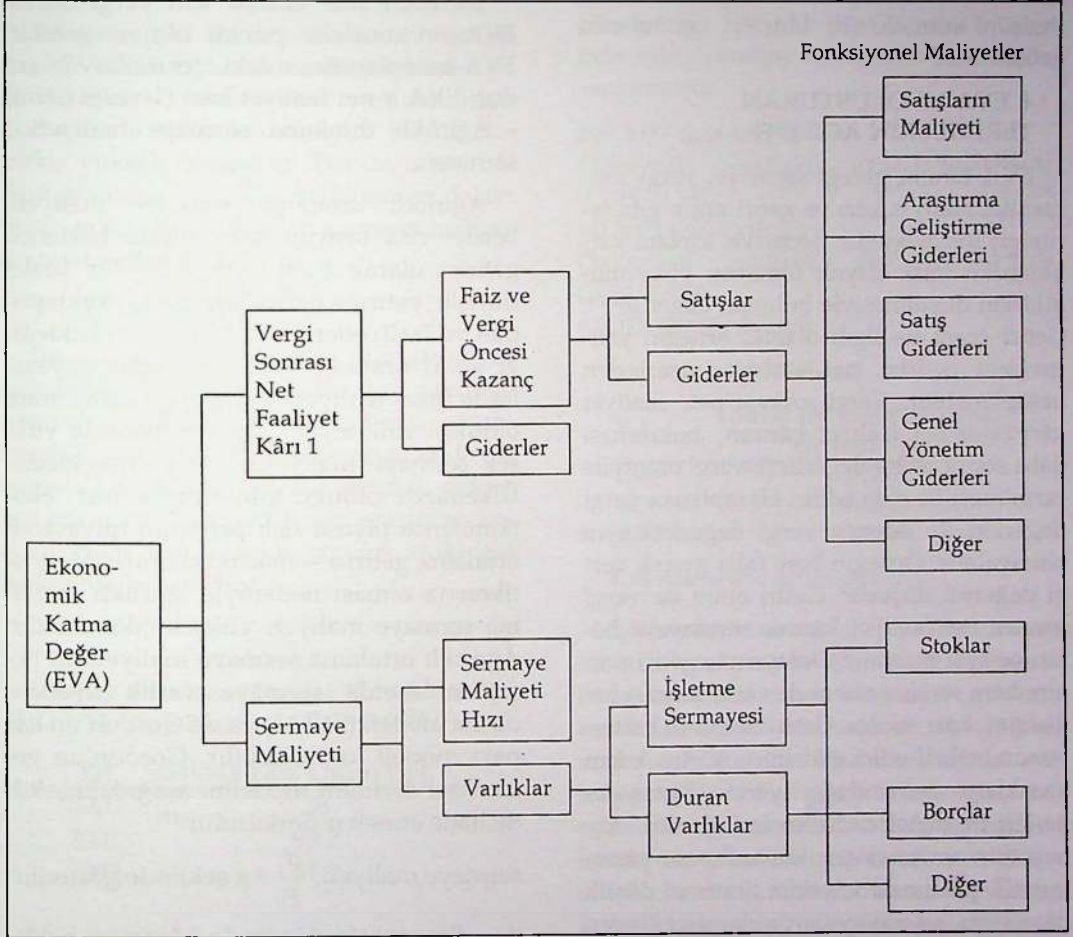
cunda da birbiriyle uyumlu olmayan hedef ve standartlar ortaya çıkabilir. EVA, tüm kararları tek bir finansal ölçüme dayandırarak bu çelişkiyi önler⁽¹³⁾. Değere dayalı yönetim anlayışı ile işletme kaynaklarının etkin ve verimli kullanılması mümkün olur.

EVA'nın sağladığı teşvik sistemiyle EVA'daki artış yöneticinin kazanmasına, EVA'daki düşüş de yöneticinin servetinin riske girmesine yol açar. Bu tür bir yaklaşım yöneticileri şirket sahiplerine dönüştürerek onlara güçlü bir motivasyon kazandırır. EVA uzun vadeli bir planlama aracıdır. Kaynakların akılcı kullanımını sağlar. EVA kullanılan şirketlerde yöneticinin uzun vadedeki kazançtan feragat ederek kısa vadeli kazanca yönelmesini önlemek amacıyla yöneticiye verilen primler yıllara yayılır. EVA'daki ücret sisteminin içinde belli bir yüzde zammı yoktur. Çalışan yarattığı katma değer ölçüsünde prim almaya hak kazanır. Buradaki ölçü daha önceki başarı düzeyinin üzerine çıkılmasıdır. Dolayısıyla çalışanların performansı ücretlendirme ve ödüllendirme sistemi ile ilişkilendirilerek gerçek katkı tespit edilebilir. Şirketin hedeflerinin örgüt içindeki tüm seviyelere indirgenme şansı mevcuttur. Çalışanlara sağladığı motivasyondan ötürü hevesle çalışmayı artırır, ekip çalışması ve işbirliğini özendirir. EVA uygulaması sonucunda işletmenin piyasa değerinin yükselmesi beklenmelidir ki bu da finansmanın temel amacı olarak sağlanacak asıl faydadır. Tablo 1'de EVA'nın işletme içinde hangi unsurlarla ilişkili olduğu şematik olarak gösterilmiştir.

3. YÖNETİM FELSEFESİ OLARAK EVA

Günümüzde EVA aşağıda belirlenen model çerçevesinde algılanmaya başlanmıştır⁽¹⁴⁾.

Şekil 1
EVA'ya Şematik Bakış



1. Ölçümleme (Measurement): EVA'yı izleyebilmek için; (i) Hesaplanan kârı ekonomik kâra dönüştüren ilkelerin formüle edilmesi. (ii) Hesaplanabilen EVA Merkezlerinin kurulması. (iii) Birimler arası kararların uyumlaştırılması.

2. Yönetim (Management): Karar verme sırasında EVA kullanımı için; (i) Bütçeleme ve planlama tekniklerini EVA'ya dönüştürmek. (ii) EVA'yı operasyonel ve stratejik kaldıraçlara bağlayacak Diagnostic Scorecard sistemi getirmek. (iii) EVA'yı düşün-

me biçimi haline getirmek.

3. Motivasyon (Motivation): Yönetici ve çalışanların şirket sahipleri gibi davranmalarını sağlamak için; (i) Primlerin bir kısmının verilip diğerlerinin bütçeye yansıtılması. (ii) Yeni katma değer sağlayacak faaliyetlere yol açmak. (iii) EVA'nın yükseltilebilmesi için primleri sınırsız hedeflere bağlamak. (iv) Primleri uzun döneme yayarak uzun vadeli performansı sağlamak. (v) Teşvikleri örgüt içi tüm seviyelere indirmek.

4. Yaygınlaştırmak (Mindset): Şirketin EVA ile geniş çaplı bağlılığını sağlamak için; (i) EVA ile ilgili olarak yatırımcılarla iletişim kurmak. (ii) Müşteri eğitimlerini geliştirmek.

4. EVA'YI OLUŞTURAN TERİMLERİN AÇILIMI

EVA tanımı gereği sermaye, vergi sonrası net faaliyet kârı ve getiri oranı gibi terimleri içermektedir. Sermaye, toplam varlıklardan faize dayalı olmayan yükümlülüklerin düşülmesiyle bulunan değerdir⁽¹⁵⁾. Getiri oranı ile ilgili olarak, örneğin yatırımların getirisi, net varlıklar üzerinden hesaplanabilir. Vergi sonrası net faaliyet kârı önce net faaliyet kârının bulunması daha sonra da bu değer (1-vergi oranı) ile çarpılması ile elde edilir. Hesaplanan vergi değerleri ile ödenen vergi değerleri aynı olmayabilir. Örneğin borç faizi gerçek vergi değerini düşürür. Getiri oranı ise vergi sonrası net faaliyet kârının sermayeye bölünmesiyle bulunur. Dolayısıyla getiri oranını hem sermaye hem de vergi sonrası net faaliyet kârı etkiler. Getiri oranının enflasyonun tahrif edici etkisini yok etmek için varlıkların defter değeri yerine piyasa değerleri ile değerlendirilmeleri gerekir. Ayrıca düz amortisman kullanılması, yatırımın ilk yıllarında iç verim oranının düşük çıkmasına, sonraki yıllarda da gerçeğinden yüksek çıkmasına yol açmaktadır. Bunu önlemek için amortisman giderine sonraki yıllarda ağırlık veren amortisman ayırma yöntemleri kullanılmalıdır. Vergiler ise EVA yaklaşımında tamamen göz ardı edilmiştir. Çünkü vergi öncesi EVA yükseltilebildiği takdirde hissedarların serveti de arttırılmış olur⁽¹⁶⁾. Ancak vergiler tamamıyla göz ardı edildiği durumda vergi öncesi EVA'nın sıfır olması kabul edilebilir bir amaç olmamalıdır. Ağırlıklı ortalama sermaye maliyetinin hesaplanmasında sermaye varlık fiyatlandırma modeli (SVFM) ya

da Gordon'un kâr payı modeli kullanılabilir.

EVA'nın sıfır olması için vergi öncesi EVA'nın mutlaka pozitif olması gerekir. EVA hesaplanmasındaki formülasyon şudur: EVA = net faaliyet kârı (1-vergi oranı) - Ağırlıklı ortalama sermaye maliyeti * sermaye.

Ağırlıklı ortalama sermaye maliyeti, benzer risk taşıyan yatırımların beklenen getirisi olarak ifade edilebilir. Bir başka deyişle yatırımcıların şirketin varlıklarından ve faaliyetlerinin sonucundan beklediği getiri oranıdır. Gelişmekte olan piyasalarda fırsat maliyetine dayanan getiri oranı oldukça istikrarsız olup beraberinde yüksek sermaye maliyetini de getirmektedir. Ülkemizde olduğu gibi enflasyonist ekonomilerde piyasa risk priminin (piyasanın ortalama getirisi - risksiz iskonto oranı) istikrarsız olması nedeniyle ağırlıklı ortalama sermaye maliyeti yüksek çıkmaktadır. Ağırlıklı ortalama sermaye maliyetinin hesaplanmasında sermaye varlık fiyatlandırma modeli (SVFM) ya da Gordon'un kâr payı modeli kullanılabilir. Gordon'un geleneksel dividant modelini aşağıdaki şekilde ifade etmek mümkündür⁽¹⁷⁾.

sermaye maliyeti; $\frac{d_1}{P_0} + g$ şeklinde gösterilir.

d_1 = Bir sonraki dönemde ödenmesi beklenen kâr payı.

P_0 = Hisse senedinin piyasa değeri.

g = Beklenen büyüme oranı.

Sermaye varlık fiyatlandırma modelinde ise sermaye maliyeti aşağıdaki eşitlikten yararlanarak hesaplanabilir⁽¹⁸⁾.

$ke = krf + (km - krf) * \text{Beta}$.

$ke = (x)$ işletmesine ait özkaynak maliyeti.

krf = Risksiz getiri oranı (Bu çalışmada devlet tahvili ve hazine bonusu yıllık ortalama getirisi olarak alınmıştır).

km = Piyasa portföyü getirisi (İMKB ulusal

100 endeksi yıllık ortalama getirisi olarak alınmıştır).

Beta=(x) işletmesine ait beta katsayısı.

Ülkemiz gibi etkin olmayan piyasalar-daki EVA'nın bulunmasında sermaye varlık fiyatlandırma modelinden yararlanılması durumunda özkaynak maliyeti büyük olasılıkla yüksek çıkacaktır. Bunun temel nedeni gelecekle ilgili belirsizliklerden dolayı fırsat maliyetine dayanan sermaye maliyetinin artışıdır⁽¹⁹⁾.

5. UYGULAMA

Bu çalışmada araştırma konusu olan şirketin hisse senetleri halka açık ve dolaşımdadır. Özkaynak maliyetinin hesaplanmasında sermaye varlık fiyatlandırma modeli kullanılmış, piyasa getirisi, risksiz faiz oranı ve ilgili işletmenin araştırma konusu yıllar için gerekli verileri aşağıdaki tablolarda belirtilmiştir.

Tablo 1
Yıllık Ortalama Devlet Tahvili ve Hazine Bonosu Getirileri⁽²⁰⁾

Yıl	Risksiz Faiz Oranı (%)
2000	38
2001	96.2
2002	67.2

Tablo 2
Beta Katsayıları

Yıl	İDAŞ A.Ş. Beta Değerleri
2000	0.5843
2001	0.9706
2002	0.805

Kaynak:Metastock

Bu verilerle işletmenin özkaynak maliyeti sermaye varlık fiyatlandırma modeli-göre aşağıdaki şekilde hesaplanmıştır.

İşletme 2001 yılında zarar ettiği için EVA değeri hesaplanmamıştır. Karşılaştırma yapmak amacıyla 2000 yılı ve şu ana dek çıkmış olan 2002 yılı dokuz aylık bilanço, gelir tablolarından yararlanılarak EVA hesaplanmıştır.

$ke = krf + (km - krf) * Beta$

Özkaynak maliyeti (ke)=0.38+0.5843(-0.3795-0.38)

=0.3802 (2000 yılı için)

Özkaynak maliyeti (ke)=0.672+0.805(-0.073-0.672)

=0.072 (2002 yılı için)

Tablo 3

Yıl	Ulusal 100 Endeksi Yıllık Getirisi (%)
2000	-37,9512
2001	46,0528
2002	-7,3206

Kaynak:www.imkb.gov.tr

İşletmede uzun vadeli borç kullanılmamakta olup, uzun vadeli borç olarak bilançoda kıdem tazminatı karşılıkları gösterilmektedir. Bunun herhangi bir maliyeti olmamasından dolayı ağırlıklı ortalama sermaye maliyeti hesaplanmasında göz ardı edilmiştir. Kısa vadeli borçlanma maliyetlerinin hesaplanmasında finansman giderlerinin banka kredilerine oranı alınmıştır. Bulunan bu maliyet vergi öncesi değer olduğundan oranın vergi sonrası hali hesaplanmıştır. (Kısa süreli borç maliyeti=vergi öncesi maliyet* (1-vergi oranı) İşletmenin yıllık ödediği vergi oranı gelir tablosundaki ödenecek vergi ve yasal yükümlülükler kaleminin dönem kârına oranlanmasıyla elde edilmiştir. Söz konusu oranlar 2000 yılı için % 35, 2002 yılı ilk dokuz ay için % 8.5'dur. Bu şekilde hesaplanan kısa süreli borç maliyetleri ve toplam pasifler içindeki ağırlığı ile özkaynak maliyetleri ve toplam sermaye içindeki payları tablo 4'de gösterilmiştir.

Tablo 4
Ağırlıklı Ortalama Sermaye Maliyeti Hesaplanması

	%	Özkaynak Maliyeti	%	Kısa Süreli Borç Maliyeti	Ağırlıklı Ortalama Sermaye Maliyeti
2000 Yılı	0.442	0.3802	0.435	0.216	0.2521
2002 Yılı	0.652	0.072	0.225	0.348	0.1252

Not: EVA= Vergi sonrası faaliyet karı-(Toplam sermaye*Ağırlıklı ortalama sermaye maliyeti) şeklinde hesaplandığından; EVA (2000 yılı için): $455\ 202 - (9\ 998\ 215 * 0.2521) = -2\ 065\ 348$
EVA(2002yılı için) : $1\ 386\ 766 - (19\ 154\ 788 * 0.1252) = -1\ 011\ 413$

Hesaplanan her iki yıl için de işletmede negatif EVA söz konusudur. Ancak EVA'da yükselme eğilimi gözlenmektedir. Amaç gelecekte bu değerlerin pozitif hale gelmesi olup, işletmede katma değer artışı sağlanmasıdır.

SONUÇ

Ekonomik katma değer, işletmelerin performansını rakamlara dökerek hesaplayan bir finansal performans ölçütüdür. Amaç, yapılan yatırımın ne kadar etkin kullanıldığını ölçmektir. EVA şirket çalışanlarına motivasyon sağlamada geleneksel ödül planlarından çok daha fazla başarı sağlamaktadır. Bunun en temel nedeni EVA yönetim sisteminde herhangi bir ödül sınırı olmaması, başka deyişle başarı sınırı konmamasıdır. Bonus bankası olarak adlandırılan prim sistemiyle şirketin uzun vadeli faydasına olan kararları kısa dönem feda edecek şekilde davranılması önlenir. İşletmelerin EVA sistemini benimsemeleri ile temel olarak; (i) Hissedarların servetlerini maksimize edici kararların alınması. (ii) Finansal analiz kalitesinin artırılması ve standardizasyonu. (iii) Şirket içi iletişimin iyileştirilmesi için uygun bir platform oluşturulması sağlar. Günümüzde, dünyaca tanınan pekçok şirket EVA uygulamasıyla başarılarını önemli ölçüde arttırmışlardır. Bunlar arasında Coca-Cola, ABD Posta Servisi, Credit Suisse First Boston, Morgan Stanley and Company, Oppenheimer Capital, Eli Lilly, Variety Corporation, Equifax, Olin, Acxiom Corporation, Briggs and Stratton gibi şirketler sayılabilir⁽²¹⁾.

Bu çalışmanın amacı varolan performans değerlendirme sistemlerine ek olarak, ülkemiz işletmelerine EVA'nın tanıtılması ve bir performans ölçütü olarak kullanımının yaygınlaştırılmasıdır. Örnek teşkil etmesi ve uygulamanın ne şekilde yapıldığının daha iyi gözlenebilmesi açısından İMKB'ye kote olmuş ve hisseleri halka açık bir tekstil işletmesinin 2000 ve 2002 yıllarına ait EVA değerleri hesaplanmış ve negatif olduğu görülmüştür. İşletmelerin EVA kavramını benimsemeleri için, şirket içi eğitimlerin sadece üst düzeye değil, tüm çalışanlar bazında yapılması, EVA'nın tanıtılması amacıyla dünya uygulamalarının incelenmesi özellikle ülkemizde EVA kullanan şirketlerle temasa geçilmesi yerinde olacaktır.

KAYNAKLAR

- 1- "Anadolu Grubu Değer Bazlı Yönetim Prezantasyonu" Arthur Andersen, Haziran 1999.
- 2- Brealey Richard A., C. Myers, A.J. Marcus, Fundamental of Corporate Finance, Irwin Mc Graw Hill, Inc., Boston, 1999.
- 3- Arthur J. Keown, John D. Martin, J. William Petty, David F. Scott, Jr., Foundations of Finance, Prentice Hall, New-Jersey, 2001.
- 4- Esa Makelainen, Economic Value Added as a Management Tool, Helsinki School of Economics and Business administration, Working Paper, 1998.
- 5- Frances Nuelle, "The Two Faces of EVA" Chief Executive, January/February 1996.

6- G.Bennet Stewart, *The Quest For Value: The EVA Management Guide*, Harper Business, New York, 1990.

7- Gerald T.Garvey, Todd T.Milbourn, "EVA Versus Earnings: Does it Matter Which is More Highly Correlated With Stock Returns", *Claremont Colleges Working Papers*, 2000.

8- Hacırüstemoğlu Rüstem, Münir Şakrak, Volkan Demir, "Etkin Performans Ölçüm Aracı (Ekonomik Katma Değer-Ekonomik Kâr Yaklaşımı)", *Mali Çözüm*, Yıl 12, Sayı 59, 2002.

9- <http://www.eva.com/evaabout/eva for Middle - Market Companies.shtml>, 2002.

10- <http://www.eva.com/evaabout/what is, shtml> 2002.

11- <http://www.eva.com/evaevaluation/2001.shtml>

12- <http://www.EVA.com/software/finanseer.shtml>

13- [http:// ekutup.dpt.gov.tr](http://ekutup.dpt.gov.tr)

14- John C. Groth, Steven S.Byers, James D.Bogert, "Capital, Economic Returns and the Creation of Value, *Management Decision*, 34/6, 1996.

15- Kolay, M.K. K.C.Sahu, "Performance Measurement as a Surrogate Value of Organizational Human Resource", *International Journal of Operations and Production Management*, Vol. 15, No.5, 1995.

16- Oral Erdoğan, Niyazi Berk, Erol, Katırcıoğlu, "Şirketlerin Performans Ölçümünde Ekonomik Kâr Yaklaşımı" *Russian and East European Finance and Trade*, Vol: 36, No:5, September-October 2000.

17- Steven S.Byers, John C.Grath, Marilyn K.Wiley, "The Critical Operating Cycle", *Management Decision*, 35/1, 1997.

18- T.Löytnyemi, "Shareholder Value and Economic Value Added", Presentation outline from the presentation of 10.06.1996. SEFEK/TIR.

19- Verna Alee, "The Value Evolution", *Journal of Intellectual Capital*, Vol 1 No. 1, 2000.

Dipnotlar

1- M.K.Kolay, K.C.Sahu, "Performance Measurement as a Surrogate Value of Organizational Human Resource", *International Journal of Operations and Production Management*, Vol. 15, No.5, 1995, pp.40-42.

2- Steven S.Byers, John C.Groth, Marilyn K.Wiley, "The Critical Operating Cycle", *Management Decision*, 35/1, 1997, pp.14-17.

3- Verna Alee, "The Value Evolution", *Journal of Intellectual Capital*, Vol 1 No. 1, 2000, pp. 17-22.

4- Gerald T.Garvey, Todd T.Milbourn, "EVA Versus Earnings: Does it Matter which is More Highly Correlated With Stock Returns?", *Claremont Colleges Working Papers*, 2000, p.52.

5- Arthur J.Keown, John D.Martin, J.William Petty, David F.Scott, Jr., *Foundations of Finance*, Prentice Hall, New-Jersey, 2001, pp.126-128.

6- <http://www.EVA.com/software/finanseer.shtml>

7- G.Bennet Stewart, *The Quest For Value: The EVA Management Guide*, Harper Business, New York, 1990, s.137.

8- Frances Nuelle, "The Two Faces of EVA" *Chief Executive*, January/February 1996, p.39.

9- <http://www.eva.com/evaevaluation/2001.shtml>.

10- John c. Groth, Steven S.Byers, James D.Bogert, "Capital, Economic Returns and the Creation of Value, *Management Decision*, 34/6, 1996, p.28-29.

11- Esa Makelainen, *Economic Value Added as a Management Tool*, Helsinki School of Economics and Business Administration, Working Paper, 1998, p.28-29.

12- <http://www.eva.com/evaabout/eva for Middle - Market Companies, shtml>, 2002.

13- <http://www.eva.com/evaabout/what is, shtml> 2002.

14- "Anadolu Grubu Değer Bazlı Yönetim Prezentasyonu" Arthur Anderson, Haziran 1999.

15- Bennet Stewart, A.g.e., s.5.

16- T.Löytnyemi, "Shareholder Value and Economic Value Added", Presentation outline from the presentation of 10.06.1996. SEFEK/TIR.

17- Oral Erdoğan, Niyazi Berk, Erol, Katırcıoğlu, "Şirketlerin Performans Ölçümünde Ekonomik Kar Yaklaşımı" *Russian and East European Finance and Trade*, Vol: 36, No:5, September-October 2000, p.4.

18- Richard A. Brealey, C. Myers, A.J. Marcus, *Fundamental of Corporate Finance*, Irwin Mc Graw Hill, Inc., Boston, 1999, pp. 275-276.

19- Oral Erdoğan, Niyazi Berk, Erol, Katırcıoğlu, A.g.e., s.12.

20- <http:// ekutup.dpt.gov.tr>.

21- <http://www.EVA.com/EVAabout/comments, shtml>

Bankacılık

Banka - Mali ve Ekonomik Yorumlar Dergisi

Bankacılık Sektöründen Haberler

Finansbank'ın Net Kârı 188.4 Trilyon Lira

Finansbank'ın 2002 yılında enflasyon muhasebesi uygulanmış net kârı, 188.4 trilyon lira olarak gerçekleşti. Finansbank Genel Müdürü Onur Umut, bankanın 2002 yılı kârı ve bilanço sonuçlarını, basın toplantısıyla açıkladı. Kârdaki artışta, 467 trilyon liraya ulaşan net faiz gelirinin yanı sıra artan komisyon gelirlerinin ve operasyonel maliyetlerin düşürülmesinin önemli payı bulunduğu bildirildi. Bankanın Aralık 2001'de 1 milyar 326 milyon dolar seviyesinde olan toplam müşteri mevduatı, % 41'lik artışla Aralık 2002'de 1 milyar 870 milyon dolara çıktı. Müşteri mevduatındaki artış, bankanın pazar payını % 1.9'dan % 2.27'ye yükseltti. 2002 yılında kurumsal bankacılık faaliyetlerini genişletmeye büyük önem veren Finansbank, kurumsal kredi portföyünü, geçen yıl, 2001 yılı sonuna göre ABD doları bazında % 74 artırdı.

Yapı Kredi Bankası'nın Net Kârı 1.1 Katrilyon Lira

Yapı ve Kredi Bankası, 2002 yılında 1.1 katrilyon lira net kâr gerçekleştirdi. Banka'nın geçen yılki aktif toplamı 18.8 katril-

yon lira seviyesine ulaştı. Özkaynakları 2.7 katrilyon lirayı aşan Yapı Kredi'nin sermaye yeterliliği rasyosu % 15'in üzerinde çıktı. Bankacılık Düzenleme ve Denetleme Kurulu (BDDK) ile Çukurova Grubu arasında yapılan anlaşma paralelinde imzalanan İstanbul Yaklaşımı nedeniyle 867 trilyon lira tutarında ayrılan karşılıkların ters çevrilmesinin bankanın 2002 yılı kârında önemli bir etken olduğunu vurgulayan Sığın, şöyle dedi: "Ancak, Banka 2002 yılı kârından kredi portföyü için 412 trilyon lira, diğer aktif kalemleri için de 114 trilyon lira tutarında ilave karşılık ayırmış, gündemdeki belirsizliklerin menkul kıymet portföyü üzerindeki muhtemel etkilerine karşılık olarak da 75 trilyon lira tutarında ek rezerv tutmuştur. Bunların yanı sıra, 2003 yılında İstanbul Yaklaşımı çerçevesinde grup dışı bazı kredilerin yeniden yapılandırılması sonucu ayrılmış olan karşılıkların bir kısmı daha serbest kalacaktır. 2002 yılı sonunda banka bilançosunda taşınan 921 trilyon lira tutarındaki toplam karşılık tutarı ve muhtemel iadeler de göz önünde bulundurulduğunda, bilançomuzun sistemdeki en şeffaf bilançolardan biri olduğu tartışmasız bir gerçektir."

Bankaların Aktifleri 201.7 Trilyon Lira

Bankaların enflasyon muhasebesine uyarlanmış aktifleri toplamı, 30 Eylül 2002 tarihi itibarıyla 201.7 katrilyon lira olarak belirlenirken, söz konusu 9 aydaki artış % 19.2 oldu. Türkiye Bankalar Birliği (TBB), 30 Eylül 2002 tarihi itibarıyla Türkiye bankacılık sistemi 3 aylık banka bilgilerini açıkladı. TBB'nin verilerine göre, 31 Aralık 2001 itibarıyla 169 katrilyon 221.3 trilyon lira olan bankaların enflasyon muhasebesine uyarlanmış aktifleri toplamı, dokuz ayda % 19.2 artarak 201 katrilyon 745.8 trilyon liraya çıktı. Yılın ikinci çeyreği olan Haziran 2002 itibarıyla bankaların 188 katrilyon 995.1 trilyon lira olan enflasyon muhasebesine uyarlanmış toplam aktifleri tutarı, yılın üçüncü çeyreği ile kıyaslandığında ise % 6.7 oranında artış gösterdi.

Türkiye'de 30 Eylül 2002 tarihi itibarıyla bankacılık sektöründe 42'si ticaret bankası, 14'ü kalkınma ve yatırım bankası olmak üzere 56 banka faaliyet gösteriyor. Bankacılık sektöründe faaliyet gösteren 56 bankada 129 bin 332 kişi istihdam edilirken 6 bin 158 şubesi bulunuyor. Ticaret banka statüsünde yer alan 42 bankanın 6 bin 137 şubesinde 124 bin 463 kişi, kalkınma ve yatırım bankası kapsamında olan 14 bankanın 19 şubesinde 4 bin 869 kişi istihdam ediliyor. Ticaret banka statüsünde olan 42 bankada istihdam edilen 124 bin 463 kişinin 70 bin 512'si erkek, 53 bin 951'i bayan çalışandan oluşuyor. Ticaret bankalarında çalışanların 64 bin 81'i yüksek öğrenim mezunu, 55 bin 792'si de orta öğrenim mezunu konumunda bulunuyor.

Bu kapsamda yer alan bankalarda çalışan yüksek öğrenim mezunlarının sayısında, bayanların üstünlüğü görülüyor. Toplam 64 bin 81 kişi olarak belirlenen yüksek öğrenim mezunlarının 34 bin 16'sı bayan çalışan, 30 bin 65'i erkek çalışandan oluşu-

yor. Yüksek öğrenim mezunu bayan çalışanların sayısı kamu sermayeli bankalarda erkek personele göre azınlıkta kalırken özel bankalarda çoğunluğa sahip durumda bulunuyor. 42 ticaret bankasından 3'ü kamu sermayeli, 20'si özel sermayeli, 15'i yabancı ve 4'ü de Tasarruf Mevduatı Sigorta Fonu (TMSF) kapsamında banka niteliğini taşıyor. 2002 yılının üçüncü çeyreğinde Fon kapsamında yer alan 4 bankadan, Tarihbank Denizbank tarafından satın alınırken, Toprakbank Bayındırbank'a devredildi. Kamu sermayeli banka grubu içinde yer alan Ziraat Bankası, Halkbank ve Vakıfbank'ın toplam 2 bin 24 şubesinde 46 bin 783 kişi çalışırken, 20 özel bankanın 3 bin 543 şubesi ve 64 bin 737 çalışanı bulunuyor. Türkiye'de en fazla istihdam 25 bin 569 kişi ile Ziraat Bankası'nda edilirken, bu bankayı 15 bin 54 çalışanı ile Türkiye İş Bankası, 9 bin 958 personeli ile Yapı ve Kredi Bankası izledi.

Banka Aktifleri % 29.4 Arttı

İMKB'de işlem gören 10 ticaret bankasının, Aralık 2002 sonu itibarıyla bir önceki yılın aynı dönemine göre toplam aktifleri % 29.4 arttı. Türkiye Bankalar Birliği (TBB), İMKB'de işlem gören 10 ticaret bankasının Aralık 2002 tarihi itibarıyla 3 aylık toplu sonuçlarını açıkladı. Akbank, Alternatifbank, Finansbank, Şekerbank, Tekstil Bankası, Türk Dış Ticaret Bankası, Türk Ekonomi Bankası, Türkiye Garanti Bankası, Türkiye İş Bankası, Yapı ve Kredi Bankası'ndan oluşan İMKB'de işlem gören 10 ticaret bankasının, 2001 sonu itibarıyla 79 katrilyon 36.6 trilyon lira olan aktifleri toplamı, Aralık 2002 tarihinde 102 katrilyon 287.6 trilyon liraya çıktı. 10 ticaret bankasının geçen yıl sonu itibarıyla 102 katrilyon 287.6 trilyon lira olan aktifleri toplamının 47 katrilyon 167.8 trilyon lirası Türk Lirası, 55 katrilyon 110.9 trilyon lirası da yabancı para cinsinden oluşuyor.

Verilere göre, 10 ticaret bankasının Türk Lirası aktifleri toplamı 2001 yılının aynı dönemine göre % 54.3, yabancı para cinsinden aktifleri de % 13.7 yükseldi. 10 ticaret bankasının Türk Lirası aktifleri toplamı 30 katrilyon 563.5 trilyon lira, yabancı para cinsinden aktifleri de 48 katrilyon 473.1 trilyon lira idi. Söz konusu bankalarda özkaynakların toplam aktiflere oranı 2001 yılında % 9.3 iken, 2002 yılı sonu itibarıyla % 13.2'ye çıktı. Aynı dönemde toplam kredilerin toplam aktifleri oranı % 23.2'den % 29.1'e çıkarken, takipteki kredilerin toplam krediye oranı % 31.5'den % 9.7'ye geriledi.

Koçbank Kredi Kartları Yenilendi

Yenilenen Koçbank kredi kartları tüm dünyada taksit olanağı, borç transferi ve esnek limit gibi pek çok özellik kazandı. Koçbank kredi kartları, düşük faiz uygulamasıyla da kullanıcılarına finans avantajı sağlayacak. Koç Finansal Hizmetler Yönetim Kurulu Başkanı Mustafa Koç, geçen yıl Ekim ayında Avrupa'nın en büyük finans kuruluşlarından Unicredito Italiano ile Koç Finansal Hizmetler ve iştiraki arasında % 50 ortaklık anlaşması imzalandığını anımsatarak, "Bundan hemen sonra başlattığımız çalışmalar, şimdi yavaş yavaş meyvelerini vermeye başladı" dedi. Koç, şunları söyledi: "Koç grubunun gücü ve güvenilirliği ile Unicredito Italiano'nun uluslararası finans piyasasındaki gücü, deneyimi, know-how'un birleşmesiyle başta Koçbank olmak üzere tüm Koç Finansal Hizmetler iştiraki bulunan şirketlerde etkilerini göstermeye başladı. Şirketlerimizin hemen tümü, yoğun rekabetin yaşandığı finans piyasalarında başarı merdivenlerini hızla tırmanmaya başladılar."

Unicredito Italiano'nun, dünya finans devlerinin çok zorlandığı 2001 ve 2002 yılları arasında, Avrupa'da hisse senetleri değer kazanan tek finans kuruluşu olduğunu

ifade eden Koç, son derece iyi yönetilen ve verimli çalışan kârlı bir grup olduğuna işaret ederek, şunları kaydetti: "Koç Finansal Hizmetler ise toplam aktifleri 5 milyar dolar olan ve Türkiye çapında 136 şubesi bulunan, Türkiye'nin en büyük 5. özel bankası konumundaki Koçbank'ın tamamına sahip. 2002 yılı itibarıyla Koçbank, 2.8 milyar dolar tutarındaki toplam mevduatı ve 1.4 milyar dolar tutarındaki kredi portföyü ile % 5'lik pazar payını elinde bulunduruyor. Mustafa Koç, Koçbank'ın diğer finansal şirketleri gibi tüketiciye en yakın kurum olabilmek için çalışmalarını ara vermeden sürdürdüğünü kaydetti."

Koçbank Bireysel Pazarlamadan Sorumlu Genel Müdür Yardımcısı Murat Aysan da konuşmasında, Türkiye'de toplam 15 milyon kredi kartı bulunduğunu, pazarın henüz doyuma ulaşmadığını söyledi. Kart kullanımı ve ödemeye ilişkin kolaylıklar getirdiklerini anlatan Aysan, ödeme kolaylıklarının en önemlisinin tüm dünyada alışverişte taksit olanağı olduğunu söyledi. Yeni alışverişler için geçerli olan bu uygulamada, ödemelerin 3 veya 6 aylık vadelerle, düşük ve sabit faizle yapılabildiğini belirtti. Aysan, 3 ayda % 4.25 ve 6 ayda % 5.25 faiz uyguladıklarını ifade ederken, "Türkiye'de kredi kartı faizi % 6.5 ile 8 arasında. Dolayısıyla hem vadeyi yayararak, hem de sabit ve düşük faizle önemli bir finansman imkanı sağlamış oluyoruz" diye konuştu.

Moody's Bankacılık Sistemini Beğenmedi

Moody's, Türk bankacılığının, yetersiz sermaye yapısı, zayıf varlık kalitesi ve istikrarsız bir işletme ortamı içinde düşük bir kârlılıkla karşı karşıya bulunduğunu bildirdi. Buna karşılık, bu yıl içinde ortalama mali güç notunda ilerleme, bankacılıktaki kârlılıкта artış bekleniyor. Kredi de-

recelendirme (reyting) kuruluşu Moody's, "Türkiye'de Bankacılık Sektörü'nün Görünümü" başlıklı raporuyla, Türk bankacılık sistemini değerlendirdi. Türkiye'nin, "D (-)" ile "D" arasında değişen ortalama mali güç notu, Türk bankacılık sisteminin içinde bulunduğu durumu yansıtıyor. Raporda, bu yıl içinde, ortalama mali güç notunda da ilerleme beklendiği ifade edildi. Moody's kıdemli analistlerinden ve bankacılık raporunu kaleme alan Adel Satel, şimdiki bankacılık yapısıyla, mali güç kredi notunun, "D (+)"dan yukarıya çıkmasının zor görüldüğünü belirtti. Raporda, Türkiye'deki siyasi kriz ihtimallerinin fazla olması ve bankaların kredi notlarındaki istikrarsızlıkların, bankaların etkin olarak çalışmalarını tehlikeye sokan unsurlar olduğu vurgulandı. Performans dışı kredilerin, bankacılık sektörünün kârlılığını olumsuz etkilemeye devam edeceğinin belirtildiği raporda, herşeye rağmen bankacılıktaki kârlılığın artmasının beklendiği, ancak bu kârlılığın, halen bankacılık sisteminin tarihi kârlılıklarının gerisinde bulunduğu vurgulandı. Kârlılıkla birlikte, ekonomik sermaye de biraz artış göstereceği belirtilirken, Moody's, kârlılıktaki bu artışın sermaye üzerindeki kaygıları gidermesini beklemediğini bildirdi. Raporda, orta vadede ise yabancı bankaların, Türkiye'ye yatırım yapma ilgilerinin artacağı ve bu ilginin, jeopolitik ve makro ekonomik istikrara bağlı olarak artış göstereceği kaydedildi.

Esnaf Kredi Faizine Sınırlama

Halk Bankası'nın esnaf kredilerinde 2003 yılı için uygulayacağı gösterge faiz oranı, Banka cari faiz oranının % 80'i kadar olacak. "13 Mart 2003" tarihli Resmi Gazete'de yayımlanan karar yürürlüğe girdi. Bakanlar Kurulu kararına göre, Halk Bankası'nca Esnaf ve Sanatkar Kredi ve Kefalet Kooperatifleri kefaletiyle esnaf ve sanatkarlara kullanılmış olup, bakiyesi 2003

yılına devreden kredilere 2003 yılı boyunca geçerli olmak üzere gösterge faiz oranı uygulanacak. Banka tarafından 1 yıla kadar (1 yıl dahil) vadeli olarak, bu yıl içinde bankacılık usul ve esasları çerçevesinde kullanılacak kredilerde de gösterge faiz oranı geçerli olacak.

Banka'nın Kuzey Kıbrıs Türk Cumhuriyeti, Lefkoşe ve Gazi Magosa şubelerince, esnaf ve sanatlara 1 yıla kadar vadeli, diğer şartları Banka'ca belirlenmek üzere 2003 yılı içinde kullanılacak kredilerde de gösterge faiz oranı geçerli olacak. Banka'nın, bu kararın uygulanması sonucunda cari faiz ile gösterge faiz arasındaki farka göre oluşan kayıpları Hazine Müsteşarlığı'nca 2003 yılı bütçesinde ayrılan 75 trilyon lira ödenek limitinin ve kararın 5. maddesinde belirtilen tutarın aşılmasıyla avans olarak ödenecek. Karara göre, gösterge faiz oranı, Banka cari faiz oranının % 80'i kadar olacak. Hesaplanan gösterge faiz oranı küsuratlı ise küsuratın 5'ten küçük (5 dahil) olması halinde aşağıya, küsuratın 5'ten büyük olması halinde yukarıya doğru yuvarlama yapılarak gösterge faiz oranı tespit edilecek. Gösterge faiz oranı alt sınırı % 30 olarak belirlenirken, gösterge faiz oranı % 30'a ulaştıktan sonra cari faizlerde düşüş olsa dahi gösterge faiz değişmeyecek. Banka'nın cari faiz oranının, % 30'dan daha düşük olması halinde, Esnaf ve Sanatkar Kredi ve Kefalet Kooperatifleri kefaleti kapsamında kullanılan kredilere Banka'nın cari faiz oranı uygulanacak ve bu durumda gelir kaybı ödenmeyecek. Vadesinde ödenmeyen kredilere, vade tarihinden itibaren bu karar hükümleri uygulanmayacak. Karar yürürlüğe girdi.

Finansbank Bankacılık Sistemini Yeniledi

Finansbank, 10 milyon dolarlık yatırımla bankacılık sistemini yeniledi. "Core

Finans" adı verilen yeni sistem, bankanın müşterisini daha yakından tanıma, hızlı ürün sunma ve maliyet kontrolünde hareket kabiliyetini istediği kadar artırma olanağı getiriyor. Finansbank Genel Müdürü Onur Umut, yeni sistemin tanıtımı amacıyla düzenlenen basın toplantısında yaptığı konuşmada, 1997 yılından itibaren teknik açıdan yeni bir sisteme ihtiyaç duyduklarını ve bu doğrultuda ürün arayışına girdiklerini belirtti. Mevcut ürünlerin kendilerini tatmin etmemesi üzerine 1999 yılı sonunda IBM'in desteğiyle kendi yazılımlarını geliştirmeye karar verdiklerini anlatan Umut, "Core Finans" adı verilen sistemin, 135 bankacı, 110 mühendis ve 70 teknisyenin 2.5 yıllık çalışması sonucunda ortaya çıktığını, sistemin bankanın tüm işlemlerinde aynı anda kullanılmaya başlandığını söyledi. Rekabetin had safhaya ulaştığı günümüzde müşteriye en iyi hizmeti, en uygun fiyatla en uygun zamanda sunabilmek için çok ciddi teknolojik altyapıya ihtiyaç duyulduğunu dile getiren Onur Umut, Core Finans'ın her türlü büyüme, açılma ve değişime uygun esnek bir bankacılık paketi olduğunu kaydetti. Core Finans'ın bundan sonraki bankacılık vizyonlarında Finansbank'ı ileriye taşıyacak en önemli yapı taşı olduğunu belirten Umut, şöyle devam etti: "Yeni sistem geleceğe yönelik bir sistem. Kullanımı ve maliyeti çok ucuz, güvenilirliği çok yüksek. Müşterinin istekleri doğrultusunda değişimleri en kısa sürede gerçekleştirebilecek bir yapıda. Yeni sistemle somut olarak müşteri sayımızın çok hızlı artmasını öngörüyoruz. Sistem, milyonlarca müşteriye çok rahatlıkla cevap verebilecek kapasitede." Onur Umut, Core Finans için bankanın 10 milyon dolarlık bir yatırım yaptığını bildirdi.

Finansbank'ın bilgi teknolojilerinden sorumlu Genel Müdür Yardımcısı Lale Maro da, 2002'li yılların bankacılık anlayışını

desteklemek amacıyla oluşturulan Core Finans'ın bankanın müşterisini daha yakından tanıma, hızlı ürün sunma, esneklik, güvenlik ve maliyet kontrolü gibi kilit konularda hareket kabiliyetini, ölçülebilirlik, dış sistemlerle kolay entegrasyon olanaklarını istediği kadar artırma imkanı sağladığını vurguladı. Maro, yeni teknolojik kullanımla rekabet verimlilik avantajı sağlayan Core Finans ile müşterilerin daha iyi tanınabildiğini, bu doğrultuda müşterinin portföyünün yararlandığı kanal ve hizmetlerin izlenmesiyle müşterilerin ihtiyaçlarının daha hızlı belirlenebildiğini ve daha iyi hizmet verilmesini kolaylaştırdığını kaydetti. Sistem dahilinde yeni ürünlerin çok hızlı geliştirildiğini ve uygulamanın çalışma esnasında değiştirilebildiğini ifade eden Maro, yeni sistemin yatırım, işletim ve ürün geliştirme maliyetlerinin düşük, bakımı ve işletiminin kolay olduğunu söyledi. Maro, Core Finans sisteminin devreye girmeden önce çok yoğun testlerden geçtiğini, Kasım 2002'de bazı birimlerde çalışmaya başladığını ve yaklaşık 4 aylık sürede hiçbir problem yaşamadıklarını anlattı. IBM Türk Genel Müdürü Hüseyin Kızıltay ise dünyanın bugün geldiği noktada rekabet avantajı elde edebilmek için teknoloji birikiminin iş vizyonu ile tamamlanmasının şart olduğuna dikkat çekti. Kızıltay, Finansbank'la birlikte gerçekleştirilen yeni bankacılık sisteminin önümüzdeki 5-10 yıl içinde bütün bankaların kullanacağı bir teknoloji olacağı görüşünü dile getirdi. Verilen bilgiye göre, Finansbank'ın altyapısını ve çalışma şeklini tamamen değiştiren, tüm genel müdürlük birimleri, kanallar ve şubelerde aynı anda devreye giren Core Finans sisteminden alınan sonuçlar, analiz edilerek sistemin geri beslenmesi sağlanıyor.

Batık Banka Faaliyeti 36 Katrilyon

Batık bankaların Hazine'ye maliyeti 36

katrilyon liraya ulaştı. TMSF'nun Kasım 2002 sonu itibarıyla bilançosu ve geçen yılın ilk 11 ayındaki gelir-gider tabloları açıklandı. TMSF, IMF ile yürütülen stand-by anlaşması gereğince bilançosunu her ay kamuoyuna açıklıyor. TMSF'nin bilançosunun 31.2 katrilyon liralık bölümü Hazine'nin verdiği iç borçlanma kağıtlarından oluşuyor. Batık bankaların yükümlülüklerinin tasfiyesi için verilen söz konusu iç borçlanma kağıtları için Hazine, erken geri ödeme ya da vadesinde ödeme ya da DİBS değişimi yoluyla 12.3 katrilyon liralık nakit ödeme yaptı. Bu kağıtların 18.9 katrilyon liralık bölümünün de henüz vadesi dolmadı. Hazine, Kasım 2002 sonuna kadar TMSF'ye söz konusu iç borçlanma kağıtları için 4 katrilyon 177 trilyon liralık da nakit faiz ödemesi gerçekleştirdi.

Vadesi henüz dolmayan iç borçlanma kağıtlarının Kasım 2002 sonu itibarıyla işlenmiş faizlerinin toplamı ise 1.2 katrilyon lira olarak gösterildi. Buna göre Hazine, Kasım 2002 sonuna kadar batık bankaların yükümlülüklerinin karşılanması için 16.5 katrilyon liraya yakın bölümü fiilen nakit olarak ödenmiş toplam 36.5 katrilyon liralık bir kaynak aktardı. TMSF, Hazine'den aldığı söz konusu iç borçlanma kağıtlarını, batık bankaların mevduat, kredi ve benzeri yükümlülüklerinin tasfiyesi için kullanıyor. Bu arada TMSF aynı tarih itibarıyla Merkez Bankası'ndan ise 1 katrilyon 536 trilyon liralık kısa vadeli avans kullanmış gözüküyor.

TMSF'nin batık bankalar nedeniyle oluşan görev zararları ise 17.2 katrilyon lira düzeyinde bulunuyor. Söz konusu zararın 6 katrilyon lirası kesinleşmiş durumda bulunuyor. 11 katrilyon liralık bölümü ise Fon bünyesindeki bankalara verilen ihtiyatlardan oluşuyor. TMSF'nin, tasfiye ettiği ya da sorunlu aktif ve pasiflerini üstlenerek sattığı bankalardan devraldığı batık

kredilerin tutarı ise 5.2 katrilyon lira düzeyine ulaştı. Ödeme planına bağlanan alacaklar ise sadece 225.5 trilyon lira olarak açıklandı. TMSF batık krediler için 4.8 katrilyon lira karşılık ayırdı.

Fon'un geçen yılın ilk 11 aylık döneminde gelirleri ve giderleri arasında, giderler lehine 8.1 katrilyon liralık fark oluştu. Başka bir ifadeyle Fon bilançosuna 11 ayda bu ölçüde bir zarar yazdı. Önceki yıllardan da 6.8 katrilyon liralık zarar devralan TMSF'nin özkaynakları Kasım 2002 sonu itibarıyla negatif bazda 14.9 katrilyon liraya kadar yükseldi. TMSF'nin geçen yılın ilk 11 ayında şimdiye kadar Devlet iç borçlanma senedi ve nakit olarak kullandığı kaynaklar için Hazine'ye ödemesi gereken faiz ise 8.4 katrilyon lira olarak hesaplandı. Ancak, TMSF'nin bu faiz ödemelerini Hazine'ye fiilen yapmayıp sadece gider olarak tahakkuk ettirdiği ve gelirleri ile giderleri arasındaki farkı da bu yolla finanse ettiği tahmin ediliyor. TMSF, batık bankalardan kalan off-shore bankaları da tasfiye ediyor. TMSF Yönetim Kurulu, KKTC'de kurulu bulunan, Toprakbank Off-shore Ltd. ve Egsbank Off-shore Ltd'nin tasfiye edilmesini kararlaştırdı. Tasfiye kararları, her iki bankanın da 28 Mart'ta yapılacak olağan ve olağanüstü genel kurullarında karar altına alınacak. Toprakbank Off-shore, BDDK tarafından el konulan ve daha sonra kapatılan Toprakbank'tan, Egsbank Off-shore ise EGS Bank'tan kalmıştı.

Tayfun Bayazıt Dışbank Yönetim Kurulu Başkanı Oldu

Türk Dış Ticaret Bankası (Dışbank) Yönetim Kurulu Başkanlığı ve İcra Başkanlığı'na (CEO), Tayfun Bayazıt seçildi. Bu arada, Vural Akışık, Ray Sigorta Yönetim Kurulu Başkanlığı'ndan ayrıldı. Dışbank'ından borsaya gönderilen açıklamada, 2002 Genel Kurul toplantısının ardından toplu-

nan Yönetim Kurulu'nun görev dağılımını yaptığı bildirildi. Ray Sigorta'dan Borsa'ya gönderilen açıklamada, Akışık'ın yeni üstlendiği görevlerin gerektirdiği zaman ve gayret nedeniyle ayrıldığı kaydedildi. Kamu Bankaları Ortak Yönetim Kurulu Başkanlığı'ndan ayrıldıktan sonra Dışbank Yönetim Kurulu Başkanlığı'na getirilen Akışık, daha sonra Doğan şirketler Grubu Holding Yönetim Kurulu Üyeliği ve Petrol Ofisi Yönetim Kurulu Başkanlığı görevlerini de üstlenmişti.

İstemeden Kart Gönderilmeyecek

Banka Kartları ve Kredi Kartları Kanunu Tasarısı taslağı Başbakan Yardımcısı Abdülatif Şener'in makamına sunuldu. Taslağa göre, kart çıkaran kuruluşlar, yazılı talepte bulunmayan kimseler adına hiçbir şekil ve surette kart çıkaramayacak. 32 maddeden oluşan ve maddelerin bir bir gerekçelerinin de sıralandığı kanun taslağının genel gerekçe bölümünde, kredi kartları ve banka kartlarının dünyadaki gelişime paralel olarak Türkiye'de de ödeme araçları içinde yer almasına karşın, duyulan en büyük duyulan en büyük eksikliğin, konuya ilişkin yasal bir dayanağın bulunmaması olarak gösterildi. Taslağa göre, bankalar hariç kart çıkarma veya üye işyerleri ile anlaşma yapma faaliyetlerinde bulunmak isteyen kuruluşlar Kurul'dan izin alacaklar. Anonim şirket halinde kurulacak bu kuruluşların nakden ve her türlü muvazaadan ari olarak ödenmiş olan sermayesi 5 trilyon liradan az olmayacak.

BDDK'nın denetim ve gözetimine tabi olacak olan faaliyete geçiş tarihinden itibaren 3 ay içinde olmak üzere kurucular tarafından Kurum hesabına asgari sermayesinin % 2'si tutarında sisteme giriş payı yatırarak. Taslak, herhangi bir hesap bakiyesi ile sınırlı olmaksızın kart çıkaran kuruluşlara, bu kartlar için kendi tespit edecekleri

usuller çerçevesinde yapacakları değerlendirmeye istinaden bir kullanım sınırı tespit etme yükümlülüğü getiriyor. Kartta belirtilen bilgilerin kaybolması veya çalınması halinde kart hamili, yazı ile de teyit edilen sözlü bildirimden sonraki kart kullanımından sorumlu olmayacak ve sorumluluk kart çıkaran kuruluşa ait bulunacak. Ayrıca, kart hamillerinin kartlarını kaybetmeleri veya çaldırmaları halinde doğabilecek zararlara karşı bir önlem olarak, kartla yapılan işlemlerde kimlik kontrolü ve imza kontrolü yapılmasına yönelik düzenlemeye gidildi. Kart hamiline, karttaki imza hanesini imzalama ve kartın kullanımı sırasında üye işyerince talep edilmesi halinde kimlik belgesi ibraz etme zorunluluğu getirilerek kartın üçüncü kişilerce herhangi bir surette ele geçirilerek kullanılmasının önüne geçilmesi amaçlandı.

Kredi kartı sahibi kendisine ulaşan hesap dökümüne en geç son ödeme tarihinden itibaren 30 gün içinde, kart çıkaran kuruluşa yazılı olarak başvurmak suretiyle itiraz edebilecek. Banka kartı ile yapılan işlemlere işlem tarihinden itibaren 30 gün içinde itiraz edilmediği takdirde işlem kesinleşmiş sayılacak. Üye işyerleri sistemden ayrıldıklarında ya da geçici olarak kart kabul edemedikleri durumlarda, bu kuruluşlara ait amblemleri kaldırmak zorunda olacak. Üye işyerleri kart hamillerinin yapmış oldukları mal ve hizmet alımlarının bedelini kredi kartı ya da banka kartı ile ödeme taleplerini kabul etmekle zorunlu olacak. Taslakta, üye işyerlerince satış ve nakit ödeme belgesi düzenlenmesine ilişkin esaslar getirildi.

Kart çıkaran kuruluşlar, yazılı talepte bulunmayan kimseler adına hiçbir şekil ve surette kart çıkaramazlar. Kart hamiline kart çıkaran kuruluş ile imzalayacağı sözleşmenin bir örneği ile birlikte, sözleşme hükümleri hakkında ayrıntılı bilgi verilme-

si zorunlu olacak. Kart hamili ile yapılan sözleşme hükümleri açık, anlaşılır bir şekilde ve kolaylıkla okunabilecek puntolarla düzenlenecek. Kart hamili ile yapılan sözleşmede temerrüt dahil her türlü faiz oranı, faiz benzeri diğer oranlar, ceza, ücret ve komisyon gibi parasal yükümlülüklerle ilişkin hükümler ile kartın kayıp veya çalınması halinde ispat yüküne ilişkin şartlar ve sözleşmenin yenilenmesi ve feshine ilişkin hususlar taraflarca kolayca anlaşılabilir olacak belirli esaslara bağlanacak.

Kart hamilinin yaptığı işlemler nedeniyle, sözleşmede yer almayan faiz, komisyon veya masraf gibi adlar altında hiçbir şekil ve surette ödeme talep edilemeyecek ve kart hamilinin hesabından kesinti yapılmayacak. Bu hükümlerde yapılacak değişiklikler kart hamiline hesap dökümünde ya da ayrıca bildirilecek. Bu değişiklikler bildirimin yapıldığı döneme ilişkin son ödeme tarihinden itibaren hüküm ifade edecek. Kart hamili bu değişiklikleri öğrendikten sonra kartla işlem yapmaya devam ederse, bu durumda söz konusu değişiklikleri kabul etmiş sayılacaktır. Kart çıkaran kuruluşlar tarafından kart hamilinin borcunu kart hamili için belirlenen kullanım sınırı dahilinde şahsen ödemeyi taahhüt eden bir veya birden fazla kefil gösterilmesi istenilmiş ise, bu kişilere de sözleşmenin bir örneğinin verilmesi zorunlu olacak. Kart hamilinin borcu kefile bildirilmedikçe kefil için temerrüt durumunun oluşmayacağı sözleşmede gösterilecek. Taslak, kefilin sadece sözleşmede yer alan ve kefil olmayı kabul ettiği miktar olan kart hamilinin kullanım limiti dahilinde sorumlu olması esasını benimsendi. Buna göre, kart hamilinin ödeme gününde o hesap döneminde yaptığı harcamalara ilişkin toplam borç tutarının bir kısmını veya tamamını ödeyememesi halinde, kart çıkaran kuruluşça sadece hesap kesim tarihinden son-

raki döneme ilişkin olarak faiz talep edilebilecek. Ancak, sözleşmede öngörülmek kaydıyla, kart hamilinin daha önceki aylara ilişkin borç ve faiz tutarlarına en son hesap kesim tarihinden önceki bir tarih itibarıyla ve sözleşmede belirtilmesi kaydıyla farklı bir faiz oranı uygulanabilecek. Kart hamilinin nakit kullanımına ilişkin borçları bu hükmün dışında tutulmuş olup, bu meblağlara hesap kesim tarihi dikkate alınmaksızın kullanıldıkları gün itibarıyla ve sözleşmede öngörülen oran üzerinden faiz uygulanabilecek. Kart çıkaran kuruluşlar, kart ve ek kart hamillerinin kart kullanımıyla ilgili olarak yapacakları şikayet ve itirazlara ilişkin yazılı başvurularını, başvuru tarihinden itibaren yurtiçi kullanımlara ilişkin olanları 15 iş günü, yurtdışı kullanımlara ilişkin olanları otuz iş günü içinde iadeli taahhütlü bir mektupla cevaplandırmak zorunda olacak.

Akbank Sermayesini Arttırıyor

Akbank Yönetim Kurulu "26 Mart 2003 Çarşamba" günkü toplantısında, çıkarılmış sermayenin 384 trilyon lira (% 47.06) 2002 yılı olağanüstü yedek akçelerinden karşılanmak suretiyle bedelsiz artırılarak 816 trilyon liradan 1.2 katrilyon liraya yükseltilmesine karar verdi. Bu arada, Akbank'ın aynı gün yapılan Olağan Genel Kurulu'nda, 2002 yılı kârının dağıtılmasına karar verildi. Karara göre, ortaklar kâr payını teşkil eden 40.8 trilyon liranın (% 5 oranında ve 1000 lira nominal değerli beher hisseye 50 lira) tamamını "27 Mart 2003. Perşembe" gününden itibaren ödenmeye başlandı. Kurucu ve intifa payları için ayrılan 61 trilyon 38.9 milyar lira da her bir hisseye net 24 milyar 50 milyon lira hesabıyla ödenmeye başlandı.

Visa Kartlarıyla 8.5 Milyar Euro Harcadık

Visa Türkiye Genel Müdürü Greg

Twitter, Türkiye'de satış noktalarında geçen yıl Visa kartları aracılığıyla yapılan işlemlerin önceki yıla oranla % 60'ın üzerinde büyüme göstererek, 8.5 milyar Euro'ya ulaştığını bildirdi. Visa Türkiye ve AB bölgesi 2002 yılı sonuçları, İstanbul'da düzenlenen bir toplantıyla açıklandı. Twitter, toplantıda yaptığı konuşmada, Visa kartlarının Türkiye'de dakikada 969 kez kullanıldığını ve 2002 yılında kart sayısının % 8'lik artışla 18.8 milyona ulaştığını belirtti. Kredi kartı harcamalarının % 59.3 oranında artarak 8.2 milyar Euro olarak gerçekleştiğini duyuran Twitter, kredi kartı başına düşen harcama tutarının % 65 oranında büyüme kaydettiğini bildirdi. Twitter, toplamda kart sahibi harcamalarının ise % 54'lük artışla 20 milyar Euro olduğunu bildirdi. "İşlem hacmi ve satış noktasındaki kullanım oranlarında elde ettiğimiz bu büyüme, 2007 yılına kadar Türkiye'deki tüketici harcamalarındaki payımızı % 12'ye çıkarmayı hedef alan uzun dönemli stratejimizin bir sonucudur" diyen Twitter, amaçlarının bakkal, market, manav gibi alanlara girmek olduğunu duyurdu.

Toplantıya katılan Visa Avrupa Bölgesi (AB) Başkanı ve CEO'su Hans Van Der Velde de, Avrupa genelinde geçen yıl Visa kartları ile yapılan tüketici harcamalarının % 14.8 oranında artarak 775 milyar Euro olarak gerçekleştiğini bildirdi. İşlem adedi ve harcama tutarlarındaki artışa işaret eden Velde, özellikle piyasalarda güvenin az olduğu ve ekonomik koşulların tüketici kartlarını cüzdanlarında tutmaya yönelttiği bir dönemde elde edilen bu artışların sıra dışı olduğunu kaydetti. Velde konuşmasında, Türkiye'nin AB bölgesi içerisindeki önemine dikkat çekerek, Türkiye'nin AB bölgesi içinde İngiltere ve İspanya'dan sonra kredi kartı sayısı açısından 3. büyük pazar olduğunu söyledi. Visa Avrupa Bölgesi (AB) Başkanı ve CEO'su Velde, bir savaş

ortamında İstanbul'da niye böyle bir toplantı düzenlendiği yönündeki soruyu şöyle yanıtladı: "Niye olmasın ki? İstanbul'da böyle bir toplantı daha önceden planlanmamıştı. Yapmamamız için sebep yok. Beni telaşlandıran uluslararası terör konusu. Bu risk İstanbul'da niye daha yüksek olsun ki? Avrupa'da pek çok yer İstanbul'dan daha riskli". Velde, bir soru üzerine, Irak savaşının uzamasının ekonomiyi olumsuz etkileyeceğini ifade ederek, "Büyüme olmaz ve ekonomi daralır. Visa olarak, % 3'lük bir kayıp yaşayabiliriz" dedi. Kredi borçları konusundaki bir soru üzerine de Velde, şu an için Türkiye'deki kredi kartı borçlarının Avrupa'daki ortalamasının altında olduğunu belirtti.

Ziraat'te "Faizsiz Bankacı" Dönemi

AKP, Ziraat Bankası'nda "faizsiz bankacılar" dönemi başlattı. Geçmişte Faisal Finans'ta da çalışan ve İSKİ'de Recep Tayyip Erdoğan'ın sağ kolu olan Zeki Sayın Ziraat Bankası Yönetim Kurulu Başkanı oldu. Bankanın genel müdürlüğüne de Family Finans Genel Müdürü Can Akın Çağlar getirildi. Ziraat Bankası'nın "17 Mart 2003 Perşembe" günü yapılan seçimli olağan genel kurulunda beklendiği gibi yönetim kurulu üyeliklerinin tamamı değişti. 11 kişilik yönetim kuruluna giren yeni isimler Zeki Sayın, Mehmet Mumcuoğlu, Burhanettin Aktaş, İlhan Uludağ, Can Akın Çağlar, Hasan Cebeci, Hasan Topal, Mustafa Ünal, Erol Berktaş, Emin Süha Çayköylü, Nur Zahit Keskin oldu. Denetim Kurulu'na ise Süleyman Sayın ile Abdullah Yalçın atandı.

Genel Kurulun ardından, Başbakan Recep Tayyip Erdoğan'ın İstanbul Büyükşehir Belediye Başkanlığı döneminde İSKİ ve Belpa'da çalışan ve "Başkanın sağ kolu" olarak anılan isimlerden Zeki Sayın'ın Kamu Bankaları Ortak Yönetim Kurulu Baş-

kanlığı'na getirilmesi bekleniyor. Zeki Sayın, 1996 yılında Türkiye Kalkınma Bankası Yönetim Kurulu üyeliğine getirilmişti. Sayın, Ülker Grubu'na geçtikten sonra adı Family Finans olarak değiştirilen ve Maliye Bakanı Kemal Unakıtan'ın da görev yaptığı Faisal Finans Kurumu'nda da yönetimdeydi. Sayın gibi, yine aynı sektörden ve aynı kurumdan olan Can Akın Çağlar ise Ziraat Bankası'nın Genel Müdürü oldu. Can Akın Çağlar, bu göreve Family Finans genel müdürlüğünden geldi. Yönetim kuruluna getirilen isimlerden Prof. Dr. İlhan Uludağ, halen Marmara Üniversitesi Bankacılık ve Sigortacılık Yüksek Okulu'nun müdürlüğünü yürütüyor. Burhanettin Aktaş, Devlet Bakanı Ali Babacan'a danışmanlık yaparken, Hasan Topal ise Halkbank'ta çalışıyor. Yeni yönetim kurulunun, yapacağı ilk toplantıda, genel müdür ile altı murahhas azayı belirlemesi bekleniyor.

Burhan Karaçam'ın Yerine Kemal Kaya

Burhan Karaçam'ın yeni yılla birlikte ayrılmasıyla boşalan Koçbank Yönetim Kurulu Başkanlığı'na Kemal Kaya atandı. Kemal Kaya, Koç Finansal Hizmetler'in de CEO'luğuna getirildi. Koç Finansal Hizmetler ve Koçbank'ın "26 Mart 2003 Çarşamba" günü yapılan yönetim kurulu toplantılarından alınan kararlarla ataması yapılan Kemal Kaya'nın, "27 Mart 2003 Perşembe" günü itibariyle yeni görevlerine başladığı bildirildi. Daha önce her iki kurumda da Yönetim Kurulu Üyesi olarak görev yapan Kemal Kaya, finans sektöründeki kariyerine 1985 yılında Yapı Kredi'de başladı. 2000 yılında Koç Topluluğu'na geçen Kaya, Koç Finansal Hizmetler ve Koçbank'taki görevlerinin yanı sıra halen Koç Faktör, Koç Leasing, Koç Yatırım, Koç Portföy ve Koçbank Nederland NV şirketlerinde Yönetim Kurulu Üyesi olarak görev yapıyor. Kemal Kaya, Koç Topluluğu'

nun finansal piyasalarda büyüme stratejisinin oluşturulmasında en önemli rollerden birini oynayarak, Koç-UniCredito Italiano ortaklığının gerçekleşmesini sağlamıştı. Koçbank ve finans şirketlerini şemsiyesi altında toplayan Koç Finansal Hizmetler'e, Unicredito % 50 oranında ortak olmuştu. Kansas Üniversitesi İş İdaresi Bölümü mezunu olan Kaya, evli ve 2 kız çocuğu babası.

Halkbank'a Yeni Genel Müdür

Halkbank Genel Müdürlüğü'ne getirilen Tefik Bilgin, TÜSİAD Başkanı Tuncay Özilhan'ın İcra Başkanlığı'nı yürüttüğü Anadolu Grubu'nda Mali İşler Koordinatör Yardımcısı olarak görev yapıyordu. Halk Bankası'nın 11 kişilik yeni yönetim kuruluna giren ve bankanın Genel Müdürlüğü görevine getirilen Tefik Bilgin, Anadolu Grubu'ndan kamuya transfer oldu. TÜSİAD (Türk Sanayicileri ve İşadamları Derneği) Tuncay Özilhan'ın İcra Başkanı olduğu Anadolu Grubu'nda iki yıldır Mali İşler Koordinatör Yardımcısı olarak görev yapıyordu.

Halkbank'ın yeni Genel Müdürü Tefik Bilgin 1967 yılında Aydın'da doğdu. Tefik Bilgin, 1990'da ODTÜ İktisadi ve İdari Bilimler Fakültesi Kamu Yönetimi Bölümü'nden mezun oldu. 1998 yılında ABD'de İOWA Üniversitesi'nde işletme master derecesi aldı. 1992 yılında Hazine Müsteşarlığı Bankalar Yeminli Murakıplar Kurulu'nda murakıp yardımcısı olarak göreve başladı, daha sonra da bankalar yeminli murakıbı oldu. 2001 yılı başından bugüne kadar da Anadolu Grubu'nda Mali İşler Koordinatör Yardımcısı olarak görev yapıyordu. Halk Bankası'nın yeni yönetiminde Bilgin'in yanı sıra görev alan diğer isimler Zeki Sayın, Burhanettin Aktaş, İlhan Uludağ, M. Emin Özcan, Hasan Cebeci, Hasan Sözer, Hüseyin Aydın, Mustafa Ünal, Emin

Suha Çayköylü ve Hasan Topal oldu. Halkbank Genel Müdürlüğü'ne getirilen Tevfik Bilgin masasında eski Genel Müdür Yenal Ansen dönemindeki 40 adet yolsuzluk dosyasını buldu. Bankalar yeminli murakıbbı kökeni olan Bilgin ve ekibine son genel kurulda önemli bir yetki verildi. Yeni yönetim 400 milyon dolara yaklaştığı belirtilen ve murakıpların soruşturduğu 40 yolsuzluk dosyası için Ansen hakkında "kişisel mali sorumluluk davası" açabilecek.

Akın Öngör Garanti Yönetiminden Ayrıldı

Garanti Bankası'nın yeni Yönetim Kurulu üyeleri belirlendi. Bankanın yeni yönetimine Yücel Çelik, Aclan Acar, Ahmet Kamil Esirtgen, Hüsnü Akhan, Ferit Faik Şahenk, Ahmet Mahfi Eğilmez, Süleyman Sözen ve Sincan Toker seçildi. Bankanın 28 Mart'ta yapılan Olağan Genel Kurul Toplantısı'nda, daha önce 9 olan Yönetim Kurulu Üyesi sayısı 8 olarak belirlendi. Yönetim Kurulu üyeliklerine Yücel Çelik, Aclan Acar, Ahmet Kamil Esirtgen, Hüsnü Akhan, Ferit Faik Şahenk, Ahmet Mahfi Eğilmez, Süleyman Sözen ve Sincan Toker seçildi. Yeni listede, önceki dönem Yönetim Kurulu Murahhas Üyesi olarak görev yapan, eski Genel Müdür Y. Akın Öngör yer almadı. Genel Kurul'da, 2002 hesap yılında oluşan 123 trilyon 74 milyar liralık kârdan yasal karşılıkların ayrılmasından sonra kalan 116 trilyon 920 milyar 300 milyon liranın fevkalade ihtiyatlara aktarılmasına karar verildi.

Alternatifbank'ın Kârı 10 Trilyon Lira

Faaliyet Raporu'nda yer alan bilgilere göre, 2002 sonunda ödenmiş sermayesi 200 trilyon liraya ulaşan Alternatifbank'ın aktif büyüklüğü, 2001 yılındaki 1 katrilyon 440 trilyon lira iken 2002 yılında 1 katrilyon 248 trilyon lira seviyesinde gerçekleşti. Artan rekabet, daralan marjlar ve yüksek fon-

lama maliyeti sonucunda Alternatifbank, 2002 yılını 10 trilyon lira kârla kapattı. Bankanın sermaye yeterliği rasyosu ise 2002 sonu itibariyle % 12.2 oldu. Banka, 2006 yılına kadar toplam 300 milyon dolar tutarında banka kaynaklı nakdi kredi verebilecek konuma gelmeyi planlıyor. Bu yapılırken mevcut 2.000 aktif müşteriden 2006 yılında 3.800 aktif müşteri sayısına ulaşılması ve halen toplam portföydeki payı % 60 olan hedef müşteri kitlesi KOBİ'lerin de % 80 ağırlığa sahip olması planlanıyor. Alternatifbank, uygulamaya koyduğu yeni strateji çerçevesinde 2003 ve sonrasında önemli yatırımlar öngörmeyip sadece mevcut sistemin ve ekipmanın güncelleme gereksinimi için asgari harcamalar hedefliyor.

Yönetim Kurulu Başkan Vekili Metin Tokpınar ve Genel Müdür Murat Arığ'ın da katıldığı Genel Kurul'da belirlenen Yönetim Kurulu üyeliklerinde Tuncay Özilhan, Metin Tokpınar, İbrahim Yazıcı, Mustafa Uysay, Ali Zülfü Tigrel, Cesur Kılınç, Murat Arığ isimleri aynen kalırken, Yeşim Taner yeni üye olarak katıldı. Genel Kurul'da, Türk ticaret kanunlarına göre hesaplanan 5.1 trilyon lira ticari kârın 4.6 trilyon lirasının, ihtiyarı yedek akçe olarak ayrılması kabul edildi.

Finansbank Kâr Payı Hisse Dağıtacak

Finansbank'da ortaklara 1. kâr payı olarak ayrılan 17.7 trilyon liranın (% 5) hisse senedi şeklinde 30 Mayıs'a kadar dağıtılmasına karar verildi. Finansbank'dan borsaya gönderilen açıklamaya göre, bankanın "31 Mart 2003 Pazartesi" günü yapılan Olağan Genel Kurul Toplantısı'nda, 2002 yılına ait enflasyona göre düzeltilmiş bilanço'ya göre vergiler ve fonlar karşılığında sonra kalan safi kârın dağıtılmasında 1. kanuni yedek akçelere 9.4 trilyon lira, ortaklara birinci kâr payı 17.7 trilyon lira, ku-

rucu hisse sahiplerine 16.1 trilyon lira, 2. kanuni yedek akçe 1.6 trilyon lira ve olağanüstü yedek akçelere 143.5 trilyon lira ayrılması kararı alındı. Ortaklara 1. kâr payı olarak ayrılan 17 trilyon 745.2 milyar lira (% 5) hisse senedi olarak 30 Mayıs 2003 tarihine kadar dağıtılacak. Genel Kurul'da, Fiba Bank A.Ş.'nin tüm hak, alacak, borç ve yükümlülükleriyle ve tüzel kişiliğinin sona ermesi suretiyle devralınmasına ilişkin sözleşme, BDDK ve SPK'nın onayından geçmiş haliyle onaylandı. Genel Kurul'da, Yönetim Kurulu üyeliklerine Hüsnü M. Özyeğin, Mustafa Aysan, Yener Dinçmen, M. Ömer A. Aras, Fevzi Bozer, Kaya Erdem ve Genel Müdür Faik Onur Umut seçildi.

Pamukbank Elde Kaldı

TMSF, el konulan Pamukbank'ın satışı sürecinde bankayı almak üzere inceleme yapmasına izin verilen 4 yatırımcının hiçbirinin teklif vermediğini açıkladı. Pamukbank için Oyakbank, Dışbank, İş Bankası ve Societe Generale Group inceleme izni almıştı. Çukurova Grubu bünyesindeyken el konulan Pamukbank elde kaldı. TMSF, Pamukbank hisselerinin satışına ilişkin son teklif verme tarihi olan 28 Mart itibariyle, Pamukbank'ı inceleyen yatırımcılardan teklifin alınmadığını açıkladı. Açıklamada, hisselerinin tamamı TMSF'ye ait olan Pamukbank hisselerinin satışa sunulduğu, Oyakbank, T. Dış Ticaret Bankası, T. İş Bankası ve Societe Generale Group'un başvuruları kabul edilerek, anılan kurumların Pamukbank'ta inceleme yapmalarına izin verildiği hatırlatıldı. Pamukbank ile ilgilenen yeni yatırımcıların, 10 Mart 2003 tarihine kadar BDDK'ya başvurabilme imkanı getirildiği belirtilen açıklamada, şöyle denildi: "Konuya ilişkin olarak, tarafımıza verilen süre içerisinde Kurumumuza yeni bir başvuru yapılmamış, ilgilenen yatırımcılardan Societe Generale Group satış süre-

cinden çekilmiş, Pamukbank hisselerinin satışına ilişkin son teklif verme süresi olan 28 Mart 2003 tarihi itibariyle de Banka nezdinde inceleme yapan diğer yatırımcılardan herhangi bir teklif alınmamıştır."

Türk bankacılık sistemindeki yeniden yapılanma, Türkiye'nin büyük bankalarından biri olan Pamukbank'ın 3 katrilyon liralık açığı olduğu için TMSF'na devredilmesine kadar gitti. BDDK, 19 Haziran 2002 tarihinde aldığı kararla, 1973 yılında Mehmet Emin Karamehmet'in Çukurova Grubu'na dahil olan Pamukbank'ı TMSF'ye devretti. BDDK'nın hazırladığı raporlar, Mehmet Emin Karamehmet'in dünyanın 29'uncu büyük zengini olduğu günlerde bile "batık" olan Pamukbank'a para koymadığını gözler önüne serdi. Daha sonraki süreçte, Çukurova Grubu, Pamukbank'a haksız şekilde el konulduğunu savundu. Bu nedenle Çukurova Grubu Danıştay'da dava açtı. Danıştay 10'uncu Dairesi'nin BDDK'yı haklı bulan kararından sonra Çukurova Grubu, bu karara itiraz etti. İtirazı inceleyen, Danıştay İdari Dava Daireleri Genel Kurulu, Çukurova lehine "yürütmeyi durdurma" kararı verdi. BDDK da bu karara uyararak, Pamukbank'ı Çukurova Grubu'na geçen Ocak ayında iade etti ve bankanın TMSF'ye devrinden sonra içine konulan 2.2 milyar dolarlık kaynağı geri istedi. BDDK'nın bu kararından sonra Çukurova Grubu ile BDDK arasında, iki gün süren "maraton" görüşmeler yapıldı ve önce bir protokol daha sonra da anlaşma imzalanarak, Çukurova Grubu'nun bankalarından kaynaklanan toplam 5.2 milyar dolarlık borcu için anlaşma sağlandı. Bu anlaşma sonrasında BDDK, TMSF kapsamında Pamukbank'ın satış sürecini devam ettirdi. Ancak, bankayı inceleyen kurumların hiçbirisi alıcı olarak teklif vermedi.

Pamukbank'ın TMSF'ye devredilmesinden önce Türk bankacılık kesimindeki ye-

niden yapılandırma çalışmalarıyla yakından ilgilenen Uluslararası Para Fonu (IMF), bu bankanın el konulması sonrasında hukuk ve satış sürecini de çok yakından takip etti. IMF, bankanın satış sürecini, 4'üncü gözden geçirmenin tamamlanmasından yine yakından takip etmeyi sürdürdü. Bunun en somut örneklerinden birini IMF Birinci Başkan Yardımcısı Anne Krueger'in, ekonomi yönetimi ile yaptığı görüşmeler sırasında ortaya çıkmıştı. BDDK ile Çukurova Grubu arasında, grubun borçlarının yeniden yapılandırılmasına yönelik anlaşma döneminde IMF yine Pamukbank ve Çukurova Grubu borçları hakkında uyarıda bulunmuştu. Bu ikinci uyarıda, IMF Avrupa Direktörü Michael Deppler BDDK'ya ve hükümete yönelik olarak, "Pamukbank ve Yapı Kredi işinde dikkatli olun" demişti.

Fon, Pamukbank'ı Satmak İçin İkinci Kez Şansını Deniyor

TMSF, Pamukbank'ın yeniden satışa çıkarıldığını açıkladı. TMSF'nin konuya ilişkin duyurusu, Resmi Gazete'nin "3 Nisan 2003 Perşembe" günkü sayısında yayımlandı. TMSF'den yapılan yazılı açıklamaya göre, duyuruya göre hisselerinin tamamı TMSF'ye ait olan Pamukbank T.A.Ş. "teklif almak" suretiyle satılacak. İstekliler hazırlayacakları teklif mektuplarını, 13 Haziran 2003 tarihinde mesai saati sonuna kadar TMSF'ye verecekler. Banka ile ilgilenen ya-

tırımcılarda, Bankalar Kanunu ile 5 Kasım 2000 tarihli Resmi Gazete'de yayımlanan Bankacılık Düzenleme ve Denetleme Kurulu'nun, "Banka Kuruluşunda veya Mevcut Bankaların Hisselerinin Devralınmasında ya da TMSF Bünyesinde Bulunan Bankaların Hisselerini Satın Almak Üzere Başvuracaklarda Aranacak Koşullara İlişkin Karar"ında yer alan koşulları taşıması şartı aranacak. İstekliler, 27 Haziran 2001 tarihli Resmi Gazete'de yayımlanan, "Bankaların Kuruluş ve Faaliyetleri Hakkında Yönetmelik"te belirtilen belgelerle birlikte, 9 Mayıs 2003 mesai saati sonuna kadar kuruma müracaat edecekler. Buna göre gerekli koşulları taşıyanlar, 16 Mayıs 2003'de belirlenecek ve ilgililere bildirilecek.

Yırcalı Yapı Kredi'de Yine Başkan

Yapı ve Kredi Bankası Yönetim Kurulu Başkanlığı'na Rona Yırcalı yeniden seçildi. Yapı ve Kredi Bankası'ndan yapılan açıklamaya göre, 31 Mart'ta gerçekleştirilen Genel Kurul'da seçilen yeni yönetim kurulu ilk toplantısını "3 Nisan 2003 Perşembe" günü yaptı. 1992'den bu yana bankanın yönetim kurulu başkanlığını yürüten Rona Yırcalı yeniden bu göreve getirildi. Selçuk Altun ve Halit Soydan yönetim kurulu başkan vekilliklerini üstlendi. Levent Ersalman, Hasan Ersel, Rahmi Sayder, Tanbey Veziroğlu ile Genel Müdür Naci Sığın yönetim kurulu üyesi oldu. Denetim Kurulu üyeliklerini ise Rüştü Çelebioğlu ile İbrahim Toptepe yapacak.





EFES
Pilsen

PREMIUM BEER

SOĞUK İÇİNİZ



Bira
bu kapa
altında

Takım ruhu.



İSTANBUL
MENKUL KIYMETLER
BORSASI
www.itmkb.gov.tr