

FINANS - POLİTİK &

EKONOMİK YORUMLAR

OCAK 2006 ◊ YIL 43 ◊ SAYI 502 ◊ 6,00.- YTL

www.ekonomikyorumlar.com

2006 Yılı Başlarken

Dr. Nesrin NAS

EKONOMİK YORUMLAR / AÇIK OTURUM
İstanbul'un Finans Merkezi Olması Yolunda Yapılan
Çalışmalar ve Sermaye Piyasaları Nasıl Büyütülür?
Nasıl Derinleştirilir?

KATILANLAR:

Müslüm DEMİRBILEK / Osman BİRSEN / Oğuz SATICI
Doç. Dr. Doğan CANSIZLAR / Turgut TELMAN
Prof. Dr. Zühtü AYTAÇ / Ender ÇOLAK / İbrahim KURBAN
Alp TEKİNCE / Dr. Gürman TEVFIK / Rosanna GRIMALDI
İsmail BAYDAR / Ali BAHÇUVAN

Türkiye Bir İthalat Kolik mi Oldu?
ve İthal Kolik Nereye Gidiyor?

Yrd. Doç. Dr. Cem Mehmet BAYDUR / Özgür YANARDAĞ

Ülkemizde Yatırım Araçları İçinde Yeni Bir Alternatif:
Borsa Yatırım Fonları

Doç. Dr. Müge İŞERİ / Zeynep AKTAŞ

Aylık Sabit Ödemeli Kredilerin
Vergi Planlamasında Kullanılması
Serdar SÜMER

Oyun Teorisi'ne Genel Bir Bakış
Yrd. Doç. Dr. Deniz GİZ

TÜRKİYE'NİN KUMBARASI



Garanti



Garanti'nin tasarladığı dünyanın en büyük kumbarası Tepebaşı Tüyap'ın yanındaki parkta açıldı. Atılan paranın ve içindeki toplam tutarın, anında görülebildiği dijital ekranlı kumbaraya, tedavülden kalkacak madeni paralarını atabilirsiniz. Kumbarada toplanacak paralarla, Çağdaş Yaşamı Destekleme Derneği, WWF-Türkiye (Doğal Hayatı Koruma Vakfı) ve Toplum Gönüllüleri Vakfı'nın sosyal sorumluluk projelerine* destek olun. Kumbaraya atacağınız her kuruş biriksin, biriksin, biriksin; okumak isteyen bir kızımıza burs olsun, Anadolu'da bir gencimize iş imkanı olsun, kurumak üzere olan bir doğal su kaynağına hayat olsun.

Haydi Türkiye! Kumbaramız dolsun.

Ayrıntılı bilgi için: www.garanti.com.tr

*Çağdaş Yaşamı Destekleme Derneği'nin "Anadolu'da Biz Kızım Var Öğretmen Olacak", WWF-Türkiye Doğal Hayatı Koruma Vakfı'nın "Su Tasarrufu", Toplum Gönüllüleri Vakfı'nın "GençlerToplum Hizmetinde" projeleri.

Soru:

Sizce 15. yaşını kutlarken, ardında 81 yıllık bir deneyim ve İş Bankası desteği barındıran şirket hangisidir?

Cevap:



FINANS - POLİTİK & EKONOMİK YORUMLAR

http://www.ekonomikyorumlar.com

e-mail:ekonomikyorumlar@ekonomikyorumlar.com

OCAK 2006 • YIL: 43 • SAYI: 502 • 6,00.- YTL (KDV DAHİL)

**Ekonomik Mali Yayınlar San. ve Tic. A.Ş. Adına
İmtiyaz Sahibi
DR. NESRİN NAS**

**Genel Yayın Yönetmeni
PROF. DR. EMRE ALKİN**

**Yazı İşleri Müdürü
MUSTAFA BARIŞ**

**Danışma Kurulu Başkanı
ALİ İHSAN KARACAN**

Danışma Kurulu

□Prof. Dr. Asaf Savaş Akat □Dr. Öztin Akgüç □Prof. Dr. Erdoğan Alkin □Prof. Dr. Emre Alkin □Prof. Dr. Mehmet Altan □Tevfik Altınok □Yılmaz Argüden □Beyhan Aslan □Uğur Bayar □Afa Boran □Prof. Dr. Ünal Bozkurt □Yavuz Canevi □Ege Cansen □Dr. Doğan Cansızlar □Bülend Çorapçı □Necdet Durakbaşı □A. Aydın Dündar □Dr. A. Mahfi Eğilmez □Orhan Emirdağ □Gazi Erçel □Dr. Zeynel Abidin Erdem □Meral Gezgin Eriş □Dr. Deniz Gökçe □Prof. Dr. Cumhur Ferman □Zeki Gündüz □Prof. Dr. Seyfettin Gürsel □M. Akif Hamzaçebi □Avni Hedili □Erhan Işıl □Prof. Dr. Haluk A. Kabaalioglu □Ali İhsan Karacan □Kemal Kurdaş □Korhan Kurdoğlu □Adnan Nas □Ergin Neng □Sezai Onaral □Prof. Dr. Suat Oktar □Tuncay Özilhan □Ersin Özince □Ertuğrul İhsan Özol □Prof. Dr. Merih Paya □Adnan Polat □M. Faruk Sabuncu □Oğuz Satici □Prof. Dr. Hülya Talu □Prof. Dr. M. Şükrü Tekbaş □Dr. Ali Tekin □Dr. Turgut Telman □Yaman Törüner □Cihan Turper □Pınar Türeç □Doç. Dr. Ali Ulusoy □Ahmet Yüzbaşıoğlu □Prof. Dr. T. Güngör Uras

Yazı Kurulu

□ Dr. Öztin Akgüç □ Prof. Dr. Erdoğan Alkin □ Prof. Dr. Emre Alkin □ Zeki Gündüz □ Prof. Dr. Seyfettin Gürsel □ Adnan Nas □ Prof. Dr. Merih Paya □ Prof. Dr. T. Güngör Uras □ Doç. Dr. Hakan Üzeltürk

BU SAYIDA

OKURLARA MEKTUP
DR. NESRİN NAS
2006 Başlarken 3

**EKONOMİK YORUMLAR/AÇIK OTURUM
KATILANLAR:**
MÜSLÜM DEMİRBİLEK/OSMAN BİRSEN
OĞUZ SATICI/DOÇ. DR. DOĞAN CANSIZLAR
TURGUT TELMAN/PROF. DR. ZÜHTÜ AYTAÇ
ENDER ÇOLAK/İBRAHİM KURBAN
ALP TEKİNCE/DR. GÜRMAN TEVFİK
ROSANNA GRIMALDI/İSMAİL BAYDAR
ALİ BAHÇUVAN
İstanbul'un Finans Merkezi Olması Yolunda
Yapılan Çalışmalar ve Sermaye Piyasaları
Nasıl Büyütülür? Nasıl Derinleştirilir? 6

**YRD. DOÇ. DR. CEM MEHMET BAYDUR
ÖZGÜR YANARDAĞ**
Türkiye Bir İthalat Kolik mi Oldu?
ve İthal Kolik Nereye Gidiyor? 48

**DOÇ. DR. MÜGE İŞERİ
ZEYNEP AKTAŞ**
Ülkemizde Yatırım Araçları İçinde
Yeni Bir Alternatif: Borsa Yatırım Fonları 53

SERDAR SÜMER
Aylık Sabit Ödemeli Kredilerin Vergi
Planlamasında Kullanılması 65

YRD. DOÇ. DR. DENİZ GİZ
Oyun Teorisine Genel Bir Bakış 72

Rakamların Dili
Ekonomik Göstergeler 78

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 ☎ **Yayın Süresi:** Aylık -Yerel Süreli- ☎ **Yayın Türü:** İktisadi ve Politik ☎ **Baskı ve Cilt:** Umut Kağıtçılık San. ve Tic. Ltd. Şti., Keresteciler Sitesi, Fatih Cad. Yüksek Sokak, Başak Han, No.11/1, Merter - İSTANBUL, Tel: (0212) 637 04 11, Faks: (0212) 637 37 03 ☎ **Baskı Tarihi:** 2 Ocak 2006 ☎ **Genel Dağıtım:** DPP ve Dünya Süper Dağıtım ☎ **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. ☎ **Abone Bedeli (KDV Dahil):** 72,00.- YTL ☎ **Öğrencilere:** 50,00.- YTL ☎ **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

Dergiden

OKURLARA MEKTUP

2006 Başlarken...

2005 yılı, bir önceki yıl kadar olmasa bile genel olarak iyi bir yıl oldu. Korkulan iç ve dış ekonomik risklerin birçoğu gerçekleşmedi. Temel makro göstergeler genelde olumlu seyretti. Mali disiplinden ödün verilmedi. Özelleştirmede tarihi bir yıl oldu. Türk Telekom'dan Tüpraş'a ve Erdemir'e kadar başarılı birçok özelleştirmeye imza atıldı. Hizmetler sektöründe fiyat katılığı sürmekle birlikte enflasyonda hedef tuttu. Büyümede sorunlar olmasına rağmen hedef aşıldı. Reel faizler uzun bir aradan sonra ilk olarak % 10'un altına indi. 2006'da bütçe açığının milli gelire oranı % 3 olarak hedeflendi. Bu, Fransa, Almanya dâhil birçok AB ülkesinden daha iyi bir düzeyi işaret ediyor.

Daha önemlisi tüm zorluklar aşılarak, AB ile müzakerelere başlandı ve tarama süreci başlatıldı. ABD ile 1 Mart tezkeresi ile bozulan ilişkiler kısmen onarıldı ve özellikle Orta Doğu ve global terör kapsamında ortak bir çıkar alanı tanımlanabildi. Düzenlen makro dengeler, sağlanan siyasi istikrar ve AB ile müzakerelere başlama kararı yabancı yatırımcılar için Türkiye'yi riski alınabilir ve yatırım yapılabilir ülkelerden biri haline getirdi. Dünya ekonomisi yüksek petrol fiyatlarına rağmen büyümesini sürdürdü. ABD ekonomisi beklenenin üzerinde performans gösterdi ve enflasyon beklentiler içinde kaldı. Dolayısıyla FED agresif faiz artırımını yapmayarak global finans piyasalarında korkulanın olmasını önledi. Türkiye de bu olumlu konjonktürden en çok yararlanan ülkelerin başında geldi ve cari açığını sorunsuz bir şekilde finanse edebildi.

Tüm bu olumlu gelişmelere rağmen 2005 yılı aynı zamanda risklerin biriktirildiği, çözümlerin ertelendiği, iç siyasi gündemin ve gerginliklerin yeniden Türkiye'nin merkezine oturduğu, başta ifade özgürlüğü olmak üzere temel reformların uygulamasında sorunların yaşandığı, daha kötüsü sapla samanın birbirine karıştığı ve uzun bir süre unuttuğumuz rejim tartışmalarının yeniden iç siyasi çekişmelerin odağına yerleştiği, hükümetin AB ile müzakerelere başlama kararının alınması ile misyonunu tamamlamış havasına girdiği ve ciddi yorulma emareleri göstermeye başladığı ve AB ile ilişkilerin kopma ihtimalinin hızla gerçekleşmeye doğru gittiği bir yıl oldu. Öyle ki, 2006 bütçe tartışmaları dünyaya gözlerimizi kapamaya ve yeniden kendi iç gündemimize hapsolmaya başladığımızın işaretlerini verdi. Ekonomik krizlerin, istikrarsızlığın, özgürlük ve zenginlik üretmeyen yapının en önde gelen nedeni olan siyaset yapma tarzımız ve devlet yönetme biçimimizin hiç değişmediğine bir kez daha tanık olduk. Bu nedenle 2006'da iç siyasi çekişmelerden başımızı alıp fırsatlara odaklanamayacağımızı ve riskleri yönetmekte zorlanacağımızı öngörmek maalesef çok zor değil.

Kuşkusuz tüm bunlardan kriz beklentisi içinde olduğumuz sonucu çıkarılmamalı. Türkiye dış borçları başta olmak üzere temel makro göstergeleri açısından oldukça rahat bir durumda. Kaldı

ki, 2006 da toplam kamu borçları nominal olarak azalacaktır. Yine de beklentilerin doğru yönetilememesi risklerin olduğundan çok daha büyük algılanması sonucunu doğurabilir.

Öyle görünüyor ki, ekonomik büyümenin düşmesine rağmen büyümeye devam eden ve 24 milyar dolar civarında gerçekleşeceğini tahmin ettiğimiz cari açık 2006 yılında gündemimizin merkezine oturacak. Her ne kadar Merkez Bankası'nın rezervleri 50 milyar dolara ulaşmışsa ve cari açığı finansman biçiminin kalitesi artmışsa da, ithalatın artması, ihracat büyüme hızının yavaşlaması, imalat sanayi büyüme hızının % 4'ler civarında olması işlerin iyiye gitmediğinin açık kanıtlarıdır. Çünkü cari açığın kısa vadede sorun olmaktan çıkması için Türkiye'nin riski alınabilir ülke olmaya devam etmesi, orta vadede de sürdürülebilir büyümeyi yakalayarak paydayı yani milli gelirini büyütmesi gerekiyor.

Oysa iş ve aş yaratan sürdürülebilir büyümeyi yakalamak için öncelikle ihracat artış hızı ithalat artış hızının üzerinde ve imalat sanayii büyüme hızı GSMH büyüme hızının üzerinde olmalıdır. Çünkü ancak ihracat ya da doğrudan yatırımlar ile döviz kazancı elde eder, toplam yatırım ve istihdamı artırırınız. Kısa vadeli sermaye hareketleri ile uzun vadeli bir büyüme trendi yakalayamazsınız.

Türkiye'nin bu nedenle yeniden ihracatı teşvik eden, ihracatçı sektörlerin global rekabet gücünü artıran politikalara ağırlık vermesi gerekiyor. Kurumlar vergisinin 10 puan düşürülmesi bu açıdan önemli ama yeterli olmayan bir adımdır. Bu çerçevede hem sosyal güvenlik açıklarının büyümesini durduracak hem de istihdam maliyetini azaltacak reformlar ile enerji maliyetlerini aşağı çekecek özelleştirmelerin bir an önce yapılması gerekiyor. Ancak sosyal güvenlik reformuna "emeklilik yaşının yükseltilmesi" şeklinde özetleyeceğimiz mevcut yaklaşımımızı ciddi bir biçimde değiştirmemiz gerekiyor. Merkez Bankası danışmanı Ercan Türkan'ın yaptığı bir araştırma, sosyal güvenlik reformu ile işgücü piyasasının birlikte ele alınması gerektiğini ortaya koyuyor. Genç nüfusumuz, kayıt dışılığın yaygınlığını ve ekonominin mevcut üretim ve sosyal yapısını dikkate almayan ve emeklilik için gelişmiş zengin ülkelerde olduğu gibi yüksek yaş sınırına odaklanan olası emekli maaşı alma süresi, prim ödeme gün sayısı ile maaş bağlama oranları arasında dengeli bir ilişkinin kurulmadığı bir reformun arzulanan sonuçları doğurması pek mümkün görünmüyor. Aksi halde dünyada değişen üretim biçimiyle birlikte katı bir sosyal güvenlik sistemi, katlanmak zorunda olduğumuz işsizlik maliyetini çok daha büyütür. Nitekim şu anda da en önemli sorunumuz istihdam yaratmayan büyümedir.

Sevgili okurlar, ekonomi son üç yılda % 27 oranında büyümesine rağmen 2002 yıl sonunda % 8,4 olan işsizlik oranı, Eylül 2005 itibarıyla son açıklanan verilere göre % 9,7'ye çıkmıştır. Daha kötüsü, istihdam edilenlerin çalışabilir nüfusa oranında Türkiye'nin durumu oldukça vahimdir. OECD ülkelerinde % 50'nin üzerinde olan bu oran, biz de 2004 yılında % 45,8, 2005 yılı Eylül verisine göre ise % 44,3. Bu rakamlar hem kayıt dışı istihdamın yaygınlığına işaret ediyor, hem bize iş yaratma kapasitesi yüksek olan KOBİ'ler ve hizmetler sektörünü hem de sosyal güvenlik reformunu yeni bir anlayışla ele almamız gerektiğini söylüyor.

Önümüzdeki yıl Türk ekonomisindeki temel kırılmalara gelince, bunların başında artan siyasi gerilimin beklentileri olumsuz yönde değiştirecek olması geliyor. Hükümet ve iktidar partisi üyeleri de beklentilerin bozulmasına ciddi katkıda bulunuyorlar. İkinci olarak kamu borcunun milli gelire oranı halen yüksek ve borcun yapısı yani toplam kamu borçları içinde değişken faizli ve döviz cinsinden borçların yüksekliği borçların maliyetini olumsuz gelişmelere çok duyarlı kılıyor. Bu yapı, hem borcun yenilenme stresini artırıyor, hem de daha yüksek bir risk primi ödememize neden oluyor.

Üçüncü olarak, özel sektörün dış borçluluğu fazla ve bunun % 43'ü kısa vadeli. Üstelik Türkiye yüksek dolarizasyona sahip ülkelerden biri. Bu da Global likiditenin düşmesine karşı Türkiye piyasalarını çok duyarlı hale getiriyor.

Dördüncü olarak, bankacılık sektörü geçmişle kıyaslanmayacak ölçüde güçlenmişse de vade uyumsuzluğu riski ciddi bir sorun olarak ortada durmaktadır. Bu nedenle mortgage yasasının bir an önce çıkması ve bankaların vade uyumsuzluğunu en aza indirecek securitizasyon araçlarını kullanmalarının önünün açılması gerekiyor. Üstelik 2006 yılında açık enflasyon hedeflemesine geçiyoruz. Performans kriterine dönüştürülen enflasyon hedeflemesi uygulamasında hem iç hem dış olmak üzere 4 bant bulunuyor. Böylece IMF, enflasyon hedeflemesi uygulamasını performans kriterine dönüştürerek hükümeti Merkez Bankası'nın sorumluluğuna ortak etmiş bulunuyor. Ancak enflasyon hedeflemesine dayalı para politikası reel faizlerin daha da düşmesini engelleyecektir. Son altı aydır daralan uluslararası likiditenin ABD'de para basımının yavaşlaması ve dolara olan talebin azalması nedeniyle daha da daralması önümüzdeki yıl 24–25 milyar dolar dış finansmana ihtiyacı olan Türkiye'de hem reel faizlerin daha da aşağı inmesini hem de enflasyonla mücadeleyi kısmen zorlaştıracaktır. Bu da piyasaların ve yaklaşan seçimler nedeniyle siyasilerin sinirini bozacaktır.

Özetlersek 2006 yılı ekonomik ve siyasi kırılگانlıkların artacağı, risklerin fırsatları gölgeleyebileceği ve Türkiye'nin global dünyaya eklememesinde kritik bir test yılı olacaktır.

İyi yıllar dileğiyle...

Saygılarımla,

Dr. Nesrin NAS

Finans–Politik & Ekonomik Yorumlar

Ekonomik Yorumlar

AÇIK OTURUM

İstanbul'un Finans Merkezi Olması Yolunda Yapılan Çalışmalar ve Sermaye Piyasaları Nasıl Büyütülür? Nasıl Derinleştirilir?

KATILANLAR:

- MÜSLÜK DEMİRBİLEK
- OSMAN BİRSEN
- OĞUZ SATICI
- DOÇ. DR. DOĞAN CANSIZLAR
- TURGUT TELMAN
- PROF. DR. ZÜHTÜ AYTAÇ
- ENDER ÇOLAK
- İBRAHİM KURBAN
- ALP TEKİNCE
- DR. GÜRMAN TEVFİK
- ROSANNA GRIMALDI
- İSMAİL BAYDAR
- ALİ BAHÇUVAN

Sevgili Okurlar, aşağıda sunulan "İstanbul'un Finans Merkezi Olması Yolunda Yapılan Çalışmalar" ve "Sermaye Piyasaları Nasıl Büyütülür? Nasıl Derinleştirilir?" konulu "Açık Oturum" 29 Eylül 2005 Perşembe günü Stratejik Teknik Ekonomik Araştırmalar Merkezi (STEAM) tarafından İstanbul'da düzenlenmiştir. Açık Oturum'a konuşmacı olarak; Türkiye Sermaye Piyasası Aracı Kuruluşları Birliği Başkanı Sayın **Müslüm DEMİRBİLEK**, İMKB Başkanı Sayın **Osman BİRSEN**, Türkiye İhracatçılar Meclisi Başkanı Sayın **Oğuz SATICI**, SPK Başkanı Sayın **Dr. Doğan CANSIZLAR**, Finans Kulüp Kurucu Başkanı Sayın **Turgut TELMAN**, Rekabet Kurulu Üyesi Sayın **Prof. Dr. Zühtü AYTAÇ**, SPK Daire Başkanı Sayın **Ender ÇOLAK**, İMKB Başkan Yardımcısı Sayın **İbrahim KURBAN**, TSPAKB Yönetim Kurulu Üyesi Sayın **Alp TEKİNCE**, KYD Başkanı Sayın **Dr. Gürman TEVFİK**, Stoxx Ltd. ve Dow Jones Indexes Bölge Sorumlusu Sayın **Rosanna GRIMALDI**, Garanti Yatırımdan Sayın **İsmail BAYDAR** ve BORYAD Başkanı Sayın **Ali BAHÇUVAN** konuşmacı olarak katılmışlardır.

MÜSLÜM DEMİRBİLEK – Sayın Bakanım, Sayın Başkanlar, Değerli Konuklar, Değerli Basın Mensupları, Türkiye Sermaye Piyasası Aracı Kuruluşları Birliği Üyeleri, Birlik Organları ve çalışanları

adına hepinizi saygıyla selamlıyorum. Sermaye piyasamızın gelişimi yönünde çok önemli sonuçlar alınacağına inandığım bu toplantıya gösterdiğiniz ilgi ve katılımınız için hepinize çok teşekkür ediyorum.

Değerli Meslektaşlarım, sermaye piyasa-
mızın ve aracılık faaliyetlerinin gelişmesi yö-
nünde büyük gayret sarf eden Birliğimiz; yurt
dışı ilişkilerimizi güçlendirmek, sermaye pi-
yasası kurumlarının işleyiş yapısını tanımak
ve kuruluş çalışmaları süren Gelişen İşletme-
ler Piyasası A.Ş.'nin (GİP) işleyiş sürecinde
karşılıklı işbirliği imkânlarını araştırmak ama-
cıyla 19-22 Eylül 2005 tarihleri arasında
Amerika Birleşik Devletlerine bir ziyaret yap-
mış bulunmaktadır. ABD'de yaptığımız te-
maslar göstermiştir ki, Türk Sermaye Piyasa-
sı gerek sahip olduğu değerler ve gerekse
gelecek çizgisi ile gelişmiş sermaye piyasala-
rı ile aynı trend içinde hızla ilerlemektedir.

Sermaye Piyasası Kanunu'muzun yeniden
ele alınacağı bu dönemde, ABD temasları
fevkalade yararlı olmuş; Birliğimizin ve Türki-
ye ekonomisinin olumlu gelişmelerinin tanı-
tımını açısından da önemli kazanımlar elde e-
dilmiştir. Programa; başta Sermaye Piyasası
Kurulu Başkanı Sayın Doç. Dr. Doğan CAN-
SIZLAR olmak üzere, Kurul'un çok değerli
temsilcileri güç vermiş ve ülkemiz sermaye
piyasalarının etkin bir tanıtımı yapılmıştır. Zi-
yaret programı kapsamında, TÜSİAD ABD
Temsilciliği, Amerikan Ulusal Menkul Kıymet
Tacırları Birliği (NASD - National Association
of Securities Dealers), NASDAQ (National
Association of Securities Dealers Automated
Quotation) ve New York Borsası (NYSE -
New York Stock Exchange) gibi kurumlarda
çeşitli toplantılar yapılmıştır.

ABD ziyaretimizde, A.B.D. sermaye piya-
sasının yapısı ve kurumları detaylı olarak in-
celenmiş, yatırımcıları koruma prosedürleri,
yabancı yatırım teşvikleri, diğer yasal prose-
dürlere, piyasa gözetim sistemleri üzerine ge-
niş bir bilgilendirme sağlanmıştır. Ziyaretimiz-
de, kuruluş aşamasındaki Gelişen İşletmeler
Piyasası A.Ş.'ye model olması öngörülen
NASDAQ ziyaret edilmiştir. NASDAQ'ın ya-
pısı ve işleyişi hakkında bilgi alınmış, GİP'in
kuruluşu esnasında işbirliği yapılabilecek a-
lanlar hakkında görüş alışverişinde bulunul-
muştur.

Öte yandan, heyetimiz Nasdaq Borsası'nın kapanışını gerçekleştirirken, Nasdaq yetkilileri A.B.D. medyasına Birliğimiz ve eko-

nomimiz hakkında olumlu mesajlar iletmıştır.
Sermaye Piyasası Kurulu Başkanımız Sayın
Dr. Doğan Cansızlar da aynı medyaya yaptığı
konuşmayla önemli bir tanıtım yapmış ve
kapanış gongunu çalmıştır. Bu türden prog-
ramlarımızı önümüzdeki dönemde de sür-
dürmeyi planlıyoruz. Öncelikle, Avrupa Birli-
ği'ne üyelik süreci kapsamında üyelerimizin
geniş katılımıyla ikiz ülke olarak seçilen
Almanya sermaye piyasasının da detaylı olarak
incelenmesini fevkalade önemli olduğuna in-
nanmaktayız.

Değerli Konuklar, günümüzde küreselleş-
menin etkisiyle birlikte sermayenin dolaşımı-
nın önündeki engeller kalkmış ve dünyada
kârlı görülen yatırım alanları arayışı hızlan-
mıştır. Gerek sanayileşmiş ve gelişmesini
tamamlamış ülkeler, gerekse gelişme yolun-
da olan ülkeler doğrudan yabancı sermaye
yatırımlarını kendilerine çekebilmek için bü-
yük çaba harcamaktadırlar. Bunun sebebi,
yabancı sermayenin bu ülkelerin ekonomile-
rine sağlamış olduğu yararlarıdır. Bunlar, ser-
maye (dış kaynak), yeni teknoloji ve işletme
bilgisi (know-how), istihdam yaratılması, re-
kabetin geliştirilmesi, pazarlama katkısı ve ih-
racat imkânı, ödemeler dengesi açığının az-
altılması şeklinde sıralanabilir. Bu sebeple
dünyadaki genel eğilim, yabancı sermayenin
teşvik edilmesi yönündedir.

Ülkemizde uygulanmakta olan ekonomik
programın da etkisiyle, enflasyonist baskılar-
da azalma kaydedilmiş, piyasa düzenlemeleri
ve kurumların modernizasyonu neticesinde
ekonomik istikrar ve öngörülebilirlik artmıştır.
Uzunca bir süredir devam eden yüksek en-
flasyon ve yüksek faiz ortamlarından
uzaklaşmış, ekonomimizde olumlu gelişme-
ler yaşanmıştır. Sürdürülebilir bir ekonomik
büyümenin sağlanabilmesi için ülkemiz tasar-
rufları maalesef yeterli değildir. Dolayısıyla
yabancı kaynaklara ve özellikle bunlar içinde
uzun vadeli, üretim ve istihdam yaratan ya-
bancı tasarruflara ihtiyacımız bulunmaktadır.

Bu çerçevede, ülkemizde de hemen he-
men tüm sektörlerde yabancıların doğrudan
yatırımlarında artış beklemek yanlış olmayac-
aktır. AB'ye yeni katılan ülkelerin doğrudan
yabancı sermaye yatırımlarından aldıkları

paylara bakıldığında, AB üyelik süreci içerisinde, benzer doğrudan sermaye akımlarının ülkemize de yöneleceğini bekleyebiliriz. Uluslararası araştırmalara göre de gelişen piyasalar içerisinde ülkemizin payı ve öneminin artacağı, özellikle özelleştirme başta olmak üzere önemli miktarda doğrudan yabancı sermaye girişinin sağlanacağı öngörülmektedir.

Değerli Konuklar, şunu öncelikle belirtmek isterim ki, yalnızca yabancı sermaye değil, aynı zamanda yurtiçi tasarrufların da üretime ve yatırıma kanalize edilmesi önemlidir. Cevabını aramamız gereken sorular: Yurt dışındaki yurttaşlarımızın tasarruflarını ekonomimize nasıl kazandırabiliriz? Yabancı portföy ve doğrudan yatırımları ülkemize nasıl çekebiliriz? Atıl duran kaynakları ekonomimize nasıl kazandırabiliriz? Diğer bir deyişle, finansal sistemimizi nasıl büyütebiliriz ve derinleştirebiliriz?

Mali piyasaların büyütülmesi ve derinleştirilmesi için olmazsa olmaz koşul ise, ekonominin kayıt içine alınması, kayıt dışılığın önlenmesidir. Kayıt dışılığın önlenmesi, gündemimizin her zaman birinci sırasında yer almalıdır. İncelediğimiz gelişmiş ülkelerin hepsinde ekonomi kayıt içindedir. Ülkemizde kayıt dışılığı önlemeye ilişkin olarak çeşitli öneriler geliştirilmiştir. Bunların bir kısmı cebri, polisiye, nereden buldun gibi yasal zorlamalara dayalı olmuştur. Diğer bir kısım öneriler ise, gönüllülük esasına dayanmıştır. Şunu belirtmeliyiz ki, cebri önlemler kayıt dışılığı önlemede bir araç değil aksine kayıt dışılığı arttıran bir sonuca bizi götürebilir. Üzerinde durduğumuz ana konu gönüllülük esasına dayalı sistemlerdir.

Kanaatimize göre, kayıt dışılığı önlemeye yönelik temel, gönüllülük esasına dayalı unsurlar şöyle sıralanabilir; öncelikle kayıt dışılığın önlenmesi için düşük enflasyon, düşük reel faiz ve sürdürülebilir bir istikrar gereklidir. İkinci önemli unsur, vergi oranları vergi mükellefini vergi ödemeye gönüllü olarak götüreceği bir seviyeye indirilmelidir. Bu tarz bir vergi sisteminde vergi istisna ve muafiyetleri yoktur, vergi oranları küresel rekabeti teşvik edecek derecede düşüktür. Üçüncü

önemli unsur organize piyasaların geliştirilmesidir.

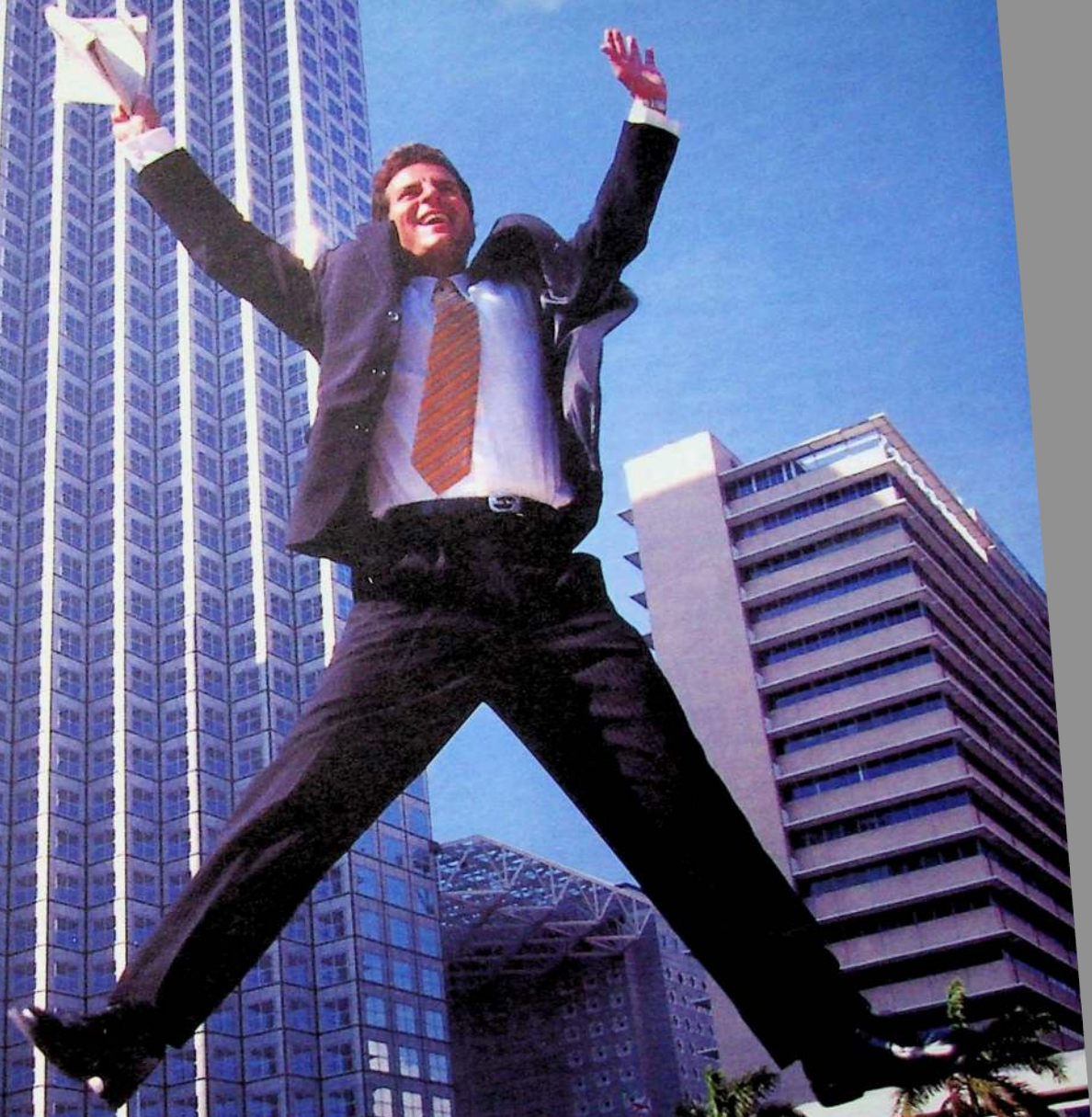
Birinci koşulun günümüz ekonomik verilerine göre var olduğunu kabul etsek bile, özellikle IMF ile yürütülen istikrar programı anlamlı bir vergi indirimine imkân vermemektedir. Projeler demeti olarak ele alabileceğimiz bir seçenek kalmaktadır. O da organize piyasaların geliştirilmesidir. Son 20 yıllık sermaye piyasası deneyimimiz göstermiştir ki, finansal piyasalar büyük bir hızla ülkemizde gelişmekte ve finansal sistem kayıt içine girmektedir. 2007 tarihine kadar, menkul kıymet piyasalarımız Merkezi Kayıt Kuruluşu'muz vasıtasıyla kaydılaşacaktır.

Aynı tempoyu mal hareketlerinde, kıymetli madenlerde, döviz ve gayrimenkulde yakalayabiliriz. Nitekim vadeli işlemler borsamız bu yıl başında faaliyete geçmiştir. Bunu destekleyecek bir spot piyasa olan ürün borsaları ve lisanslı depoculuk sistemi önemli bir projemiz olmalıdır. Gayrimenkul piyasasındaki kayıt dışılığı önleyecek en önemli mekanizma mortgage sistemidir. Bu sistemin hayata geçirilmesi de fevkalade önemlidir. Öte yandan, sigortacılık sisteminin gelişmesi, kayıt dışılığı önlemede çok çok önemli bir unsur olarak görülmektedir.

KOBİ'lerin de dâhil olacağı Gelişen İşletmeler Piyasaları ise, yeni bir piyasa olarak sektör tarafından oluşturuluyor. Bu piyasa, finansal risklere yeni bir açılımı ifade eden Basel II'nin yürürlüğe girmesi halinde küçük ve orta ölçekli işletmeler açısından fevkalade önemli bir finansman aracı olacaktır. Sermaye Piyasası Kurulu'nun değerli Başkanı ile Nasdaq nezdinde yaptığımız temaslara göstermiştir ki, Gelişen İşletmeler Piyasaları Nasdaq benzeri bir piyasa yapısıyla sadece ülkemizde değil bölgemizde de önemli bir rol üstlenebilecektir.

Değerli konuklar, sermaye piyasamızın geliştirilmesi hepimizin ortak hedefidir. Bu hedef doğrultusunda sermaye piyasamıza ilişkin sorunlar burada geniş bir perspektifle tartışılacak ve sonuçta; gerek kamuoyunun aydınlatılması, gerekse karar alma yetkisine sahip olan taraflara doğru mesajların verilmesi gibi önemli bir işlev yerine getirilecektir.

hayatmaksimumda



maximum



FP&EY – Sayın Demirbilek'e konuşması için teşekkür ediyoruz ve şimdide İstanbul Menkul Kıymetler Borsası Başkanı Sayın Osman Birsen'in bu konudaki görüşlerini alıyoruz. Buyurun Sayın Birsen.

OSMAN BİRSEN – Sayın Başkanlar, değerli konuklar, İstanbul Menkul Kıymetler Borsası Başkanı olarak hepinizi saygıyla selamlıyorum. Bu önemli toplantı, her zaman Türkiye'nin ana konularına doğrudan doğruya temas etmeyi sağlayan Stratejik Teknik Ekonomik Araştırmalar Merkezi'nin (STEAM) bir organizasyonu; bu itibarla kendilerine teşekkür borçluyuz. Geçmiş yıllarda başlayan ve başarıyla devam ettirdikleri bu toplantı dizileri bizler için de bir teşvik kaynağı oluyor. Bugünkü konular itibarıyla baktığımızda, sermaye piyasasının derinleştirilmesi konusu, daha önce de tartışılan ve tabii uzun vadeli bir hedefin bir şekilde gözden geçirilmesini ifade ediyor. Yine bizim de başlatmış olmaktan her zaman gurur duyduğumuz, İstanbul'un bir finans merkezi haline getirilmesi büyük projesi de çok önemli bir konu. Üçüncü bir önemli konu da tabii hiç şüphesiz, son zamanların tüm değerlendirmelerine ve çalışmalarına bir şekilde imza koyan "mortgage" sistemi.

"Mortgage", uzun zamandır beklenen ve "bu niye bizim ülkemizde yok?" dediğimiz bir finans sistemini ifade ediyor ve bugün de değerli konuşmacılar, büyük gayrimenkul yatırımlarının finansmanı ile ilgili bu modeli bugüne gelen şartları itibarıyla gözden geçirecek ve üzerinde tartışacaklar. Bununla ilgili ben birkaç söz söylemek isterim, tabii Türkiye'nin tek çalışan borsası olarak diyelim, yani büyük yapı içinde çalışan ve bir verim göstergesi olan Borsa'nın Başkanı olarak, sermaye piyasasının derinleşmesi açısından bazı sözleri söylemekte yarar görüyorum. Tabii, "sermaye piyasasının derinleşmesi" dediğimiz zaman, hep negatif unsurları alıp, "işte biz derinleşmedik" diye üzölmek yerine, ne kadar derinleştiğimizi de görmekte yarar var. Çoğu zaman bunu gözden kaçıırıyoruz. Gerçekten de, 15 – 20 yıllık bir perspektif içinde geçmişe baktığımız zaman, Borsa'nın ilk 10 yılında daha mütevazı şartların geçerli oldu-

ğunu görüyoruz. Fakat hem sermaye yaratma açısından -ki başlangıcından bugüne 26 milyar doları aşan bir sermaye yaratma kabiliyetine ulaşmış Borsamız- hem likidite açısından -ben göreve başladığım zamandan, yani 1997 tarihinden itibaren bakıyorum; hisse senedi piyasasında o zaman 231 milyon dolar olan ortalama günlük işlem hacmi şimdi 750 milyon dolara ulaştı- çok önemli bir büyüklük söz konusu. Ümit ediyoruz ki, yıl sonuna kadar bu daha yukarıya doğru hareket edecek. Tüm ekonomik şartların bizi zorlamasına, sıkıntılara rağmen 3 kat büyümeyi ve derinleşmeyi sağladığımızı görüyoruz.

Derinleşme dediğimiz zaman, tabii bu derinleşme piyasadaki her şirketi veya piyasada yer alan her şirketin hisse senetlerindeki derinleşmeyi ifade etmiyor. Bu aslında bütün borsalarda böyle; yani göller gibi, göllerin de derin tarafları vardır, sığ tarafları vardır. Diğer büyük göllerin, yani büyük piyasaların da yine derin tarafları vardır, sığ tarafları vardır. Böyle bakıldığı takdirde, İstanbul Menkul Kıymetler Borsası'nın da derin, yani rahat bir şekilde seyredilebilecek taraflarının olduğunu görüyoruz. Niye görüyoruz veya eğer biz görmüyorsak, başkaları görüyor? Kimler görüyor? Yabancı kurumsal yatırımcılar görüyor. İMKB'nin böyle derin bir piyasa ve iyi çalışan bir borsa olduğuna güvenip, kanaat getirmeseler bu yılın başından bugüne kadar 24 milyar dolarlık net bir yatırımı yapmazlardı.

Çünkü bunlar, dünyanın her yerinde yatırım yapabilen ve en iyi bilgiye sahip kurumlar. Öyle bakıldığı takdirde, hem borsamızın iyi çalıştığını hem de piyasanın derinliği itibarıyla herhangi bir güvensizlik hissetmediklerinin kanıtını biz burada buluyoruz. Bu bakımdan da kendimize güvenmemiz gerekiyor. Şimdi ne yapmamız gerekir diye düşünürsek, o zaman bu başarılarımızı diğer alana doğru yayarak o alanı da büyötmeliyiz diye bakmalıyız. O itibarla da, bir kere mevcut başarıların altını çizip, bunları tespit etmek, böyle başarıları kiskanmamak, bunlarla gurur duymak ve bunun üzerine yenilerini, yeni başarıları bina etmek lazım. İstanbul'un bir finans merkezi olması konusu gerçekten, hem benden ön-

ceki Başkan'ın hem de benim fevkalade önemle üzerinde durduğumuz konulardır.

Nitekim İstanbul Menkul Kıymetler Borsası uluslararası ilişkiler perspektifinde gerçekten ekonominin en zor dönemlerinde dahi fevkalade iyi bir temsil kabiliyeti göstermiş, netice itibarıyla şu anda dünya borsaları arasında mevcut en büyük uluslararası organizasyonlarından birini İstanbul'a kazandırmıştır. Benim başkanlığını yürüttüğüm Avrasya Borsalar Federasyonu'nun (FEAS) mevcut durumda 31 üyesi vardır; Federasyon'un sekretaryası ve merkezi de İstanbul'dadır. Bunun çok önemli bir network olduğunu söylemeye gerek yok.

Elbette, OECD ile olan ilişkilerimizi, Türkiye Cumhuriyetlerle, büyük piyasalarla olan ilişkilerimizi ve tabii büyük yatırımcılarla olan ilişkilerimizi de buna eklemek lazım. Fakat ben yine FEAS'a gelmek istiyorum. Bugün, 31 üyesiyle gerçekten Türkiye'nin, yalnız bizim piyasaların gelişimi ve İstanbul'un finans merkezi olması dolayısıyla değil ama bu geniş bölgede, yani Moğolistan'dan Orta Avrupa'nın içine, Hırvatistan'a kadar bütün Orta Doğu ülkelerini de kapsayacak şekilde, böyle bir işbirliğinin merkezi olma ve burada da sermaye piyasasının en önemli aleti olan borsa konusunda bir liderlik pozisyonunda olması ve üstelik bunu da son 20 yıl içindeki istikrarsızlıklar ve sıkıntılar içinde gerçekleştirmiş olması gerçekten mucizevi bir başarı, mucizevi bir sonuçtur. Bunu bu şekilde görmek ve bundan yararlanmak lazım. Nitekim bu ilişkilerimiz çerçevesinde geçen hafta ben İran'daydım, Şiraz'da genel kurul toplantımızı yaptık.

Bu toplantıyla, 3 yeni üyemiz aramıza katıldı. Yeni katılan üyelerden bir tanesi de Irak Borsası. Şimdi zaman zaman biz kendi şartlarımızdan, tabii ekonomik şartlardan şikâyet ediyorduk; istikrarsızlık vs. Orada Irak Borsası'nın başkanıyla görüştük; hem Federasyon'a katıldıkları için kendilerini tebrik ettik hem de bu kadar zorluklar içinde bir borsanın yönetimiyle ilgili olarak kendisinden bilgi aldık. Zaten böyle bir yapının en önemli özelliği de bu; yani hepimizin birbirimize verecek bilgisi, tecrübesi var ve bunlar sakınmadan

paylaşıyor. Bu elbette, networkumuzun, bu Federasyon'un büyümesine imkân veriyor. Nitekim, yeni üyelerden bir tanesi de Bahreyn'di. Bildiğiniz gibi, Bahreyn, Körfez bölgesinde sermaye piyasaları enstrümanları açısından yeni bir misyon edinmiş bir ülke. Onların katılımıyla Körfez bölgesiyle de piyasalar arasında bilgi alışverişini sağlama imkânı bulduk. Biliyorsunuz, bugünlerde Sayın Başbakanımız aynı bölgede, yine aynı amaçla. Artık global dünyada herhangi bir gruplandırma yapmaktan ziyade, herkes hem likiditeyi hem ekonomik ve ticari ilişkileri en hızlı geliştirebileceği şartları arıyor. Biz de aramalıyız diye düşünüyoruz.

Üçüncü konu, çok önemli, "mortgage" konusu. Bilindiği gibi, Amerika piyasası dünya sermaye piyasalarının toplamında % 50'nin üzerinde paya sahiptir. Kalan % 50, diğer ülkeler tarafından paylaşılır. Bu büyüklüğe rağmen, Amerika piyasasına bakıldığı zaman, zannediyorum gayrimenkul piyasası yine de sermaye piyasasının daha üstünde bir genişliğe ve büyüklüğe sahiptir. Borsaların yüksek seviyelerde seyrettiği yıllarda biraz öne geçtiğini biliyoruz ama şu sıralarda zannediyorum yine gayrimenkul piyasası önde. Türkiye'de de buna benzer bir yapı var. Gayrimenkul her zaman için önemli. Büyük bir nüfus var, şehirleşme var, sanayileşme var. Bütün bunların getirdiği şartlar, gayrimenkul piyasasını her zaman ön planda tuttu. Ama "başaramadığı nedir?" diye bakarsanız; gayrimenkul piyasasında iyi çalışan veya orta çalışan, bazen daha kötü çalışan finansman modellerimiz vardı. Fakat gayrimenkul piyasasında düzenlenmiş böyle çok iyi bir finansman modelimiz yoktu. Buna da esas itibarıyla isteksizlikten ziyade, ekonomik şartların pek müsaade etmediğini bilmemiz gerekir.

Gerçekten Hazine'nin fazla borçlanma ihtiyacı, yüksek reel faizlerin mevcudiyeti, kısa vadeler, böyle uzun vadeli finansmanların ucuz bir şekilde yapılmasını engelleyici unsurlardı. Şimdi bu unsurlar ortadan kalkmış mıdır; kalkmaya doğru gitmektedir. Ama tamamen kalktığını söylemek zannediyorum bir noktada gerçek dışı olur. Halen yüksek reel faizler vardır. Fakat daha önemlisi vade; va-

deler henüz kısadır, çok kısadır, hatta diğer enstrümanlar için bile çok kısa vadeler vardır. Böyle 20 yıllık, 30 yıllık borç verecek fonları bulmak şu anda mümkün değildir. İnşallah ileride mümkün olursa, o zaman bu sistemin tabii ki etkinliği ve bir şekilde piyasaya olan etkisi genişleyecektir. Ben Sayın Başkana katılıyorum, "mortgage"ın özellikle kayıt dışılığın önlenmesi ve gayrimenkul piyasasında daha iyi, kaliteli üretimin yapılması açısından fevkalade olumlu katkıları olacaktır. Fakat bunu zamana yayılı olarak göreceğiz. Bir kanun çıkarıldığında veya bir düzenleme yapıldığında hemen ertesi güne her şey ucuzlayacak veya ondan istifade edeceğiz veya bütün kayıt dışılık ortadan kalkacak diye beklersek o zaman yanılırız. Tam aksine, kötü sonuçlar doğurabilir. Ne olur? İşte, fiyatları arttırabilir. O halde, bazı konuları abartmadan değerlendirmek lazım. Gerçekten de, hükümetin bunu bir yasa haline getirmesi, önümüzdeki dönemde, uzun vadede sermaye piyasasının yanında çok ciddi bir gayrimenkul finansman piyasasının da oluşmasına imkan verecektir.

Bunun ikincil piyasası açısından altyapı itibarıyla İstanbul Menkul Kıymetler Borsası fevkalade mücehhezdir. Şu anda dahi, her türlü enstrümanla ilgili olarak elektronik bazda, yani Sayın Başkanların da gidip gördüğü NASDAQ'la aynı kalitede 4-5 yıldır hizmet vermektedir. Bu itibarla, öyle bir enstrümanın ikincil piyasasını çalıştırmak açısından pek altyapı eksikliğimiz yok. Fakat katılımcılar açısından eksikliğimiz olabilir. Tahvil ve Bono Piyasası'nda son zamanlarda likidite çok arttı. Günlük yaklaşık 7 milyar dolarlık ortalama işlem hacmi var. Bunun anlamı; Avrupa'nın dördüncü büyük piyasasını biz işletiyoruz. Beşincisi Alman Borsası, Deutsche Börse oluyor. Deutsche Börse'nin biraz üzerinde bir büyüklükteki bir piyasayı da İstanbul Menkul Kıymetler Borsası yönetiyor.

Bütün bunları da göz önüne almamıza rağmen, bu vade yapısı, ikincil piyasaların oluşumu açısından önemli bir engel teşkil eder. Buna, zaman içinde gelişecek bir olay olarak bakarsak başka bir engel de görmüyoruz. Zaman içinde fonksiyonel hale geleceğini düşünüyoruz. Bu bakımdan da, böyle bir şeye öncülük eden Sermaye Piyasası Kurulu

Kurulu'muza teşekkür ediyoruz. Diğer kurumların da önüne geçerek, gerçekten aslında sermaye piyasası konseptinin de üzerinde bir misyonu başarıyla sonuçlandırmışlardır. Kendilerine teşekkür borçlu olduğumuza da bu vesile ile ifade etmek istiyorum. Ben çok fazla da vaktinizi almadan zannediyorum ana konulara değinme fırsatını da buldum. Bundan son-ra bu konuda tebliğ sahipleri fevkalade daha ayrıntılı bilgileri bizlere sunacaklar, onlara bu fırsatı da vermek üzere konuşmamı burada bitiriyorum. Hepinize saygı ve sevgiler sunuyorum, başarılar diliyorum.

FP&EY – Sayın Birsen'e konuşması için çok teşekkür ediyoruz ve şimdi de konuşmasını yapmak üzere Türkiye İhracatçılar Meclisi Başkanı Sayın Oğuz Satıcı'yı kürsüye davet ediyoruz. Buyurun Sayın Satıcı.

OĞUZ SATICI – Saygıdeğer Başkanlar, saygıdeğer Konuklar hepinizi Türkiye İhracatçılar Meclisi ve İhracatçı birlikleri adına saygıyla selamlıyorum. Ben Türkiye İhracatçılarını temsil eden bir kişiyim. Sermaye piyasaları, finans piyasaları açısından baktığımızda buradaki değerli Başkanlarımızdan farklı olarak, ben işin başka bir boyutunda duruyorum. Belki bu işi düzenleyenler ya da bu düzeni kurgulayanlar değil de o düzenin içerisinde hareket edenleri temsil ediyorum. Biraz daha müşteriyi temsil eden taraftan birkaç şey söylemek istiyorum.

Konu, İstanbul finans merkezi olacak mı? Sermaye piyasalarının büyütülmesi derinleştirilmesi, Mortgage Sistemi, vergi düzenlenmesi, fon endüstrisi bunların hepsine birden baktığımızda, hepsi ayrı ayrı kulağımıza o kadar hoş sesler geliyor ki, insanın bu sözlerin büyümesine kendini kaptırmaması imkânsız. Hele ki, bu sözlerin yanına İstanbul eklenince daha ayrıcalıklı oluyor. Özellikle benim gibi İstanbul'u çok seven İstanbullular için. İstanbul'a bu yakışır mı diye baktığımızda, İstanbul'a tabii ki her şey yakışır. İstanbul bir finans merkezi olacak mı diye sormak bile belki kendi içersinde bir çelişki. Çünkü İstanbul'un geçmişine baktığımızda 3 büyük imparatorluğa başkentlik yapmış. İstanbul bugün için de baktığımızda Türkiye'nin ulusal finans

merkezi, ticaret merkezi, kültür merkezi, sanat merkezi. Türkiye ile bütünleştirdiğimizde zaten bu söylediklerimizin hepsini son derece başarıyla tamamlamış. Belki buradaki soru İstanbul uluslararası bir finans merkezi olacak mı, sorusu. Belki burada arkadaşlarımızın bugün ve yarınki toplantılarda konuşları ya da gelecek açısından ortaya koyacakları fikirlerle İstanbul'un uluslararası bir finans merkezi olması için nasıl bir vizyona ihtiyacı olduğunu ortaya çıkaracaklar. Vizyon dediğimiz noktada da gerçekten İstanbul'un uluslararası bir finans merkezi olabilmesinin önünde tek bir engel vardır. Bu engellerin hiçbirisi ekonomik ya da teknik engeller değil.

Biraz önce Osman Bey gayet net söyledi. İstanbul Menkul Kıymetler Borsası bugün NASDAQ kadar alt yapı olarak donanımlı ama derinliği olmayan ya da kendi içerisinde farklı derinlikler taşıyan bir yapıya sahip. Bu derinliklerin farklılıkların sadece borsamızda mevcut değil. Türkiye'de biliyorsunuz, derinlik sözü ayrıca tartışılması gereken bir söz. Ülkenin de her tarafında farklı derinlikler var. Derin devletinden, derin piyasalarına, derin özel sektörüne kadar her şey mevcut. Bunları şu açıdan özellikle söylüyorum. Dedik ki, ekonomik ya da teknik değil. O zaman ne. O zaman gerçek sorunumuz, kültürel ve psikolojik. Hiçbir şey gerekli kültürü biriktirmeden ya da ona karşı psikolojimizi geliştirmeden olmuyor. Ruh da ayakta tutan şey onun psikolojik yapısı. Biz eğer ki, bunu istersek, psikolojik olarak da hazırsak ve yine bu alanın konusu olan gündemleri, özellikle vergi düzenlemeleri yazan bölümde.

Türkiye, İstanbul uluslararası finans merkezi olsun mu, olsun tabii ki, hepimiz istiyoruz ama nasıl olacak. Biz bu düzenlemeleri yapabilirsek olacak. Bu vizyonu koyabilirsek olacak. Yoksa bunun dışında Türkiye her türlü altyapıya sahip, donanımlı insan kaynağına sahip, bugün yine şu taraftan baktığımızda İstanbul bir finans merkezi mi ya da benim kendi sözlerimle söylediğim bunda uluslararası finans merkezi olmalı mı, olmamalı mı konusunu tartışmalıyız diyoruz ama bir taraftan bakıyoruz yine Osman Bey bize bir takım rakamlar da verdi. Bono tahvil piyasalarında

hani günlük 7 milyar dolarlık bir işlem hacmiyle Avrupa'nın dördüncü büyüklüğünde. Demek ki, o açıdan da baktığımızda İstanbul uluslararası anlamda da bu piyasaların farklı bir derinliğinde uluslararası olmuş ama nasıl olmuş. Kendi ihtiyaçlarını karşılamak adına uluslararası piyasalara kâr vaat ettiği alanda uluslararası sermaye demek ki Türkiye'ye geliyor. Burada bunun altını çizmek gerekiyor.

Türkiye'ye uluslararası sermaye geliyor mu? Gelmeyecek mi? Bunun içinde yıllardır çalıştığım için, bunu sizinle üzülerek paylaşıyorum. Türkiye'de biz sürekli uluslararası sermayenin buraya gelmesi için ne yapmalıyız diye konuşuyoruz. Yıllarca Yatırım Ortamını İyileştirme Koordinasyon Kurulu diye bir kurul var. Ben de özel sektörü temsilen bunun içindeyim. 57'inci hükümet döneminde kuruldu. Yıllardır orada arıyoruz. Ben ilk günden itibaren de söyledim. Türkiye tabii ki, uluslararası sermayeyi çeker. Nasıl yapar? Piyasaların birinci koşulunu baştan söylüyoruz. Siyasi istikrar olacak, insanlar öngörülebilir bir şekilde geleceği kurgulayabilecekler. Bunun dışında da kâr vaat edeceksiniz. Siz bugün bono ve tahvil piyasalarında kâr vaat ediyorsunuz. Oluyor, geliyor. Demek ki, siz diğer taraflarda da mal ve hizmet üreten sektörlerde de kâr vaat edecek düzenlemeleri yaparsanız, o zaman Türkiye'ye uluslararası sermaye, aynen bono ve tahvil piyasalarında olduğu gibi akın akın gelir. O zaman İMKB kendi içerisinde yaşadığı derinlik sorunlarını kökünden halleder. Hatta burada konuşamayacağımız sorunların tamamını kökünden halleder. Çünkü uluslararası oyuncular piyasayı kaplar ve biz de uluslararası iş adamlarına, uluslararası şirketlere dönüşmüş oluruz. Ben şunu rahatlıkla söylüyorum; Türkiye 2004 yılında 38 bin firmasıyla dünya ile ticaret yaptı. Dünyanın dört bir yanına, her tarafa mal sattı.

Aslında Türkiye'de uluslararası piyasaları, iş hayatını tanıyan çok ciddi firmalar var. Ben burada 38 bin firmadan bahsediyorum. Borsanın derinliğine baktığımızda bu firmalar burada yok. Hâlbuki bunların hepsinin mutlaka ve mutlaka bir, iki, üç, beş tane dış kontağı var. Biraz önce söylediğimiz düzenlemeler

yapılabildiğinde, bu dış kontaklarla birlikte İstanbul'un bu bölgeyi taşıyacak –İstanbul'u bir finans merkezi olarak kurgularken– dünyanın finans merkezi olarak da düşünmemiz lazım. Bugün Londra'yı, New York'u arkaya atacağız diye bir şey yok. Biz birazcık da gaza geldiğimiz vakit ölçülerini kaçırabiliyoruz. İstanbul için o kadar çok şey konuşuluyor ki, İstanbul moda merkezi de oluyor, finans merkezi de oluyor, fuar ve kongre merkezi de oluyor. Fakat bunlar için mutlaka doğru hedefler de koymak gerekiyor. Bunun için de mutlaka ve mutlaka toplumsal mutabakata ihtiyaç var. Bunun olabilmesi için herkesin biraz daha gerçekçi olması gerekiyor. Ben özellikle bu salondaki saygıdeğer konukları bu konuda bir misyoner gibi davranmaya davet ediyorum.

Baktığınız zaman Türkiye'de herkes biraz ikircikli. Hangi tarafta konuşsa orayı iyi diyor. İyiye iyi diyelim, kötüye kötü diyelim. İyi gidene iyi gidiyor diyelim. Kötü gidene kötü gidiyor diyelim. Hatta birtakım şeylerde yanlış yapan insanlara –ben bunu şahsen çok sık gözlemliyorum– arkadaşlarımız teke tek görüştüğünde herkes birbirini kutluyor. Bu alışkanlıklardan vazgeçelim, bunları artık yapmayalım. Eğer birisi yanlış yapıyorsa ona açık ve net bir şekilde yanlış yapıyorsun diyelim. Bunları örnekleme olarak söylüyorum. Eğer Dr. Doğan Cansızlar sermaye piyasalarının düzenlenmesi konusunda eksikliği varsa, bunu ona mutlaka söyleyelim. Osman Birsen İMKB'nin yönetiminde gerekli vizyonu koyamıyorsa, ona mutlaka söyleyelim. Herkes yüz yüze konuşurken her şey güllük gülistanlık, arkaya dönüp başka bir tarafta konuştuğunuzda şu Osman Birsen yok mu, şu Dr. Doğan Cansızlar yok mu bu şekilde bir hayat yaşıyoruz.

Asıl hayatın gerçekleri bu basitliklerde saklı. Biz çok detaylarda, rakamlarda, istatistiklerde, teknolojilerde arıyoruz. Bunların hepsi çok kolay ulaşabileceğimiz konular. Bugün benim önümde bile bir laptop var, internet vasıtasıyla dünyanın dört bir yanını dolaşmam mümkün. Ben gündüzleri çok yoğun çalıştığım için geceleri de çalışıyorum. Bazen Amerika'da bir yerden başladığımda Çin'de bitirebiliyorum çalışmamı. Demek ki, bunların

hepsini aşmışız. Bizim aşmamız gereken tek şey kendimiz. Birbirimize karşı daha dürüst olalım, kendimize güvenelim. Bu bizim içimizde var, biz bunları yapabilecek güce sahip insanlarız. Bunları yaparsak, iki yüzlü davranmazsak, gerçekleri net bir şekilde ortaya koyarsak, bugün bir adama ödül verip arkasından da koyusunu kazmaya çalışmazsak. Eğer yanlış yapıyorsa arkasından kuyusunu kazmak yerine tekmeyi vurup göndermezsek biz bunları daha çok tartışırız. Bunları tartışmak yerine çok ama çok çalışmamız lazım.

İnanın ben şahsen dünyanın birçok yerine gidiyorum, geziyorum, dolaşıyorum. Bu kıskançlık konusu beni dışarıdayken çok fazla rahatsız ediyor. Hele İstanbul gibi bir şehirden, dünyanın başka şehirlerine gittiğinizde orada hiçbir altyapı ve hiçbir gerek yokken bugün bizim burada tartıştığımız işlerin yapılabiliyor olması beni şahsen çok kışkırtıyor. Kıskançlık zaman zaman farklı üzüntülere dönüşüyor. Geriye dönüp baktığımda, hayat öyle hızlı geçmiş ki, çocuklarımız neredeyse bizim ilk işe başladığımız zamana gelmiş. Halâ biz dönüp dolaşıp tartışıyoruz. Artık bu tartışmaları farklı bir boyuta taşıyalım. Daha net, daha gerçekçi davranarak, birbirimizi biraz daha iyi anlamaya çalışarak, algı ve iletişim yönetimimizi daha doğru yaparak gelin hep birlikte Zaten İstanbul her şartta Türkiye. Belki bunu da söylemekte fayda var. Nasıl ki, Amerika'dan bahsederken Amerika ve New York birbirinden ayrı bahsediliyor. İstanbul'da böyle, İstanbul New York gibi bir şehir, tek başına bütün Türkiye'yi taşıyabilecek potansiyellere sahip.

Mortgage sistemi hakkında da bir-iki şey söyleyip, konuşmamı öyle bitirmek istiyorum. Bu fikrimi sizlerle paylaşmak istiyorum. Siz işin teknik tarafında bulunan insanlarsınız. Türkiye'de konuta olan ilgiyi ben şahsen şöyle değerlendiriyorum. Bakın 1950'li yıllara kadar İstanbul 1 milyon nüfuslu bir şehir. Hatta 1 milyon bile olup olmadığı belli değil. Ama bugün son 5 yıl içerisinde de herhangi bir sayım yapılmadı. Fakat 15 milyonun üzerinde olduğu tahmin ediliyor. Bu şehre diğer 14 milyon insan son 50 yılda geldi ve henüz yerleşmedi. Şimdi mortgage ve finans piyasala-



Yeni Golf GTI.

En başından beri tutkulu olan erkeklere.

Belki siz de onlardan birisiniz. Şu her zaman yaramaz çocuk olarak kalanlardan... Zamanla bütün özellikleriniz değişti, uslandınız sanılır ama sizi siz yapan şeyler aynı kalır. Tutkularınız hiç değişmez. Tıpkı Golf GTI gibi... 1976'dan bu yana onun tek harfine dokunmadık ama her yeni neslinde sporcu karakterini daha da güçlendirdik, özelliklerini yeniledik. İşte karşınızda yeni Golf GTI: 147 kW (200 hp) FSI turbo motor, 6 ileri manuel vites (ya da çift kavramalı otomatik DSG şanzıman), 17" alüminyum jantlar, 225'lik geniş ebatlı lastikler, arka spoiler, kırmızı renkli fren kaliperleri, kromaj çift egzoz çıkışı, spor koltuklar, alüminyum görünümlü ön pedal takımı, Xenon farlar. Golf GTI 'tutkularından vazgeçmeyen yaramaz çocukları' Volkswagen Yetkili Satıcılarında bekliyor.



Otomobil aşkına

rının sunduğu uzun vadeli ve düşük faizli kredilendirme imkânı insanları bu şehre yerleşme konusunda provoke ediyor. Çok doğru bir iş olduğunu düşünüyorum. Kültürel mesele dediğimiz şeylerin bir tanesi bu. Artık insanlar İstanbullu olmaya başlıyorlar. Bu açıdan da konut edinmeye çalışıyorlar. Keşke çok daha uzun yıllar önce bu işi becerebilmiş olsaydık. Belki bugün konuştuğumuz konuları bile etkileyecek bir takım değerleri kazanmış olurduk. Hepinizi saygıyla selamlıyorum.

FP&EY – Sayın Satıcı'ya çok teşekkür ediyoruz. Sermaye Piyasası Kurulu Başkanı Sayın Doç. Dr. Doğan Cansızlar'ı konuşmasını yapmak üzere kürsüye davet ediyorum.

DOÇ. DR. DOĞAN CANSIZLAR – Ben den önceki konuşmacılar epey önemli konulara değindi. Özellikle Sayın Oğuz Satıcı'nın değindiği konular çok enteresandı. Görüşlerine aynen katılıyorum. Sayın Satıcı'nın İstanbul'un finans şehri olması açısından dilek ve temennilerine aynen katılıyorum. Ne yazık ki, dilek ve temennilere katılmakla beraber biz, yani finans kesimi, finans başkenti olma projemizi Dubai'ye kaptırmış gibi gözüküyoruz. Maalesef Dubai son zamanlarda yaptığı atılımlarla bölgenin finans merkezi haline dönüşmüş vaziyette. Tabii biz neden İstanbul'u bu kadar konuştuğumuz halde finans merkezi haline getiremedik. Bir takım bürokratik işlemlerden dolayı. Sağlanacak birtakım teşvikler gerekiyordu. Onlar zamanında alınmadı ve şu anda da alınmakta olduğunu zannetmiyorum. İstanbul'un finans merkezi olması konusu dışında, bugün sermaye piyasalarıyla ilgili dördüncüsü düzenlenen arena programında beraberiz. STEAM Grubuna gerçekten çok teşekkür ediyorum, özverili bir şekilde çalışıyorlar. Aslında bizlerin öncü olarak, ön ayak olacağımız konuda kendileri bir dernek gibi çalışarak, dördüncüsünü organize etmiş oluyorlar. Gerçekten çok teşekkür ediyorum.

Hepimizin bildiği gibi finans kesimi her zaman için dinamik bir sektör. Bugün yaptığınız bir mevzuat, yayınladığınız bir düzenleme zaman içinde güncelliğini kaybetmektedir. Eskiden 1050 sayılı bir Kanun vardı. Daha sonra değiştirildi. 1929 sayılı Fransa'dan alma

Muhasebe-i Umumiye Kanunu. Bununla biz 50-60 sene mali sistemimizi götürdük. Fakat finans kesiminde böylesi bir düzenleme, böylesi kanunlar, böylesi mevzuatlar çok geçerli olmuyor, çok dinamik. Hele hele küresel bir finans dünyasının parçası olmak istiyorsak – Bizim Sermaye Piyasası Kurulu olarak hedefimiz budur– o zaman çok daha zor bir durumda olduğunu görebiliriz. Uluslararası gelişmeleri, dünyadaki gelişmeleri çok yakından takip etme ihtiyacı ortaya çıkıyor. Zaten SPK olarak biz, kuruluşundan bugüne dünyadaki tüm gelişmeleri çok yakından izlemekteyiz. Özellikle son dönemlerde oldukça yoğun bir şekilde uluslararası ilişkilere önem vermeye çalıştık ve son 4-5 yıl içerisinde 100'e yakın oldukça önemli düzenleme yaptık. Bu düzenlemelerin büyük bir bölümü, hemen hemen hepsi Avrupa Birliği (AB) direktiflerine ve üyesi olduğumuz ve başkanlığını da yürüttüğümüz bir komitesi olan Uluslararası Sermaye Piyasaları Örgütü prensiplerine uygun bir düzenleme setidir. Bunlar yeterli değil ama biz bu düzenlemelerle ilgili çok daha ileri aşamalara gitmeye karar verdik.

Biraz önce belirtildiği gibi AB fonlarından destekli eş ülke projesini devreye koyuyoruz. Kasım ayında Almanya ile eşleştirildik, ihalelerini AB komisyonu yaptı ve Kasım ayından itibaren Almanya ile birlikte, eş ülke olarak bizim mevzuatımız tekrar yeniden gözden geçirilecek ve AB direktiflerine, mevzuatına tam paralel hale getirilecek. 2 yıl içerisinde böyle bir projemiz var. Dolayısıyla uluslararası standartlar, uluslararası uygulamalar açısından artık sermaye piyasalarımız tamamen AB'ye uyumlu hale getirilmiş olacak.

Uluslararası standartlar sadece AB süreciyle ilgisi olan standartlar değil, biz çok önceleri de uluslararası standartlar konusunda oldukça önemli yenilikler yaptık. Bunlardan en önemlisi uluslararası finansal raporlama standartları. Piyasalarda şeffaflık sağlanması açısından bu oldukça önemli bir gelişmeydi. Bunu AB ülkeleriyle beraber 2005 yılı başından itibaren zorunlu hale getirerek, uygulamaya koyduk. Arkasından kurumsal yönetim ilkeleri, artık önümüzdeki dönem şirketlerin artık yavaş yavaş el değiştirdiği, şirketlerin birleştiği bir dönemde kurumsal yönetimi ilke-

leri oldukça önemli hale gelmiştir. Bu ilkeleri yayınladık, zorunlu değil ama bu oldukça önemliydi. Önümüzde yayınlamak üzere olduğumuz diğer iki tane daha standart var. Bunlardan bir tanesi değerlendirme standartları, diğeri de denetim standartları. Onunla ilgili çalışmalar da bitme aşamasına geldi. Bu yıl bitmeden önce bunları da yayınlamış olacağız. Artık dünyada, uluslararası alanda sermaye piyasalarıyla ilgili hangi tür standart varsa uygulamaya konulmuş olacak.

Son dönemlerde yapılan düzenlemeler içinde kaydileştirme çok önemliydi. Onu biz yürürlüğe koyduk. Lisanslama çok önemliydi. Sektörde çalışan meslek grubunun kurumsallaşması açısından çok önemliydi. Bu uygulamaya konuldu. Borsa, yatırım fonları gibi yeni enstrümanlar devreye konuldu. Ayrıca bireysel emeklilik sistemi başladı. Bugün çok kısa bir süre olmasına rağmen katılımcıların sayısı 660 bini buldu. 650 milyon dolar civarına gelmiş bir rakam var. Yeterli değil ama oldukça önemli bir gelişme gösteriyor. Aynı şekilde Vadeli İşlemler Borsası yürürlüğe konuldu. KOBİ piyasalarıyla ilgili çalışmalar tamamlandı. Aslında Vadeli İşlemler Borsası ve KOBİ piyasalarıyla ilgili –İhracatçılar Birliği Başkanı Sayın Oğuz Satıcı buradayken söyleyelim– bu piyasalardan yararlanmalarında büyük yarar var. Gerçekten diğer piyasada oluşan bir takım olguların yanı sıra, düzenleyici olguların yanı sıra bu konuda Vadeli İşlemler Borsasında da faydalanılmasında yarar var. Yine KOBİ piyasaları devreye girdiğinde –az önce Sayın Oğuz Satıcı belirtti– ihracat yapan şirketlerimizin sayısının çok az olduğu belirtildi. KOBİ piyasaları ya da gelişen işletmeler piyasası ismi ile devreye girdiğinde buralarda da ihracatçı şirketlerimizin yer almasında büyük yarar var diye düşünüyorum.

Bunun dışında mortgage meselesi var. Aslında Sermaye Piyasası Kurulu olarak bizim öncülüğümüzde hazırlanan tasarı taslağıydı. Bunu bir kuruluşun yapması lazımdı. Çünkü çeşitli kanunları, kuruluşları ilgilendiren bir konuydu. Bununla ilgili olarak özellikle ikincil piyasalar açısından Sermaye Piyasası Kurulunun önemli görevleri vardı. O bakımdan biz bunu topladık. Sanayi ve Ticaret

Bakanlığı, Maliye Bakanlığı, Hazine, BDDK gibi kuruluşların bizzat için içinde olduğu bir sistemi derleyip, topladık ve kanun tasarısı taslağı haline getirdik. Son dönemde Bakanlar Kurulunun imzasına açılan bu tasarı taslağı Ekim ayında parlamentoya Bakanlar Kurulu tasarısı olarak gönderilecek.

Ancak burada bir-iki konuya işaret etmek istiyorum. Mortgage piyasası ile ilgili, mortgage dayalı ihraç edilecek finansal ürünlerle ilgili vade yapısı zaten Türkiye'de 4 ay ile 1 sene arasında değişiyor. Son dönemde 1 sene neye yaklaşmış. Fakat mortgage piyasasında en az 10–15 senelik vadelere ihtiyaç var. Mortgage devreye girdiğinde ihraç edilecek ürünlerin sadece yurt içindeki tasarruflara hitap edecek boyutta olmaması gerekir. Bizim burada hedefimiz zaten tasarruf açığı olan ülkemizde mevcut tasarrufların bir taraftan alınıp öbür tarafa aktarılmasına yönelik bir düzenleme değildi. Bizim buradaki hedefimiz, yurt dışındaki fonların, orta ve uzun vadede ki fonların ülkeye getirilmesiydi. Bunun içinde vergi indirimleri getirmiştik. Amerika'da olduğu gibi ihraç edilecek kâğıtlar konusunda devletin zımni de olsa desteği olsun demiştik. Fakat bunlar maalesef kaldırıldı. Burada hem vergi indirimi olan hem de devletin arkasında zımni olarak olduğu kâğıtlarla Avrupa piyasalarında revaçta olan ipotek teminatlı menkul kıymetlerin satışında diğer ülkelerin ihraç ettiği kâğıtlara oranla bir rekabet avantajımız olsun istedik.

Vergi indirimi ve devletin bu anlamdaki desteğinin çekilmesi bu sistem çalışmaz demek değil, çalışacaktır. Belki de, oturmasıyla birlikte orta vadede çok daha iyi zeminlere çekilebilecektir. Burada çeşitli argümanlar var. Bunların birkaç tanesinden bahsetmek lazım. Biz son dönemde bunları da devreye koyduk. Yani hiç başlanmamış projelerin de bu sistemden yararlanmasını sağladık. Buna ilişkin varlık teminatlı menkul kıymet ihracına izin verildi. Diğer ipotek teminatlı menkul kıymet yerine, bunlarla ilgili ayrıca bir enstrüman da düzenlenmiş oldu. Size şunu kesinlikle söyleyeyim, yabancı yatırımcıların bu piyasaya ilgileri oldukça fazla. Bu yasa yürürlüğe girdikten sonra ikincil düzenleme ve ça-

lişmaları da devam ediyor. Bu model tamamen uygulamaya konulduktan sonra gerek Avrupa'dan, gerek Amerika'dan, gerekse Körfez ülkelerinden oldukça yoğun bir sermaye girişine şahit olabileceğiz.

Bizim bu konuların dışında ayrıca sermaye piyasası mevzuatıyla ilgili yaptığımız değişiklik tasarısı taslağı da var. Yapılan düzenlemeler uzun süre devam etmez. En son değişiklik 1999 yılında olmuş. Fakat biz bu taslağı tamamen hem AB direktiflerine paralel hem de uluslararası gelişmelerde ortaya çıkan konuları da ihtiva edecek tarzda hazırladık ve sermaye piyasası mevzuatımızı yeni baştan ele aldık. Tabiri caizse yeniden yazdık. Onunla ilgili tasarı taslağını web sayfasına koyduk, ilgili kuruluş ve kişilerin görüşlerine başvurduk. 31 Ekim'e kadar görüşlerini alacağız. Ayrıca, her yıl geleneksel olarak yaptığımız yıllık toplantıda –ki onun tarihi de 17–18 Aralık'ta ve muhtemelen Abant'ta olacaktır– bu konuyu sektörle bir araya gelerek ele alacağız. Daha sonra aldığımız bu görüşler çerçevesinde son şeklini verip, son noktayı koyup, Başbakanlığa göndermeyi planlıyoruz. Burada görüş ve önerilerini beklediğimiz kişi ve kuruluşlardan oldukça önemli katkıları beklediğimizi burada ifade etmek istiyorum.

Burada getirdiğimiz belli bazı hususlara da değinmek istiyorum. Örneğin yenilik olarak Buy Back dediğim bir şirketin kağıtlarının kendilerince tekrar satın alması gibi bir müesseseyi getiriyoruz. Bu şu anda mevcut mevzuatımızda yok. Belli koşullar altında onun düzenlemelerini biz yapacağız. Arkasından çağrı hükümleriyle ilgili bazı müeyyideler getireceğiz. Bağımsız denetim şirketlerinin sorumluluğu neticesinde sigorta zorunluluğu gibi bir müessese getirilecek. Aracı kurumların devir ve birleşmelerinde kolaylıklar öngörüyoruz ve aracı kurumların sınıflandırılması, yani sermaye ve faaliyet alanlarıyla ilgili sınıflandırma, gibi birtakım konularda yetkiler alınıyor.

Özellikle ekonomik suçta ekonomik ceza bazında bakış açısını yansıtan bazı düzenlemeler yapıyoruz ve gerçek kişilerin, yani bireylerin de yatırım danışmanlığı yapmasına zemin hazırlayacak, izin verecek bir düzen-

lemeyi getiriyoruz. Çünkü mevcut durumda bireylerin tek başlarına böylesi bir yatırım danışmanlığı yapma yetkileri yok. Tabii ki bu, lisanslama sınavından geçmiş ve müracaat edecekler arasında seçilen kişiler için geçerli olacak. Sadece anonim şirketler değil, komandit şirketlerin de bu defa halka arzları konusunda imkân tanınacak. Örtülü kazanç manipülasyonu, içeriden öğrenenlerin ticareti gibi sermaye piyasası suçlarıyla ilgili tanımlamalar çok daha detaylı yer alacak. Avrupa Birliği direktiflerine paralel olarak bunlar düzenlenmiştir ve halka açılma prosedürleri kolaylaşıyor. Daha doğrusu süre 1 aydı, bunu 15 güne indiriyoruz. Şirketlerin özellikle kâr dağıtma politikaları ile ilgili bir değişiklik yapıyoruz. Bizim sermaye piyasası kanunundan gelen bir yetkimiz şu anda var. Şirketlere, yani borsa şirketlerine, siz bu sene şu kadar temettü dağıtacaksınız diye bir direktif yayınlıyoruz. Aslında bizim SPK olarak şirketlerin temettü politikalarına karışma gibi niyetimizin olmaması gerekir diye düşünüyoruz. Bunun yerine ne olması gerekir? Şirketlerin her yıl sene başında bizim temettü politikamız budur deyip, ilan etmelerini bekleyeceğiz. Yani şirket kendi temettü politikasını bizzat ilan edecek, hissedarlar ya da küçük tasarruf sahipleri de buna göre bu şirketin değerlemesini yapıp, piyasada bunların kağıtlarını alacak ya da satacaktır.

Özellikle yatırımcıları koruma fonu kapsamının genişletilmesini istiyoruz. Avrupa Birliği'nde olduğu gibi her bir finansal araç için 20 bin euro düşünülmektedir. Ayrıca Sermaye Piyasası Enstitüsü kurulacak. Halka açılma şartı olan 250 ortak sayısını 500'e çıkartmayı düşünüyoruz. Çünkü, artık çok ortaklı şirketlerin sayısı oldukça yoğun. Şu anda 625 tane ve bunun 312 tanesi borsada işlem görüyor. Geri kalanı borsa dışında. Tabii SPK olarak bizim temel hedefimiz, sermaye piyasalarımızı uluslararası standartlarda çalışan bir piyasa haline getirmek. Bu şu demek değil, kurulduğundan bu yana –biraz önce borsa başkanımız da ifade ettiler– gerçekten bizim borsada sermaye piyasalarımızın teknik ve hukuki alt yapısı bugün Avrupa Birliği'ne girmiş çoğu üye ülkeden çok daha iyi durumda. Hepsini biliyoruz. O bakımdan teknik hukuki

altyapısından pek fazla sorunumuz yok. Avrupa Birliği'ne entegre olma çalışması çerçevesinde bizim yaptığımız sadece ince ayar dediğimiz hadiseler. Yoksa sil baştan tamamen hepsini bu anlamda değiştirme değil. Belirttiğim gibi her zaman için teknik ve hukuki altyapısı bizim piyasalarımızın hazır. Özellikle 3 Ekim sonrası süreç dikkate alındığında ve ekonomideki olumlu göstergeler bu şekilde devam ettiği varsayıldığında, piyasalara olan güvenin de tekrar geri geldiğini gözlediğimiz bu ortamda, artık önümüzdeki dönemde piyasalarımızda oldukça önemli gelişmelerin olacağını rahatlıkla söyleyebilirim. O bakımdan başta Sermaye Piyasası Kurulu olarak bizim ve piyasadaki tüm katılımcıların, tüm iştirakçilerin üzerlerine büyük görevler düşüyor. Arkadaşlar hep birlikte bu süreci çok iyi bir şekilde yöneteceğiz. Ben sözlerimi çok fazla uzatmak istemiyorum, değerli görüşlerini burada aktaracak panelistlere şimdiden teşekkür ediyorum.

FP&EY – Sayın Cansızlar'a, konuşması için çok teşekkür ediyoruz. Şimdi Finans Kulüp kurucu başkanı Sayın Turgut Telman'ı konuşması için kürsüye davet ediyorum. İstanbul'un finans merkezi olma yolunda ne tür çalışmalar yapıyor bunları aktaracak bizlere. Buyurun Sayın Telman.

TURGUT TELMAN – Çok kıymetli başkanlarımız, basınımızın değerli mensupları, değerli konuklarımız, sevgili finansçı dostlarımız. Böyle bir arenanın 2 önemli başlığından birisinin İstanbul'un uluslararası finans merkezi olup olamayacağı şeklinde olması, benim için çok heyecan verici. Finans Kulüp 20 senelik mazisinde bu konu üzerinde, uzun boylu çalışmalar yaptı. Bunların bir dizi halinde, burada hepsinin size anlatılması elbette ki zor. Çünkü biraz evvel Sayın Satıcı'nın size söylediği gibi bir toplumsal mutabakatın esas olduğunu düşünerek hareket ettik. Bir şirket olabilirsiniz, bir kurum olabilirsiniz, bir politikacı olabilirsiniz, devletin başkanı olabilirsiniz belli bir misyonunuz vardır. Ama Finans Kulüp şeklinde çeşitli kurum ve kuruluşların bir araya getirilerek, müşterek konuya yönlendirilmesi hususunda çalışma yapmaya kalktığınız zaman yepyeni düşünce ve fikirleri önüne koymak zorundasınız, kabul ettirmek

zorundasınız. İstanbul'un finans merkezi olması ne ilgilendiriyor ki sizi veya ne yaptınız ki bu konuda? Sayın Başkanları ayrı tutalım. Çünkü onlar bu çalışmalara uzun boylu katıldılar ama soruyu size doğrudan soruyorum. Çünkü bir an için düşünün nedir ki bu? Nasıl olur ki bu? Olur mu ki bu? gibi sorular gelecek aklınıza. Ama dikkatinizi çekerim, ancak yarım saatten beri bu konuyu düşünüyorsunuz. Biz 20 seneden beri üstünde çalışıyoruz. Bu çalışma düzeninde neler yapıldı diye baktığımız zaman, size hemen şunları söyleyeyim. 1997 senesinde, özellikle parlamentoda temsilcisi olan siyasi partilerin temsilcilerinin katıldıkları bir toplantı, bir başka toplantı belediye başkan adaylarının katıldığı toplantı ve sonra Bankalar Birliği, İMKB, Gazeteciler Cemiyeti Başkanlarının katıldığı bir başka toplantı.

Frankfurt'un uluslararası finans merkezi olması için, Frankfurt belediye başkanlığının kurduğunu bir şirketin varlığını öğrenecek onlarla 1997 senesinde bir işbirliği toplantısı yaptık. O zaman şirketin başkanı İstanbul'un olaylarıyla ilgili ne olabileceğini düşündüğümüzde bize şöyle bir teklif yaptı. Frankfurt, İstanbul, Moskova arasında. Bir çalışma koordinasyon çalışması yapalım. Biz baktık bizde neler var. Bizde hemen hemen hiçbir şey yoktu o sırada. Fikir dahi ortaya atıldığına kimse bunun ne olduğunu düşünmüyordu. Yalnız size şu noktayı çok önemli olduğu için tekrar belirtmek istiyorum. O sıralarda Merkez Bankası Başkanı, SPK Başkanı İMKB Başkanı, Bankalar Birliği Başkanı ve çeşitli banka ve kuruluşların genel müdürleri ve sanayi kuruluşlarının genel müdürlerinin katıldıkları büyücek 25 kişilik yönetim kurulu oluşturduk. Herkes 25 kişilik yönetim kurulu olur mu dedi. Hatta bu yönetim kurumumuzun son zamanlara kadar Sayın Birsen ve Sayın Cansızlar da, hatta Sayın Demirbilek de üyeliklerini yaptılar. Burada amacımız; bir danışma kurulu, bir finans merkezi olayının, finansal hadiselerin siyasi, idari hatta yazı yazan basın mensuplarının dahi danışabileceği bir merkezi oluşturmak. Borsamızın Avrupa borsalarının merkezini İstanbul'a getirdiği anda biz başka şeyleri de İstanbul'a getirebileceğimizi düşündük. Çünkü Finans Ku-

lüp hadisesi aslında bir fikirdir. Bu ne fikirdir, bir araya gelen finansal kurumlar, kuruluşlar topluluğunu yaratmaktır. Neden sadece bor-samız bu çalışmayı yapıyor da, bankalar yapmıyor. Bu şekilde görüş verenlerimiz çok olmuştur.

Bu çerçevede hareket ederken dikkat ederseniz bir şey ortaya koymaya çalıştık. Finans konseyi gibi bir fikir, yani devletin üst düzeydeki finansal konulu yöneticilerinin katıldığı, yine memleketin üst düzeydeki finansal kurumlarının yöneticilerinin katıldığı bir yönetim oluşturalım. Neden? Bir arada olsalar, hep bir arada yeni bir konu ortaya atılır konuşulabilir. 1997 senesinde yıl boyu bunu yaptık ve Dünya Gazetesi de bizim ciddi olarak arkamızda, rahmetli Demirkent bu konunun bir numaralı destekçisi idi. Ondan sonra önümüzde bir kriz olayı yaşadık. Acaba bu kriz yaşanır mıydı, bir finans konseyi, bir danışma topluluğu olsaydı acaba bunun yaşanması gerekir miydi? Bakınız sizlere neler yapılması gerektiğine dair hususları anlatmaya çalışıyorum. Birincisi, bir finans konseyi kurulması lazım, bir danışma topluluğu oluşması lazım. Peki, bütün kurumlarımızın uluslararası ilişkilerinin bir merkezi sistem etrafında toplanabilir hale getirilmesi lazım. Yani yurt dışından gelen bir yabancı olduğunuzu düşünün. Kime, neye danışacağınızı bilemezsiniz. Adres bulamazsınız, kişi tanıyamazsınız, nereye gideceğinizi bilemezsiniz veya bizim yurt dışına gitmemiz gerektiğinde nereden bilgi almamız gerektiğinde Türkiye'de, İstanbul'da danışacağımız yer bulamayız.

Değerli dostlarım bakın İstanbul uluslararası finans merkezi olur mu? Elbette New York olmamız erken, Londra olmamız erken, Hong Kong olmamız erken ama birkaç şeye dikkat edin. New York'la Hong Kong arasında zaman ve mekân olarak aşağı ve yukarı orta yerlerdeyiz. Bu önemli bir unsurdur, para piyasalarının hareketliliği bakımından. Zaman açısından kullanılabilirdiği takdirde bir tarafın batışıyla çıkışını bile görebilirsiniz bu borsalar arasında. Burada İstanbul Borsası veya İstanbul finansal piyasaları önemli bir yere sahip olabilir. Daha başka önemli bir noktayı söyleyeceğim. Şimdi şöyle bir etrafımıza ba-

kalım. Sizleri finans merkezi olabilmeye ikna etmeye çalışıyorum, dikkatinizi çekerim, moralimizin olması, inancımızın olması lazım. Balkan ülkelerine bakın, kuzey ülkelerine bakın, Kafkas ve İran'a bakın, Orta Doğu'ya bakın, Kuzey Afrika'ya bakın. Bizim ekonomik yapımızdan, bizim teknoloji yapımızdan, bizim finansal insanlarımızın yapısından daha güçlü bir ülke veya merkez var mı? Etrafımızda bilmiyorum, yani konuşuyoruz, sohbet ediyoruz, varsa söyleyin bana. Bu ülkelerdeki para kaynaklarını düşünün.

Rusya'da bazı kaynakların Kıbrıs'a gittiğini duydum. İran'dan bir takım kaynakların ihtilal ve sonrasında sürekli Paris'e gittiğini takip ettim. Şu anda Orta Doğu paraları nereye götürmeye çalışıyor. Şu anda tekrar Lübnan, Beyrut yeniden bir finans merkezi olma hazırlıkları içinde. Çünkü eski tarihlerde finans merkeziydi. Mısır bunu denedi, tutturamadı. Peki, bu ülkeler arasında en mükemmel yapı-lara sahip olan hangi ülkedir? Yapılar dediğim zaman bankacılık, finansçılık, borsacılık her konuyu söylüyorum. En iyi durumda olan biz değil miyiz? Ben hayal kurmak istemem ama sanıyorum ki, bir birliktelik bir koordinasyon eksikliğimiz var. Eğer bunu tamamlayabilirsek, biraz daha fazla kaynakların Sayın Başkanın da belirttiği gibi zaman içinde gelmesi mümkün olabilir.

Beni yine biraz memnun eden ama daha hızlı olmasını istediğim husus, neticede İstanbul finans merkezi olur mu olmaz mı konuşmalarını, Finans Kulüp dışındaki kurum ve kuruluşlar da tartışmaya, kişiler de söylemeye başladı. Bu, bir fikrin yerleşmekte olduğunu ifade ediyor. Ancak hassasiyetle üstünde duralım. Bir Başbakan da bir zamanlar bunu söylemişti, bir ekonomi Bakanı da söyledi. Onlarla çok yakın ilişkilerimizi olduğu halde, geliniz söyle bir şeyleri yapalım dedikimiz halde, o sırada çok meşgul oldukları zamanları olmadığını söylediklerini hatırlıyorum. Bunlar bizi üzüyordu ama şimdi sanıyorum ki, biraz daha sağlam bir piyasanın gelecekte daha güvenli bir şeylere ihtiyacı olduğunu artık sezmemekteyiz. Para ile politika arasındaki ilişkileri ben size anlatmayayım. Gerek uluslararası ilişkiler, gerek yurt içi

ilişkiler daima para piyasalarının gücüne dayalı olarak değerlendirilir, uluslararası piyasalar tarafından.

Bir ülkede para piyasalarını politika etkilemekteyse buraya kimse gelmez. O halde kurumların bağımsızlığını ama bu bağımsızlığı savunacak sivil toplum örgütlerini organize etmek, bu münasebetle yaşatmak ve güçlendirmek zorundayız Avrupa Birliği yakındaki gündemimizde. Size yine bir basit soru, eğer bizim şu piyasamız şu bahsettiğim etrafımızdaki dünya ile biraz güçlü bir para piyasasına sahip olsaydı Avrupa'dakiler buraya daha fazla ilgi göstermezler miydi?

Daha fazla sözlerimi uzatmak istemiyorum. Çünkü program zaten kendiliğinden kaydı. Bugün bir Finans Kulüp mevcut, ismini dahi Finans Kulüp koyarken çok fazla yerlerde değil de, ülkenin kulübüymüş gibi olsun düşüncesindeydik ve temenni ettiğimiz de buydu. Etrafımızdaki bahsettiğimiz ülkelerde de finans kulüpleri oluşsun ve koordinasyonda biz fikir bilgi alış-verişlerini yaparak, daha fazla Türk ekonomisinin finansal insanlarına faydalar getirelim dedik. Çok şey başaramadık belki ama başarılacağına inanıyorum. O halde şöyle düşünelim, sivil toplum örgütü ve örgütleri olarak bu konuda işbirliği yapalım. Kamu kurum ve kuruluşlarının bu tür sivil toplum örgütlerine, mutlak desteğine ihtiyacımız var. Mümkün olduğu kadar birbirimize destek olalım. Çünkü birileri bu işten kazanmayacak. Şahsi kazançlar söz konusu değildir. Toplumsal kazançta doğru gitmek zorundayız. Bireysel yaşamın ötesine geçip, aklı başında bir masa etrafında çalışmalar yapmak suretiyle, bir program çerçevesinde hareket etme fırsatını buluruz. Ama birileri çıkıyor kürsüden söylüyor, söylenenlerin derinliğini anlamaya çalışın. Ama bir şeyleri biriktirip, bir şeylerin üstüne bazı hususları inşa etmeye başlamamızın zamanı çoktan geldi de geçiyor. Temenni ediyorum ki, gelecekte İstanbul'un finans merkezi olması çalışmalarına hep birlikte katkı sağlamanın toplantılarını yapma fırsatını buluruz. Sayın Başkanlara bu konularda bize daima destekçi oldukları için tekrar ve önemle teşekkür ediyorum ve hep beraber iyi günlere gideceğimize inanıyorum. Hepini-

ze saygılarımı sunuyorum.

FP&EY – Sayın Telman'a konuşmaları için çok teşekkür ediyoruz ve oturumumuza geçiyoruz. Oturumumuzun konusu "Sermaye Piyasaları Nasıl Büyütülür? Nasıl Derinleştirilir?". Oturum Başkanımız Rekabet Kurulu Üyesi Prof. Dr. Sayın Zühtü Aytaç ve konuşmacılarımız SPK Daire Başkanı Sayın Ender Çolak, BORYAD Başkanı Sayın Ali Bahçuvan, İMKB Başkan Yardımcısı Sayın İbrahim Kurban, Garanti Yatırımdan Sayın İsmail Haydar, Türkiye Sermaye Piyasası Aracı Kuruluşları Birliğinden Yönetim Kurulu Üyesi Sayın Alp Tekince, KYD Başkanı Sayın Dr. Gürman Tefvik ve Stox Ltd. ve Dow Jones Indexes Bölge Sorumlusu Sayın Rosanna Grimaldi buyurun efendim.

PROF. DR. ZÜHTÜ AYTAÇ – Değerli konuklar, ben sadece burada oturum yöneticiliği görevini yapmak niyetiyle buradayım. Katılımcıların ve konuşmacı arkadaşlarımızın rahat bir ortamda sürelerini kullanabilmeleri amacıyla klasik yönetim dışında, başlangıçta bir konuşma, sunuş yapma niyetinde değilim. Ama aradaki konuşmalarda ve sorular sonrasında bana düşen bir görev olursa bunu rahatlıkla yerine getireceğim. 20 yıllık bir uygulamayı ve geçmişi geride bırakan sermaye piyasasında oturum başlığına bakıldığı zaman, biraz yadigarıncı bir görüntü doğabilir. Ama hepimiz biliyoruz ki, bu platformda neyi kastettiğiniz gayet açıktır. Piyasamızı daha ileriye götürebilmek için, daha mükemmel hale getirebilmek için yapılması gerekenler, yapılanların doğruluğu ve yanlışlığı, burada yetkili arkadaşlar tarafından dile getirilecek veya tartışılacaktır. Programdaki sıraya göre arkadaşlarımız konuşmalarını yapacaklar. Muhtemelen sürelerinin sonunda soru – tartışma gündeme gelebilir. Ben bu anlamda ilk sözü Sermaye Piyasası Kurumundan Daire Başkanı Sayın Ender Çolak'a bırakmak istiyorum. Buyurun Sayın Çolak.

ENDER ÇOLAK – Değerli konuklar hepimize hoş geldiniz diyorum. Hocamız bahsetti, çok derin bir konu Sermaye Piyasasının derinleşmesi ve büyütülmesi. Panel başlığı olarak çok kapsamlı. Bu kapsamda ben birazcık olayı sınırlamaya ve belli konulara dikkatinizi

çekmeyi düşünüyorum.

Konuşmamı belli gruplarla sınırlama isteğimi söylemiştim. İlk olarak sermaye piyasalarına genel bir bakış atacağız. Kısaca şu anki güncel rakamları bir hatırlayalım, hem diğer panelist arkadaşlarımıza yardımcı olur. Bunun ardından kamuyu aydınlatma, yatırımcı güveni bazında toplantıya bakmayı düşünüyorum. Sermaye piyasasının derinleşmesi ve büyütülmesinde özellikle en önemli unsur olarak yatırımcı güvenini ele alıp ve bu bağlamda kamuyu aydınlatma standartları, kamu aydınlatmadan ne bekleniyor, ne yarar sağlıyor onlardan bahsedeceğim. Ardından yine güncel konular yatırımcıların son dönemde yoğun ilgi gösterdiği çağrı yoluyla hisse senedinin toplanması konusunda biz neredeyiz, hangi aşamalara doğru gitmek istiyoruz, bunları kısaca belirteceğim. Bence olayın en önemli boyutu kurumsal yönetim ilkeleri. Kurumsal yönetim uygulanması konusuna değineceğim ve kısaca da ikincil piyasalardaki gelişmeler ve yeni araçlardan özellikle bono ve borçlanma araçlarından bahsetmeye çalışacağım.

300 dolayında borsa şirketimiz var. Bir o kadar da borsa dışı halka açık şirketimiz var. Biz belki borsa dışı şirketlerimizi hep unutuyoruz, hep onların arka planda olduğunu düşünüyoruz ama orada da emin olun çok büyük bir potansiyel var. Örneğin, bu yıl Nisan ayında borsa dışı şirketlerde kurumsal yönetim konusu OECD tarafından İstanbul'da gündeme getirildi. Uluslararası bir konferansa tartışıldı. Oralarda da nelerin önemli olduğu, ne kadar önemli gelişmeler beklendiği ortaya kondu. Yatırım fonlarımızın sayıları 270 ve burada en önemli konu emeklilik fonlarında 86 rakamına ulaşmamız. Tabii portföy büyüklükleri birazdan gelecek. Sayın İMKB Başkanımızın bahsettiği konuya değinmek istiyorum. İMKB teknik altyapı olarak gerçekten her türlü uluslararası borsayla rekabet edebilir durumda ama şirketlerimizin sayısı ve şirketlerimizin piyasa kapitülasyonu bence halâ arzu edilen düzeyde değil. Tabii bu tek başına İMKB'nin altyapısıyla olacak bir uygulama değil. İşlem hacimlerinde Sayın Başkanımız bahsetti. Bu sene özellikle 2000 yılını

yakalama yolunda gidiyor. Günlük ortalama işlem hacminde de bildiğim kadarıyla bire bir gidiyor 2000 yılıyla. Hatta biraz üzerinde, yıl sonuna kadar sanırım 2000 yılındaki işlem hacimlerinin üzerine çıkmış bir İMKB göreceğiz.

Önemli gelişmelerin, hareketlerin olduğu bir dönemdeyiz. Yatırım fonlarımızın büyüklüğünü ve hızlı gelişimini herkes biliyor zaten. Bu konuda kurumsal yatırımcılar derneği başkanı Sayın Dr. Gürman Tevfik eminim çok daha detaylı bilgi verecek ama dikkate değer bir girişim de yine dikkat çeken konu halâ A Tipi yatırım fonları, yani hisse senedi piyasalarına yatırım yapan yatırım fonlarını yeterli miktarda göremiyoruz. Emeklilik fonları yeni başladı, çok iddialı başladı. Şu an 600 milyon dolar civarında bir portföy büyüklüğüyle ama eminim ki, önümüzdeki dönemde artarak büyüyecek, hızla büyüyecek bir potansiyel var.

Bir başka konuya dikkat çekmek istiyorum. Bu sene özellikle gündemde satın alma, birleşmeler ve halka açılmalar var. 2005 yılında bu ilk 9 ayda çok büyük oranda şirket satın almaları görüyoruz. İMKB şirketlerine baktığımız da 2005 yılında 5,2 milyar Amerikan doları civarında bir satın alma ve 4,8 milyar dolar yine yeni borsa şirketlerine ilişkin özelleştirme görüyoruz. 2002-2004 döneminde yaklaşık 3 yıllık dönemde toplam 4,4 milyar dolar birleşme ve satın alma olduğunu düşünürsek, bu rakamın 2005 yılı için gerçekten çok büyük bir rakam olduğunu görüyoruz. Tabii bu büyük rakam aynı zamanda büyük sorunlar da yaratabiliyor. Özellikle bu birleşme ve satın almalarda fiyat konularının tartışılması gündeme geliyor. Yine satın almalarda birtakım sözleşmelere konulan ön şartlar özellikle çağrı muafiyeti gibi ön şartlar gündeme geliyor ve özellikle satın alacak şirketin daha sonraki birleşme aşamasına hazırlanması amacıyla, başta kurumsal yönetim ve şirketinin yeniden yapılandırılması olmak üzere birtakım değişiklikler gündeme geliyor. Bunlara da yeri geldikçe değinmeye çalışacağım. Halka açılma başvurularımız ve halka açılma şirket sayılarımız yine arzu edilen düzeyde değil. Bu sene de çok hızlı olmamakla beraber önceki yıllara göre bir artış olduğunu görüyoruz. Son 4 yılda yaklaşık 1,5

da yaklaşık 1,5 milyar dolarlık halka açılma vardı. Bu sene 2005 yılında bunun 445 milyon dolarının gerçekleştiğini görüyoruz.

İsterseniz buradan kamuyu aydınlatma sistemine doğru geçmek istiyorum. Kamuyu aydınlatma bildiğiniz gibi 2 ana yolla olmakta. Birincisi, her bir şirketin ihracı yoluyla, ihraca bağlı olarak kamuyu aydınlatma. İkincisi ise, sürekli bilgilendirme dediğimiz yöntem. İhraca ilişkin kamuyu aydınlatmada tabii ki şirketin sattığı menkul kıymeti, özelliklerini ve satış koşullarını içeren duyuru metni, prospektüs, izahname dediğimiz metinlerin yayınlanması ve bu metinlerin de bir şekilde ihracatla birlikte yatırımcıya sunulması söz konusu. Bugüne kadar izahnameler dikkate alınmadı. Hem yatırımcı kitlemiz tarafından hem de bir takım bunu düzenleyen şirketler tarafından. Oysa bir satışın temel, her türlü unsuru burada halka açılmalarda biz çok fazla serzenişle karşılaştık. O da birtakım bilgilerin halka açıldıktan sonra tartışılmaya başlanması. Oysa bu bilgiler izahnamelerde var.

Örneğin fiyat istikrarı çok tartışıldı. Fiyat istikrarının ne demek olduğu bu ihraca bağlı izahnamelerde detaylarıyla açıklanıyor. Fakat ne yazık ki, yatırımcı kulüplerimiz dahil, bir takım kurumsal kimlikteki gruplar dahil, bunları değerlendirmeden, yorumlara ve eleştirilere girip piyasaları yanlış yönlendirmeye çalıştığını düşünüyorum. İzahnamelere ulaşamama sorunu yine önemli bir sorun. Bu kadar bilginin olduğu dokümanlara herkes kolaylıkla ulaşamıyor. İhracın yapıldığı her yere tabii ki olması gerekiyor. Yine İMKB web sitesi buna ayırdı ve çok yüklü bilgiler olmasına rağmen ilk halka arzlarda var. Fakat diğer halka arzlarda bu imkân yok. Bunu da biraz sonra anlatacağım. Yine İMKB'yle beraber ve TÜBİTAK ile beraber yürüttüğümüz kamuyu aydınlatma platformu çerçevesinde bu sorunu çözeceğiz ve elektronik ortamında herkesin o bilgilere ulaşmasını sağlayacağız.

İkinci konu, sürekli bilgilendirme. Sürekli bilgilendirme ihraca bağlı olmaksızın, birtakım bilgilerin belli periyotlarla güncellenmesini içeriyor. Burada da izahnamelere farklı bir bakış açısı getirerek, ihraca bağlı olmadan sadece yılda bir olmak üzere, şirketle ilgili o-

larak değişen koşulların kamuya toplu olarak yansıtılması anlamında kamu menkul kıymet ihracı kaldığı sürece güncellenecek bir izahname sistemi getireceğiz önümüzdeki dönemde.

Kamuyu aydınlatmanın bir diğer boyutu, finansal raporlama. En az diğer raporlamalar kadar önemli olan bir raporlama. Üç ayda bir yayınlanan mali tablolar, yatırımcı güveninin pekiştirilmesinde en önemli enstrümanlar. Yatırımcı bu mali tablolara bakarak, bu mali tabloları dipnotları ile inceleyerek karar verecektir. Sayın Başkanımızın, belirttiği gibi uluslararası finansal raporlama standardı 90 ülke ile beraber ülkemizde de uygulanmaya başladı, AB ile beraber başladı. Hatta daha öncesinde geçen yıl ihtiyari olarak uygulanmaya başlandı ve çok sayıda şirketimizce kabul gördü. Bu konuda Sermaye Piyasası Kurulu başta eğitici yorumlar ve mektuplar olmak üzere her türlü desteği piyasaya vermeye çalıştı. İlk yıl olmasından dolayı piyasada sıkıntılar yaşanmış olabilir. Son yıllardaki Türkiye sermaye piyasaları için en önemli gelişmelerden bir tanesi şu anda uygulamada.

Az önce değindiğim, kamuyu aydınlatma platformu. Burada İMKB, TÜBİTAK ve SPK bir elektronik imza projesi başlattı. Elektronik imza ve elektronik sertifikalar yoluyla, her tür bilginin daha hızlı ve daha etkin bir şekilde, herkesin eşit bir şekilde aynı anda görebileceği bir sistemin kamuya duyurulması projesini başlattı. Şu anda gelinen noktada 2 binden fazla dijital imza ve kart dağıtıldı. Test aşaması İMKB şirketlerinin katılımı ile devam ediyor. Sanıyorum yılbaşından sonra uygulamaya tamamen geçecek. Bu şirket ile ilgili her türlü bilgiyi, web sitesinde aynı anda eş zamanlı olarak yayınlanmasını sağlıyor. Kurumsal yatırımcılar başta olmak üzere her türlü yatırımcı kitlesi buradan alacağı bilgilerle şirketler hakkında hem karşılaştırma imkânına sahip olacak hem de her bir şirket bazında detaylı bilgileri topluca bir yerden görececek. Az önce bahsettiğim izahnameler dahil olmak üzere, her türlü bilgiyi görececek. Bu proje teknik anlamda çok önemli projelerden bir tanesi. Şu anda Amerika'daki sisteme baktarsak, oradaki aksaklıkları görüyoruz. Tabii

ki, yıllar önce başlamasının sıkıntıları var. Ama dijital imza profesini biz nerede anlattıysak uluslararası platformda büyük bir ilgi ve hayranlık uyandırıyor. Ben de bu projeye inananlardan birisiyim. İMKB ve TÜBİTAK'ın katkılarını burada şükranla anmak gerekiyor.

Özel durumların kamuya açıklanması konusu yine, kamuyu aydınlatmanın başka bir boyutu. Özel durum tebliğimiz uyarınca pek çok bilgi kamuya açıklanıyor. Bu kadar bilgi açıklanınca birtakım sorunlar da ortaya çıkıyor. Öncelikle açıklanacak bilgilerin kapsamında tam mutabakat sağlanmış olduğu görülüyor. Birtakım hususlarda hangi içerikte bilgi yayınlanacağını şirketler farklı yorumluyorlar. Kamuyu aydınlatma platformuyla bütün bu özel durum açıklamaları da bir şablona bağlanmış olacak, bir formata bağlanmış olacak ve tek bir standart şekilde herkes her türlü bilgiyi karşılaştırmalı olarak görme imkânına sahip olacak. Özel durum tebliğlerine uymama konusunda şirketlerimizin birtakım eğilimleri olabilir. Biz piyasaya baştan yapıcı olarak, eğitici olarak yaklaşmaya çalıştık. Son dönemde artan kamuyu aydınlatma gereğinden dolayı uyarılarımız ve cezalarımız olmaya başladı. Son 4 yılda 100'e yakın özel durumlara aykırılıktan dolayı uyarıda bulunduk. Yine 40'ın üzerinde idari para cezası uyguladık. Bunların yarısı son 9 ayda gerçekleşti. Bu sene özellikle satın almalar, birleşmeler, devirler, çağrılar olmak üzere çok yoğun bir yıl yaşıyoruz. Dolayısıyla şirketlerimizin çok daha dikkatli olması gerekiyor.

Özel durumlarla ilgili çok fazla bilgi açıklandı. Bu iki tane soruna yol açabilir. Bunlar nedir? Çok fazla bilginin herkes tarafından bir bilgi bombardımanı şeklinde algılanması. Diğeri de, herkesin o bilgiyi aynı şekilde algılamaması. Birtakım kesimlerin o bilgileri farklı yorumlaması. Bu iki riski de ortadan kaldıracak belki bir düzenleme yine KAP düzenlemesi. Bir diğer düzenleme belki özel durum düzenlemelerini yeniden ele alarak birtakım değişiklikler yapmak olabilir.

Üçüncü bir konu, çağrı yoluyla hisse senedi toplanması. Bu da yine yatırımcı güveni bağlamında değineceğim bir husus olarak ortaya çıkıyor. Çağrı yoluyla hisse senedi top-

lanmasının amacı, şirketlere bir kontrol değişikliği halinde ortaklara eşit bir şekilde ortaklıktan ayrılma hakkı sağlamadır. Temel ilke bu. Tabii bu çağrıya cevap verme zaman zaman ortağın yararına olmayabilir. Ya da her zaman gerekli olmayabilir. Kamuoyuna belki yanlış lanse edilmiş olabilir. Güvenen yatırımcılar tabii ki alacaklar. Güvenmeyenler tabii ki çıkacaklar. Dünyada çağrı uygulamaları farklı farklı uygulanıyor. Nedir? Çağrı zorunluluğu farklı. Örneğin, ABD'de bu ihtiyariyken, birtakım ülkelerde zorunlu bir çağrıdır. Ülkemizin de dahil olduğu grupta zorunlu bir çağrıdır. Çağrı süresi farklılaşabilir. Çağrı dönemi 20 günden 60 güne kadar uzayabilir. Çağrı fiyatı bakımından bir farklılaşma var. ABD'de, İngiltere'de, AB'de farklılıklar var. AB direktifinin 2006 yılının altıncı ayına kadar ülkelere uygulama opsiyonu tanıdığını dikkate alırsak şu anda üye ülkelerde farklılığı da anlamış oluruz. Muafiyetler bakımından farklılıklar var. İngiltere'de 7 muafiyet şartı var. Amerika'da gönüllü olduğu için zaten muafiyet söz konusu değil. Ülkemizde tartışılan belli muafiyet şartları var. Dolayısıyla çağrı her tarafta farklı uygulanıyor.

Son 3 yılda 75 çağrı başvurusu kurumumuza yapıldı. Bunlardan 69'u uygun görüldü. 20 çağrı başvurusu yapıldı, bunlar kabul edildi ve çağrılarının bir kısmı da devam ediyor.

Çağrılarda belki temel sorun yaptırımlarda. Şu anda idari para cezası ve borçlar kanunu hükümleri uyarınca geri almasını isteme hakkı yanında, diğer yasal yaptırımlar yok. Yeni kanunla, Sayın Başkanımızın da bahsettiği gibi Sermaye Piyasası Kanunuyla oy hakkının olması ve diğer çağrı yaptırımları gündeme gelmiş olacak. Şirketin % 95'ine sahip olan bir ortaklar grubunun ya da ortağın kalan % 5'i alma hakkı söz konusu. Ya da kalan % 5'in 95'e satma hakkı söz konusu. Bu iki ayrılma hakkında yeniden düzenlenmesi ve ele alınması gerekiyor. Buna bağlı olarak biz alt düzenlemelerimizde de çağrı prosedüründe bir takım değişiklikler yapmayı planlıyoruz.

Bu kısa çağrı birimlerinden sonra şimdi daha önemli bir boyut, kurumsal yönetimden vurgu yaparak biraz bahsetmek istiyorum.

Kurumsal yönetimi şöyle ifade edebiliriz. Bir şirketle yönetim diğer hissedarlara değer yaratmak amacıyla şirketi yönetir. Yönetim Kurulu hissedarlar adına yönetimi gözetler. Etkin bir gözetim için Yönetim Kurulunun yönetiminden bağımsız olması gerekiyor. Yönetim doğru ve gerçek mali tabloları kamuya açıklamak zorunda. Yönetim Kurulu ve Denetim Komitesi bağımsız denetçilerin seçimini sağlar. Bağımsız denetçi her türlü endişesini Yönetim Kuruluna iletme yükümlü. Denetçi bu süreçte tamamen bağımsız kalmak zorunda. Şirket yatırımcılarını sürekli bilgilendirmek ve çalışanlarına adil olmak zorunda ve aynı zamanda şirket çevreye ve topluma duyarlı olmak zorunda. İşte bütün şirket yönetimindeki tüm bu süreçlerde her açıda çıkar çatışması söz konusu. Kurumsal yönetim bu çıkar çatışmalarında sistemdeki birimlerin rollerini belirler, bunlar arasında bir denge ve kontrol mekanizması sağlar.

Kurumsal yönetim, ne ifade ediyor? Kurumsal yönetim gerçekten şirketlere kazanç sağlıyor mu? Kurumsal yatırımcılar bunu biliyorlar ve kurumsal yatırımcılar iyi kurumsal yönetim yapan şirketlere –bizim ülkemiz için % 30, diğer ülkelerde daha fazla oranlarda– prim ödemeyi kabulleniyorlar. Yine araştırmalar gösteriyor ki, 3200 adet global şirketin 34 tanesi kurumsal yönetim alanında diğer şirketlerden daha fazla getiri sağladığını gösteriyor. Kurumsal yönetime Avrupa çapında ilginin çok fazla arttığını görüyoruz. Şirketlerin çok büyük oranda kurumsal yönetim beyanı yayınladıklarını görüyoruz. En başarılı şirketlerin de İngiliz şirketleri olduğunu görüyoruz.

AB'nin ajandasında kurumsal yönetim ciddi bir yere sahip. Şirketler hukuku eylem planında kurumsal yönetim temel konulardan birisi. Yönetim Kurulu ücretleri tartışılıyor, kurumsal yönetim raporlanması tartışılıyor ve pay sahipleri hakları konusunda direktif çalışması, yıllık raporlarda kurumsal yönetim açıklamalarına yönelik bir direktif çalışması söz konusu. Fakat AB şunu istemiyor. Her ülkeye özgü tek tip bir kurumsal yönetim düzenlemesi yapma niyetinde değil. Kurumsal yönetim kodlarına saygı duyuyor. Bunlarla ilgili genel şirketler kesimi çerçevesinde bir

çerçeve planı çizmeye çalışıyor. Zorunlu olabilir, gönüllü olabilir. Bizde gönüllü bir kurumsal yönetim uygulaması var. Yani uygula ve ya uygulayamıyorsan, açıkla prensibi söz konusu.

Kurumsal yönetim alanında yapı taşlarımızı belirtmek istiyorum. Kurumsal yönetim sadece ilkeler değil ama kurumsal yönetim alanında çok fazla düzenleme yapıldı şu ana kadar. Bunlardan ilk sıraya, uluslararası finansal raporlama standartlarını koymak istiyoruz. Şirketlerin kamuya açıkladıkları temel bilgiler olan, vitrin olan mali tablolarda uluslararası standartları Türkiye'de de uygulamaya başlattık. Bağımsız denetim ve danışmanlık faaliyetlerini çıkar tartışmalarını önlemeye yönelik olarak ayrılması sağlandı. Denetim firmasının belli periyotlarda rotasyonu. Denetimden sorumlu komite zorunluluğu getirildi. İlk halka arzlarda kamuya yapılacak açıklamalar çok daha detaylı ve etkin kapsamlı bilgileri içermeye başlandı.

Kamuyu aydınlatma platformunu biraz önce belirttim. Yatırımcının bilgilendirilmesi açısından önemli bir gelişme. Şu anda borsadaki şirketler için zorunlu olmayan ama borsa dışı 300 şirket için 500'ün üzerinde pay sahibi hisse zorunluluğu olan birikimli oy sistemi kurumsal yönetim anlamında zorunlu hale getirildi. 2003 yılında yayınlanan kurumsal yönetim ilkeleri var. Bu ilkeleri yayınladıktan sonra şirketler nasıl algılıyorlar, bunu görmek istedik ve anket yaptık. Anket sonuçlarını kamuoyuyla paylaştık, tartıştık. Bu anket sonuçlarından sonra kurumsal yönetim uyum raporu hazırlamaya çalıştık. Daha sonra o uyum raporuyla ilgili daha detaylı bilgiler vermeye çalışacağım. Şirketlere internet siteleri oluşturmaları ve internet sitelerinde kurumsal yönetim anlamında bir takım bilgileri açıklamalarını tavsiye ettik ve büyük oranda şirketlerimizin bu bilgilere sahip olduklarını görüyoruz. OECD ülkelerinin revizyonuna göre biz kendi ülkemizi revize ettik ve İMKB'nin bünyesinde bir kurumsal yönetim endeksi oluşturuldu. Kurumsal yönetim derecelendirmesi ile belli bir notu sağlayan şirketler oraya dahil olacaklar. Kurumsal yönetim uyum raporları yayınladıktan sonra değerlendirme sürecini

yürüttük.

Bir diğer gelişme de, bütün bu yaptıklarımız uluslararası OECD kurumsal yönetim yönlendirme grubu toplantısında dile getirildi. OECD'nin kurumsal yönetim ilkeleri algılanma düzeyi, bunların uygulanmasının bir anlamda test edilmesi amacıyla pilot çalışma başlatıldı. Pilot proje için de ülkemiz seçildi. Gelecek altı aylık dönemde kurumsal yönetim anlamında OECD'ye yakın bir çalışma ve her kesimin katılacağı bir çalışma bizleri bekliyor. Bunların ilki iki hafta önce İstanbul'da gerçekleşti.

Kurumsal yönetim uyum raporuna bu noktada biraz değinmek istiyorum. Kurumsal yönetim ilkelerini yayınladık ama uygulanma ya da bunlara uyumun açıklanması konusunda şirketlerimizin istekli olmadığını ya da öncelik vermediğini gördük. Bunun üzerine kurumsal yönetim ilkelerine uyum raporu yayınlanma zorunluluğu getirdik. Bu rapor kurumsal yönetime uymak değil ama kurumsal yönetim karşısında şirketlerin durumunu açıklama zorunluluğu getirdi. Rapordaki bölümler sınırlandı, ne istediğimiz sınırlı. Neler istediğimizi pay sahipleri ile ilişkiler birimi, pay sahiplerinin bilgi edinme haklarının kullanımı, genel kurul bilgileri, oy hakları, azınlık hakları şeklinde belirledik.

Kamuyu aydınlatmanın şeffaflık bölümünü yazdık ve orada şirket bilgilendirme politikasının ne olduğunu açıklamalarını istedik. Özel durum açıklamalarına göre yıl içinde yapılan işlemleri istedik. İnternet sitesinin içeriğinden tutun da gerçek kişi nihai pay sahiplerinin açıklanmasını istedik. İçeriden öğrenebilecek kişilerin açıklanmasını istedik. Bu anlamda piyasada içeriden öğrenenlerin ticareti ciddi bir manipülasyon. Bunun zaten yasal bir zorunluluk olarak da gündeme getirilmesi söz konusu. Şirketle ilgili içeriden bilgiye kimlerin sahip olabileceğini kamuya açıklamasını istedik. Açıklamak zorunlu değil ama varsa bunların açıklanmasını istedik. Menfaat sahipleri, şirketin çalışanları, tedarikçileri, toplum ve çevreye karşı şirketin durumunun açıklanmasını istedik.

Yönetim kuruluyla ilgili başka yönetim kurulunun yapısı ve bağımsız olup olmadıkları

olmak üzere işleyişine yönelik olarak pek çok bilgi açıklaması istedik. Böylelikle tüm borsa şirketlerinin bu raporu yayınlayıp, yayınlamadıklarını kontrol ettik. 50 civarında şirketin hiçbir şekilde yayınlamadığını gördük. Bunun üzerine bu şirketlere 15 günlük süre vererek tamamlamalarını sağlattık. Bazı şirketlerde çok kısa örneğin 44 cümle ile kurumsal yönetim uyum raporunun açıklandığını gördük. Bu 44 cümle neyi ifade ediyor? Zaten 27 başlık olduğunu düşünürsek sorularda, her birine 1,5 cümle ayrılarak açıklanmış. Bunun yanında 1600 ortalama cümle ile açıklayan uluslararası şirketlerden Kanada başta olmak üzere bahsetmek istiyorum. Bu uyum raporunda bilgilerin mutlaka üst seviyede olması sağlanacak. Çok iyi, çok üst seviyede bilgi açıklayan şirketlerimiz var. Bu Kanada'da şu riski yaratmış, ilk yıllarda kapsamlı ve detaylı bilgi açıklayan şirketler izleyen yıllarda diğer rakip şirketlerin bu bilgiyi açıklamadığını gördüğünde bilgi seviyelerini azaltma yoluna gitmişler. Dolayısıyla top yekun olarak bir bilgi açıklama düzeyinde azalma görülmüş, Kanada'lı şirketlerde. Biz burada tersini yapmayı düşünüyoruz. Şu anki düzeyin standardını üstte belirlemeyi düşünüyoruz. Umarım şirketlerimiz de buna katılacaktır.

Kurumsal yönetim uygulamalarında bu uyum raporunun uygulanmasına en büyük katkı, başta kurumsal yatırımcılardan olmak üzere, kurumsal yönetimle ilgili sivil toplum örgütlerinden ve Kurumsal Yönetim Derneğinden beklenmektedir. Kurumsal yönetim anlamında bu ilkeler ya da bizim alt düzenlemelerimiz tek başına yeterli değil. Esas olarak alt yapının topyekün değişmesi gerekiyor. Bunda Ticaret Kanununun şu anki taslağında çok önemli değişiklikler görüyoruz. Kurumsal yönetim anlamında yıllardır şikâyet ettiğimiz, yıllardır yakındığımız konular yok olacak. Bunlardan, imtiyazlarla ilgili sınırlandırmalardan tutun da azınlıklara gelecek yeni haklarda, bilgi edinilme hakkının güçlendirilmesinde, özel denetçi talep hakkının bir bireysel olarak yer almasında, yönetim kurulunun içeriğine ilişkin, yönetim kurulu üyelerine ilişkin birtakım niteliklerin aranmasında görüldüğü gibi Ticaret Kanunu birtakım eksikliklerine rağmen, kurumsal yönetimle ilgili çok önemli

yenilikler getiriliyor.

Değerli konuklar, buraya kadar kamuyu aydınlatma, çağrı ve kurumsal yönetimle ilgili benim önemle üzerinde durduğum yatırımcı güven açısından üzerinde durduğum konulardan bahsetmeye çalıştım. Sözlerimi bitirmeden KOBİ piyasasından bahsetmek istiyorum. Bildiğiniz gibi Sayın Demirel de bahsetti. Elektronik bir ortamda küçük ve orta boy işletmeler için bir piyasa yaratılması ihtiyacından dolayı Gelişen İşletmeler Piyasası A.Ş. kuruldu. Bunlar daha düşük kriterler. Ama yüksek açıklama standartlarına ve bir piyasa yapıcılığı mekanizmasıyla sisteme geçmesi bekleniyor. Özellikle Anadolu şirketleri için, bölgesel anlamda önem kazanan şirketler için belki yeni bir açılım olabilir. Bu da sermaye piyasalarının derinleşmesinde bir katkı sağlayabilir diye düşünüyorum.

Son olarak, borçlanma araçlarından bahsetmek istiyorum. Borçlanma araçlarını uzun yıllardır unuttuk. Biraz önce bahsedildi, İMKB bono piyasasının işlem hacmi rekorlarından. Doğru ama burada sadece hükümet kâğıtları yani Hazine bonoları ve devlet tahvilleri işlem görüyor. Şimdi alt yapı hazır, İMKB piyasasında çok şanslıyız ki, teknik altyapı hazır. Çünkü 1990'lı yıllarda, tahvil ve borçlanma araçlarının yoğun olarak ihraç edildiği yıllarda bu imkân yoktu. Şimdi bu imkân var. Dolayısıyla vergi düzenlemeleriyle, ekonomik istikrarla beraber önümüzdeki yıl başlamasını düşündüğümüz borçlanma araçları için en azından ikincil piyasa hazır. Düzenleme ayağında da birtakım hazırlıklara devam ediyoruz. Bu anlamda tebliğleri yeniden gözden geçiriyoruz. Borçlanma araçlarına belki tek tip bir düzenleme altında toplayarak, daha esnek bir yapıya kavuşturarak, yeni ortaya çıkan ihtiyaçları dikkate alarak yeni bir yapı ortaya çıkarmayı planlıyoruz.

Sözlerimi tamamlarken şöyle bir özetleme yapmak istiyorum. Sermaye piyasalarının derinleşmesi ve büyütülmesinde yatırımcı güveninin öne çıkarılması gerektiğine inanıyoruz. Yatırımcı güveninin sağlanmasında yüksek kamuyu aydınlatma standartları ve kurumsal yönetimin şirketlerde hâkim olmasının diğer temel koşullar yanında ön koşullar ol-

duğunu düşünüyorum.

Diğer bir konu, açılış konuşmalarında değinildi, lisanslama uygulamaları. Sermaye piyasalarında çalışanların lisanslanması son birkaç yılda çok büyük bir etki sağladığını düşünüyorum. Yatırımcıyı yönlendiren kişilerin artık lisanslı ve kendilerinin çok daha yetkin olduğu bir konuma geldik. Çok büyük bir ilerleme kaydettik. Bu ilerlemenin diğer yatırımcı kesimlere de yayılması en büyük dileğimiz. Yani özellikle bireysel yatırımcılara getirilmesi ve bu anlamda da her ortamda bireysel yatırımcıların bilgilendirilmesi, yönlendirilmesi gerektiğine inanıyoruz. Tabii ki, kurumsal yatırımcılar, olmazsa olmaz, sermaye piyasalarının büyütülmesinde. Her ne olursa olsun tek tek bireyler yerine, kurumsal yatırımcılar sermaye piyasalarını büyütecek ve derinleştirecek kurumlardır. Her koşulda bunların desteklenmesi gerektiğini düşünüyorum. Beni dinlediğiniz için teşekkür ediyorum.

PROF. DR. ZÜHTÜ AYTAÇ – Sayın Ender Çolak'a teşekkür ediyoruz. Hepimizce bilinenlerin dışında, süre gelen yeni çalışmaları, uygulamaya intikal eden kuralları, uygulamada yaşanan sorunları, beklentileri ve devam eden çalışmaları bize ayrıntılı bir şekilde özetledi. Şimdi konuşma sırası İbrahim Kurban Bey'de. Kendisi İMKB Başkan Yardımcısıdır. Buyurun Sayın Kurban.

İBRAHİM KURBAN – Teşekkür ederim, Sayın Başkan. Sayın Başkanlarımız, kıymetli misafirler hepinizi saygıyla selamlıyorum. Konuştuğumuz konu "Sermaye Piyasalarının Geliştirilmesi ve Derinleştirilmesi" konusu. Uluslararası camiada da emerging marketlerle ilgili olarak sürekli gündemde olan bir konu. Uluslararası toplantılara ben de katıldım. Örneğin, Dünya Bankası bu amaçla bir toplantı organize etmişti. Sürekli gündemde olan bir konu. O perspektifle düşündüğüm zaman bunun arkasına bir vizyon koymak gerekiyor. Sermaye piyasalarının gelişmesi ve derinleştirilmesi konusuna, ekonomi politikalarının oluşturulması bağlamında kendi içinde bir senkronizasyonu, uyumu içeren, bir dizi reformu içeren bir vizyon koymak gerekiyor.

Bu genelde emerging market deneyimlerinden yola çıkılarak tespit edilmiş bir olgu.

Klasik anlamda ekonominin finansmanı konusu, ekonomik büyümenin finansmanı konusunda toplumların geldiği aşamayı da içeren bir olay. Çünkü klasik anlamda biz biliyoruz ki, ekonomiler uzun bir süre bankacılık üzerinden finanse edilmişlerdir. Bankacılık finansmanı bir süre sonra yanına sermaye piyasaları finansmanını da almış ve sermaye piyasaları finansmanı giderek ekonomide ağırlık kazanmaya başlamıştır. Dengeler halen ekonomik finansmanda bankacılık finansmanı birçok ülkede ağırlıklı olmakla beraber, özellikle gelişmiş ülkelere baktığımız zaman dengelerin sermaye piyasaları üzerinden finansmana doğru kaydığını görmekteyiz. Aynı zamanda bir gelişmişlik düzeyi ölçüsü olmakta. Modern ekonomilerin ihtiyaç duyduğu piyasaların oluşturulmasına dönük bir yeni aşamayı da ifade etmekte. Bunu böyle bilmek gerekiyor.

Bankacılık geleneksel bir finansman türü. Halen dünyada bir ağırlığı olduğunu, gelişmiş ülkelerde dahi ağırlığı olduğunu biliyoruz. Bizim gibi ülkelerde bu ağırlık fazlasıyla hissediliyor. Fakat finansal sistemin ağırlıkla bu yapıya dayandırılması, sistemin kırılğanlıklarını artırıyor. Yani, sistem bütünüyle bankacılık finansmanı üzerinden çalıştığında ekonominin risklere ve krizlere karşı kırılğanlığı artıyor. Yatırımcıların ve girişimcilerin alternatif getiri arayışları, alternatif yatırım arayışları cevap bulamıyor. Yatırım kültürü ve yatırımcı tabanı gelişmiyor. Çünkü çok sayıda katılımcının dâhil olduğu piyasalar ortamında işleyen bir mekanizma değil bankacılık. Dolayısıyla modern ekonomiler için gerekli olan piyasalar gelişmiyor. Bu temelde, bu arayışlar sermaye piyasalarının doğmasına, gelişmesine zemin hazırlıyor. Kaçınılmaz bir ekonomik aşama olarak karşımıza çıkıyor. Bunu ekonomi politikası yöneticilerinin çok iyi algılaması gerekiyor. Ekonomi politikası yönetenler, yönettikleri ekonominin ihtiyaçlarını, gelişimlerini ve trendlerini görmek ve ona uygun yapılanmaları zamanında geliştirmek, teşvik etmek durumundalar. Çünkü sermaye piyasaları yatırımcıların ve firmaların ihtiyaçlarını çeşitli, bu ihtiyaçlara cevap verecek nitelikteki çeşitli finansal ürün, kurum ve pazarlar üzerinden karşılanmasına dönük bir finansman

türü. Geniş bir sözleşme serbestisi içerisinde işleyen bir finansman mekanizması. Çok dinamik, canlı ve hemen herkesin ihtiyacına cevap verebilecek ürün bulabildiği geniş bir finansman mekanizması sunuyor. O bakımdan çok önemli.

Yatırımcılara ve şirketlere alternatif finans ve enstrümanlar sunması, şeffaflık ve kararlılık alanında etkinlik. Çünkü bu piyasalar ancak şeffaflık ve bilgi temelinde kamunun zamanında doğru aydınlatılması sisteminde çalışmaları için yeterli bilgi temelinde ekonomik kararlar alınır. Bu da yatırım kararlarında kaynak dağılımında etkinliği beraberinde getiriyor. Aynı zamanda bu temelde işleyen piyasalar şüphesiz fiyat oluşumu ve likidite bakımından toplumun ihtiyaçlarını, piyasaların ihtiyaçlarını fazlasıyla karşılıyor. Bu temelde piyasalara gelen fonların büyümesi ve yatırımların teşvikî doğal bir sonuç. Ekonominin istediği bir sonuç. Yabancı sermaye için uygun bir ortam. Yabancı sermayeye ihtiyacımız varsa –ki var diyoruz, istiyoruz, bütün dünya istiyor, bütün gelişmekte olan piyasalar istiyor– o zaman gelişmekte olan piyasaların yapması olan şey sermaye piyasalarını geliştirmek olmalı. Gelişmemiş sermaye piyasalarına yabancı yatırımcılar da gelmiyor. Aynı zamanda bu piyasalar risk yönetimi ve krizlere karşı ekonominin dayanıklılığını sağlıyorlar, ekonomik demokrasi ve istikrarı sağlıyorlar. Geniş yatırımcı katılımına, geniş toplumsal katılıma açık şekilde işleyen ve her gün işleyen fiyatlama mekanizması altında piyasalara duyarlı bir toplum, piyasaların istikrarına duyarlı bir toplum, aynı zamanda istikrarını müttefiki oluyor.

O zaman modern ekonomilerin ihtiyacının karşılanmasında sermaye piyasaları gerçekten çok önemli bir işleve sahiplerse, toplumun ilgisinin, kamu yönetim ilgisinin, ekonomi politikası yönetim ilgisinin en az bankacılık kadar sermaye piyasası sorunları, sermaye piyasasının büyümesi ve gelişmesi üzerine odaklanması bir zorunluluk oluyor. Bu sermaye piyasalarının gelişimi, derinleşmesi birtakım şartlar gerçekleştirilmeksizin de mümkün olamıyor. Eğer siz sermaye piyasalarınızı, ekonominin sermaye piyasaları üzerinden fonlanmasına dönük sistemi büyütmek istiyor-

sanız, ekonominin ihtiyaçlarını, finansman ihtiyaçlarını bu temelde ve zenginlikte karşılansın istiyorsanız o zaman sermaye piyasalarınızı büyütme için belli bazı şartları gerçekleştirmek durumundasınız. Genel kabul gören şartlar, yani bütün dünyanın bu finansmanı elinde tutanların istediği şartları sağlamak zorundasınız.

Bunun dışında makro ekonomik ve politik istikrar geliyor. Merkez Bankaları para politikalarının, Hazine borçlanma politikalarının ve Maliye politikalarının şeffaflığı, öngörülebilirliği bir başka şart. Piyasaların önünü görebilmesi için bu sistemin kurulmuş olması gerekiyor. Güvenilir alım-satım ve ticareti mümkün kılan borsaların, takas ödeme ve saklama sistemlerinin varlığı gerekiyor. Piyasalar-daki ödemeler sistemini ve likiditeyi destekleyen, ödemeler sisteminin tıkanmasını gerektiğinde önleyebilmek bir güvenceyi sistem ve piyasalara veren bir ödemeler sisteminin ve likiditeyi destekleyen para piyasasının bulunması gerekiyor.

Referans faiz oluşumunu mümkün kılacak Benchmark DİBS piyasalarının oluşması gerekiyor. Piyasaların yabancı yatırımcı katılımına açık liberal piyasalar olması gerekiyor. Ülkenin şartları bakımından yatırımcı haklarının korunması ve yatırımcı güveninin sağlanması gerekiyor. Yatırımcıların mülkiyet hakkının korunması gerekiyor. Azınlık haklarının korunması gerekiyor. Kamuyu aydınlatma ve şeffaflığın sağlanması gerekiyor. Şirketlerde iyi yönetim uygulamalarının geliştirilmesi gerekiyor. Piyasalarda yatırımcı haklarını ihlal eden ve dürüstlüğü bozan uygulamalara karşı etkin bir yasal yaptırım sisteminin oluşturulması gerekiyor. Kurumsal yatırımcı tabanının geliştirilmiş olması gerekiyor. Farklı formlarda da olsalar, farklı biçimlerde de olsalar aynı amaçlı enstrümanlar arasında fark gözetmeyen, tasarrufları ve yatırımları caydırmayan bir vergi rejiminin olması gerekiyor.

Farklı formda olsalar da, aynı amaçlı, aynı ekonomik sonucu veren enstrümanlar arasında vergisel bakımdan farklılık yaratmamak gerekiyor. Yatırımcılara ulaşmak konusunda güçlü ve rekabetçi bir araç kurum sektörü-

nün yaratılmış olması gerekiyor. Bu şartlar sermaye piyasalarının gelişmesinde aranan temel gereklilikler olarak uluslararası arena-da önemi vurgulanan şartlar. Gerçekten bir nevi gelişen piyasa ekonomilerinin, yönetimlerin ev ödevi diyebileceğimiz kıstasları. Tek tek bunlara bakarak gerçekten biz sermaye piyasasının gelişmesini sağlayacak bir sistemi kurduk mu? Kurmadık mı? Diye kendimize sormamız gereken şartlar. Bu şartları sağlamış ülkelerde yatırımcıların piyasalara güven içerisinde girdiği, piyasalara giren fonların büyüdüğü, likiditenin arttığı, varlık fiyatlarının oluşumunun etkinleştiği, hükümetlerin ve şirketlerin daha kolay finansman imkânlarına kavuştuğu kaynak sağladıkları, risklerin yönetilebilir hale geldiği, piyasanın riskleri ve şokları emme kabiliyetinin arttığı, makro istikrar ve büyümenin de ayrıca desteklendiği görülmektedir.

Ülkemiz açısından durum nedir? Ülkemizde özellikle İMKB'deki piyasalardaki işleyiş ve yasal sistemin SPK tarafından belirlenmiş yasal alt yapısı olarak tabir ettiğimiz genel şartlar açısından büyük ölçüde aranan şartların karşılandığını görüyoruz. Ayrıca son dönemlerde uygulanan makro ekonomik istikrar programları çerçevesinde gerek Merkez Bankamızın, gerekse Hazine'nin, gerekse Maliye'nin, gerekse hükümetin ekonomi ve para politikaları, mali politikaları, borçlanma politikaları bağlamında gerçekten piyasalar açısından öngörülebilir olan, şeffaf olan programlar ve uygulamalar geliştirdiklerini görüyoruz. Bunlar da sermaye piyasasının gelişimi açısından son derece önemli reform paketleri. Piyasalar arası geçişler olduğu için iyi piyasaları beraberinde getiriyor.

Bu sözünü ettiğimiz makro şartların sağlanmasıyla nelerin başarılabilceğinin aşağı yukarı son üç yıldır örneklerini yaşıyoruz. Borsamız bağlamında, borsamızdaki grafiklerden bunları görmek mümkün. Hisse senetleri piyasası açısından baktığımızda trend olarak işlem hacimlerinin 2001 yılında 80 milyar dolar, 2003 yılında 100 milyar dolar olan işlem hacminin 2004 yılında 148 milyar dolara, 2005 yılı ilk dokuz ay itibarıyla 140 milyar dolara çıktığını görüyoruz. Tahvil ve bono pi-

yasası açısından da durum dramatik olarak aynı şekilde. 60 milyar dolardan 274 milyar dolarlara gelen bir piyasa. Repo piyasası açısından da aynı şeyleri görmek mümkün. Bir trilyon dolara ulaşan bir repo piyasasından bahsediyoruz.

Sevindirici olan başka bir husus, eğer İMKB'yi organize bir piyasa olarak tabir edersek. Borsa dışında, yani organize olmayan piyasa dışında yapılan tahvil ve bono işlemlerinin giderek payının organize pazarlar lehine arttığını da görüyoruz. Borsa dışı işlemler 2001 yılında 865 milyar dolarken bu rakamlar 2005 yılı ilk dokuz ayı itibarıyla 317 milyar dolar. Borsadaki işlem hacimleri, yani bir ölçüde finansal piyasamızdaki işlem hacimleri, artan işlem hacimleri piyasaya olan güveni göstermesi bakımından önemli. İMKB hisse senedi piyasasındaki işlem hacimleri ve endeks değerlerini gösteren grafiğe baktığımızda da bu olumlu gelişmeyi görmekteyiz. Ayırt edici özellik, 1999 – 2000 arası dönemde şok yükselişin bu defa daha temkinli, daha ayakları yere basan bir yükseliş olduğunu görüyoruz. Günlük ortalama işlem hacimlerimiz 750 milyon dolarlara ulaşmış durumda. Piyasa değerlerimiz de aynı şekilde, 130 milyar dolarlara ulaşan bir kapitalizasyon değerine sahip borsadaki şirketlerimiz. Tahvil ve bono piyasaları açısından günlük işlem hacimlerimizde de ortalama 6 milyar dolarlara yaklaşan bir hacmimiz var. Repo hacimleri de aynı şekilde artmakta. Toplam işlem hacmindeki payımız gelişen piyasalar içinde üst sıralardaki yerini korumakta. Bu bizim uluslararası arenadaki rekabet halinde olduğumuz sermaye piyasaları açısından, sermaye piyasalarındaki likidite açısından yabancı yatırımcılar karşısında çok önemli bir yerde tutuyor.

Endeks getiri performansları açısından da Türkiye'nin üst sıralarda yer alan bir piyasa konumunda olduğunu bu karşılaştırmalı endeks bize göstermekte. Yabancı yatırımcıların Türkiye'deki hisse senedi yatırımlarında da aynı şekilde artan bu güven temelinde, yabancı sermaye yatırımlarında da artışlar kaydedildiği görülüyor. Bu artışları sadece olumlu piyasaların yarattığı fiyat etkisiyle, fiyat-

ların artmasıyla değil, aynı zamanda fon girişleriyle de açıklamak durumundayız. Son 3 yıldaki rakamlara bakıldığında önemli fon girişlerine de şahit olmaktadır. 2003, 2004 ve 2005 yıllarında giderek artan bir trend de bugün itibarıyla net anlamda 2–2,5 milyar dolarlara varan kaynak girişlerine şahit olmaktadır. Bu önemli bir miktardır. Yabancı yatırımcıların işlem paylarında da dramatik artışlara şahit olmaktadır ki, bu da uluslararası rekabet halinde olduğumuz piyasalar açısından önemli bir avantajdır. Alışlarda % 20, satışlarda ise, % 17–18 bir paya sahip durumdadır. Bütün bunlar ekonomiye kaynak olma fonksiyonu itibarıyla, birincil piyasalara doğrudan şirketlere kaynak olma fonksiyonu itibarıyla borsamızın, borsalarda somutlaşan piyasaların bu işlevlerini hükümetin borçlanma politikalarına kaynak olma bağlamının ötesinde reel sektörde kaynak olma bağlamında önemli gelişmeler kaydedildiğini görüyoruz.

Burada dikkatinizi çekmek istediğim husus son 2 yıla bakıldığında, 2004 ve 2005 yıllarına, birincil halka arzlardan ziyade ikincil halka arzlar üzerinden yapılan fonlamanın daha yüksek boyutlara ulaştığını görüyoruz ki, bence bu sevindirici. Gerçekten yeterli derinliğe sahip, yeterli likidite verebilecek olan, etkin piyasası olabilecek olan şirketlerin bizim borsamızda bulunması ve yatırımcıların huzuruna sunulması önemlidir. Bu piyasaların etkin çalışabilmesi bakımından ama bu bağlamda mevcut şirketlerimizin halka açıklığının artması bu derinleşmeye olumlu katkı yapan bir olay olarak gözlemliyoruz. Sürekli bir iyileştirme çabası içerisinde olduğunu gözlemliyoruz. Daha önce bahsettiğim gibi Merkez Bankası para yönetimi ve Hazine borçlanma politikalarındaki şeffaflaşma, örneğin Vadeli İşlemler Borsası (VOB)'un devreye girmesi bu iyileştirme çalışmalarının, o şartları yerine getirme çalışmalarının bir kanıtı olarak görülmelidir. Bir başka kanıt, Sermaye Piyasası Kanun Tasarısı. Sermaye Piyasası Kanun Tasarısında, kamuoyuna açılan tasarıda AB hukukuna uyum hedeflendiği, kamuyu aydınlatma sisteminin güçlendirildiği, aracı kurum sektörünü ve kolektif yatırım kuruluşlarını güçlendirici, rekabeti teşvik edici dü-

zenlemelere yer verildiğini, piyasayı bozucu fiillere karşı daha etkin mücadele ve yaptırım sistemleri kurulduğu görülmekte.

Bunlar tamam, yalnız gerekli şartlar açısından eksikliklerimizi de söylemek durumundayız. Bazı eksikliklerimiz var ve bu eksikliklerin giderilmesiyle ilgili olarak tasarıda hükümler de görmekteyiz. Ancak yatırımcı hakları ve mülkiyetinin korunması şartı yönünden uluslararası camianın, yerli ve yabancı yatırımcıların, bu piyasaya güven duymasını istediğimiz kesimlerin, bu piyasalarda parasına ihtiyacımız olduğu kesimlerin mülkiyet haklarının korunmasının şartının yerine getirilmesinden hala eksiklerimiz mevcut. Son krizle birlikte ve devamında yaşadığımız bir takım düzenlemelerden kaynaklanan bir takım uygulamalar yatırımcımızın mülkiyet haklarının ihlali sayılabilecek nitelik kazandı. Bu yatırımcı güveninin, mülkiyet hakkının korunması bağlamında piyasalar açısından rahatsız edici bir durum. Bankaların şu veya bu nedenle el konulmasıyla beraber grup şirketleri açısından, o bankalar açısından, bankanın ortaklarının borçları açısından, borsada işlem gören şirketlerin, yatırımcılarının, hisse senetlerinin, mülkiyet haklarının bir şekilde korunmuyor olması, korunmamış olması, atlanmış olması, unutulmuş olması sermaye piyasalarının gelişmesi ve derinleştirilmesi için aranan gereklerin yerine getirilmesi konusunda bir eksiklik olarak müşahede edilmeli ve giderilmelidir.

Bir başka eksik olarak görmemiz gereken husus, vergi rejimi şartıdır. Hatırlayalım vergi rejimi şartı yönünden bizden istenen ev ödevi, vergi rejiminin aynı amaca hizmet eden enstrümanlar arasında fark yaratmayacak ve bu enstrümanlara yatırım yapılmasını caydırmayacak şekilde dizayn edilmesi, yalın, basit ve bu kistaslara sahip olarak dizayn edilmesiydi. Ama bu açıdan baktığımız zaman % 15'lik gibi genel bir oranla bu basitleştirmenin, bu farksızlığın yaratılmak istendiği gibi bir mesaj verilmek istendiğini görüyoruz. Ancak mesajın içeriğine baktığımızda bu kistaslar açısından, bu mesajın yanlış olduğunu da görüyoruz. Çünkü sonuçta yatırım yapılmasını caydırmayacak şekilde dizayn edil-

mesi kistasına uygun olmadığını görüyoruz. Bazı zararların, kurumlar arası mahsuplaşmanın olmaması, geriye dönük mahsuplaşmanın olmaması v.s. gibi birtakım unsurların ve en önemlisi oranın rekabetçi olmadığını görüyoruz. Dolayısıyla bu caydırıcı olmama noktasında bu rejimin yeniden gözden geçirilmesinde fayda olduğunu görüyoruz.

Aynı ekonomik sonuca hizmet etmek şartıyla farklılık yaratılmaması. Farklı ekonomik sonuçlara hizmet ediyorlarsa, farklı ekonomik sonuçlara doğuruyorsa enstrümanlar arasında farklılıklar yaratılabiliyor. Ama hisse senetleriyle, borçlanma senetleri özkaynak kıymetleriyle, finansmanıyla, borçlanma finansmanı arasında da farklılık yaratılabildi diye düşünüyorum. Genel kabul görmüş kistaslar açısından vergi rejiminin dizaynı üzerinde hassasiyetle durulması konusuydu. Bir başka eksiklik olarak kurumsal yatırımcı tabanının geliştirilmesi yönünden genel olarak kurumsal yatırımcıları ilgilendiren mevzuat. Yani sosyal güvenlik mevzuatı, vergi mevzuatı, sermaye piyasası mevzuatı yönünden bu kurumsal yatırımcı tabanının geliştirilmesi perspektifiyle bunun başlı başına yeniden ele alınması gerektiğini düşünüyorum. Bu eksikliklerin yerine getirilmesi halinde şartlarımızı daha da iyileştireceğimizi ve bu alanda gelişen bir sermaye piyasasında rekabetçi olmayı sürdüreceğimizi düşünüyorum. Beni dinlediğiniz için çok teşekkür ediyorum.

PROF. DR. ZÜHTÜ AYTAÇ – Sayın İbrahim Kurban'a çok teşekkür ediyoruz. Kendisinden ağırlıklı olarak önerileri de dinlemiş olduk. İMKB bakımından yapılanları da ayrıntılı bir şekilde dinledik. Söz sıramız Sayın Alp Tekince'de. Kendisi Türkiye Sermaye Piyasası Aracı Kuruluşlar Birliği Yönetim Kurulu Üyesi olarak buradalar. Buyurun Sayın Tekince.

ALP TEKİNCE – Öncelikle hepinize hoş geldiniz diyorum. Ben sunuşumda ağırlıklı olarak genişlik ve derinlik konusunun tanımı, daha sonra da açıkçası şu ana kadar Türkiye'ye sağlanmış bu konudaki nispi ilerlemeler ve bu ilerlemelerin ardından da aracı kurumlara nasıl yansıdığı, aracı kurum mali tablolarında bunu nasıl görüyoruz kısmına değin-

mek istiyorum. Öncelikle genişlik ve derinlikten ne anlıyoruz, derinlikte daha niceliksel kriterler söz konusu. Burada ihraç hacmi, yani birinci el piyasadaki ihraç hacmi, ikinci el piyasadaki ihraç hacminden ağırlıklı olarak, kriter olarak bahsediyoruz. Genişlik konusuna gelince de yatırım araçlarındaki sayı çeşitliliği ve kurumsal yatırımcı sayısı çeşitliliği ve yine yatırımcı tiplerindeki farklılıklara değiniyoruz. Türkiye'de biraz önce konuşmacıların bahsettiği gibi işlem hacmi ve ihraç hacmi açısından Türkiye mesafe kat etti. Burada tabii hep akımdan bahsediyoruz, stok verilerden bahsedemiyoruz. 1990'larla 2000'leri karşılaştırdığınızda elbette ki, Türkiye'de çok ciddi gelişmeler oldu. Hem hacimsel anlamda ikinci el piyasada çok ciddi hacim yükselişi görüyoruz hem de ihraç birinci el piyasa ihraç hacmi açısından bunu görüyoruz.

Ben 2000 ve 2005 yılları arasına özellikle odaklandım. Son 5 yıl içerisindeki gelişmelere baktığımızda, yine buna paralel olarak biraz önce İbrahim Bey'in de bahsettiği gibi, TL bazında İMKB'de işlem hacmi 111 katrilyondan 208 katrilyona çıkıyor. Şu anda katrilyon rakamını yanlış söylüyor olabilirim belki daha bile fazla olabilir. Yani 111 ve 208 rakamları sonuçta bize 1 misli bir gelişmeden bahsediyor. Fakat bu büyümenin, bu hızlı büyümenin piyasalara yansımaları nasıl oldu. Öncelikle ben, bu konuda yatırımcılar cephesini ele almak istiyorum. Yatırımcılar cephesinde hem yerli hem yabancıyı konuşmak zorundayız. Bu iki kesim de bazen kaybedebiliyor, bazen de kazanabiliyor ama 2000 ve 2005 yılları arasına baktığınızda enteresan bir tablo görüyorsunuz. Özellikle 2000 – 2003 arasında yerli yatırımcılar, yabancılardan daha çok para kazanmış. Bunu rahatça görebiliyorsunuz ama 5 yıllık perspektifte baktığınızda 1,5 milyar doların üzerinde yerli yatırımcıda kayıp var. 1,5 milyar dolar yerli yatırımcının zararı oluşmuş durumda. Açıkçası ben bunu piyasa açısından büyük bir kayıp olarak görüyorum. Özellikle yerli yatırımcı tabanını geliştirmek bizim hedefimiz, hatta kanunda da amaç bu ise, şu anda bu amacı açıkçası fazla da gerçekleştiremiyoruz diye düşünüyorum.

Yatırımcı sayısı açısından baktığımızda

bazı başka vahim konular var. Biliyorsunuz yatırımcı sayısında özellikle 2000'li yıllardan itibaren ciddi bir azalma gözüküyor. Özellikle portföy değeri 10 milyar liranın altında olan yatırımcılara baktığımızda yaklaşık 150 bin yatırımcı 2000 yılından 2005 yılına kadar azalmış. 150 bin yatırımcı sistemin dışına çıkmış gözüküyor. 10 milyarın üzerindeki yatırımcılara baktığınızda ise, orada bir artış var. Bu aslında bizi önce sevindiriyor. Diyoruz ki, acaba 10 milyarın altındaki yatırımcılar 10 milyar limitin üstüne çıktı ve o yüzden mi 10 milyar altındaki yatırımcılar azaldı diye. Aslında bu iki grup birbirini telafi edemiyor. 10 milyarın altındaki yatırımcıların azalması çok daha fazla. Bu da bize yine küçük yatırımcı sayısında da maalesef olumsuz bir görüntüyü aksettiriyor. Peki bu görüntüyü bize aksettiren temel unsurlar neler? Hep bahsettiğimiz, bence öncelikli konumuz bu halka açık bankaların ve halka açık banka iştiraklerinin mülkiyet haklarının yatırımcıların elinden alınması, gerçekten sermaye piyasasında bir cinayet oldu. Bu cinayeti hala gideremedik ve yaralar hala sarılamadı. İmtiyazlı şirketlerin lisans iptalleri de buna eklenince yatırımcı cephesinde, özellikle yerli yatırımcı cephesinde çok ciddi bir sorun oldu. Ben bunu sermaye piyasasının çok acil olan bir sorunu olarak görüyorum. Çünkü hala 2005 yılındayız, işlem hacimleri patladı. Fakat gördüğümüz gibi halka arzlarda hala bir kıpırtı yok.

Yerli yatırımcının artık piyasadan kademe kademe çekildiğini görüyoruz. Ben piyasada da işlem hacminde yabancıların ağırlığının artmasını çok olumlu bir unsur olarak görüyorum. Çünkü yabancıların sonuç olarak global anlamda bu piyasaya bazı verimli kriterleri, bazı araştırma taleplerinin bu piyasaya yeni bir yön vereceğini düşünüyorum. Ama yerli tarafı bu kadar ihmal edersek, sonuçta da bu yabancılara da sirayet edecek bazı sorunları gündeme getirebilir. Bu noktada özellikle şu nu sormak istiyorum. Biliyorsunuz, bankacılık sektöründe bankacılık hisselerinde çok yoğun bir yabancı talebi var ve şu anda hemen hemen bankacılık hisselerinde, halka açıklık oranının, halka açık kısmının, bankaların % 85'in üzerindeki kısmı yabancıların elinde. Şimdi yabancılara biz bu aşamada yerli yatı-

rımcılara yaptığımızı acaba yapabilir miyiz? Şu cari açığımız varken. Allah korusun tekrar bir kriz olsa ve bu kriz sonucunda yine bankalara el konsa, yine aynı sorun gündeme gelecektir. Üstüne üstlük, bu sefer yabancı yatırımcılara çok ciddi bir sorun olarak bunu yansıtmış olacağız. Bu Türkiye'nin cari açığı problemi açısından çok ciddi bir sorun teşkil edebilir. Dolayısıyla, ben bu sorunu artık sermaye piyasasının sorunu olmaktan çıktığını düşünüyorum. Bir makro ekonomik sorun haline geldiğini düşünüyorum. Bu nedenle yatırımcılar konusunda, yatırımcılar cephesinde bunu derhal gidermemiz lazım.

Sermaye piyasasının genişliği konusuna değinmek gerekirse, burada da her zaman bahsedilir eminim, buradaki aracı kurum yöneticileri, aracı kurum sahipleri de bunu arzuluyorlar. Aracı kurumların faaliyet alanlarını genişletmesi lazım. Aracı kurumların hisse senedi aracılığı dışındaki faaliyetlerden para kazanır hale gelmesi lazım. Bu noktada neredeyiz diye mali bilançolara aracı kurumların konsolide bilançolarına baktığımda şunu görüyorum; 2000 yılında toplam gelirler içerisinde, aracı kurum gelirleri içerisinde hisse senedi faaliyeti dışında ve menkul kıymet alım-satım kârları dışındaki hizmet gelirlerinin toplam gelirler içerisindeki payı 2000 yılında % 15'miş, 2004 yılında % 15,9'muş. Bu, sektörde faaliyet çeşitliliği konusunda sektörün hala yeterince gelişmediğini, sadece aracı kurum sektöründen değil sermaye piyasasından bahsediyorum. Sermaye piyasasında genişlik sağlanamadığı için aracı kurumlara bu tam olarak yansımıyor. Bankalar cephesinde bu daha çok yansıyor olabilir ama sonuçta aracı kurumların da işlem hacminin çok önemli bir kısmını teşkil ettiğini düşünürsek bunun da önemli bir husus olduğu kanaatindeyim.

Aracı kurum sektöründe % 85 oranında faaliyetler hisse senedi işlemlerine dayanmakta ve eğer aracı kurumlar hisse senedi faaliyetleri dışındaki diğer gelirlerine dayanacak olsa faaliyet giderlerinin ne kadarını karşılar diye baktığımda ise, yine çok benzer bir sonuç görüyoruz. Aracı kurumlar şu anda hisse senedi faaliyeti dışındaki gelirleri faali-

yet giderlerinin sadece % 16'sını karşılıyor. Bu da açıkçası, sektörün hala hisse senedi işlemlerine ve piyasanın derinliğine ne kadar muhtaç olduğunu gösteriyor. Piyasa derinleşecek ki, sonuçta aracılık sektörü de gelişsin.

Bunu candan isteyen biri olarak özellikle bu konudaki sorunlara dikkat çekmek istiyorum. Bu noktada neler yapılması gerekir. Öncelikle genişliği arttırmamız lazım, sermaye piyasasında genişliği arttırmak için özel sektör borçlanma araçları piyasasının mutlaka cezp edilmesi gerekiyor. Bu özel sektör borçlanma araçları arasında en az hisse senedi gibi yoğun işlemlerin kısa vade değil ama orta vade olabileceği kanaatindeyim. Bunu sağlayacak altyapı şu anda İMKB'de var. Sanıyorum vergiyle ilgili sorunlardan dolayı henüz yeterince cazip bir piyasa değil. Zaten şu anda fiilen de çalışmıyor.

Sektörün çok uzun yıllardır dilediği ve talep ettiği ödünç menkul kıymet piyasası, genişliği artıracak başka bir önlem. Ödünç menkul kıymet piyasasının devreye girmesi, hâkikaten sadece alış yönünde giden piyasayı, aynı zamanda açığa satış yönünde ödünç menkul kıymet almak konusunda daha cesur hale getirecek. Bundan sadece yabancılar faydalanırken, artık yerli yatırımcılar da faydalanıyor olabilecek. Yatırımcılarda çok fazla hareket etmeyen yatırımcı kitlesi var, Takasbank'da kayıtlı. Bu ödünç menkul kıymet piyasasıyla bunların da devreye girebilmesi söz konusu olacak. Sanıyorum, kısa süre içerisinde bu piyasa kurulacak. Aracı Kuruluşlar Birliğinin yaptığı çalışmalar ve Takasbank'ın da bu konuya bir şekilde girmesi, sanıyorum bunu merkezi kayıt kurumu yapacak, bence piyasa için çok önemli bir kazanım olacak.

Borsada hep bahsediyoruz çok iyi bir devlet iç borçlanma senedi piyasası var ama niye eurobondlar hala yurt dışında işlem görüyor, niye İMKB'de bir pazarda işlem göremiyor. Bu soruyu özellikle soruyoruz. Çünkü genişlik için bu gerekmekte. Niye yabancı bankalar ve tamamen tezgâh üstü piyasada bu eurobondlar işlem görüyor. Ben bu sorunun cevabını hala bilemiyorum. Bu konuda da mutlaka atılıma geçilmesi gerektiği inancın-

ği inancındayım.

Yeni kurumsal yatırımcı türlerinin kuruluşuna imkân sağlanması gerekiyor. Yurt dışında hedge fonlar, başka fonları satın alarak, aslında getirilerini maksimize etme yolunda ilerliyorlar. Türkiye'de yatırım fonu endüstrisi çok büyük bir rakama ulaşmış durumda.

20 küsur milyar dolar seviyesinde ama açıkçası bu 20 küsur milyar doların sermaye piyasasına katkısı ne kadar dersiniz, hakikaten çok sınırlı. Niye, çünkü % 70'i bunların likit fon yanılmıyorsa. % 70'lik bir oran, aslında tamamen repoya ya da 90 günden az kısa vadeli menkul kıymetlere yoğunlaşmış şekilde işlem gördüğü için sermaye piyasasının uzun vadeli karakterine uygun düşmüyor. Bu yeni kurumsal yatırımcı tipleri konusuna gelmişken, borsa yatırım fonlarına değinmek istiyorum. Borsa yatırım fonları aslında bütün dünyada uluslararası borsalarda, borsaların mali yapısını en büyük dayanak olduğu enstrüman. Şu anda bizim borsamız tescilden nasıl para kazanıyor. İşte hisse senedi borsa payından para kazanıyor. Borsa yatırım fonundan elde edilen rakamlar uluslararası borsalarda artık birinci sırada. Borsa yatırım fonlarının mutlaka geliştirilmesi lazım.

Vadeli işlemler borsasının kuruluşu çok büyük bir kazanım. Bunun kamuoyunda tanıtımını etkinleştirmemiz lazım. Ben vadeli işlemler borsasının kısa vade içerisinde hem sektöre hem yatırımcılara çok ciddi fayda sağlayacağını düşünüyorum. Birincil piyasa faaliyetlerinde son dönemlerdeki durgunluğun nedenlerini analiz etmemizde fayda olacağını düşüncesindeyim. Yani 2004 yılında biraz kıpırdayan birinci el piyasa faaliyetleri, birinci el ihraçları 2005 yılı itibarıyla tamamen durmuş yani çok sınırlanmış gözüküyor. Bunun ciddi mahsurları var. Zannediyorum piyasada yatırımcı güveninde bu konuda eksiklik var. Bunu analiz edip çözmemiz lazım. Tabii bunların dışında, yatırımcı güvenini artırıcı önlemlerin devreye sokulması bunların en başında da iktisadi bir talep haline gelen yarı reformu geliyor. Herhangi bir sermaye piyasası ihtisas mahkemesinin kurulması ya da kurulmaması konusu değil. Yargının total ola-

rak hızlanması ve verimlilik kazanması sermaye piyasasındaki hıza paralel hale gelmesi, hak arama mekanizmaları açısından çok büyük önem teşkil ediyor. Hak arama mekanizmalarını geliştirmesek, yaptığımız en modern kanunlar bile yetersiz kalabiliyor.

Bence Merkezi kayıt kurumunun kurulmasını yatırımcı güveni açısından çok büyük bir fayda olduğunu düşünüyorum. Merkezi kayıt kurumunda yakında başlayacak devlet iç borçlanma senetlerinin saklanması da, geçmişte yaşadığımız kötü örnekleri tamamen elimine edeceğini tahmin etmekteyim. Bunların aslında sektöre yeni bir kan getireceğini düşünüyorum.

Makro ekonomik istikrar, Türkiye'de şu anda belki de en büyük kazanımımızdır. Sermaye piyasasının hem derinliği hem de genişliği için. Ben bu alanda Türkiye'nin çok başarılı bir grafik çizdiğini düşünmekteyim. Makro ekonomik istikrarda beni umutlandıran, diğer ülke deneyimleri. Örneğin, İsrail'de tek haneli enflasyonlara İsrail indiği zaman, halka açık şirket sayısı 3 katına çıkmış. Türkiye'de daha henüz bu kadar bir gelişme göremiyoruz ama akım şu anda daha yeni yeni oluyor. Türkiye istikrara tam kavuştuğunu söylediğimiz zaman herhalde bir beş yıllık bir tek haneli enflasyon döneminden sonra olacak. Belki o zaman bunları görebileceğiz diye tahmin ediyorum. Aynı şekilde İsrail'e benzer bir başka örnek de Brezilya. Brezilya'da da yine tek haneli enflasyona geçişte, özel sektör tahvil piyasası bütün piyasanın önüne geçmiş işlem hacminde. Ben bunu da Türkiye'nin belki özlediği bir tablo olarak düşünüyorum. Bu özel sektör finansmanını geliştirmek açısından çok önemli olacaktır.

Bir de yatırımcının korunması konusunda yine başka ekleyeceğim bir husus da, Türkiye'de temettü verim oranlarının düşük olması. Aslında biz yatırımcıyı sermaye kazançlarına bağımlı kıldık, yıllardır bunu yapıyoruz. Bunu yapıyoruz derken, halka açık şirketler bunu yapıyor. Bunu artık mutlaka kırmamız lazım. Çünkü Türkiye temettü getirisi sıralamasında şu anda 39'uncu sıralarda. Yani Türkiye hak ettiği yerlerde değil. Bunun mutlaka düzelmesi gerekiyor.

Sonuç olarak, 2000 ve 2005 dönemi içeri-sine baktığımızda yerli yatırımcının total olarak 5 yıllık kaybının 1,5 milyar dolar seviyesinde olduğunu, aracı kurumların faaliyet gelir çeşitlendirmesine baktığımızda piyasanın genişliğine paralel olarak, yani piyasada aslında genişlemenin sınırlı olmasından dolayı aracı kurumların da faaliyet çeşitliliğini çok fazla arttıramadığını, sermaye piyasasının genişliğine paralel olarak bunu maalesef mali tablonun yansıtmadığını görüyoruz. Peki 2000 ve 2005 dönemi arasında bu 5 yıllık dönemde kim kazandı diye bakarsanız, halka açık şirketler kazandı. Halka açık şirketler düşük temettü oranları ve belki de kamuyu aydınlatma konusunda Enver Beyin de bahsettiği idari para cezalarından, bunlara uymamakla aslında çok önemli bazı sermaye piyasasında ihlaller gerçekleştirdiler ve toplam olarak bir de devletin bu bankalar konusundaki yatırımcılara karşı haksız tutumu da bunların tuzu biberi oldu. Bu çerçevede halka açık şirketlerin artık 2005'den sonra bu piyasaya bir bedel ödemesi gerekiyor. Temettü oranlarını mutlaka daha radikal bir şekilde, radikal tedbirlerle arttırmamız gerekiyor. Eğer bu yapılmazsa yerli yatırımcının kazancı yine sınırlı olacağı için, piyasanın genişlemesi önündeki bazı engeller çözülmemiş olacak. Beni dinlediğiniz için çok teşekkür ederim.

PROF. DR. ZÜHTÜ AYTAÇ – Sayın Te-kince'den çarpıcı örnek ve tespitlerle devam eden sorunları ve bunlara ilişkin önerileri dinledik. Teşekkür ediyoruz. Efendim sırada Sayın Dr. Gürman Tefik Bey var. Kurumsal Yatırımcılar Derneği Başkanı olarak konuşmasını yapacak. Buyurun Sayın Tefik.

DR. GÜRMAN TEVFİK – Hepinize hoş geldiniz diyorum, konuşmamı buradan yapmak istiyorum. Çünkü uzun bir prezentasyonum var, onu yapmaya kalksam herhalde bir saat alacak. Onun için kısa öz konuları toplamaya çalışacağım. Yıl 1970, oradan başlayacağım. Atilla Karaosmanoğlu ekonomiden sorumlu Devlet Bakanı ve bu yıllar dünyada Vietnam savaşı. O günlerde gazetelere çıkan haber şu, işte 2000 yılında bugünkü İtalya seviyesine geleceğiz, dolaylı anlatımla 2000 yılının başında o günkü İtalya seviyesi-

ne 1970'li yılların İtalya seviyesine geleceğimiz ibareleri, ayrıca aynı laflar duyduğumuz kemer sıkma sözcüğü, 1970'li yılların başındaki gazete haberleri. Aynı yıllarda yine ABD'de fon endüstrisine bakıyoruz. Yatırım fonu endüstrisinin büyüklüğü 20-30 milyar dolar civarında. Yani bugünkü Türkiye'nin fon endüstrisi büyüklüğü. Biraz ileriye gidiyoruz, 1-2 yıl sonraya Bretton Woods askıya alınıyor. 1944'de temelleri atılan, dünya finans sisteminin temelleri atılan Bretton Woods askıya alınıyor ve dalgalı kur rejimi başlıyor. 1980'lerde de finansal piyasalarda vadeli işlemler başlıyor.

Şimdi baktığımızda dünyanın bizim yaşadığımız dönemdeki Türkiye'de yaşadığımız önemli hadiselerinden biri bunlar. Fon endüstrisinin içine baktığımızda, 1970'li yılların başlarındaki Amerika Birleşik Devletlerindeki fon büyüklüğü, bugünkü Türkiye'nin fon büyüklüğüne yakın. Ne kadar ilgili toplum, pek ilgisi yok. Sadece belli insanların bildiği, finans kitaplarında bir sayfa yer ayrıldığı, işte yatırım fonları diye birçok belki işletme mezununun da 1970'li yıllarda yatırım fonu nedir dediğinizde, bilmediği bir konu. Türkiye'den değil Amerika'dan bahsediyorum. Böyle bir durum. Bugünkü durum ne? Bugünkü Amerika 8 trilyon dolarlık bir yatırım fonu endüstrisi, dünya yatırım fonu endüstrisinin büyüklüğü de 16 trilyon dolar. Yani dünya gayri safi milli hâsılasının yarısı. Buradan şuna geçeceğim, bu konuya daha sonra devam etmek üzere. Bir kere hep konuştuk, teknik altyapı, anladığım kadarıyla teknik altyapıda problem yok, her şey var. Peki, problem nerede? Problem sosyolojik alt yapıda, problem bu. Kalkınma sosyolojik bir konu, ekonomik değil. Ekonomide sosyolojinin içinde küçük bir konu. Sosyolojik yapınız doğru, düzgün olursa temelleri, kalkınmanızda, her sektörünüzde hızlı bir şekilde gelişir.

Buna çok somut iki tane örnek; kaynaklarla kalkınmanın da çok bir ilgisi yok. Biri İsviçre, biri de Irak. Irak'ın altı da zengin, üstünde toprakları da zengin. Biri dağ ülkesi, yani ondan daha güzel, İsviçre'den daha güzel dağlar bizim Artvin çevresinde var, çok daha güzel. Demek ki, sosyolojik yapılar farklı olun-

ca. Zenginlik dersenez Irak'ın altı da zengin, üstüde Mezopotamya Ovası. Dünyanın en zengin ülkesi olması lazım. Demek ki, kaynaklarla da kalkınmanın bir ilgisi yok. Demek ki, teknik altyapıyla da bir ilgisi yok. Demek ki, ortak noktalarda toplumun birleşmesiyle bir ilgisi var. Ortak noktalarda toplum birleşmiyorsa hiçbir şey yapamazsınız. Buradan sermaye konusuna geleceğim; hep devamlı yabancı sermaye yabancı sermaye, bir kere bu deyim yanlış bir deyim. Ülkenin sermayeye ihtiyacı var. Yabancı-yerli, sermayenin kendisi bizatihi kutsal. Yani tasarruflarınız kutsal değil mi, yılların emeği ile biriktirdiğiniz şeyler. Yabancı, yerli fark etmez, ülkenin sermayeye ihtiyacı var. Biz ona yabancı demişiz, yani bizim sermayemiz de dışarı gidiyor, tekrar geliyor. Demek ki, tanıma doğru koymak gerekiyor. Dolayısıyla sermayeye karşı herhangi bir kötü niyet beslememiz gerekir, bu toplumsal bir uzlaşmayla olur. Bu ülke için yararlı. Sermaye yararlı değil derse sendikalar, sivil toplum örgütleri bu toplumda bir şey yapamazsınız. O zaman yararlı olmaz diye çıkar bu sermaye. Herkes de buna inanır ama ülkenin her ülkenin sermayeye ihtiyacı var ve sermayeye önem vermemiz lazım.

Peki, fonlar sermayenin neresinde duruyor yatırım fonları, nedir, yatırım fonlarıyla sermaye arasında nedir. Sermaye oluşumunu sağlayan en önemli araç tasarruftur. Tasarrufun sermayeye dönüşmesi yatırım fonu aracılığıyla olur. Ya özkaynak ya da yabancı kaynak olarak bunun dönüşmesi, en hızlı dönüşümü yatırım fonu aracılığıyla olur. Bu bankacılık sistemi yoluyla olur. Ama sistematik riski azaltıcı metodolojik modeli oluşturacak yönetim bununla olur. Bunun için Amerika'da 8 trilyon dolar, Avrupa 5,3 trilyon euro fon endüstrisinin büyüklüğü. Bu tesadüf değil. Üçüncü bir nokta neden bu sermaye önemli? Ben çok ilginizi çeksın diye getirdim. Bu son hafta çıkan İngiliz The Economist dergisi. Burada Avustralya hükümeti ilan vermiş. Avustralya ekonomisini anlatıyor. Avustralya ekonomisi 10 – 15 milyon nüfuslu bir nüfus olarak küçük bir ülke. Ancak neden bana yatırım yap dediğinde 6 tane madde koymuş. Bir tanesinde diyor ki, dünyada dördüncü büyük fon endüstrimiz var diyor. Büyüklüğü 635 mil-

yar dolar diyor. Bunu Avustralya'yı tanıtırken, Avustralya'ya yatırım yap derken bu gücü söylüyor. Demek ki, bu endüstri dünyada büyümüş. Dünyada bazı endüstriler büyüyor ve bizim haberimiz olmayabiliyor. Biz de biraz büyötmeye çalışıyoruz. Burada biz dernek olarak ne yapıyoruz, misyonumuz nedir onu anlatmaya çalışacağım. Derneğimizin amacı, Türkiye'de kurumsal yatırımcıları, özellikle yatırım fonları, yatırım ortaklığı sektörünü büyötmek, topluma tanıtmak ve yatırım alışkanlığını, yatırım fonu ile yapma konusunda sivil toplum örgütü olarak üzerine ne düşüyorsa o görevi yüklenmek.

Bu çerçevede de özellikle Bakanlar Kurulu, derneğimize Türkiye adını vermiştir. Yapılanlar Türkiye için yapıldığı ve bu anlatıldığı için bu isim verilmiştir. Biz endüstrimizi, öncelikle gelişen endüstrilerle nasıl entegre ederiz üzerinde durduk. Bu çerçevede Avrupa Yatırım Fonları ve Portföy Yönetimi Birliğine üye olmak için müracaat ettik. Uzun uğraşlardan ve çabalardan sonra 2004 yılında Avrupa Yatırım Fonları ve Portföy Yönetimi Birliği'ne Türkiye 23'üncü ülke olarak üyeliğe kabul edildi. Şimdi siz diyeceksiniz ki, 25 tane AB ülkesi var, siz 23'üncü ülke olarak nasıl girdiniz. Oraya 19 tane AB ülkesi üye, İsviçre, Norveç, Lichtenstein ve Türkiye üye. Diğer AB üyesi 6 ülke burada yok. Çünkü onların fon endüstrileri yok. Bunlar; Litvanya, Letonya, Estonya, Güney Kıbrıs, Malta ve Slovenya. Bunlar bu birliğin üyesi değiller. Dolayısıyla bizim orada oy hakkımız var. Orada seçimle ilgili herhangi bir oylama olduğunda Türkiye'de oyunu kullanmaktadır. Bu fon endüstrimiz açısından çok önemli bir olaydır. Biz şu anda bildiğiniz gibi müzakereler başladığında da sermaye piyasası ile ilgili konular gündeme gelecek. Fakat şu anda bizim derneğimiz Avrupa Birliği'ndeki fon endüstrisini Türkiye'ye taşıma konusunda hazırdır. Bu konuda çalışmalara başlamıştır. Dolayısıyla Avrupa'daki fon endüstrisi bize hiç yabancı değil, içindeyiz. Senede 7 – 8 defa Brüksel'e gidip Yönetim Kurulu toplantısına katılıyorum. Avrupa'daki fon endüstrisinde ne varsa getirmeye çalışıyoruz. Bu konuda kurulumuzla işbirliği içinde çalışmalarımızı yürütüyoruz.

Diğer önemli bir gelişme, Dünya Yatırım Fonları Birliği var. Dünyadaki birliklerin üst birliği. Bu birliğin her sene bir ülkede genel kurulu olur. Bu genel kurul üç yıl önceden belli olur. Biz de bu genel kurullara 5 yıldır katılıyoruz. 5 yıldan beri sürekli Türkiye'yi bu genel kurullarda tanıtmaya çalışıyoruz. Bu genel kurullarına katılmamızın iki amacı vardı. Birincisi, ülkemizi tanıtmak. İkincisi, dünyada yatırım fonu endüstrisinde ne oluyor. Avrupa yetmedi, dünyada ne oluyor onu da Türkiye'ye getirmek. Burada önemli olan genel kurulların ülkede yapılması. Hangi ülke bu genel kurulları alıyorsa, bu büyük bir imtiyaz. Çünkü bu kolay kolay bizim çaptaki ülkelere verilmiyor, genelde gelişmiş ülkeler bu genel kurulları yapıyor. Uzun uğraşlardan sonra 2006 yılında 1-5 Kasım tarihleri arasında bu genel kurulun yapılması konusunda 2003 yılında Kuala Lumpur'da karar alındı. Önümüzdeki yıl, Dünya Yatırım Fonları 20'inci Genel Kurulu Türkiye'de yapılacak. Bu Genel Kurul basına kapalı oluyor. Bütün dünyadan birlikler katılıyor, Birliklerin Başkanı ve Başkan yardımcıları katılıyor, iki ve üç kişiden fazla kişi bu toplantılara katılmıyor. Burada dünya fon endüstrisinin gündemi tartışılıyor. İstanbul'da yapılması bizim açımızdan büyük bir ayrıcalıktır. Bu yıl 15 gün sonra ABD'de yapılacaktır. Orada da Türkiye'ye devir teslim töreniyle Türkiye'ye bu görev teslim edilecektir. Biz de bu görevi Avustralya'ya devredeceğiz. Fon büyüklüğünde ABD birinci, Avustralya dördüncü, biz ise dünya büyüklüğü içinde % 1 paya sahibiz. Böyle olmamıza rağmen bu başarı derneğimize aittir. Bunu bir kere daha belirtmek isterim.

Ben çok fazla konuları uzatmadan fon endüstrimizdeki gelişmeleri çok basit rakamlarla söyleyeyim. Ben 14 yıldır, fon endüstrisinin içinde çalışıyorum. Fon endüstrisinde ne olup, bitiyor. Türkiye'de ve Dünyada. Geçmişle, tarihiyle yaşadım ve gördüm. Neyi yanlış yaptık, neyi doğru yapmamız gerektiğini gayet iyi biliyoruz. Bunu her seferinde dernekte diğer Yönetim Kurulu Üyelerimize de anlatıyorum. Burada en kritik nokta, her endüstrinin gelişmesi için en kritik nokta governance konusu son derece önemlidir. Fonlarda üç ayaklı governance söz konusudur. Bir

tanesi fonların yatırım yaptığı şirketlerin governance'ı. İkincisi, yatırım fonlarının biza-tihi kendisinin governance'ı. Üçüncüsü ise, onların portföyünü yöneten portföy yönetim şirketlerinin governance'ıdır. Bunlar tamamen ayrı konulardır. Bunlar tek başına tartışılması gereken konulardır.

Bizim endüstrimizde 20,7 milyar dolarlık civarında bir büyüklüğümüz var. Buraya nereden geldik. 1995 yılında 1 milyar dolardı endüstrinin büyüklüğü. Şöyle tekrar bakarsak 2002 yılı sonu itibarıyla 6 milyar dolar, 2003'te 14 milyar dolar, 2004'te 17 milyar dolar, 2005'te de 20,7 milyar dolara ulaştı. Fakat bunlara baktığımızda çoğu sabit getirili enstrümanlara dayalı yatırımlardan oluşuyor. Hisse senedine dayalı yatırım fonlarına yapılan yatırımda 271 milyon dolar, inşallah 271 milyar dolar diyebiliriz buna, 565 milyon dolara yükselmiş ki, bunlar Türkiye'nin büyüklüğüyle örtüşmeyecek rakamlardır.

Yanlış hatırlamıyorsam, büyük ekonomik kriz yaşayan Arjantin'de yatırım fonlarının % 80'i hisse senedine yatırım yapmıştır. Büyük ekonomik kriz yaşayanlardan bir data vardı elimde. Dolayısıyla bu büyüklük çok küçüktür. Neden buraya geldik? Neyi yanlış yaptık? Oturup çuvaldızı kendimize batırmamız lazım. Herkes, bu sektörde sorumlu olan, sorumluluk sahibi herkesin bu soruyu kendisine sorması lazım. Burada iyi bir gelişme oldu, emeklilik fonlarımızda. Emeklilik fonlarımız gerçekten çok iyi hazırlanmış, kimler hazırladıysa dünya standartlarına göre hazırlanmış bireysel emeklilik yasamız var, bunu bilin. Bunu herkes söylüyor. Türkiye'deki Bireysel Emeklilik Sistemi Yasası çok güzel hazırlanmış bir yasadır, biz onun kıymetini bilelim.

Çünkü bu sistem bireysel emekliliği yatırım fonlarına dayandırmıştır. Bu bütün ülkelerin nihai olarak hedefidir ama bu çok iyi inceleme yapılmış, çok üzerinde çalışılmış. İkinci önemli gelişmesi de bu yasanın bireysel emeklilik fonlarının portföy yönetim şirketleri tarafından yönetilmesi zorunluluğu getirilmiştir. Bu da önemli bir gelişmedir. Bu iki önemli gelişme, bu endüstrinin gelişmesini hızlandıracaktır, Bu endüstri, emeklilik fonları daha toplum tarafından yeteri kadar bilinmemekte-

dir. Bu öğrenildiği takdirde, bu sektör hızla gelişecektir. Şu anda aşağı yukarı 600 bini geçkin katılımcısı, 800 trilyon TL de portföy büyüklüğü vardır. Burada önemli olan 660 bin katılımcıdır. Bunlar her ay tasarruflarını buraya aktaran insanlardır ve bu sektöre baktığımız da hisse senedi fonlarının büyüklüğü, diğerlerine göre oransal olarak daha yüksektir. Bu bize ümit vermektedir ve biz inanıyoruz ki, emeklilik fonları ileride sermaye piyasasının tabanını oluşturacağını düşünüyoruz ve buna inanıyoruz. Bu 600 bin rakamın 6 milyon, 20 milyon rakamlarına ulaşması kaçınılmazdır.

Çünkü önümüzdeki yıl yürürlüğe girecek vergi yasaları bunu tabii toplum bilmiyor ama bunu aktarın, tasarruf etmenin en iyi aracı emekli fonları yoluyla. Yani emekliliğimiz için, konut için değil, başka bir şey için değil. Emeklilik için tasarruf ediyorsanız yaşlılığınızda onun tek aracı emeklilik fonlarıdır. Gerek emeklilik fonlarının içine gerek dışına en fazla teşvik Türk sermaye piyasasında emeklilik fonlarına verilmiştir. Bu da doğru bir yaklaşımdır. Ben sözümü fazla uzatmak istemiyorum, benim söyleyeceklerim bunlardan ibaret. Daha sonra panel bittikten sonra sorularınız varsa sorularınızı da yanıtlarım teşekkür ederim.

PROF. DR. ZÜHTÜ AYTAÇ – Teşekkürler Sayın Gürman. Fon endüstrisinin özellikle Türkiye'deki görünümü, yapılması gerekenler, daha özellikle hisse senedi piyasası bakımından yaptığımız tespitlerin herhalde tartışılacağını umuyorum. Efendim 5. sırada Sayın Rozana Grimaldi'yi dinleyeceğiz. Kendileri Stox Limited bölge sorumlusu aynı zamanda Dow Jones endeksinin bölge sorumlusu olarak buradalar. Buyurun Sayın Grimaldi.

ROSANNA GRIMALDI – Öncelikle, hepimize böyle güzel bir organizasyon için teşekkür etmek istiyorum. Hızlı olacağım. Direkt olarak konuya girmeye çalışacağım.

Öncelikle Stox ve Dow Jones endekslerini açıklayarak başlamak istiyorum ve tabii neden iki farklı şirketin temsilcisi olarak sadece benim olduğumu. Stox olarak biz bir endeks kuruluşuyuz. Dow Jones de öyle. Bir

endeks kuruluşu olarak buradayız. Peki, endeks ne için kullanılır? Endeks bir şeyin performansını ölçer. Bir endeks kuruluşunun piyasanın genişlemesinde ve derinleşmesinde nasıl bir etkisi vardır? Dow Jones ve Stox'un yanı sıra Morgan Stanley ve Footsie de uluslararası endeks kuruluşları arasındalar. Hepimizin hedefi aynı, piyasanın ne yönde gittiğini anlamak ve buna göre ürünlerimizi üretmek. Çünkü eğer biz piyasa trendlerini iyi analiz edersek, bildirdiğimiz endeksler de toplum tarafından kabul görür.

Bunun yanı sıra performans ölçümünü tüm dünyanın anlayacağı şekilde yapmamız gerekiyor. Dataları farklı şekillerde yorumlamak zorluklara yol açar. Bir ölçüm bunu yorumlayan kişiye göre farklı anlamlar kazanır. Endeksle bu sorundan kurtuluyoruz. Çünkü data uluslararası bir dile, sayıların diline çevriliyor. Böylece tüm ülkeler endeksten aynı anlamı çıkarıyor. Stox, Dow Jones, İsviçre ve Alman borsasından oluşan birleşik bir kuruluş. İki arasındaki tek fark, Dow Jones global ve yerel endeksler üzerinde yoğunlaşırken, Stox'un Avrupa endeksleri üzerinde yoğunlaşmasıdır.

Türkiye'yi şu an için ele alırsak Dow Jones endeksleriyle daha ilişkili, umarım gelecekte Stox endeksleriyle ilişkili olur. Daha önce de kısaca söylediğim gibi, endeks bankacılar ve analistler için önemli bir araç. Farklı piyasalara ulaşım aracı. Türkiye'deki tecrübem benim için son 5 yılın en heyecanlı deneyimi. Ve ben henüz 5 yıldır Dow Jones ve Stox'da çalışıyorum. Türkiye henüz Avrupa Birliği'nde yer almıyor. Fakat gelişmekte olan bir piyasa ve ilerlemek için çok çalışıyor. Şu an için İtalya'dan daha fazla artınız var. Bu açıdan baktığımızda, İtalya'dan daha ileridesiniz. Bunu bir İtalyan olarak çok rahat söyleyebilirim. Peki, nasıl farklı piyasalarla iletişimi sağlıyor? Endeksler genel olarak sadece bizimkiler için söylemiyorum, sistematik bir şekilde oluşturulur. Sadece Türkiye piyasa endeksi, Alman piyasa endeksi veya Avrupa piyasa endeksi oluşturamazsınız.

Genel olarak endeks kuruluşları, toplam piyasa endeksi gibi ortak bir temelden başlarlar. Toplam piyasa endeksini oluşturan unsur-

lar şeffaflık görünürülük vb. kriterleri taşımak zorundadır. Bizim kurduğumuz endeks sistemi size hem dikey olarak, yani büyük endeksten dar endekslere uzanacak şekilde, hem de yatay olarak, yani bir ülkede bir bölgede veya değişik sektörlerde yatırım imkânı sağlar. Farklı yatırım araçlarıyla yatırım yapabilirsiniz. Örneğin İslami finans veya sürdürülebilir yatırımdan bahsediyorum.

Sonuç olarak bizim uyguladığımız kurallar, tüm endekslere uygulanan standart kurallar. Böylece, Türkiye’de yatırım yapmak isteyen Birleşik Devletler’den birisi çok iyi biliyor ki, Türkiye için kullandığımız sistem, Birleşik devletler için kullandığımız sistemle tamamen aynı. Bu tembel yatırımcıların işini kolaylaştırıyor. Çünkü piyasaya gidip piyasayı araştırmak piyasadaki en önemli şirketleri ve bu şirketlerin nasıl belirlendiğini bulmaya çalışmak zorunda kalmıyorlar. Çünkü kurallar her yerde aynı. Sonuç olarak eğer bir markanız varsa, bu marka kurumsal yatırımcılar tarafından fark edilir. Bu da portföy çeşitliliğinizi sağlar. Örneğin büyük bir piyasada en önemli, en likit veya en fazla serbest dolaşımı olan şirketlere yatırım yapmak zorunda değilsiniz. Herhangi bir yatırım aracına yatırım yapabilirsiniz ve endeks buna yardım eder. Esnektir ve endekslere göre ürün oluşturma açısından da avantajlısınız. Endeksler piyasa iyileştirmelerine göre de esnektir. Bir endeks çok basit ürünler için de kullanılabilir, çok komplike ürünler için de kullanılabilir. Ve bu size daha önce de söylediğim gibi pazarlama avantajları sağlar. Mesela Adidas dediğimde ayakkabıdan ve ne çeşit bir ayakkabıdan bahsettiğimi biliyorsunuz veya Nutella dediğimde şişmanlayacağınızı düşünürsünüz ama çikolatadan bahsettiğimi anlarsınız. Endeksler için de aynı şey geçerli. Dow Jones veya Stoxx dediğimde metodu biliyorsunuz. Endeks oluşturmak ve bunu global bir düzeyde yapmak. Böylece son yatırımcılar için tanınmış bir isim üzerine oluşturulmuş ürünleri kabul etmek kolaylaşır. Bu benim daha önce tanımladığım parametre. Bunlar Stoxx’a bağlı basit endeksler.

Bölgeler, sektörler stili yani değeri ve bütüme ve diğer özel objektiveler. Çok komp-

like bir endeks, ne kadar fazla analiz o kadar az objektiviteye dönüşür. İslami endeksleri düşünelim. Tamamen matematiksel bir endeks değil. Bir kurul var. Hangi şirketlerin endekse katılacağını belirlemek için başlangıçta matematiksel bir seçim var. Sadece parametreye uygun şirketler endekse katılır ve analiz edilir. Fakat sonuçta şirketleri analiz edecek bir kurul var ve onlar şirketlerin endekse katılıp katılmayacağına karar verirler. İslami veya sürdürülebilirlik endeksi. Bunu atlıyorum, çünkü çabuk olmak istiyorum.

Peki, temel kurallar nedir? Bunlar piyasalarda genel olarak bütün yatırımcılar için uygulanan kurallardır. Endeks şeffaf olmak zorundadır, yani kurallar sabit olmalı, herkes tarafından bilinmeli ve tüm piyasalara uygulanmalı. Objektif olmalı, yani endekse katılacak şirkete objektif bir şekilde karar verilmeli ve biz de seçimimizi objektif, matematiksel bir temele göre yapıyoruz. Bu genel olarak uluslararası endeks kuruluşlarının pozitif bir tarafı. Çünkü onlar sadece bir borsaya bağlı değil ve sonuç olarak politik baskılar yok. Şirket için baskı gelmiyor ve eğer bir şirket belli bir kriteri uymuyorsa rahatlıkla o şirketi endeks dışı bırakabilirler. Böylece dış baskılardan etkilenmiyorlar ve bu yatırım yapmak isteyen insanlara bir güven veriyor. Çünkü her şirketin hikayesini araştırmak zorunda kalmıyorlar. Bu da piyasayı tanımayanlar için çekici bir özellik. Piyasayı tanımayanlardan kastım, yurt dışından gelen ve ülkeyi ayrıntılı bir şekilde bilmeyen insanlar. Bu ayrıca pazarlamada ekonomik kolaylık sağlıyor. İyi bir markaya bağlı bir ürününüz varsa, bu ürünü satmak için % 50 pazarlama (reklâm) kullanıyorsunuz ve aynı zamanda kıyaslanabilir özellikler. Çünkü aynı sistemle oluşturuldukları için, Türkiye’nin performansını bütün dünyanın performansıyla veya İtalya’nın performansıyla veya ne bileyim Moğolistan’ın performansıyla çok rahat kıyaslayabilirsiniz. Çünkü aynı ölçüyü kullanıyoruz.

Bizim web sitemizden daha fazla bilgi edinebilirsiniz. Elimden geldiğince sistematik olmaya ve size temel noktaları vermeye çalıştım. Daha fazla sorunuz varsa, bizimle iletişim kurabilir ve belki daha sonra sorularınızı

sorabilirsiniz. Beni dinlediğiniz için çok teşekkür ederim.

PROF. DR. ZÜHTÜ AYTAÇ – Konuşması için Sayın Grimaldi'ye çok teşekkür ediyoruz. Efendim, şimdiki konuşmacımız İsmail Baydar Bey'i dinleyeceğiz. Kendileri Garanti Yatırım Menkul Kıymetler A.Ş. Genel Müdür Yardımcısıdır. Buyurun Sayın Baydar.

İSMAİL BAYDAR – Teşekkür ediyorum Sayın Başkan. Değerli katılımcılar hepinizi saygıyla selamlıyorum. Sermaye piyasalarının büyütülmesi ve derinleştirilmesi konusunda Sayın konuşmacılarımız birçok konuya değindiler. Tabii ki, hepsine yürekten katılıyoruz. Bu konuşmaların da sermaye piyasalarına ışık tutacağına, iyi bir yön vereceğine olan inancımı da ifade etmek istiyorum. Ben değinilen konulara çok fazla girmeden kısaca birkaç konuda görüş ve önerilerimi aktarmak istiyorum. Özellikle piyasanın büyütülmesi ve derinleştirilmesi konusu, kanımca yatırımcıların piyasaya olan ilgisiyle doğru orantılıdır. İşin arz kısmını bir kenara bıraktığımız takdirde, sorunun sermaye piyasalarına olan yatırımcı ilgisinin, yatırımcı güveninin hangi seviyede olduğuyla ilgilidir diye düşünüyorum. Bu konuda da birkaç öneride bulunmak istiyorum.

Bu konuda hepimize çok büyük görev düşüyor. Özellikle küçük yatırımcının güvenliğini kazanabilmek için piyasada bu yatırımcı kitlesinin bir analizinin yapılması gerektiğine inanıyorum. Bütün konuşmalarda da değinildi, özellikle ekonominin ulaştığı seviye, istikrar ortamımız ve borsamızın bugün ulaştığı seviye açısından bu tabii ki yeterli değildir. Özellikle 2000 yılıyla değerlendirdiğimiz zaman, hala daha kat etmemiz gereken yol olduğunu düşünüyorum. Özellikle halka açık şirket sayılarının ve halka açıklık oranlarının artırılarak, piyasada derinlik oluşturması gerektiğini söyleyebiliriz. Bu tabii ki, işin arz kısmı.

Mevcut piyasa koşullarında yatırımcıların ilgisini arttıracak neler yapılabilir diye düşündüğümüzde ise, şöyle özetleyebilirim. Bir defa piyasa yapıcılığı sisteminin oluşturulması lazım. Şu anda piyasada zaten fiilen bir şe-

kilde doğal olarak uygulanmakta olan yapının hukuki alt yapısının oluşturularak, yatırımcıları da kollayacak ve koruyacak şekilde, organize bir şekilde, hukuki alt yapısıyla, işleyişle hazır bir yapıya kavuşturulması gerektiğini düşünüyorum. Öte yandan, piyasanın işleyişinin iyi bir şekilde denetlenmesi gerekiyor. Burada denetleme yapan kuruluşlara, denetleyici kuruluşlara çok büyük görev düşüyor. Geciken adalet, adalet değildir ilkesi vardır, bildiğiniz gibi. Bir iş yapıp bittikten sonra 5 sene sonra, 10 sene sonra herhangi bir yaptırımla gittiğiniz zaman, adaletin yerine geldiği söylenemez. Özellikle yaptırımlar bir de ekonomik ise, bunlar çok daha önemli hale gelir. Bunun yapılmadığını tabii ki, söylemek istemiyorum. Elbette çok şeyler yapılıyor ama bu işin biraz daha hızlı yapılması ve piyasanın işleyiş hızı ile bağlantılı, paralel olarak, aslında yürütülerek bu işlerin çok kısa sürede sonuçlandırıp, neticelendirilmesi gerektiği kanaatindeyiz. Bu da piyasaya olan güveni ve yatırımcı sayısını arttıracaktır.

Bir diğer konu, kurumsal yatırımcıların önemi. Biz de belli bir aşamaya geldik, bu konuda ilerleme kaydettik. Ancak, küçük yatırımcıların piyasada yeterli sayıya ulaşması için bu yatırımcı grubunun özellikle profesyonelce yönetilen ve kurumsal yatırım araçlarına yönlendirilmesi gerektiğini düşünüyorum. Burada hepimize görevler düşüyor.

Bir diğer konu, temettü konusudur. Daha önceki konuşmacılar bahsettiler, ben fazla bir şey söylemek istemiyorum. Ülkemizde henüz yaygın olmayan bir yatırımcı profili eksikimiz var. O da uzun vadeli sermaye piyasası araçlarına yatırım yapmak. Özellikle hisse senetlerine yatırım yapan, temettüye duyarlı ve düzenli gelir imkânı sağlayan bir yatırımcı profiline ihtiyaç vardır. Gelişmiş, uluslararası piyasalarda olduğu gibi, bu yatırımcı tipinin sermaye piyasalarında oluşturulması gerektiğini düşünüyorum. Özellikle düzenli gelir sağlayacak, 3 ayda bir, 6 ayda bir temettü geliri elde etmek suretiyle, düzenli bir gelir elde edecek bir yatırımcı kitlesinin borsamızda olmasında fayda görüyorum.

Bir başka konu, yatırımcıların, halka açık şirketlerin sermayelerine yaptığı iştirakler

doğrultusunda –meslek örgütleri olabilir, yatırımcı birlikleri olabilir– yönetime katılmalarını teşvik etmemiz gerektiği kanaatindeyim. Yatırım amaçlı bu ortakların halka açık şirketlerimize sermaye koydukları takdirde bu sermayenin de bir şekilde yönetimde diğer sermayedar ile birlikte söz sahibi olması gerekir. Bu değişikliğin, Piyasanın kurumsallaşmasına çok önemli katkı sağlayacağı görüşündeyim.

Bir diğer konu, enstrümanların artırılması konusu. Bu konuda özel sektör tahvili, hisse senedine dönüştürülebilir tahvil, özel sektör finansman bonusu gibi borçlanma enstrümanlarının da piyasamızda yaygınlaştırılması gerekiyor. Piyasada uzun yıllardan beri çalışıyorum, 1991 yılında katıldım. O tarihlerde dahi özel sektör tahvili ihraçlarımız vardı. Biz Garanti olarak bu özel sektör tahvillerinin aracılığını yapıyorduk. Yıl 2005, henüz çok yaygın olarak sermaye piyasalarında bunun örneklerini göremiyoruz, ama görmeyi arzu ediyoruz. Çünkü artık ortam buna hazır ve müsait. Piyasalarda siyasi istikrar sağlanmıştır, ekonomik istikrar sağlanmıştır, enflasyonda belirli bir ilerleme kaydedilmiştir. Buna bağlı olarak faiz hadlerinde düşüşler sağlanmıştır. Bütün alt yapımız da hazır olduğuna göre, bizim de bu konuda ilerleme kaydetmemiz gerektiği görüşündeyim.

Beni sabırla dinlediğiniz için hepinize çok teşekkür ediyorum ve saygılar sunuyorum.

PROF. DR. ZÜHTÜ AYTAÇ – Sayın Baydar'a çok teşekkür ediyorum. Şimdiki konuşmacımız Sayın Ali Bahçuvan Bey'de. Borsa Yatırımcıları Derneği Başkanı olarak konuşmalarını yapacaklar. Buyurun Sayın Bahçuvan.

ALİ BAHÇUVAN – Çok teşekkür ederim Sayın Başkan. Öncelikle tüm konuşmacılara ve katılımcılara çok teşekkür ediyorum. Derneğimiz kurulalı yaklaşık 4 sene oldu. 4 sene çeşitli toplantılarda konuşuyorum ve bakıyorum bir süre sonra hep aynı şeyleri konuşur olmuşum. 400 bin mağdur yatırımcı, el konulan bankalar, el konulan banka iştirakleri, imtiyazı iptal edilen elektrik şirketleri ve hiçbir şekilde çözülme sorunları. Devamlı

biz bunları dile getiriyoruz. Fakat hiçbir şekilde çözülüyor. Bir süre sonra siz de konuşmaktan sıkılıyorsunuz. Fakat karşınıza yeni konular çıkıyor. Çağrı muafiyeti, yatırımcının çağrı muafiyeti nedeniyle mağdur olması. Bu daha yeni heyecanlar katıyor. Mağduriyetler azalmıyor ne yazık ki ülkemizde devamlı artıyor. Önümüzdeki dönemde vergi mağdurlarını da göreceğiz. Bu yeni kanunla beraber bunlar olacak.

Neden bizim sorunlarımız çözülüyor? Neden bu sorunlara bir cevap bulamıyoruz? Senelerdir bunu tartışıyoruz, neden olmuyor? Şöyle anlatmaya çalışayım: Derneğimiz ilk kurulduğunda Üsküdar'da merkezi vardı. Sayın Başbakanımız, o zaman Başbakan değildi. Emniyet mahallesinde bize komşuydu. Bu nedenle çeşitli görüşmeler yaptık, birçok kez çayını içtik ve yatırımcı sorunlarını çok iyi bir şekilde anlattığımızı sanıyorum. Fakat kendisi Başbakan olduktan sonra bir suyunu bile içemedik, bir randevu alamadık. Derneğimiz de taşındı, komşu olmaktan da çıktık. Fakat Şimdi oradan geçerken bakıyorum. Ben bu evde birçok kez çay içtim ama boşuna içmişim, boşuna anlatmışım, siyasetçilere bir şey anlatmakla bir şey yapılamıyor. Daha sonra Ankara'da birçok Bakanımıza gittik, bu konuları anlattık. Haklısınız çocuklar dediler bize. Çok mağdur var, bu mağdurlar bize oy atsalar ne güzel olur diye muhalefet partileri konuya sahip çıktı. Yine bir şey olmadı. Bakıyorum bütün sektör temsilcileri bizimle aynı görüşü paylaşıyorlar. Sermaye Piyasası Kurulu, Türkiye Sermaye Piyasaları Aracı Kuruluşlar Birliği. Fakat biz yine sorunlarımızı çözemiyoruz. Bizim söylememizle bu çözülüyor. İlla ki, yabancı birilerinin söylemesi lazım ki, bu adamlar bunu çözsünler.

Bunun üzerine dernek olarak geçtiğimiz sene AB Yatırımcılar Federasyonuna üye olduk ve Federasyona devamlı yazılı bir şeyler iletiyoruz. Açıkçası, Türkiye pek umurlarında değil. Biz de Genel Sekreteri Türkiye'ye çağıralım, gelsin, görsün, karar versin Türkiye'deki konular hakkında. Bunu bir şekilde Avrupa parlamentosuna sunsun. Parlamento bunu müzakerelerin alt başlıkları halinde Türkiye ile müzakere etsin ki, Türkiye'de çok büyük

insan hakları ayıpları olmamasına rağmen bazı konuları ön plana çıkarıyorlar. Bence bu bizim yaşadığımız en büyük ayıp. Mülkiyet hakkının gasp edilmesi en büyük ayıp. Genel sekreter geldi, Türkiye'yi gezdi. Beraber bir basın toplantısı yapacağız. Bizim de habermiz yok, üç tane yatırımcı, birisi mağduriyetten sonra kanser olmuş, birisinin boğazında doktorların çözemediği bir şey çıkmış. Genel sekreterin gözleri doldu. Dedi ki, sizin yatırımcıların sağlığı bozulmuş. Ertesi gün bunu bütün gazeteler yazdı. Bu yaşanan haksızlığı ben hiçbir şekilde aklım almıyor. İmtiyazın fesh olması, sahte bilânçoyla piyasada işlem gören bankanın ertesi gün devletin eline geçmesi, devletin bir mala el koyup, yatırımcının haklarını yok sayıp aktiflerini satması. Bunlar nedir, siz nerede yaşıyorsunuz diye hayretler içinde kaldı. Bunların mutlaka gündeme gelmesi lazım.

Geçtiğimiz hafta Brüksel'deydim. Burada Türkiye'ye ileri de müzakerelerde Türkiye'nin önüne çıkartılmak üzere Avrupa parlamentosuna ve AB'ye sunulmak üzere genel kuruldan bir bildiri yayınlayacaklarını söylediler. 4 konu önemli. Birincisi, bu gasp edilen yatırımcı hakları, el konulan bankalar, bankaların iştirakleri ve imtiyaz şirketleri, elektrik imtiyaz şirketleri. İkincisi, bu çağrı muafiyetiyle ilgili AB standartlarına uyulması. Üçüncüsü, Türkiye'de corporate governance ilkeleri ile ilgili gerekli adımların atılması ve yatırımcıların bir şekilde daha etkin şirketlerle temsilinin sağlanması ve şirketlerin herhangi bir şekilde kâr transferi v.s. sahte bilânçolarla yatırımcıları mağdur etmesinin önlenmesi, bunu elde ettik.

Fakat niye bunu yurt dışından birileri söyleyince yapmak zorunda kalacağız. Yapacağız mı bunları, hayretle ve ilgiyle izleyeceğiz önümüzdeki günlerde. Yalnız Meclisin önüne gelen yasalara baktığımızda büyük fırsatlar var. Şimdi dağıtım bölgelerini, enerji dağıtım bölgelerini özelleştirecek yasalar meclis gündeminde. Biz diyoruz ki, bu yasa gündemdeyken Enerji Bakanlığı sen eskiden el koyduğun Aktaş, Çukurova, Kepez bunları da bu yasanın içine bir madde yap ve çöz. Çözebilirsen bunu. Birçok çözüm önerisi verdik ama

halen bize verilmiş net bir cevap yok. Hukukçular, bizim küçük yatırımcının çözümü, hakim ortak Uzan grubuna da mı yarar şeklinde görüş bildirdikleri için, şu anda Enerji Bakanlığı konuya net bakmıyor.

Önümüzde Sermaye Piyasası Kanunu'nda bir değişiklik var. Burada çözelim bunu. Ne yazık ki, taslakta bize ilişkin çözüme yönelik hiçbir şey yer almamış. Konunun sahiplenmesinde, kimse sahiplenmek istemiyor, herkes topu birbirine atıyor. Benim gördüğüm bu. Fakat önümüzdeki dönemde Mecliste bu yasalar geçerken küçük yatırımcıların da meclisin içinde olmasını ve bu konuda gerekenlerin yapılması için siyasetçilerle görüşmesini sağlayacağız. Olur mu, olmaz mı, çözümlür mü, çözülmez mi, bilemiyoruz ama çözümlmesini umut ediyoruz.

Bizce önemli olan diğer bir konu, çağrı muafiyeti konusu. Daha geçtiğimiz günlerde bir telekom kuruluşunun, yurt dışındaki telekom kuruluşunun CEO'su bir açıklama yapıyor ve diyor ki, kurullar şu tarihe kadar karar vermesi gerekir. Bırakın verilecek çağrı muafiyeti konusunu yani zaten onu vereceksin diyor, SPK'ya şu tarihe kadar verin. Eylül sonuna kadar verin. Bu cesaret nereden alınıyor, bu insanlar böyle nasıl konuşabiliyor. Ben açıkçası şaşırıyorum. Kurullar bir kere bağımsızdır. Siyaseten hareket edemezler ve kurullara bu tür mesaj verilmesi kanuna aykırıdır. Bu tabii geldiğim durum açısından oldukça endişe verici. Bunların cesaret aldığı noktaları öğrenmeye çalışıyoruz. Öğrendiğimiz de bunların nedenlerini kamuoyuna açıklayacağız.

Çağrı muafiyeti neden önemli bizim için. Yatırımcıya baktığımda yatırımcının para kazanmasının 2 tane yöntemi var. Ya temettü alacaksınız şirketten veya şirketin hisse senedi fiyatları yükselecek. Bu fiyatların yükselmesinin yöntemi de piyasaya para girmesi. Birilerinin onu satın alması. Bu satın alma için de en büyük olay şirket birleşmeleri, şirket satılışları. Yani ben gidiyorum buna borsadan 7 bin lira olan hisseyi patrone 15 bin liraya alıyorum ama o 7 bin lira fark etmez. Ben yönetim hakkını alıyorum ve bunu çok güzel konuşuyorlar, ifade ediyorlar. Doğru bir

şeymiş gibi. Hayır, kardeşim bu ikisi arasında hiçbir fark yok. Buna karşı kaç liraya veriyorsan, oradaki küçük yatırımcıya da onu vermek zorundasın. Çünkü ben bunu patronu bu adam diye satın almışım. Şimdi patron değişiyor. Ben belki o adamla ortak olmak istemiyorum. Seninle aynı şartlarda benim de bu hisseyi satma hakkım var. Şimdi demokrasi diyoruz en başta sermayeye demokrasinin gelmesi lazım. Devamlı yatırımcıyı sadece halka arzlarda hisse satacağımız zaman hatırlar, sadece parasını alacağımızda hatırlarsak, gelinen nokta bu olur ve bu konu da Avrupa Birliği yasalarına aykırı bir konu, Türkiye'deki çağrı muafiyeti uygulamaları. Şimdi o konuda tüm Avrupa ülkelerindeki kendi ülkelerinde nasıl olduğuna dair cevapları alıyoruz ve bizim kanunumuzun da o şekilde değişmesi yönünde çalışmalarımız olacak. Herkese beni sabırla dinlediğiniz için çok teşekkür ediyor ve saygılarımı sunuyorum.

PROF. DR. ZÜHTÜ AYTAÇ – Karşılıklı soru tartışma anlamında derseniz siz katılımcılara söz vermek istiyorum. Eğer böyle bir talep olmazsa, bu kalan sürede eğer egoistlik olarak algılamazsanız bazı soruları sorup, düşüncelerimi sunmak istiyorum. Buyurun Sayın Çolak.

ENDER ÇOLAK – Teşekkür ederim. Birkaç konuyu açıklığa kavuşturmak için Sayın Bahçuvan'ın sözleriyle ilgili olarak bir iki cümle etmek istiyorum. Yatırımcı derneği olarak kendilerinin faaliyetlerini biz de izliyoruz. Yatırımcı adına, yatırımcıların bilgilendirilmesi, doğru bilgiye ulaşması adına, haklarının aranması adına çalışmaları önemli. Yalnız bahsettiği konularda yanlış anlaşılma olmasın diye birkaç konuyu aydınlığa kavuşturmak istiyorum. Sermaye Piyasası Kanun taslağımızda atıflar var, çözüm önerilerinde küçük yatırımcıya ilişkin öneriler yok diye. Sermaye piyasası kanununun taslağı başta AB düzenlemesi olmak üzere esas olarak yepyeni bir çerçeve çiziyor ve tasarı tek tek incelendiğinde –ki bunları kamuoyunda paylaştık– sadece yeni kurumlar, kuruluşlar, sistemler değil aynı zamanda yatırımcı güveni ve yatırımcı haklarında öne çıkaran birtakım hükümler var. Bunların bir kısmından bahsettik

zaten sunumum sırasında. Mevcut yaşadığımız sorunlar, enerji şirketlerindeki imtiyazlar olsun, banka ile işbirlikleri olsun, o konuyu SPK da takip ediyor. O konuda çeşitli defalar yasal düzenlemeleri hazırlayıp, ilgili yerlere öneri şeklinde iletti ama tabii onu yasalastırarak kurumlar Sermaye Piyasası Kurumunun bağlı olduğu bakanlık ya da SPK değil. Dolayısıyla bunlar değerlendiriliyor. Ama bu konuda çalışmalarımızın olduğunun bilinmesini istiyorum.

Mülkiyet haklarına en başta SPK'da saygılı. Bir diğer konu da, sanırım bir telekom şirketiyle ilgili bir açıklamada bulundu. SPK'ya talimat yani böyle bir şeyin konuşmaya bile söz konusu olması mümkün değil. Sermaye Piyasası Kurulu her başvuruyu süresi içinde inceler, ne kadar süresi varsa, inceleme süresi o başvuruya göre hangi bilgiler ne zaman tamamlanmışsa ona göre inceler. Bu konu da daha önce de geçmiş aylarda yaşadık. Herhangi bir ima dahi Sermaye Piyasası Kurumunu bağlamaz, neyse incelemenin gereği onu yapar. Bir önceki kararımızda bunu 3 hafta önce aldığımız kararda da sanırım gösterdik.

İmtiyazlı paylardaki fiyat konusu tabii tartışılabilir ama yani burada imtiyazlı paylara çağrı imtiyazlı fiyattan olması gerekliliği var. Çünkü bir şekilde yönetime imtiyaz sağlanıyorsa ama burada esas konu aslında imtiyazların olmaması. Belki yatırımcı derneklerinin biraz bunun üzerine yoğunlaşması gerekir. Sadece Bahçuvan'ın Başkanı olduğu derneği kast etmiyorum. Tüm sivil toplum kuruluşlarının şirketlerde yönetime katılma arttırıcı ne gibi önlemler, başta kurumsal yatırımcılar olmak üzere ne gibi önlemler alınması gerektiği üzerine yoğunlaşırsak zannedersem daha doğru yol alabiliriz. Tabii ki, 400 bin yatırımcı için çaba harcanacak ama kalan 600 bin yatırımcıya da, kalan 2 milyon fon yatırımcısıyla da, kalan henüz potansiyel milyonlarca yatırımcı için ne yaptığımız konusuna sanırım değinmekte yarar var. Çünkü SPK bu konuda bir şeyler yaparken, sivil toplum örgütlerini de her zaman yanında görmek istiyor ve bu konuda her zaman diyaloga açık.

Bir son konu da AB düzenlemelerine aykırı

rı çağrı düzenlemelerimizden bahsettik. Çağrıyla ilgili bizim zaten yeni kanunumuzda yaptırım boyutunun düzeltilmesi var. Ama onun dışında biraz önce sunumda da bahsetmeye çalıştım. Bir de dünyada farklı uygulamaları var. Tabii bunlar incelendiğinde herkes görecektir, muafiyetler dahil ya da çağrı fiyatı dahil farklı uygulamalar, bizdeki birtakım uygulamalara yine benzerlik arz ediyor. Belki çağrı yanlış anlaşılabilir diye tekrar vurgulamak istiyorum. Çağrı mutlaka yapılmalı ve ortaklar şirketten çıkmalı böyle bir şey yok. Yani bunun örnekleri dünyanın her tarafında var, bizde de var. Son dönemdeki bir çağrı olayında belki örnek verildi ama şirket satın almasının başladığı dönemden sonuçlandığı döneme kadar fiyat artışları İMKB'nin o şirket için çok özeldir. Yabancı yatırımcı geldiği söyleniyor. Ardından çağrı muafiyeti istenildiği dönemde, çağrı muafiyeti denildiği dönemde yine İMKB'nin iki katı üzerinde getiri sağlayan şirketler var. Bu yatırımcının güveninin gösterir. Yeni alıcıya olabilir. Yani bu da mümkün, tersi de mümkün. Dolayısıyla çağrı da neyin doğru olduğunu o anki koşullara göre yatırımcı karar verecek. Muafiyet şartlarına da örnek vermeyim. Bir takım ülkelerde de var. Genel kurulun aldığı kararla muafiyet talepleri var, mali durumdan dolayı muafiyet talepleri var. Bunun dışında, muafiyet talebi kabul edilmeyenler de var. Eğer bu gerekçeyle sağlanamıyorsa onlar da kabul edilmiyor.

Dediğim gibi her olay kendi başvurusu, kendi durumuna göre değerlendiriliyor ama çağrıyla ilgili olarak kanun taslağımız denildiği gibi eksik düzenlememizi tamamlayan, yaptırım konusunu tamamlayan, bu çok önemli bence. Biraz öncede bahsettim % 95'i bir gruba hakim şirkete, kalan % 5'in paylarını da o % 95'in alması zorunluluğu ve hakkı veya % 5'in hiçbir şekilde şirkette kalamayıp % 95 hakim ortağa satması konusu da var. Çağrı çok yönlü bir olay çok teknik bir olay ve derinliği belki birkaç örnekle değerlendirilmemesi gerekiyor, daha geniş kapsamlı bakılması gerekiyor. Teşekkür ederim.

PROF. DR. ZÜHTÜ AYTAÇ – Teşekkürler Sayın Çolak. Efendim, şimdi soru-cevap bö-

lümüne geçiyoruz.

MUAMMER ÇAKIR – Sayın Dr. Gürman Tevfik Bey'e bir sorum olacak. Fon sektörü büyüme potansiyeliyle, yönetim ücreti arasında nasıl bir ilişki vardır? Teşekkür ederim.

DR. GÜRMAN TEVFİK – Şu anda sektörde gördüğümüz kadarıyla doğrudan ilişkisi zaten vardır. Yönetim ücreti, doğrudan getiriyi etkileyen bir konudur. Yalnız yönetim ücretine Türkiye'de baktığımızda farklı bir gelişme göstermiştir. Türkiye'de yönetim ücreti adı altında tüm masrafları kapsayan bir ücret alınmaktadır. Bu da 5 sene önceki hatta 10 sene önceki faiz hadlerine göre belirlenmiş bir oran olup, bu haliyle bile yüksektir denebilir. Ancak endüstrinin olması gereken nokta şu olması gerekir. Fonlarda 2 ana ücret sistemi vardır. Bir tanesi satışta alınan ücret. Bir de management. Bunun dışında diğer ücretler de vardır ama ana konusu budur. Satılırken yatırım fonunda ücret alınır. Dünyadaki uygulama böyledir, satılırken ücretsiz satılmaz. Bu oranda % 5'e kadar çıkar. Burada uzun vadeli yatırımcıysanız, 5 sene tutacaksınız bir ke-re % 3 ödersiniz, % 2 ödersiniz, % 1 ödersiniz. Yönetim ücretiyse % 1-1.5, fonuna göre değişir. Hatta performansa göre de yönetim ücreti değişir.

Türkiye'deki uygulamalarda satıştan komisyon alma diye bu uygulama endüstride gelişmedi ama uzun dönemde bu da bu şekilde gelişecektir. Göreceğiz önümüzdeki dönemde. Faiz hadleri düştüğü ölçüde, bazı fonlarda yönetim ücreti, nitekim son zamanlarda çıkan ETF'lerde bildiğim kadarıyla yönetim ücreti birdir. Bir oranı da uluslararası standartlara göre normal bir orandır. Önümüzdeki dönemlerde ücretlerin düştüğünü ama satıştan komisyon alındığını göreceğiz. Dolayısıyla uzun dönemli yatırımcıların bir defa o ücreti ödeyeceklerini ama kısa dönemli yatırımcıların, daha spekülatif davrananların ise, fon alıp-satmadan para kazanamayacakları bir döneme gireceğiz. Bu da çok uzun bir zamanda olmayacak, yakın bir zamanda olacaktır. Beni dinlediğiniz için çok teşekkür ederim.

PROF. DR. ZÜHTÜ AYTAÇ – İzninizle yapılan açıklamalardan ortaya çıkan izlenim ve-

ya sonuçları ortaya koymaya çalışacağım: Arkadaşlara da bazı kişisel sorularım olacak. Sermaye piyasası gibi dinamik piyasalarda daha iyiyi yakalayabilmek anlamında beklentiler her zaman gündemdedir. Bunun sonu yok. % 100 kusursuz bir sermaye piyasası dünyada olmadığı gibi, Türkiye'de de yok, zaten yakalanması için çalışılmıyor. Ama ülke koşullarına göre en iyisi, daha iyisi nasıl olur, bunlar tartışılıyor. Bu toplantının sevindirici tarafı şu oldu. Yaklaşık yirmi küsur yıldır bunlar hep konuşuldu. Fakat klişeleşmiş, sloganvari söylemleri artık bıraktık. Dikkat ederken somut, özgün, uygulamaya geçebilecek nitelikte ve hiç önyargısız sorunlar tartışılabilir. Bu sevindirici bir husustur. Bu yöntem, devam edecek, bundan hiç kimse alınmamalı, hiç kimse bunları ön yargı olarak görmemelidir. Bu oturumla ilgili genel tespitim budur.

Bazı soruları sormakta yarar var. Çok güzel tespitler, yorumlar, beklentiler dile getirildi. İlk önce Sayın Ender Çolak'tan başlıyorum. Bildiğiniz gibi, bizde mevzuat düzenlemelerinde genelde kurumların bakış açıları farklıdır. Buna paralel olarak sunulan tasarımlar, yasa organına gönderilenlerde de kimi zaman paralellik ve uyum olmaz. Bundan sonra da sorunlar doğabilir. Yatırımcılar bağlamında hem Türk Ticaret Yasası değişikliği taslağında, hem de Sermaye Piyasası Kurulu'nun hazırladığı, kamuya açtığı, hepimizin izlediği tasarımlarda hükümler var. Acaba amaçlar itibarıyla –müşterek amaçlar diyelim– bu iki tasarlak arasında uyum sağlanmış mıdır?

İkincisi, Sayın Kurban'ın yaptığı bir tespite ilişkindir: Rekabetçi aracı kurum ortamının yaratılması tespitinin genel olduğunu düşünüyorum. Acaba bunu biraz açabilir miyiz? Neyi kastediyoruz, aracı kurum sayısı mı fazla? Sayın Tekince'de belirttiler. Giderler var, müşteri potansiyeli var, v.s. bunları biliyoruz. Acaba bu anlamda yapılması gerekenlerde bir şeyler söyleyebilir misiniz?

Yerli yatırımcıların piyasadan çekildiğini görüyoruz, tespit ediyoruz. Bizim en büyük sorunlarımızdan bir tanesi buydu. Yerli küçük veya büyük yatırımcı sayısını öteden beri arttıramıyoruz. En iyiyi yakalayalım, derinleş-

tirelim derken bu soru biraz geriye gidiş şeklinde ortaya çıktı. Acaba bu konularda neler yapılmalı? Ekonomik istikrara paralel olarak daha ileri gitmesi gereken sermaye piyasası niye bu durumda kaldı? Tasarruf eğilimlerinin arttığını biliyoruz, eğitim seviyesinin biraz yükseldiğini biliyoruz, yabancı eğilimlerini biliyoruz. Bu konuda kısa bir cevap alabilirsem sevineceğim. Halka arzların da bu anlamda azaldığını belirtmişsiniz.

Yatırımcı profili yıllardır söylenir, hala yatırımcı profilinde Türkiye'de bir değişiklik yoksa bu da bizim önemli sorunlarımızdan birisidir diye düşünüyorum. Klasik beklentiler, devlete, kamuya dayalı beklentiler devam ediyor mu? Etmiyor mu?

ENDER ÇOLAK – Türk Ticaret Kanunu aslında çok radikal bir şekilde bugüne kadar hiç görmediğimiz yeni düzenlemeler getiriyor. Bunlar kurumsal yönetimi de destekleyen unsurlar. Bunların en önemlilerinden bir tanesi, imtiyazlar konusu. İmtiyazlarla ilgili olarak bizim de başından beri düşündüğümüz imtiyazın bir şekilde payla orantılı olması. Diğer bir konu, Yönetim kurulunun işleyişine ilişkin esaslar orada daha etkinlik ve Yönetim kurulu üyelerinin niteliklerine ilişkin yeni belirlemeler. Bunları da Türk Ticaret kanunu Taslağında görüyoruz. Yine bizim kurumsal yönetim ilkelerinde yer alan azınlığa özel denetçi tayini hakkının, bireysel hakkı olarak tanınması Ticaret Kanununda var. Bu açıdan da olumlu görüyoruz. Diğer taraftan Ticaret Kanunu SPK'nın kurumsal yönetim ilkelerine gönderme yapması olumlu. Çünkü artık burada belirleyici nokta ortaya koyuyor. Genelde baktığımızda Ticaret kanununda beklentilerimiz örtüşüyor. Örtüşmeyen konular da, kanun taslağında görüşülmek üzere komisyona iletildi. Pay sahipleri ile ilişkililer birimi herhangi bir şekilde düşünülmemiş. Kamuyu aydınlatma konusunda, ortaklarla ilişkiler konusunda birtakım eksiklikleri olduğunu düşünüyoruz. Bunları da kendilerine ilettik. Özünde çok önemli bir aşama olduğunu düşünüyorum.

DR. GÜRMAN TEVFİK – Niye yeteri kadar büyümüyor bireysel ve kurumsalda. Bir kere geçmişte halka arzlar, özelleştirmeler ol-

du. Özelleştirmenin altındaki bizim algıladığımız mantık, sermayenin bireyselleştirilmesi değil sermayenin kurumsallaştırılması. Sermayenin kurumsallaştırılması mantığı topluma mal edilmiş bir mantık değil. Toplum tarafından da bu kabul görmüş bir şey değil. Bunu anlatmak lazım. Bir kere onu kabul etmesi lazım. Aynı zamanda bu kurumsallaşma, bu sermayenin yönetimine hâkim olacak. Zaten özelleştirmede gerçek anlamda varılması gereken noktanın da bu olması lazım. Bugün Türkiye dev şirketleri yaratacaksa, bireyselleşmiş sermaye ile değil, kurumsallaşmış sermaye ile yaratacaktır. Bugün Amerika'nın dev şirketlerinin arkasında herhangi bir birey söz konusu değil, kurumsal sermaye vardır. Bunlardan çok iyi bildiğimiz Citibank'tır. Citibank'ın herhangi bir patronunu gördünüz mü? Ben Citibank'ın patronuyum diye, yoktur. Çünkü bunun arkasında kurumsal sermaye vardır. Kurumsal sermayenin de sahibi halktır ve kurumsal sermayenin o şirketler üzerinde, önemli güçleri vardır. Hiçbir zaman ne Aktaş olayı ne de başka bir olay olmaz. Kurumsal sermaye olsaydı böyle bir şey olmazdı. Çünkü kurumsal sermaye o kişileri de kontrol eder.

Dünyadaki uçakların yarısını uçuran Boeing firmasının patronunu hiç gördünüz mü? Onun patronu yoktur, onun arkasında da kurumsal sermaye vardır. Eğer dev şirketler yaratacaksa, kurumsal sermayeyi yaratmamız gerekiyor. Kültürel olarak buna hazırlıklı değiliz. Neden? Özelleştirmeyi biz kurumsal fonlar aracılığıyla yapacağız. Hadi sendikalar, birlikler, dernekler, vakıflar koyun fonlarınızı bu fonlara, gelin bunu siz de katılın dense çoğu der ki, biz bu tür yatırımlara girmeyiz, riski sevmeyiz ama özelleştirmeye de karşıyız. Türkiye'de manzaramız bu. Dolayısıyla biz de özelleştirmeyi başka çaremiz yokmuş gibi, mecburen bu şekilde gerçekleştiriyoruz. Bu bizim toplumsal sorunumuz, bunu ancak topluma anlatarak, paylaşarak, doğruyu bularak çözebiliriz. Yoksa sadece kritik ederek bir yere varamayız diye düşünüyorum.

İBRAHİM KURBAN – Benim güçlü, rekabetçi aracı kurum sektörü yaratmaktan kastım, yatırımcılara ulaşma konusunda güçlü, rekabetçi aracı kurumlara ihtiyacımız var. Çünkü yatırımcıları onlar kazandırıyorlar, piyasaya onlar üzerinden geliniyor. Güçlü yatırımcıya ulaşan aracı kurum sektörü yaratmamız gerekiyor. Markalaşmış, güçlü, hakikaten yatırımcıya ulaşma konusunda yol kat etmiş aracı kurumlar yaratmalıyız. Bir de meselelerimiz var. Sayı bakımından olsun, güç bakımından olsun, çeşitlilik ve zenginlik bakımından olsun. Bunların birleşme devirleriyle ilgili teşvik edici reformlar gündeme gelebiliyor. Ya da dönüştürücü, kurumsal yatırımcı olmak isteyen aracı kurumlar olabilir. Ö demektense, bir şekilde daha güçlü halde nasıl gelebilirler, nasıl yatırımcıya ulaşabilirler onların yollarının araştırılması anlamında söylemişim.

ALP TEKİNCE – 2000 yılından beri 150 bin civarında küçük yatırımcı azalmasının temel kaynağı, bu insanların para kazanamaması olarak görmekteyiz. Para kazanılmamasının en önemli nedeni, halka açık şirketlerin aslında sermaye piyasasına yeterince bedel ödememesidir. Halka açık şirketlerin bu piyasaya daha fazla bedel ödemesini sağlamamız ve bunu teşvik etmemiz gerekir. Yatırımcı, para kazanmadığı sürece, bu piyasa gelişmeyecektir. Bazı seneler yabancı kazanıyor, bazı seneler yerli kazanıyor, konuya böyle bakmak gerekir. Yabancı her zaman kazanıyor görüşüne ben katılmıyorum. Fakat 2000 yılından beri yerli yatırımcıda 1,5 milyar dolar üzerinde kayıp olması, açıkçası beni fazlasıyla üzüyor.

PROF. DR. ZÜHTÜ AYTAÇ – Bütün konuşmacılara ve dinleyicilere çok teşekkür ediyoruz.

Derginin Notu: Yukarıda sunulan "Açık Oturum" 29 Eylül 2005 Perşembe günü yapılmıştır.

Görüşler

YRD. DOÇ. DR. CEM MEHMET BAYDUR

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

ÖZGÜR YANARDAĞ

Muğla Üniversitesi, İ.İ.B.F., İktisat Bölümü Araştırma Görevlisi

Türkiye Bir İthalat Kolik mi Oldu? ve İthal Kolik Nereye Gidiyor?

Bu çalışma Türkiye'nin dış dengesindeki bozulmayı gözler önüne koymak istemektedir. Özellikle 1990'lardan sonra ihracatının giderek ithalata bağımlı olması, ihracat artışına rağmen döviz açığının büyümesi sonucunu kırılabilirliği yüksek bir ekonomide hayati öneme sahip bir konudur. Çalışmada ihracatın % 67'sinin yabancı girdiden kaynaklandığı sonucu bulunmuştur. Sonuç olarak dış dengesinin yapısal bir dönüşüm geçirdiği ve nedenleri üzerine tartışılmıştır.

Giriş

Türkiye'de her zaman ödemeler dengesinin gelişimi yakından izlenmiştir. Bu ilginin kaynağı ekonominin kendiliğinden gerekli tasarrufu yaratamamasıdır. Gerek kamu ve özel kesim gerekse reel ve bankacılık sektörü 1990'lardan sonra giderek artan tempoda dış kaynak kullanmıştır. Dış kaynak kullanımının bu kadar yoğun olmasında 1989 yılında tam bir olgunluğa ulaşan finansal serbestleşmenin getirdiği ekonomik düzeyin işleyişinde aramak gerekir: Türkiye 1980'lerden itibaren ithal ikameci büyüme yerine ihracata dayalı bir büyüme amaçlamıştır. Ancak bugün gelinen noktadan bakıldığında amacın pek gerçekleşmediği söylenebilir. Gerek girdi gerekse yatırım mali açısından dışa bağımlılığın yanında; kamu açıkları, yüksek

faizler, değerlenen kurlar yüzünden dış girdi kullanımının cazip olması Türkiye Ekonomisi'nin giderek dışarıya bağımlılığını artırmıştır. Son birkaç yıldır (2002–2003–2004–2005) ihracattaki artışa rağmen ödemeler dengesinin bozulmaya devam etmektedir. 2001 krizi altında yapısal birçok desteği olsa da bir döviz krizi olması, Türkiye için cari işlemler açığının GSMH oranının % 4 kritik düzey olarak tanımlandığı hatırlanırsa 2005 yılında cari işlemler dengesinde bozulmanın 20 milyar doların üzerine çıkmasının beklenmesi veya GSMH'nin % 5-6'yı geçecek olması endişenin kaynağı olmaktadır.

Endişenin kaynağı Türkiye Ekonomisi'ndeki kırılmalardır. Bu kırılmalık gerek ka-

mu gerekse kamunun kısa vadeli borcunun hem faize hem de döviz kuruna karşı duyarlı olması, kısa vadeli kaynaklarla finanse edilmesi cari işlemler dengesindeki gelişmelerle daha yakından bakmayı gerektirmektedir. Korulan şudur ki; cari işlemler dengesinde yapısal bir bozulma kalıcı ve sürekli ise, Türkiye için kriz kaçınılmazdır (Krugman, 1998; Krugman, 2001). İhracat artışına rağmen döviz açığının büyümesi sonucunda artan dış borç sonsuza kadar devam ettirilemez. Bu çalışmada ki amaç da Türkiye'nin ödemeler dengesinin yapısal durumunu tanımlamak ve bir değişim olup olmadığını ortaya koymaktır.

1- Yöntem ve Çok Basit Bir Model

Türkiye'nin ödemeler dengesinin önemli ölçüde değişip değişmediğini bulmadan önce dengesini tanıtmak gereklidir. Ödemeler dengesi iki ana bölüme ayrılabilir: Cari işlemler ve sermaye hesapları. Cari işlemler dengesi döviz gelir ve giderini gösterirken, sermaye hesabı çizgi altı bir hesap olarak cari işlemler dengesinin finansmanı ile alakalıdır. Ödemeler dengesinin yönü, cari işlemler tarafından belirlenir. Cari işlemler dengesi temelde mal dengesi, hizmet dengesi, transfer dengesi ve yatırım dengesi olarak dört kısma ayrılır. Cari işlemler dengesinin yönü de bu kalemler içinde mal dengesi tarafından, yani dış ticaret dengesi tarafından belirlenir. Hizmet, yatırım ve transfer gelirlerinde kısa dönemde ciddi bir değişim olmaz. Dolayısı ile cari işlemler dengesi dış ticaret açığı ile beraber düşüp kalkacaktır.

Türkiye açısından ihracatın X dış bağımlılığı (ithalata: M) dikkate alıp $X = f(M)$ olarak tanımlanabilir. Bugün piyasanın getirdiği çok boyutlu iş bölümü birçok gelişmekte olan ülke ihracata dönük üretim de kullanılacak girdiyi gümrük kullanmadan ithal edebilmektedir. Türkiye'de, "Dâhilde İşleme Rejimi üreticinin yurt içinde işleyerek belli bir süre içinde ihraç etmeleri kaydıyla gümrük ve diğer vergi ve fonlardan muaf olarak ithalat yapabilmelerine imkân sağlıyor (Sönmez)". Dış Ticareti bu rejim özelliğine dikkate alarak dış dengeyi (PB) için aşağıdaki çıkarım yapılabilir.

1 Numaralı Denklem

$$PB = X - M$$

$$PB = f(M) - M$$

$$\frac{dPB}{dM} = (f'(M) - 1) = \frac{dX}{dM} - 1$$

Bir numaralı denklemin işareti $f'(M)$ türevin "1"den büyük, küçük ve eşit olup olmasına göre değişecektir.

- 1- Eğer dış ticaret dengesi bozuluyorsa $f'(M) < 1$ olacaktır.
- 2- Eğer dış ticaret dengesi iyileşiyorsa $f'(M) > 1$ olacaktır.
- 3- Eğer dış ticaret dengesi değişmiyorsa $f'(M) = 1$ olacaktır.

Birinci durumda ülke ithal girdilerin üzerine pek az katma değer ilave ederek "d" dışarıya girdi satmaktadır. Bu durumda ülkenin ihracatı artarken döviz açığı da hızlı artacaktır. İkinci durum ise, bunun tam tersi bir süreç olarak işlemektedir. Son durum statik dengeyi tanımlamaktadır.

2- Türkiye'nin Durumu

Yukarıdaki basit model Marshall – Lerner şartlarının basit bir ifadesidir (Rey, Gourinchas, 2005). 1 numaralı ilişki Türkiye için test edilmek istenirse aşağıdaki denklem yazılabilir.

2 Numaralı Denklem

$$X_t = \beta_0 + \beta_1 M_t + \varepsilon_t$$

2 numaralı denklemin ithalata göre türevi bize 1, 2 ve 3 numaralı çıkarsamaları test imkânı verecektir. 2 numaralı denklemi test etmek için 2001 kriz yılını analizden çıkararak 2002 ile 2005 dönemleri baz alınmıştır. Regresyona ilişkin sonuçlar tablo 1'de verilmektedir.

İthalatın ihracata dönüşme oranı olarak yazılan regresyon, tüm ilişkinin % 76'sını açıklamaktadır. Seçilen denklem uygunluğunu gösteren "F" istatistiğinin olmama olasılığı çok düşüktür. İthalattaki % birimlik artış ihracatı % 0.67 birim artırmaktadır. 2 numaralı regresyona koşulan denklemin "M"ye göre

Tablo 1: İhracatın İthalata Bağımlılığı Regresyon Sonuçları

Dependent Variable: İhracat				
Method: Least Squares				
Sample: 2000:01 2005:09 (2001 verileri Hariç)				
Included observations: 45				
	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
β_0	336.5046	301.5365	1.115967	0.2706
β_1	0.670985	0.056717	11.83036	0.0000
R-squared	0.764973	Mean dependent var	3776.244	
Adjusted R-squared	0.759507	S.D. dependent var	1093.090	
S.E. of regression	536.0524	Akaike info criterion	15.44977	
Sum squared resid	12356145	Schwarz criterion	15.53006	
Log likelihood	-345.6198	F-statistic	139.9574	
Durbin-Watson stat	1.621428	Prob(F-statistic)	0.000000	

türevi alınırsa $f'(M) = \frac{dX}{dM} = 0.67 < 1$ sonu-

cuna ulaşılır. Bu da 2000 yılından sonra dış dengenin sürekli olarak Türkiye aleyhine açık verdiği anlamına gelmektedir.

Tablo 1'deki regresyon sonuçları dış denge rakamlarına bakılarak ortaya konulabilir yapısal bir dönüşüm olduğu Akat tarafından şu şekilde ortaya konulmaktadır (Akat, 2005). Uzun vadeli dış denge 1994–2004 dengesi esas alındığında 2000'deki açık mal dengesi açığının büyümesinden, 2005 yılında ise, hizmet-transfer fazlasının düşmesinden kaynaklanmaktadır. Türkiye'nin hizmet-transfer gelirlerinde yapısal bir gerileme söz konusudur. Hizmet-transfer fazlası azalırken mal açığının büyümesi cari dengedeki yapısal bozulmaya işaret etmektedir.

Bu bozulmanın sebepleri olarak neler söylenebilir.

a- 2001 krizinden sonra hızlı bir görece büyüme süreci (Türkiye'nin ihracatının % 50 sini Avrupa ülkelerine yaptığı dikkate alındığında).

b- Teknik dış bağımlılığın artması, ihracatın yapısı daha yoğun sermaye ile mal üreten sektörlere kayması dış girdi kullanımının artması.

c- Türkiye'nin ekonomik yapısından dolayı dış açığın kura karşı duyarlılığının düşük, gelire karşı yüksek olması.

d- Ücretlerin göreceli olarak pahalılaşması.

e- Dalgalı kur rejimine rağmen, yapısal problemlerin devam etmesi ve kurların değerlenmesi, yabancı girdiyi ucuzlatması.

f- Uygulanan gümrük rejimi.

g- Artan petrol ve enerji fiyatları.

h- Dünyadaki çapraz kur ve faizlerdeki gelişmeler olarak sayılabilir.

Her unsurun bu yapısal bozulmaya şu veya bu şekil katkısı bulunmaktadır. Makalenin amacı bu unsurların katkısını bulmak değildir. Bu sürecin sonucunun ne olabileceği hakkında birkaç çıkarımda bulunmaktadır. Akat'a göre eğer mevcut eğilim sürerse 2006 ortasında cari işlemler dengesi 28 milyar dolar açığa ulaşacağını iddia etmektedir. Bu da GSMH'nin % 8'ine denk gelen bir açıktır. Burada kritik iki soru sorulmalıdır: 1) Türkiye Ekonomisi bunu sürdürebilir mi? 2) AB dışında kalan bir Türkiye bu açıklara rağmen mali rejimini devam ettirir mi? Bu soruların sonuçlarını sonuç bölümünde tartışmak bu kısa çalışmanın kapsamına uygun olacaktır.

Sonuç: İthal Kolik Türkiye Ne Yapar

Yukarıdaki soruların ve İthal Kolik Türkiye'nin ne yapıp yapmayacağı iki koşula bağlıdır. Birincisi; dış koşullar ve Türkiye'yi finanse edenlerin beklentileri ve algılamalarına bağlıdır. İkincisi ise; iç koşullardır. Hükümetin (bu çalışmada hem mali politikalar açısından

Tablo 2: Bazı Ödemeler Dengesi Kalemlerinin GSMH %

	1990-1995	1995-2000	Haziran-2005
Mal Dengesi	-5.9	-7.3	-8.5
Hizmet Dengesi	4.1	5.2	4.1
Transfer Dengesi	2.5	2.4	0.4
Yatırım Dengesi	-1.7	-1.6	-1.8
Cari İşlemler Dengesi	-1.6	2.8	-5.8

Kaynak: TCMB ve Asaf Savaş Akat, Vatan Gazetesi, 17.11.2005.

hem de para politikasının açısından hükümetin her ikisini de temsil ettiğini varsayılmaktadır) ne yapıp yapmayacağı ile bağlantılıdır. Dış koşullar özellikle ABD'nin izleyeceği faiz politikası ile Avrupa Merkez Bankasının izleyeceği faiz politikası hem dış denge hem de bütçe ve dış açığının finansmanı açısından önemlidir. ABD faizleri arttırırken Avrupa'nın faizleri yükseltmemesi Euro / Dolar kurunun düşmesine veya doların değerlenmesine neden olmaktadır. 2001 yılından bu yana TL'nin Euro-Dolar sepetine göre değer kazanması hatta TL'nin dolar karşısında nominal olarak da değer kazanması dolarizasyonun yoğun olduğu Türkiye'nin istikrar programına pozitif katkı yapması açısından olumlu olarak görülmüştür.

Ancak Doların uluslararası piyasalarda değer kazandığı yeni dönemde ise, dolar kurunun Türkiye'de değişmemesi Euro / Dolar kurunun düşmesiyle Euro'nun TL değeri çok daha fazla düşmek zorunda kalıyor. Dolayısıyla TL'nin değer kazanması yönünde eğilim güçlenmektedir (Uzunoğlu, 2005). Bu eğilim yabancı girdiyi ucuzlattığından dış dengeyi olumsuz etkileyen bir unsur olarak ortaya çıkıyor. Bunun yanında ABD'deki faiz yükseltme politikası Türkiye'deki açığın finansmanını zorlaştırabilir. Türk Ekonomisi'nin finansman açısından kısa vadeli yapısı dikkate alındığında yüksek kırılganlığını herhangi bir olay tetikleyebilir. Coğrafyası da Türkiye'nin bu tür olaylara müsaittir.

Hükümet mevcut eğilimi kırmak isteyip istemediğini anlamak için bütçeye bakıldığında, faiz dışı fazlanın biraz gevşediği iddia edilebilir. 2005 yılı için % 5 olan faiz dışı fazlanın % 4,8'e indirilmesi ve 2006 yılında mali politikasının bu yönde devam edecek olması, sıkı maliye politikasının pek değişmeyeceği

anlamına gelmektedir. Türkiye'deki son dönemlerde kıpırdanmaya başlayan iç talebi bastırarak vergi politikası ile iç talebi bastırması, sosyal güvenlik açıklarını kapatıcı tedbirler alması bir ölçüde ithalat eğilimini kıracaktır. Kısacası Hükümet maliye politikasını harcama kısıcı şekilde dizayn etmesi gerekmektedir. Bu tür bir tedbir büyüme hızını azaltarak ithalatı düşürse bile, bu işsizliği artıracaktır. Hükümetin izleyeceği politika bu açıdan IMF ile yapacağı pazarlığa bağlı olarak belirlenecektir.

Hükümet ihracatı rahatlatmak için döviz kuruna müdahale etmektedir. Ancak yoğun sermaye girişi hükümetin politikasını etkisiz hale getirmektedir. Faiz-kur-enflasyon arasındaki sarmal para politikasını enflasyona hedeflenmesinden dolayı kurlara müdahale etme imkânı kalmamıştır. Örneğin Türkiye'de faiz düşürülüp kurlar artsa, dış denge bu gelişmeden olumlu etkilenirken, faizdeki düşme iç talebi, dolayısıyla ithalatı daha fazla artırarak dış dengenin bozulmasına neden olabiliyor. Faiz enflasyon arasındaki makas kapanırsa bile risk veya algılamasından dolayı hala yüksek bir reel getirinin mevcut olması kısa vadeli sermaye girişini yoğun bir şekilde devam ettirecektir. Sermaye girişi için bir "Tobin Vergisi" uygulamasına gidilmesi düşünülmüş, fakat gelen yoğun eleştiriler sonucu bu uygulama fikir aşamasından öteye geçememiştir.

Sürekli açık veren dış denge Türkiye'nin AB ile olan sürecini de derinden etkileyecektir. Güney Amerika Ülkelerinin başarılı bir gümrük birliği oluşturmasını engellemiştir. Kronik dış denge sorunu Güney Amerika Ülkelerini ithalatı azaltıcı kota veya gümrük rejimi değişikliklerine gitmelerine neden olmuştur. Önemli bir partner olan AB karşısında sürekli

açık veren Türkiye biriken borçları için tasarruf yapma sürecini kendi iç talebini kıstak yerine harcama kaydırıcı yeni gümrük rejimine doğru yol alacaktır. Tabii böyle bir yolda yürümenin mümkün olup olmamasını AB'nin tercihi belirleyecektir. Gümrük birliği veya özel statülü bir entegrasyonun maliyetlerine Türk halkı katlanmak zorunda da değildir⁽¹⁾.

Kabul etmek gerekir ki, Dış dengedeki değişik yapısaldir, Türkiye Ekonomisi'nin ihracatı 1980-90'li yıllarda tekstil ağırlıklı iken bugün tekstilin toplam ihracat içindeki payı % 25, otomobil, elektronik ve makine paylarının toplamı % 27'dir. Bu sektörlerin yoğun dış girdi kullanan sektörler olması ihracat için ithalat talebini daha hızlı bir şekilde artırmaktadır. Bu sektördeki firmalar dünya iş bölümü içinde hareket ettiklerinden kendi yaratacakları katma değerde bağlı oldukları çok uluslu şirketlerin kendi global stratejilerine göre gelişecektir. Dolayısıyla bu tür yoğun sermaye ve dış girdi kullanımı yeni ekonomik düzende bir sabit durum olarak bakılabilir. Bu durumda geriye katma değeri yüksek sektörler özel bir ağırlık verilmesi gerekmektedir ki, bu da kur politikasından, kredi politikasına, eğitimden, ucuz enerji gibi birçok sorunların çözülmesini gerektirir.

Gerek önceki gerekse bundan sonraki iktidarlar da bu konuda bir şey yapamadılar. Sosyal olayların doğası böyledir. Değişiklik için ciddi bir ekonomik kriz olmadığı sürece,

bu krizin çözümü de bizce tanımlanmadığı sürece, ithal kolik Türkiye sendeleye sendeleye yolunu devam edecektir.

Kaynakça

- Asaf Savaş Akat, Vatan Gazetesi, 17.11.2005.
- Krugman, Paul, 1979, "A Model of Balance of Payments Crises", Journal Of Money, Credit and Banking, Vol:11, No: 3.
- Krugman,2001,"NextGenerationCrises", www.econ.tav.ac.il/research/sapir/krugman.pdf
- Mundell, Robert, 1963, "A Theory of Optimum Currency Areas, American Economic Review, Vol: 51.
- Rey Helene, Gourinchas Pierre-Olivier, "From World Banker to World Venture Capitalist: The US External Adjustment and The Exorbitant Privilege", NBER Conference, on G7 Current Account Imbalances: Sustainability and Adjustment, May 2005.
- Uzunoğlu, Sadi, "Döviz Kuru: Kamu Borç Stoku ve Finansal Kesime Etkisi", Ekonomik Yorumlar Dergisi, Yıl:42, Sayı: 498, 2005.

Dipnotlar

- 1) Mundell'in de belirttiği gibi ekonomik entegrasyonda ortaya çıkan şok ve dengesizlikler faktörlerin mobil olması ile aşılmaktadır (Mundell, 1963).

İnceleme

DOÇ. DR. MÜGE İŞERİ

İstanbul Kültür Üniversitesi, İşletme Bölümü Öğretim Üyesi

ZEYNEP AKTAŞ

Finnet Genel Müdürü

Ülkemizde Yatırım Araçları İçinde Yeni Bir Alternatif: Borsa Yatırım Fonları

I- GİRİŞ

Bu çalışmada, Türkiye'de yeni gelişmekte olan borsa yatırım fonları inceleme konusu yapılmıştır. Ülkemizde kurulan ilk yatırım fonu Dow Jones İstanbul 20 A Tipi Borsa Yatırım Fonu'dur. Çalışmada Dow Jones İstanbul 20 A Tipi Borsa Yatırım Fonu, bu fonun baz aldığı Dow Jones Türkiye Titan Endeksi incelenmiş, ayrıca Dow Jones Türkiye Titan Endeksi'nin Dow Jones ülke endeksleri ile karşılaştırması ve Türkiye'deki yatırım fonları ile Dow Jones İstanbul 20 A Tipi Borsa Yatırım Fonunun karşılaştırması ele alınmıştır.

Borsa yatırım fonları (BYF) ülkemizde yaklaşık bir yıldır faaliyet göstermesine karşın diğer ülkelerde çok daha uzun yıllardır var olan ve hızlı bir büyüme kaydeden yatırım araçları içinde sayılmaktadır. Söz konusu fon, belirli bir endeksi temel alarak, endeks içindeki ağırlıkları oranında menkul kıymetlere yatırım yapan ve bu endeksin performansını yatırımcılara aktaran bir yatırım aracıdır. Borsa yatırım fonu yatırımcılar tarafından alınan katılma belgeleri ile aracı kurumlar vasıtasıyla aynı hisse senetlerinde olduğu gibi menkul kıymetler borsalarında el değiştirebilir. Borsa yatırım fonlarında yönetim ücreti A

tipi yatırım fonlarının yaklaşık % 20'si civarındadır. Borsa yatırım fonlarının içinde yer alan hisse senetleri, baz alınan endeks içeriğinin bire bir kopya edilmesi ile oluşturulur. Ülkemizdeki tek borsa yatırım fonu olan Dow Jones İstanbul 20 A Tipi Borsa Yatırım Fonunun yönetim ücreti diğer yatırım fonlarının yaklaşık üçte biridir. Fon yatırımcıları ülkemiz sermaye piyasalarında işlem gören 20 şirkete ortak olma olanağı ile önemli oranda risklerini azalttıkları gibi, endeks yükselme trendine girdiği zaman da getirilerinde artışlar olmaktadır. Böylelikle BYF yatırımcıları endeksin getirisinden de yararlanma olanağı bulurlar. Dünyada borsa yatırım fonları tarafından baz alınan en tanınmış hisse senedi endeksleri Dow Jones, Standard & Poor's 500 ve Nas dağ'tır.

Özellikle "satın al ve elde tut" tipi yatırımcılar için bu tür fonlar uzun vadede oldukça ekonomik olmaktadır. Borsa yatırım fonlarının farklı yapısından dolayı, alım ve satımlarında Sermaye Piyasası Kurulu tarafından uygulanan kurallar diğer yatırım fonlarına göre bir miktar farklılık göstermektedir. İlk olarak 1990'lı yılların başında ABD'de ortaya çıkan BYF arasında dünyada en fazla tanınan

ve işlem görenler, Standard & Poor's 500 Index Depository Receipts, Nasdaq-100 Index Tracking Stock, DIAMONDS Trust, IShares S&P 500, Standard & Poor's MidCap 400 SPDRs, IShares Russell 2000, IShares MSCI EAFE, Total Stock Market VIPERs, IShares SmallCap 600 gibi fonlar sayılabilir. Dünyada BYF açısından bireysel yatırımcılar önemli bir yatırım kaynağı oluştursa da, kurumsal yatırımcıları da göz ardı etmemek gerekmektedir⁽¹⁾.

ABD'de BYF piyasası ilk olarak 1993 yılında 464 milyon dolarlık bir tek fonla başlamış ancak, görülen büyük talep patlaması ile Avrupa piyasaları da söz konusu fonlara ilgisiz kalmamıştır. Piyasalarda bilinen yatırım araçları içinde gerek ülkelere gerekse sektörler için etkin bir şekilde yatırım yapılmasında kullanılan BYF portföyleri, sektör endekslerini veya ulusal endeksleri baz alabildiği gibi uluslararası yatırım endeksleri üzerine de oluşturulabilmektedir.

2000'de Avrupa borsalarında 680 milyon dolar tutarında altı adet fon varken, Eylül 2005 verileri itibarıyla dünya çapında 502 adet borsa yatırım fonu (BYF) bulunmaktadır, bu fonların varlık toplamı 359,8 milyar dolar civarındadır. Aynı değerlerin 2003 yılının başında 280 adet BYF olup, bunların toplam varlık tutarının 141,62 milyar dolar olduğu düşünüldüğünde, söz konusu yatırım araçlarındaki hızlı gelişim daha iyi anlaşılabilir. Sıralama yapıldığı takdirde ABD, 180 adet borsa yatırım fonunun sahip olduğu 263,4 milyar dolarlık varlık tutarı ile birinci gelmektedir. Avrupa'daki tüm ülkeler göz önüne alındığında toplam 237 BYF, 48 milyar dolarlık varlık tutarına sahiptir. Üçüncü sırada yer alan Japonya'da ise, 13 BYF olup bunların toplam tutarı 24 milyar dolardır⁽²⁾. Diğer dünya ülkelerindeki görünüm Tablo 1'de detaylandırılmıştır.

II- BORSA YATIRIM FONLARININ GENEL ÖZELLİKLERİ

Sermaye Piyasası Kurulu tarafından 2004 yılında yayınlanan tebliğdeki tanıma göre borsa yatırım fonu, katılma belgeleri borsa pazarlarında işlem gören, fonun oluşturulma sürecine doğrudan katılan yetkilendirilmiş ka-

tılımcıların fon portföyünün kompozisyonunu yansıtabilecek şekilde, portföyde yer alan menkul kıymet ve nakdi bir araya getirilerek karşılığında fon katılma belgesi alabildiği ya da söz konusu kurumların en az asgari işlem birimine tekabül eden fon katılma belgelerini saklamacı kuruluşa iade edip karşılığında fonun içindeki menkul kıymetlerin payına düşen kısmını alabildiği, riskin dağıtılması ilkesi ve inanca dayalı mülkiyet esaslarına göre portföy işletmek amacıyla kurulan malvarlığıdır⁽³⁾.

Tablo 1: Dünyada Borsa Yatırım Fonları

BYF Ülke/ Bölge	Yatırım Fonu Sayısı	Varlık Tutarı (Milyar Dolar)
ABD	180	263.41
Avrupa Kıtası	237	48.06
Japonya	13	24.13
Kanada	16	9.78
Hong-Kong	10	5.94
İsrail	12	2.65
Tayvan	1	1.24
Güney Afrika	4	0.68
Yeni Zelanda	6	0.51
Singapur	6	0.32
Hindistan	6	0.14
Malezya	1	0.15
Toplam	502	359.80

Kaynak: Morgan Stanley Investment Strategies, Bloomberg.

Fon katılma belgesi oluşturma işlemi (creation), portföy kompozisyonunun fon portföyüne aktarılması karşılığında yatırımcı hesabına BYF payının geçmesi, bunun aksi durumda bir başka deyişle fon katılma belgesi geri alınması (redemption) ise kurucuya BYF iade edilirken fon portföyündeki varlıkların yatırımcı hesabına geçmesi söz konusudur. Fon katılma belgesinin net aktif değeri ve işlem fiyatı olmak üzere iki farklı değeri bulunur. Net aktif değer borsada seans bitiminde netleşir. İşlem fiyatı ise, borsa fon pazarında oluşan fiyattır. Fon portföy değeri portföydeki varlıkların değerinin toplamı olarak ifade edilir. Yapılan araştırmalar genelde BYF'nin getirilerinin ait oldukları borsanın ortalama endeks getirisi ile hemen hemen aynı olduğunu ortaya koymaktadır⁽⁴⁾. 1994-2000 yıllarını kapsayan ve ABD'de gerçekleştirilen bir araştırmada, gerek vergi öncesi gerekse vergi

sonrası getiriler açısından endeksin getirisi BYF getirisinin çok az üzerinde çıkmıştır. Bir başka araştırmada ise beklenenin aksine piyasada olağan dışı hareketler, dalgalanmalar görüldüğünde, BYF aracılığıyla, yatırımcıların birbirlerinin davranışlarını taklit etme ve sürü psikolojisi içinde davranma olgusu içinde olmadıkları tespit edilmiştir. Buna ek olarak piyasanın yükselme ya da düşme eğilimi içinde olması durumlarında verdiği tepkilerin simetrik olmadığı gözlenmiştir⁽⁵⁾.

Çeşitli endekslerin aynen hisse senetlerinde olduğu gibi borsa yoluyla eş zamanlı olarak alım veya satımına olanak veren BYF, gün içinde piyasa fiyatından işlem görmekte, kredili alımlara ve açığa satışa konu olabilmektedirler. Borsa yatırım fonları geniş bir hisse senedi yelpazesine yatırım yapma yoluyla bireysel yatırım riskini ortadan kaldırmaktadır. Endeks kapsamındaki menkul kıymetlere yatırım yapılması, yatırımcıların aynı zamanda söz konusu endeksin getirisinden de yararlanmalarına olanak tanımaktadır. ABD'de BYF, yıllık bazda % 0.09 ile % 0.99 aralığı içinde farklılık gösteren yönetim gideri taşımakta ve sahip oldukları portföy içerikleri her işlem gününde kamuya açıklanmaktadır. Aynı zamanda borsada seans saatleri içinde fonun net aktif değeri açıklanmaktadır. Dolayısıyla yatırımcılar gerek değişen piyasa koşullarının gerekse hisse senedi fiyat hareketlerinin fonun değeri üzerindeki etkisini takip edebilmektedirler. Bu fonlarda işlemler elli bin hisseyi temsil eden bloklar ve katları ile gerçekleştirilir, yeni hisse senedi ihracı ya da geri alımı aynı olarak yapıldığından işlemler üzerinden sermaye kazancı oluşmaz ve vergi yükümlülüğü ortadan kalkar.

Örnek vermek gerekirse ülkemizde mevcut durumda faaliyette olan tek borsa yatırım fonu, Dow Jones İstanbul 20 Borsa Yatırım Fonu'na ilişkin paylar hem birincil hem de ikincil piyasada işlem görmekte olup, ülkemizin halka açık yirmi şirketine ortak olanağı sağlamaktadır. Söz konusu fon 2005 yılı boyunca bireysel yatırımcılar açısından tamamen vergiden muaf tutulup alım-satım kazançlarından vergi alınmamaktadır. Birincil piyasa işlemleri Takasbank aracılığıyla ger-

çekleştirilirken, ikincil piyasa işlemleri ise, İMKB'de hisse senetleri ile aynı şekilde gerçekleştirilir. BYF yöneticisi tarafından seans başlamadan önce açıklanan "Gösterge Niteliğindeki Portföy Kompozisyonu" yatırımcılar tarafından gerek katılma belgesi oluşturma gerekse geri alım işlemlerinde kullanılır. Söz konusu talepler İMKB'nin açık olduğu saatlerde geçerlidir. İşlemler iki iş günü ertesinde gerçekleşir. Ülkemizde yıllık yönetim komisyonları açısından endeks yatırım fonları % 3,65 - % 5,5 arasında değişen bir marjda hareket etmektedir. Ayrıca BYF'lerin alım-satım sırasında ödenecek olan aracılık komisyonları yapılan işlemin sıklığına bağlı olarak az ya da çok gerçekleştirebilir⁽⁶⁾.

III- BORSA YATIRIM FONLARININ DİĞER YATIRIM FONLARI İLE KARŞILAŞTIRILMASI VE SAĞLADIĞI AVANTAJLAR

Yatırım fonlarında işlem günü sonunda belirlenen fon değeri üzerinden alım yapılabilirken, BYF yatırımcıları gün içinde alım ve satım yapabilir. Söz konusu fonların yüksek likidite özelliğinden dolayı, yatırım kararı ile işlem zamanı arasındaki fiyat oynaklığı riski oldukça düşüktür. BYF'leri de diğer fon türlerinde olduğu gibi bir yönetim giderine maruzdur. BYF bir tür hisse senedi olarak algılanabilirliğinden ötürü diğer yatırım fonu türlerinde olmayan bir esnekliğe sahiptir. Yatırımcılar bir aracı kurum ile BYF alım satımı yaptıklarında belirli bir komisyon öderler⁽⁷⁾.

Bu fonları diğer yatırım fonlarından ayıran en önemli farklardan biri de gerek yeni pay yaratma gerekse payların fona iade edilmesi aşamasında ortaya çıkmaktadır. Özetlemek gerekirse BYF'leri diğer yatırım fonlarından ayıran en önemli farklar; borsada hisse senedi gibi işlem görmesi, net aktif değerinin gün içinde çok sık aralıklarla açıklanması, sürekli izleme ve hızlı hareket olanağı vermesi, gün içinde alım satım olanağı olması, likiditesinin yüksek olması, her günün başlangıcında portföy kombinasyonunun belirlenmesi, oldukça düşük olan fon yönetim ücretleri, gerek bireysel gerekse profesyonel yatırımcılara uygun olması, seçilen endekse yatırım olanağı sağlaması ve bir tek araçla tüm en-

Tablo 2: Dow Jones İstanbul 20'de Yer Alan Hisse Senetleri ile Dow Jones İstanbul 20 BYF'nin 2005 Yılı Karşılaştırmalı Performansı

Hisse Adı	14.01.2005 Kapanış Fiyatı (YTL)	21.12.2005 Kapanış Fiyatı (YTL)	21.12.2005 Getiri (%)
İş Bankası (C)	6.19	10.80	74.47
Sabancı Holding	5.23	7.60	45.32
Garanti Bankası	2.78	4.72	69.78
Akbank	6.74	10.50	55.79
Tüpraş	12.37	24.30	96.44
Koç Holding	5.94	6.50	9.43
Finansbank	1.76	5.55	215.34
Ereğli Demir Çelik	5.42	8.85	63.28
Yapı ve Kredi Bankası	4.34	5.70	31.34
Anadolu Efes	28.36	39.00	37.52
Turkcell	7.96	8.20	3.02
Enka İnşaat	12.78	16.10	25.98
Doğan Holding	3.32	4.26	28.31
Arçelik	8.13	9.35	15.01
Doğan Yayın Hol.	3.51	5.08	44.73
Ford Otosan	7.81	11.50	47.25
Ülker Gıda	5.08	4.86	-4.33
Şişe Cam	4.17	4.68	12.23
Vestel	5.2	4.90	-5.77
Tofaş Oto. Fab.	2.48	2.90	16.94
Ortalama			44.10
XU100	26,362.68	38,210.24	44.94
DJIST	6.38	9.16	43.57

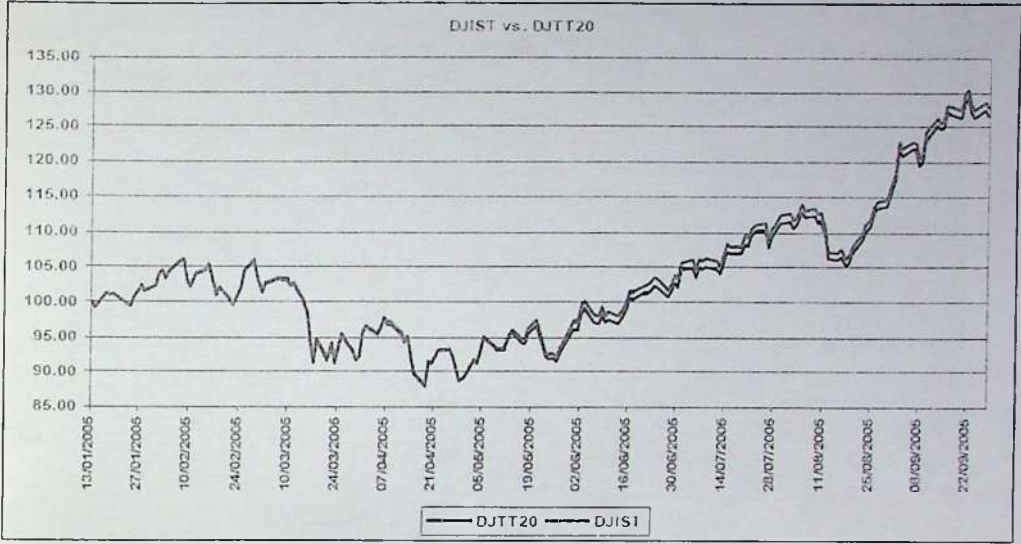
deksi izleyebilme kolaylığı, bir tek işlemle birden fazla sayıda menkul kıymete yatırım olanağı sağlaması, yatırımcılara portföy çeşitlenmesi ve maliyetlerde düşüş yanında işlemlerde kolaylık ve şeffaflık sağlaması gibi avantajlardan söz etmek mümkündür.

Ayrıca BYF'leri diğer yatırım fonları ya da hisse senedi piyasalarında ulaşılması kolay olmayan bazı sektörler, ülkeler veya endekslerle erişme olanağı sağlarlar. Tüm bu avantajlarına karşılık BYF'nin dezavantajı olarak şunu belirtmek gerekir. Piyasanın yönü aşağıya çevrildiğinde söz konusu fon da piyasayla aynı tepkiyi verecektir. Oysa hisse senedi alım satımı yapan yatırımcılardan bazıları kötü piyasa koşullarında bile, düşük olasılıkla da olsa getiri sağlayabilirler⁽⁶⁾. Ayrıca diğer yatırım fonlarına benzemeyen şekilde BYF'lerin net varlık değerleri üzerinden işlem görme şartı olmayıp, portföy değerinin altında veya üzerinde bir değerle alınıp satılabilir.

III- 1. DOW JONES İSTANBUL 20 A TİPİ BORSA YATIRIM FONUNA İLİŞKİN ESASLAR

Söz konusu BYF'nin baz aldığı endeks "Dow Jones Turkey Titan 20 Index"dir. Endeks 20 adet hisse senedinden oluşur ve bir şirketin ağırlığı dönem başında % 10'u geçmez. İMKB'nin işlem saatleri içinde Türk lirası bazındaki bu endeks, Dow Jones endeksi tarafından hesaplanarak on beş saniyede bir gösterge niteliğinde açıklanır. Dow Jones Turkey Titan 20 Endeksinin kapsamı ve ilgili tüm hesaplamalar "Dow Jones" tarafından gerçekleştirilir. Endeks hesaplanırken şirketlerin halka açıklık oranlarının kullanımında Dow Jones Indexes tarafından değişiklikler yapılabilmektedir. Endeks hisse senedi seçiminde; şirketlerin Dow Jones Indexes yöntemi ile hesaplanan halka açık kısımlarının piyasa değeri, Şirketlerin bir önceki endeks hesaplama dönemindeki günlük ortalama iş-

Grafik 1: Dow Jones İstanbul 20 A Tipi Borsa yatırım Fonu ve Dow Jones Turkey Titans 20 Endeksi Karşılaştırması



lem hacmi, şirketlerin finansal veya hukuki anlamda sorunları olup olmaması kriterleri esas alınmaktadır. Başlangıç tarihi 31.12.2002 olan Endeks, 19.07.2004 tarihinden itibaren yayınlanmaktadır. Endeks hisse senetlerinde, yılda bir kez değişim yapılabilir. Endekste ki bir şirketin ağırlığı dönem başında % 10 ile sınırlanmıştır. Endekste ki ağırlıklar üç aylık dönemler itibarıyla gözden geçirilmektedir⁽⁹⁾.

Fon portföyünde yer alacak varlık sınırlamalarına göre, hisse senetleri en az % 80, en fazla % 100 oranında, ters repo ve borsa para piyasası işlemleri de en çok % 20 oranında olabilir. Fon Finansbank A.Ş. tarafından kurulmuş olup, Kasım 2005 verileri itibarıyla fonun toplam değeri 53,654,876.31.- YTL'dir. Fonun ortalama % 94.29'u hisse senedinden oluşmaktadır. Fon portföyü içinde yer alan yirmi adet işletme aşağıda belirtilmektedir Bu şirketler; Anadolu Efes, Akbank, Arçelik, Doğan Holding, Doğan Yayın Holding, Enka İnşaat, Ereğli Demir Çelik, Finansbank, Ford Otosan, Garanti Bankası, İş Bankası, Koç Holding, Sabancı Holding, Şişecam, Turkcell, Tofaş, Tüpraş, Ülker Gıda, Vestel ve Yapı

Kredi Bankası'dır. Bu hisse senetlerinin ve Dow Jones İstanbul 20'nin bir yıllık sağlamış olduğu getiriler Tablo 2'den izlenebilir.

DJ İstanbul 20'de yer alan hisse senetlerinin 14 Ocak 2005–21 Aralık 2005 performansı incelendiğinde % 215'lik getiri ile % 5,77'lik değer kaybı arasında değiştiği görülmektedir. Aynı dönemde İMKB Ulusal 100 Endeksi'nin getirisi ise, % 44,94 oranında gerçekleşmiş olup, DJ İstanbul 20'nin performansının İMKB 100 Endeksi'ne paralel bir seyir izlediği söylenebilir.

Vergilendirme açısından bakıldığında 2005 yılı için borsa yatırım fonları ile diğer menkul kıymet yatırım fonları arasında herhangi bir fark yoktur. 2006–2015 yıllarını kapsayan dönem içinse, A tipi borsa yatırım fonlarının portföy işletmeciliğinden doğan kazançları gerek kurumlar gerekse gelir vergisine tabi değildir. BYF katılma belgesi satın alanların vergilendirilmesinde gerçek kişiler açısından, fon katılma belgesi kâr payları menkul sermaye iradı sayıldığından, alış ve satış farkı bedeli üzerinden % 15 oranında vergi kesilir. Hisse senetlerinin iki yıldan daha uzun süre

Tablo 3: Türkiye Titans Endeksinin Dow Jones Ülke Titan Endeksleri Toplam Performansı ile Karşılaştırılması

Endeksler	1 Aylık	Yılbaşından Bu Yana	2004	Yıllara göre				
				Son 1 Yıllık	3 Yıllık	5 Yıllık	10 Yıllık	İlk İşlem Gördüğü Günden Bu yana
Australya Titans 30	4.63	22.45	25.85	25.67	18.43	10.83	13.78	13.83
BrezilyaTitans 20	8.01	54.40	32.86	69.27	67.40	-	-	-27.11
Kanada Titans 40	4.47	21.57	13.70	24.47	20.61	3.79	11.59	11.51
Fransa Titans 30	3.25	21.77	8.84	24.45	12.81	-3.42	12.52	10.47
Almanya Titans 30	5.54	21.64	6.88	25.45	15.44	-3.19	10.47	10.63
Hong Kong Titans 30	3.56	9.62	22.03	11.88	19.60	5.39	7.59	13.10
İtalya Titans 30	4.24	11.26	19.59	16.63	12.19	-3.25	13.51	11.18
Japonya Titans 100	7.49	34.45	9.90	41.37	19.32	1.99	1.08	0.66
Hollanda Titans 30	6.37	23.75	6.20	27.51	7.90	-5.62	9.82	12.22
RusyalIndex Titans 10	13.90	84.20	-9.09	73.27	39.53	53.43	0.00	30.17
Güney Afrika Titans 30	3.85	32.26	30.82	35.09	23.51	23.51	16.99	17.12
İspanya Titans 30	1.51	23.11	22.23	28.76	21.25	8.20	16.09	15.40
İsveç Titans 30	3.03	24.46	24.03	26.38	21.11	4.43	15.15	15.87
İsviçre Titans 30	7.31	32.27	6.54	38.36	15.19	-1.78	9.71	12.10
Türkiye Titans	19.69	52.06	33.38	69.05	0.00	0.00	0.00	58.23
İngiltere Titans 50	1.78	16.00	9.75	18.84	12.11	0.32	7.67	9.65

Kasım 30, 2005.

Kaynak: <http://djindexes.com/mdsidx/index.cfm?event=showCountryTitansStats>.

elde tutulması durumunda, 2006'dan itibaren hisse senedi alım satımlarından vergi doğmamaktadır⁽¹⁰⁾.

Grafik 1 ve tablo 2,3,4,5'de farklı ülke Titans Endekslerinin ülkemiz ile karşılaştırmalı performansları ve Türkiye'deki A tipi yatırım fonlarının ülkemizdeki tek BYF olan Dow Jones İstanbul 20 fonu ile karşılaştırması görülebilir. Türkiye Titans'ın (Dow Jones Türkiye Titans Endeksi) performansını diğer ülke endeksleri ile karşılaştırdığımızda, 2004 yılında % 33,38 ile Dow Jones'ın diğer ülke Titan Endeksleri arasında en yüksek getiriye sağlayan endeks olduğu görülmektedir. 2004 Aralık sonu Kasım 2005 döneminde ise, Rusya ve Brezilya'dan sonra en yüksek getiriye sağlayan endeks Türkiye Titans Endeksi'dir. Türkiye Titans Endeksi'nin Kasım 2005 performansı % 19,69 olarak gerçekleşmiştir.

Türkiye Titans'ın yıl başından bu yana getirisi % 52.06 olurken, son bir yıllık getirisi % 69,05 düzeyindedir. İMKB'nin 2001 Ekim ayından itibaren yükseliş trendine başlaması,

İMKB'de işlem gören 20 şirketin verilerinden oluşan Dow Jones Türkiye Titan Endeksi'nin de diğer Dow Jones Titan Endekslerine göre getirisinin yüksek olmasını sağlamıştır. AB süreci ile birlikte Türk hisse senetlerine ilgi artmış olup İMKB Kasım 2005 verilerine göre yabancıların borsadaki payının % 67'ler düzeyinde olduğu bilinmektedir. Yabancı alımlarının artması Türkiye Titan Endeksi'nin de yükselmesinde etkili olmuştur.

Türkiye Titans'ı (Dow Jones Türkiye Titans Endeksi) Piyasa Değeri açısından incelendiğinde, Türkiye Titans'ın diğer Titan Endeksleri içerisinde en düşük piyasa değerine sahip endeks olduğunu görülmektedir. Dow Jones Türkiye Titans Endeksi'nin piyasa değeri 31,3 milyar dolardır. Diğer ülkeler incelendiğinde Rus Titan Endeksi'nde 10 hisse senedi olmasına rağmen endeksin piyasa değerinin 46,2 milyar dolar olduğu, Brezilya Titan Endeksi'nde 20 hisse senedi olmasına rağmen piyasa değerinin 102 milyar dolar olduğu görülür.

Tablo 4: Türkiye Titans Endeksi'nin Dow Jones Ülke Titans Endeksleri Piyasa Kapitalizasyonu ile Karşılaştırılması

Endeks	Şirket Sayısı	Piyasa Değeri (Milyar Dolar)					
		Toplam	Endeks	Ortalama	Medyan	En Büyük	En Küçük
Australya Titans 30	30	460.00	399.90	13.30	9.60	41.00	3.70
Brezilya Titans 20	20	22,652.50	102.30	5.10	3.10	19.00	0.60
Kanada Titans 40	40	712.80	640.60	16.00	10.10	49.30	3.00
Fransa Titans 30	30	1,031.30	741.50	24.70	19.60	74.90	4.90
Almanya Titans 30	30	786.40	638.50	21.30	12.00	64.60	1.30
Hong Kong Titans 30	30	409.50	173.40	5.80	4.00	19.50	1.50
İtalya Titans 30	30	553.90	302.70	10.10	5.80	46.90	1.60
Japonya Titans 100	100	2,185.70	1,916.50	19.20	13.20	149.60	4.00
Hollanda Titans 30	30	417.80	322.40	10.70	7.00	34.90	0.30
Rusya Index Titans 10	10	311.20	46.20	4.60	5.60	8.00	0.60
Güney Afrika Titans 30	30	200.60	133.80	4.50	3.40	12.80	1.40
İspanya Titans 30	30	524.70	250.00	8.30	4.10	26.50	1.50
İsveç Titans 30	30	274.60	194.30	6.50	5.30	19.60	1.30
İsviçre Titans 30	30	749.20	374.90	12.50	5.60	38.20	0.90
Türkiye Titans	20	97.40	31.30	1.60	1.40	3.80	0.30
İngiltere Titans 50	50	2,009.30	1,903.50	38.10	20.90	188.90	6.60

Kasım 30, 2005.

* Ortalama, medyan, en büyük, en küçük değerleri endeksin piyasa değerine göre hesaplanmıştır. Toplam piyasa değerini ifade etmemektedir.

Kaynak: <http://djindexes.com/mdsidx/index.cfm?event=showCountryTitansStats>.

Türkiye Titan Endeksi Piyasa/Defter değeri açısından en ucuz endeksler arasında yer almaktadır. Fiyat/Kazanç oranı olarak da diğer ülke endeksleri ile karşılaştırıldığında fiyatların cazip olması Türkiye Titan Endeksi'nin diğer endeksler arasında ön plana çıkmasına neden olmaktadır.

Dow Jones İstanbul 20 A Tipi Borsa Yatırım Fonu, Türkiye'deki diğer yatırım fonları ile karşılaştırıldığında, söz konusu fonun IMKB'ye paralel bir seyir izlediği ve diğer yatırım fonlarına göre performansının yüksek olduğu gözlenmektedir. Dow Jones İstanbul 20 A Tipi Borsa Yatırım Fonu 124 fon arasından ilk 20'ye girmeyi başararak getiri olarak yatırımcısına 14 Ocak 2005-21 Aralık 2005 tarihleri arasında % 41,19 oranında getiri sağlamıştır.

IV- SONUÇ

Türkiye'de piyasaların 2005 yılında tanıştığı borsa yatırım fonları gelişmiş ülke borsalarında hisse senedi büyüklüğünün yaklaşık üçte birini oluşturmaktadır. Borsa yatırım fo-

nu sayesinde iki günlük valörle satılan yatırım fonları, aynen hisse senedi gibi alınıp satılmaya başlanmıştır. Borsa yatırım fonları ile birlikte küçük yatırımcılar ellerindeki az miktardaki para ile uzman yöneticilerin seçmiş olduğu birçok hisse senedini birden alma olanağına sahip olmuşlardır.

Borsa yatırım fonları, endeks fon şeklinde kurulmaktadır. Bu fonlar, belirli bir endeksi baz alarak endeks kapsamındaki menkul kıymetlere, bu menkul kıymetlerin endeksteki ağırlıkları dikkate alınarak yatırım yaptıkları için yatırımcıya dolaylı olarak endeksin getirisinden de yararlanma olanağı sağlamaktadırlar. Borsa fonlarında fonun içindeki hisseler fon yöneticisi tarafından alınıp satılamamaktadır. Fon, içinde en az % 90 oranında, kurulduğu endeksin hisselerini ya da menkul kıymetlerini taşımak zorundadır. Yönetici % 90 oranındaki fon kompozisyonuna uymakla yükümlüdür. Böylece kimi yatırım fonlarında görülen fon yöneticilerinden kaynaklı alım satım suiistimali önlenmeye çalışılmaktadır.

Tablo 5: Türkiye Titan Endeksi'nin Dow Jones
Ülke Titan Endeksleri Temel Verileri ile Karşılaştırılması

Index	Fiyat/Kazanç (Negatif Dâhil)		Fiyat Kazanç (Negatif Hariç)		Fiyat/DD	Temettü Verimi	Fiyat/ Satış	Fiyat/ Nakit
	Cari	Tahmin	Cari	Tahmin				
Australya Titans 30	17.42	16.68	17.42	16.68	NMF	3.76	NMF	NMF
Kanada Titans 40	16.81	13.50	16.60	13.50	2.69	1.81	1.84	9.69
Fransa Titans 30	14.20	11.97	14.08	11.97	2.34	1.88	0.90	7.25
Almanya Titans 30	15.09	12.29	14.80	12.29	1.89	1.86	0.68	5.91
Hong Kong Titans 30	16.21	13.71	16.21	13.71	2.72	4.32	1.81	11.50
İtalya Titans 30	19.90	13.68	17.30	13.57	2.28	2.86	1.21	4.93
Japonya Titans 100	15.86	14.31	15.86	14.31	1.71	3.15	3.85	14.29
Hollanda Titans 30	12.94	12.32	12.26	12.31	2.53	2.00	0.86	5.22
Rusya Index Titans 10	49.09	31.41	49.09	31.41	3.22	0.23	3.95	13.48
Güney Afrika Titans 30	15.15	10.94	13.81	10.94	2.64	3.11	1.38	9.65
İspanya Titans 30	15.14	13.30	14.96	13.30	2.80	2.24	1.63	8.83
İsveç Titans 30	16.44	15.90	16.44	15.90	2.58	1.91	1.32	11.89
İsviçre Titans 30	18.67	14.24	17.85	14.24	2.81	1.05	1.31	27.08
TürkiyeTitans	14.58	11.41	13.82	11.41	0.60	2.20	0.23	4.15
İngiltere Titans 50	13.33	12.04	13.33	12.04	2.40	3.34	1.41	9.94

Kasım 30, 2005.

Fiyat/Kazanç: Hisse senedinin kapanış fiyatının en son hisse başına kara bölünmesiyle bulunan orandır.

Fiyat/Kazanç (Negatif dâhil): Hesaplamaya negatif karlar dâhil edilmiştir.

Fiyat/Kazanç (Negatif hariç): Hesaplamaya negatif karlar dâhil edilmemiştir.

Fiyat/Defter Değeri: Piyasa değerinin defter değerine göre kaç kat olduğunu gösterir. Düşük çıkması olumludur.

Temettü Verimi: Dönem İçinde Ödenen Temettü / Dönem Başı Pazar Fiyatı'dır.

Fiyat/Satış: Şirketin piyasa değerinin, şirketin iş hacminin kaç katı olduğunu gösterir.

Fiyat/Nakit Akım Oranı: Bir şirketin piyasada oluşan hisse fiyatının şirketin hisse başına düşen nakit akımına oranıdır.

Kaynak: <http://djiindexes.com/mdsidx/index.cfm?event=showCountryTitansStats>.

Fon ile hisse senetlerinin avantajlarını bir araya getiren bu yatırım enstrümanı, önümüzdeki dönemde küçük yatırımcılar için önemli bir fırsat yaratmaktadır. İstanbul Borsası'ndaki yatırımcı sayısı 2000 yılındaki krizle birlikte 1 milyon 500 binlerden 1 milyona kadar gerilemiştir. Bu tür yatırım araçlarının çoğalması ve iyi yönetilmesi, yatırımcı sayısının artışına da olumlu katkısı olacaktır. Alternatif borsalarla karşılaştırıldığında Türkiye'deki şirketlerin piyasa defter değeri açısından çok ucuz olduğu, tahmini fiyat kazanç oranlarına göre fiyatların cazip olduğu dikkat çekmektedir. Şirketlerin büyümesi, halka açıklık oranının artması, yabancıların Türk hisse senetleri piyasasına ve borsa yatırım fonlarına ilgisinin canlı kalmasını sağlayacaktır.

YARARLANILAN KAYNAKLAR

- Chakrapani Chuck, "ETFs: Still One of the Best Investments", Money Digest, Oct. 2001.
- Fuhr Deborah, "Exchange Traded Funds-End Q3 2005 Review", Morgan Stanley Investment Strategies Report, Oct. 2005.
- Hill Joanne M., Barbara Mueller, "The Appeal of ETF's, Derivatives and Trading Research Report", Fall 2001.
- Kimberley C. Gleason, Ike Mathur, Mark Peterson, "Analysis of Intraday Herding Behavior Among the Sector ETFs", Journal of Empirical Finance, Volume 11, Issue 5, Dec. 2004.
- McNally Kevin, "The Truths About ETF Liquidity and Pricing", Salomon SmithBarney, Reuters, Fall 2001.

Tablo 6: Türkiye'deki A Tipi Yatırım Fonları ile Dow Jones İstanbul 20 A Tipi Borsa Yatırım Fonunun 2005 Yılı Performans Değerlendirmesi

A Tipi Fonlar	İlk Tarih	Son Tarih	İlk Veri (YTL)	Son Veri (YTL)	Fark (%)
Tekstilbank A Tipi Hisse Fonu	14.01.2005	21.12.2005	1.275000	2.133400	67.33
Yatırım Finansman (A) Tipi Resan Özel	14.01.2005	20.12.2005	0.158688	0.251287	58.35
Strateji Men A Tipi Değ. Fon	14.01.2005	21.12.2005	0.576860	0.893362	54.87
Tekstil Men A Tipi Değ. Fon	14.01.2005	21.12.2005	0.031959	0.047701	49.26
Evgin Men A Tipi Değ. Fon	14.01.2005	21.12.2005	0.045308	0.066863	47.57
Akbank Özel Bankacılık A Tipi Değ. Fon	14.01.2005	21.12.2005	0.017976	0.026520	47.53
Teb Varlık Yönetimi Hizmeti A Tipi Değ. Fon	14.01.2005	21.12.2005	0.016559	0.024418	47.46
Akbank A Tipi Mali Kur.Sek.Fonu	14.01.2005	21.12.2005	0.035017	0.051573	47.28
İş Bank A Tipi İştirak Fonu	14.01.2005	21.12.2005	11.419500	16.764800	46.81
TSKB A Tipi Değ. Fon	14.01.2005	21.12.2005	0.029660	0.043447	46.48
İş Bank A Tipi Tekno. End. Fon	14.01.2005	21.12.2005	0.005959	0.008709	46.15
İş Bank A Tipi U-Mali End. Fon	14.01.2005	21.12.2005	0.019636	0.028613	45.72
Garanti Ban. A Tipi Mali Sek. Fonu	14.01.2005	21.12.2005	0.040510	0.058838	45.24
Bizim Men. Değ. A Tipi İnşaat Sektör Fonu	23.02.2005	21.12.2005	0.011127	0.016126	44.93
Akbank A Tipi Sab.Hol. İştirak Fonu	14.01.2005	21.12.2005	0.026581	0.038520	44.92
Evgin Men A Tipi Karma Fon	14.01.2005	21.12.2005	0.259461	0.370494	42.79
TSKB A Tipi Hisse Fon	14.01.2005	21.12.2005	0.018308	0.025903	41.48
Finansbank Dow Jones İstanbul 20 A Tipi Borsa Yatırım Fonu	14.01.2005	21.12.2005	6.433830	9.083670	41.19
Ata Yat A Tipi Değ. Fon	14.01.2005	21.12.2005	0.123054	0.173672	41.13
Dundas Ünlü A Tipi Değişken Fonu	01.03.2005	21.12.2005	0.010000	0.013963	39.63
Oyakbank A Tipi U30 End. Fon	14.01.2005	21.12.2005	0.025786	0.035732	38.57
Yapı Kredi Yat A Tipi U30 End. Fon	14.01.2005	21.12.2005	0.016934	0.023363	37.97
Denizbank A Tipi U100 End. Fon	14.01.2005	21.12.2005	0.019774	0.027223	37.67
Teb Yat A Tipi Hisse Fonu	14.01.2005	21.12.2005	0.016535	0.022557	36.42
Akbank A Tipi U30 End. Fon	14.01.2005	21.12.2005	0.017879	0.024320	36.03
BankEuropa A Tipi Değ. Fon	14.01.2005	21.12.2005	0.015512	0.021013	35.46
Ata A Tipi U30 End. Fon	14.01.2005	21.12.2005	0.022159	0.029958	35.20
Akbank A Tipi Değ. Fon	14.01.2005	21.12.2005	0.030591	0.041150	34.52
HSBC Yat. A Tipi Hisse Fon	14.01.2005	21.12.2005	0.242768	0.325950	34.26
HSBC Yat. A Tipi U30 End. Fon	14.01.2005	21.12.2005	0.030133	0.040447	34.23
Halkbank A Tipi Değişken Fonu	14.01.2005	21.12.2005	0.041910	0.056162	34.01
Garanti Ban A Tipi U30 End. Fon	14.01.2005	21.12.2005	0.011172	0.014929	33.63
İş Bank A Tipi U30 End. Fon	14.01.2005	21.12.2005	0.014205	0.018970	33.54
Koçbank A Tipi U30 End. Fon	14.01.2005	21.12.2005	0.925228	1.234220	33.40
Garanti Ban A Tipi U100 End. Fon	14.01.2005	21.12.2005	0.410092	0.546735	33.32
Denizbank A Tipi Hisse Fon	14.01.2005	21.12.2005	0.058387	0.077541	32.81
Vakıfbank A Tipi U30 End. Fon	14.01.2005	21.12.2005	0.123066	0.163429	32.80
Koçbank A Tipi Allianz Özel Fon	14.01.2005	20.12.2005	0.185240	0.245784	32.68
Ak Yat. A Tipi Hisse Fonu	14.01.2005	21.12.2005	0.021346	0.028290	32.53
Akbank A Tipi Hisse Fonu	14.01.2005	21.12.2005	0.468527	0.616591	31.60
Ziraat Ban. A Tipi Değ. Başak Fonu	23.03.2005	21.12.2005	0.010002	0.013128	31.25
Koç Yat. A Tipi İştirak Fonu	14.01.2005	21.12.2005	0.108466	0.142313	31.21
Abank A Tipi Hisse Fonu	14.01.2005	21.12.2005	0.022371	0.029249	30.75
Global Men A Tipi U100 End. Fon	14.01.2005	21.12.2005	0.013814	0.018013	30.40
Koç Yat. (A) Tipi Özel Portföy Yön. Değ. Fonu	14.01.2005	21.12.2005	0.039973	0.051929	29.91
Abank A Tipi Anadolu Özel Fon	14.01.2005	20.12.2005	0.053686	0.069705	29.84

Tablo 6 Devamı

A Tipi Fonlar	İlk Tarih	Son Tarih	İlk Veri (YTL)	Son Veri (YTL)	Fark (%)
Abank A Tipi Anadolu Özel Fon	14.01.2005	20.12.2005	0.053686	0.069705	29.84
İş Yatırım A Tipi Değ. Fon	14.01.2005	21.12.2005	0.427911	0.555423	29.80
Ziraat Ban. A Tipi İMKB Ulusal 30 End. Fon	03.03.2005	21.12.2005	0.009766	0.012676	29.80
Finans Yat. A Tipi Değ. Fon	14.01.2005	21.12.2005	0.047953	0.061938	29.16
Garanti Ban. A Tipi Değ. Fon	14.01.2005	21.12.2005	20.046100	25.859800	29.00
Anadolubank A Tipi Değ. Fon	14.01.2005	21.12.2005	0.014890	0.019160	28.68
Yatırım Finansman A Tipi Değ.	14.01.2005	21.12.2005	0.238187	0.306407	28.64
Garanti Ban. A Tipi Özel Birikim Yön. Şub.Değ. Fonu	14.01.2005	21.12.2005	0.010853	0.013883	27.92
Finansbank A Tipi Hisse Fon	14.01.2005	21.12.2005	0.021706	0.027679	27.52
İş Bank A Tipi Hisse Fonu	14.01.2005	21.12.2005	14.938200	19.003700	27.22
Ata Yat A Tipi Karma Fon	14.01.2005	21.12.2005	6.590850	8.380620	27.16
Koçbank A Tipi Özel Bank. U30 Endeks Fonu	14.01.2005	21.12.2005	0.028754	0.036538	27.07
C Kredi ve Kalkınma Ban. A Tipi Değ. Fon	14.01.2005	21.12.2005	0.011401	0.014478	26.99
Akbank A Tipi İmalat Sek. Fonu	14.01.2005	21.12.2005	0.019173	0.024334	26.92
Akbank A Tipi Karma Fon	14.01.2005	21.12.2005	0.034635	0.043627	25.96
Halkbank A Tipi Karma Fon	14.01.2005	21.12.2005	12.274100	15.406700	25.52
Abank A Tipi Değ. Fon	14.01.2005	21.12.2005	1.215310	1.525350	25.51
Fortis Yat. Men. Değ. A Tipi İMKB Ulu.30 End. Fon	14.01.2005	21.12.2005	0.015009	0.018811	25.33
Koçbank A Tipi Hisse Fonu	14.01.2005	21.12.2005	0.263730	0.330139	25.18
Garanti Ban. A Tipi Karma Fon	14.01.2005	21.12.2005	14.935500	18.636200	24.78
Teb A Tipi Karma Fon	14.01.2005	21.12.2005	1.117820	1.393930	24.70
Garanti Men A Tipi Değ. Fon	14.01.2005	21.12.2005	0.040310	0.050211	24.56
Turkish Yat. A Tipi Değ. Fon	14.01.2005	21.12.2005	0.024931	0.031032	24.47
Teb A Tipi Değişken Fon	14.01.2005	21.12.2005	0.010826	0.013463	24.36
Ziraat Ban. A Tipi Değ. Fon	14.01.2005	21.12.2005	18.313000	22.677900	23.84
İnter Yat. A Tipi Karma Fon	14.01.2005	21.12.2005	0.422721	0.523006	23.72
İş Bank A Tipi Karma Kum. Fon	14.01.2005	21.12.2005	0.034756	0.042847	23.28
YKB A Tipi Hisse Fonu	14.01.2005	21.12.2005	0.017709	0.021827	23.25
Oyakbank A Tipi Hisse Fon	14.01.2005	21.12.2005	1.049510	1.291670	23.07
Sanko Men. A Tipi Değ. Fon	14.01.2005	21.12.2005	0.025930	0.031848	22.82
İsviçre Hay. Sigorta A Değ. Fon	14.01.2005	21.12.2005	0.015827	0.019428	22.75
Vakıfbank A Tipi Karma Bereket Fonu	25.05.2005	21.12.2005	0.009705	0.011905	22.67
Teb A Tipi Alarko Özel Fon	14.01.2005	20.12.2005	0.370909	0.453821	22.35
HSBC Bank A Tipi Değ. Fon	14.01.2005	21.12.2005	15.622900	19.055300	21.97
Denizbank A Tipi Karma Fon	14.01.2005	21.12.2005	0.177788	0.216697	21.89
Oyak Yat. A Tipi Axa Oyak Özel Fon	14.01.2005	08.12.2005	0.264265	0.322066	21.87
Raymond James A Tipi Değişken Fon	10.08.2005	21.12.2005	0.010018	0.012201	21.79
Finans Yat A Tipi Karma Fon	14.01.2005	21.12.2005	0.037867	0.045545	20.28
Global Men A Tipi Karma Fon	14.01.2005	21.12.2005	0.028501	0.034248	20.16
Denizbank A Tipi Değ. Fon	14.01.2005	21.12.2005	0.121646	0.146010	20.03
Ziraat Ban. A Tipi Karma Fon	14.01.2005	21.12.2005	0.030349	0.036301	19.61
İş Bank A Tipi Değ. Fon	14.01.2005	21.12.2005	2.401600	2.865860	19.33
Fortis Bank (A) Tipi Değişken Fon	14.01.2005	21.12.2005	28.961200	34.452600	18.96
Bizim Men. Değ. A Tipi Hisse Fon	14.01.2005	21.12.2005	0.015116	0.017979	18.94
Vakıfbank A Tipi Karma Fon	14.01.2005	21.12.2005	0.210826	0.250633	18.88
Yapı Kredi Yat. A Tipi Karma Fonu	14.01.2005	21.12.2005	0.289636	0.343463	18.58
Eczacıbaşı A Tipi Karma Fon	14.01.2005	21.12.2005	0.040946	0.048392	18.18

Tablo 6 Devamı

A Tipi Fonlar	İlk Tarih	Son Tarih	İlk Veri (YTL)	Son Veri (YTL)	Fark (%)
Finansbank A Tipi Değ. Fon	14.01.2005	21.12.2005	10.657100	12.594800	18.18
Vakıfbank A Tipi Değ. Fon	14.01.2005	21.12.2005	5.797910	6.851170	18.17
Koçbank A Tipi Değ. Fon	14.01.2005	21.12.2005	11.043400	12.964800	17.40
Ziraat Yat. A Tipi Değ. Fon	14.01.2005	21.12.2005	0.050785	0.059595	17.35
Global Men A Tipi Değ. Fon	14.01.2005	21.12.2005	16.805100	19.716400	17.32
Yapı Kredi Yat A Tipi Değ. Fon	14.01.2005	21.12.2005	0.067202	0.078499	16.81
İnter Yat A Tipi Hisse Fonu	14.01.2005	21.12.2005	0.170715	0.198228	16.12
İsviçre Sigorta A Değ. Fon	14.01.2005	21.12.2005	0.013416	0.015462	15.25
Tacirler Men A Tipi Değ. Fon	14.01.2005	21.12.2005	0.320424	0.368699	15.07
Acar A Tipi Değ. Fon	14.01.2005	21.12.2005	0.133354	0.153392	15.03
Tacirler Men A Tipi Karma Fon	14.01.2005	21.12.2005	0.436077	0.497145	14.00
Gedik Yat. A Tipi Karma Fon	14.01.2005	21.12.2005	0.236662	0.269171	13.74
İş Bank A Tipi Met-Mak. End. Fon	14.01.2005	21.12.2005	0.020354	0.022921	12.61
İnfo Menkul Değ. A Tipi Değişken Fonu	03.08.2005	21.12.2005	0.011303	0.012716	12.50
Oyak Yar.Kur. A Tipi Değ. Fon	14.01.2005	21.12.2005	0.636601	0.708519	11.30
Gedik Yat. A Tipi Hisse Fonu	14.01.2005	21.12.2005	0.026429	0.029300	10.86
Taib Yat. A Tipi Değ. Fon	14.01.2005	21.12.2005	0.164640	0.182294	10.72
Eczacıbaşı A Tipi Değ. Fon	14.01.2005	21.12.2005	1.897250	2.090770	10.20
Kalkınma Ban A Tipi Değ. Fon	14.01.2005	21.12.2005	1.626050	1.780960	9.53
Bender Men. A Tipi Değ. Fon	14.01.2005	21.12.2005	0.157470	0.172201	9.35
Kalkınma Yat. A Tipi Hisse Fonu	14.01.2005	21.12.2005	0.022151	0.024192	9.21
Acar A Tipi Karma Fon	14.01.2005	21.12.2005	0.012074	0.013067	8.22
Global Men. A Tipi Değ. Piri Reis Fonu	14.01.2005	21.12.2005	0.144364	0.155478	7.70
Hak Men A Tipi Değ. Fon	14.01.2005	21.12.2005	0.706237	0.749993	6.20
Başkent Menkul A Tipi Değ. Fon	14.01.2005	21.12.2005	0.010832	0.011469	5.88
Şekerbank A Tipi Değ. Fon	14.01.2005	21.12.2005	0.197052	0.208125	5.62
YKB A Tipi Karma Fon	14.01.2005	21.12.2005	0.110655	0.116296	5.10
Nurol Men. A Tipi Değ. Fon	14.01.2005	21.12.2005	0.590733	0.603895	2.23
YKB A Tipi YBMK Fonu	14.01.2005	21.12.2005	8.069330	7.932420	-1.70
Meksa Yat A Tipi Değ. Fon	14.01.2005	21.12.2005	0.054361	0.050078	-7.88
Global Men. A Tipi Karma Hızır Reis Fonu	14.01.2005	21.12.2005	0.038347	0.034522	-9.97
Mngbank A Tipi Değ. Fon	14.01.2005	21.12.2005	0.029012	0.025516	-12.05

Kaynak: Finnet Teknik.Analist 4.0.

- Sermaye Piyasası Kurulu Borsa Yatırım Fonlarına İlişkin Tebliğ, 2004.

- Poterba James M., John B. Shoven, "Exchange Traded Funds: A New Investment Option for Taxable Investors", NBER Working Paper Series 8781, 2002.

- Türkiye Sermaye Piyasaları Aracı Kuruluşlar Birliği, "Borsa Yatırım Fonları", Sermaye Piyasasında Gündem, Sayı 21, Mayıs 2004.

- Finansbank A.Ş.'nin Dow Jones İstanbul 20 A Tipi Borsa Yatırım Fonu 90.000.000 Pay 3. Tertip Katılma Belgelerinin Halka Arzına İlişkin İzahname.

- <http://www.finnet.com.tr>

Dipnotlar

1) Kevin McNally, "The Truths About ETF Liquidity and Pricing", Salomon SmithBarney, Reuters, Fall 2001, pp.99-100.

2) Deborah Fuhr, "Exchange Traded Funds-End Q3 2005 Review", Morgan Stanley Investment Strategies Report, Oct. 2005, s.15.

3) Sermaye Piyasası Kurulu Borsa Yatırım Fonlarına İlişkin Tebliğ, 2004.

4) James M. Poterba, John B. Shoven, "Exchange Traded Funds: A New Investment Option

for Taxable Investors", NBER Working Paper Series 8781, 2002, pp.1-5.

5) C. Gleason Kimberley, Ike Mathur, Mark Peterson, "Analysis of Intraday Herding Behavior Among the Sector ETFs", Journal of Empirical Finance, Volume 11, Issue 5, Dec. 2004, pp. 681-694.

6) Türkiye Sermaye Piyasaları Aracı Kuruluşlar Birliği, "Borsa Yatırım Fonları", Sermaye Piyasasında Gündem, Sayı 21, Mayıs 2004, s.5- 11.

7) Joanne M. Hill, Barbara Mueller, "The Appe-

al of ETF's, Derivatives and Trading Research Report, Fall 2001, s. 50-55.

8) Chuck Chakrapani, "ETFs: Still One of the Best Investments", Money Digest, Oct. 2001, pp.2-3.

9) Finansbank A.Ş.'nin Dow Jones İstanbul 20 A Tipi Borsa Yatırım Fonu 90.000.000 Pay 3. Terip Katılma Belgelerinin Halka Arzına İlişkin İzahname.

10) <http://www.hissefinans.com/fb/f.asp?FonID=20>

*Sayın Okurlarımız, 2006 Yılı Aboneliğinizi
Yenilediniz mi? Bekliyoruz...*

Adı Soyadı :

Firma Adı :

Adres :

.....

.....

Posta Kodu: Tel: Faks:

e-mail:

Bankacılık

SERDAR SÜMER

Bankalar Yeminli Murakıbu

Aylık Sabit Ödemeli Kredilerin Vergi Planlamasında Kullanılması

Türk finansal piyasalarında tüketici kredilerinin hacmi ve GSMH içerisindeki payı yıllarca, gelişmiş ülke ekonomilerine nazaran son derece düşük seviyelerde kalmıştır. Bu tür kredilerin hacminin diğer ekonomilerle kıyaslanmasında kullanılan iki temel gösterge bulunmaktadır. Bunlardan birincisi, tüketici kredilerinin gayri safi yurt içi hasılaya oranı. İkincisi ise, banka aktifleri içerisinde (ya da toplam krediler içerisinde) tüketici kredilerinin payıdır. Grafik 1'de Türk Bankacılık Sektöründe kullanılan tüketici kredilerinin son dört yıl içerisindeki gelişimi verilmiştir⁽¹⁾.

Yukarıda da bahsedildiği üzere toplam tüketici kredilerinin, Türk Bankacılık Sektörünün aktif büyüklüğü içerisindeki payı diğer gelişmekte olan ülkelere nazaran son derece düşük kalmıştır. Ancak düşen enflasyon ve reel faizler ile birlikte bu tür kredilerin banka aktiflerinde ve ülke ekonomisi içerisindeki payının artacağı herkes tarafından kabul edilen bir öngörüdür.

Tüketici kredileri, Tüketicinin Korunmasına İlişkin Kanun'da yapılan düzenlemeler sebebiyle aylık sabit ödemeli olarak yapılandırılmakta ve kullanılmaktadır. Bu düzenlemenin getirdiği yaklaşım gereği krediyi kullanan kişinin yapacağı ödemeleri önceden bilebil-

mesi gerekmektedir. Türk Bankacılık Sektöründe tüm tüketici kredileri sabit ödemeli olarak yapılandırılmakla birlikte, bu tarz krediler sadece tüketicilere yönelik olmak zorunda değildir. Tüketici kredilerinin yaygınlaşması ile birlikte sabit ödemeli kredilerin ticari işletmelerde kullanımı da artış göstermiştir. Bu çerçevede bankalar tarafından ticari işletmelere kullanılan taksitli kredilerin miktarı da 2004 yıl sonu itibarıyla yaklaşık olarak 8 milyar YTL mertebesine yükselmiştir⁽²⁾.

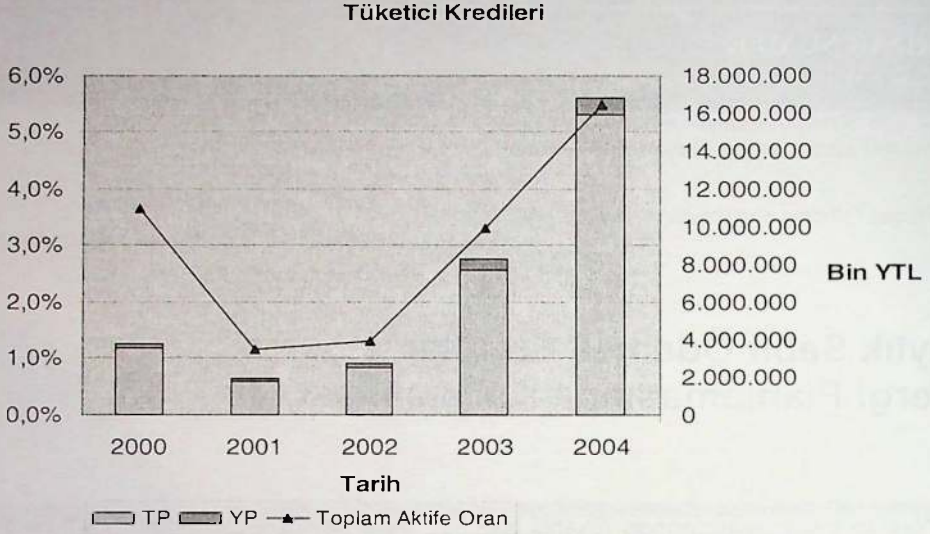
Yukarıda verilen bilgiler ışığında, aylık sabit ödemeli plasmanların payının faiz oranlarında yaşanan gerileme ile birlikte önemli ölçüde artış gösterdiği ve göstermeye de devam edeceği anlaşılmaktadır. Bu durumda anılan plasman türünün getirisinin hesaplanması ve muhasebeleştirilmesi de önem arz eden bir husus haline gelmektedir.

AYLIK SABİT ÖDEMELİ KREDİLERİN GETİRİSİNİN HESAPLANMASI VE KAYDA ALINMASI

Aylık sabit ödemeli kredilerin hesaplanması aşağıda verilen örnek vasıtasıyla açıklanmaya çalışılmıştır.

Örnek 1: Varsayalım ki, X bankası tarafından 120 bin YTL tutarında, aylık % 2 faizle ve 24 ay vadeli tüketici kredisi kullanılmakta-

Grafik 1: Tüketici Kredileri



dır. Buna göre BSMV oranının % 5, KKDF oranının da %15 olduğu varsayımı altında aylık ödemeler aşağıdaki formüller vasıtasıyla tespit edilmektedir.

[p= kullanılan kredi, i = aylık faiz oranı (ilan edilen), f = faiz oranı (yükümlülüklerin ilavesi sonrası), b = BSMV oranı, k = KKDF oranı, v = vade (ay olarak), A = Aylık Taksit, P_n = n'inci aylık ödemenin içerisinde yer alan anapara tutarı, F_n = n'inci aylık taksit içerisindeki faiz miktarı, K_n ve B_n = n'inci aylık taksit içerisinde yer alan KKDF ve BSMV miktarı]

1. Aşama: Faiz yükünün kanuni yükümlülükler dikkate alınarak yeniden hesaplanması.

$$f = i \times (1 + (b + k))$$

$$f = 0,02 \times (1 + (0,05 + 0,15)) = 0,024 \text{ (\% 2,4)}$$

2. Aşama: Taksitlerin hesaplanması⁽³⁾.

$$A = (p \times f \times (1 + f)^{24}) / ((1 + f)^{24} - 1)$$

3. Aşama: Aylık sabit ödemeler içerisinde ana para, faiz ile vergi ve benzeri yükümlülüklerin ayrıştırılması.

$$F_n = ((p - \sum_0^{n-1} P_n) \times i)$$

$$B_n = F_n \times 0,05$$

$$K_n = F_n \times 0,10$$

$$P_n = A - (F_n + B_n + K_n)$$

4. Ödeme tablosunun oluşturulması.

Tablo 1'den de görülebileceği üzere, X Bankası kullandığı kredi ile ilgili olarak tahsil ettiği toplam 159.255,31 YTL içerisinde her ay farklı olmakla birlikte toplam 1.635,64 YTL BSMV için, 4.906,91 YTL de KKDF'ye ilişkin kesinti yapmakta ve bu tutarları (toplam 6.542,55 YTL) ilgili vergi dairelerine yatırmaktadır. Bu sebeple krediyi kullanan kişi açısından ödemeler sabit olmakla birlikte, Banka'nın elde ettiği nakit akışı, vergi dairelerine aktardığı tutara bağlı olarak, her ay farklılık göstermektedir. Ödeme tablosunun bu şekilde olduğu varsayımı altında da Banka'nın elde ettiği nakit akımı her ay artarak devam etmekte, buna karşın tahsil edilen aylık taksitler içerisinde ayrıştırılarak vergi dairesine ödenen tutarlar ilk ay en yüksek olarak başlamakla birlikte, her ay azalmaktadır.

Tablo 1: Ödeme Tablosu (Örnek 1 İçin)

Net Aylık Faiz Oranı	2,0%	BSMV Oranı	5%
Brüt Aylık Faiz Oranı	2,4%	KKDF Oranı	15%
Kullandırılan Kredi	120.000		
Vade (ay)	24		

Ödeme Tablosu (YTL)						
Ay (n)	Taksit	Anapara	Faiz	BSMV	KKDF	BSMV + KKDF
1	6.635,64	3.755,64	2.400,00	120,00	360,00	480,00
2	6.635,64	3.845,77	2.324,89	116,24	348,73	464,98
3	6.635,64	3.938,07	2.247,97	112,40	337,20	449,59
4	6.635,64	4.032,59	2.169,21	108,46	325,38	433,84
5	6.635,64	4.129,37	2.088,56	104,43	313,28	417,71
6	6.635,64	4.228,47	2.005,97	100,30	300,90	401,19
7	6.635,64	4.329,96	1.921,40	96,07	288,21	384,28
8	6.635,64	4.433,87	1.834,80	91,74	275,22	366,96
9	6.635,64	4.540,29	1.746,13	87,31	261,92	349,23
10	6.635,64	4.649,25	1.655,32	82,77	248,30	331,06
11	6.635,64	4.760,84	1.562,33	78,12	234,35	312,47
12	6.635,64	4.875,10	1.467,12	73,36	220,07	293,42
13	6.635,64	4.992,10	1.369,62	68,48	205,44	273,92
14	6.635,64	5.111,91	1.269,77	63,49	190,47	253,95
15	6.635,64	5.234,60	1.167,54	58,38	175,13	233,51
16	6.635,64	5.360,23	1.062,84	53,14	159,43	212,57
17	6.635,64	5.488,87	955,64	47,78	143,35	191,13
18	6.635,64	5.620,60	845,86	42,29	126,88	169,17
19	6.635,64	5.755,50	733,45	36,67	110,02	146,69
20	6.635,64	5.893,63	618,34	30,92	92,75	123,67
21	6.635,64	6.035,08	500,47	25,02	75,07	100,09
22	6.635,64	6.179,92	379,77	18,99	58,96	75,95
23	6.635,64	6.328,24	256,17	12,81	38,43	51,23
24	6.635,64	6.480,12	129,60	6,48	19,44	25,92
TOPLAM	159.255,31	120.000,00	32.712,76	1.635,64	4.906,91	6.542,55

Amerika Birleşik Devletleri ve Avrupa Birliği'nde de aylık sabit taksitli kredilerin ana para ve faiz ayrıştırılması yukarıda izah edildiği şekilde yapılmaktadır. Türk Bankacılık Sektöründe genel kabul görmüş uygulamada, aylık sabit ödemeli kredilerin faiz ve ana para hesaplamasının yukarıda verilen örnekte olduğu üzere hesaplanmasıdır. Ancak çok sık rastlanılmamakla birlikte farklı şekillerde aylık sabit faizli kredilerin ana para ve faiz ödemelerinin ayrıştırıldığına sektörde rastlanılmaktadır.

AYLIK SABİT ÖDEMELİ PLASMANLARIN GETİRİSİNİN KAYDA ALINMASINDA FARKLI BİR YAKLAŞIM

Örnek 2: Tüm verilerin yukarıdaki örnek ile aynı olduğu varsayımı ile Y Bankası aylık sabit ödeme planını tablo 2'deki şekilde tespit etmiştir.

Dikkat edileceği üzere Y Bankası tarafından oluşturulan ödeme tablosu X Bankası tarafından hazırlananın terse çevrilmiş halidir. Her iki ödeme tablosu kıyaslandığında kredi kullanan şahıs açısından değişen hiç bir durum yoktur. Buna karşın Bankaların her ay gelir tablosuna intikal ettirdiği tutar ile vergi dairesine yatırdığı tutar farklılık göstermektedir. İki banka arasındaki farklılıkları daha detaylı incelemeden önce tablo 2'de verilen ödeme tablosunun hangi mantık çerçevesinde oluşturulduğunun izahının gerekli olduğu düşünülmektedir.

Y Bankası tarafından düzenlenen ve tablo 2'de verilen ödeme planının hazırlanması ile ilgili olarak yapılan hesaplamada 1 ve 2. aşamalar X Bankası tarafından yapılanlar ile aynıdır. Daha sonraki aşama ise, aşağıdaki formüllere uygun olarak gerçekleştirilmektedir.

Tablo 2: Ödeme Tablosu (Örnek 2 İçin)

Ay (n)	Ödeme Tablosu (Bin YTL)					
	Taksit	Anapara	Faiz	BSMV	KKDF	BSMV + KKDF
1	6.635,64	6.480,12	129,60	6,48	19,44	25,92
2	6.635,64	6.328,24	256,17	12,81	38,43	51,23
3	6.635,64	6.179,92	379,77	18,99	56,96	75,95
4	6.635,64	6.035,08	500,47	25,02	75,07	100,09
5	6.635,64	5.893,63	618,34	30,92	92,75	123,67
6	6.635,64	5.755,50	733,45	36,67	110,02	146,69
7	6.635,64	5.620,60	845,86	42,29	126,88	169,17
8	6.635,64	5.488,87	955,64	47,78	143,35	191,13
9	6.635,64	5.360,23	1.062,84	53,14	159,43	212,57
10	6.635,64	5.234,60	1.167,54	58,38	175,13	233,51
11	6.635,64	5.111,91	1.269,77	63,49	190,47	253,95
12	6.635,64	4.992,10	1.369,62	68,48	205,44	273,92
13	6.635,64	4.875,10	1.467,12	73,36	220,07	293,42
14	6.635,64	4.760,84	1.562,33	78,12	234,35	312,47
15	6.635,64	4.649,25	1.655,32	82,77	248,30	331,06
16	6.635,64	4.540,29	1.746,13	87,31	261,92	349,23
17	6.635,64	4.433,87	1.834,80	91,74	275,22	366,96
18	6.635,64	4.329,96	1.921,40	96,07	288,21	384,28
19	6.635,64	4.228,47	2.005,97	100,30	300,90	401,19
20	6.635,64	4.129,37	2.088,56	104,43	313,28	417,71
21	6.635,64	4.032,59	2.169,21	108,46	325,38	433,84
22	6.635,64	3.938,07	2.247,97	112,40	337,20	449,59
23	6.635,64	3.845,77	2.324,89	116,24	348,73	464,98
24	6.635,64	3.755,64	2.400,00	120,00	360,00	480,00
TOPLAM	159.255,31	120.000,00	32.712,76	1.635,64	4.906,91	6.542,55

3. Aşama: Aylık sabit ödemeler içerisinde ana para, faiz, vergi ve benzeri yükümlülüklerin ayrıştırılması

$$P_n = A / (1 + f)^n$$

$$F_n = (A - P_n) \times i / f$$

$$B_n = F_n \times 0,05$$

$$K_n = F_n \times 0,15$$

Yukarıda ayrıntılı olarak verilen iki ödeme tablosu, daha öncede ifade edildiği üzere, kredi kullanan şahıs açısından herhangi bir fark doğurmamakla birlikte ilgili Bankalar'ın gelir tablosu ile nakit akımları üzerinde farklı etkiler yaratmaktadır⁽⁴⁾.

Gelir tablosu üzerindeki etkileri irdelendiğinde; kredinin ömrü süresince gelir yazılacak tutar aynı olmasına karşın, her ay için X ve Y arasında farklılık oluşacaktır. Örneğin birinci ayın sonunda faiz gelirleri hesabı X Bankası için 2.400,00 YTL, Y Bankası için ise, 128,29 YTL olacaktır. Daha sonra ise, aylık gelir hesaplarına aktarılan tutar X Bankası'n-

da her ay azalırken, Y Bankası'nda artış gösterecektir.

Ancak iki banka arasında asıl önem arz eden farklılık nakit akımlarında meydana gelen değişimdir. Bu durum tablo 3'de gösterilmiştir.

Tablo 3 hazırlanırken Y Bankası'nın nakit akımlarından hareket edilmiş ve X Bankası'na nazaran ne gibi bir farklılığın oluşacağı irdelenmiştir. Tabloda yer alan aylık nakit akışları diğer tablolardan BSMV ve KKDF hariç yapılan aylık tahsilâtların toplanması suretiyle elde edilmiştir. Diğer bir deyişle anılan tutarlar, bankaların yaptıkları tahsilâtın BSMV ve KKDF düşüldükten sonra ellerinde kalan miktarı göstermektedir. Tabloda yer alan diğer sütunların hesaplanmasına ilişkin açıklamalar ise aşağıda verilmiştir.

Getiri hesaplamasında anılan serbest fonların 1 aylık plasman olarak interbank piyasasında değerlendirildiği varsayılmıştır (I = interbank faiz oranı = % 15).

Tablo 3

Aylar (n)	Aylık Net Nakit Akışı		Kümülatif Fark		Fon Fazlasından Elde
	X Bankası	Y Bankası	Fark (Kn)	(KKn)	Edilen Getiri (FFn)
1	6.155,64	6.609,72	454,08	454,08	0,00
2	6.170,66	6.584,40	413,74	873,50	5,68
3	6.186,04	6.559,68	373,64	1.258,06	10,92
4	6.201,80	6.535,54	333,75	1.607,53	15,73
5	6.217,93	6.511,97	294,04	1.921,67	20,09
6	6.234,44	6.488,95	254,50	2.200,20	24,02
7	6.251,36	6.466,47	215,11	2.442,81	27,50
8	6.268,68	6.444,51	175,83	2.649,18	30,54
9	6.286,41	6.423,07	136,66	2.818,95	33,11
10	6.304,57	6.402,13	97,56	2.951,74	35,24
11	6.323,17	6.381,68	58,51	3.047,15	36,90
12	6.342,21	6.361,71	19,50	3.104,74	38,09
13	6.361,71	6.342,21	-19,50	3.124,05	38,81
14	6.381,68	6.323,17	-58,51	3.104,59	39,05
15	6.402,13	6.304,57	-97,56	3.045,84	38,81
16	6.423,07	6.286,41	-136,66	2.947,25	38,07
17	6.444,51	6.268,68	-175,83	2.808,26	36,84
18	6.466,47	6.251,36	-215,11	2.628,26	35,10
19	6.488,95	6.234,44	-254,50	2.406,61	32,85
20	6.511,97	6.217,93	-294,04	2.142,64	30,08
21	6.535,54	6.201,80	-333,75	1.835,68	26,78
22	6.559,68	6.186,04	-373,64	1.484,98	22,95
23	6.584,40	6.170,66	-413,74	1.089,80	18,56
24	6.609,72	6.155,64	-454,08	649,34	13,62
TOPLAM	152.712,76	152.712,76	0,00		649,34

$Kn = n$ ayında Y Bankası tahsilatı - X Bankası tahsilatı.

$FFn = n$ ayında fazla fonların plasmanından elde edilen faiz = $KK(n-1) \times I/12$

$$KKn = KK(n-1) + Kn + FFn$$

Y Bankası'nın aynı kredi ile ilgili olarak farklı yapıda bir ödeme planı oluşturması sebebiyle toplam 649,34 YTL⁽⁵⁾ ilave gelir elde edilmiştir. Nitekim hesaplamaların doğruluğu

da $KK(24)$ ile $\sum_1^n FFn$ rakamlarının eşit olması ile kanıtlanmaktadır.

Esas olarak son tabloda yapılmak istenen; kredi ilişkisinin başlangıcında vergi dairesine yatırılmak yerine Banka bünyesinde tutulan fonların, kredi ilişkisi süresince getirili bir alana aktarılması kaydıyla Y Bankası açısından bir artı değer oluşturacağını gösterilmesidir.

Tabloya ilişkin hesaplamalarda kullanılan mantık aşağıdaki şekildedir;

Birinci ayın sonunda, Y Bankası, X Bankası'na nazaran, faiz tutarının az gösterilmesi

ve dolayısıyla vergi dairesine az para aktarılması sebebiyle, 340,76 YTL (K1) tutarında fazla bir fona sahip olmuştur (diğer bir ifade ile X Bankası tarafından yatırılan BSMV ve KKDF tutarı aynı miktarda Y Bankası'na göre fazladır). Bu tutar 1 ay vadeli olarak bankalar arası para piyasasında değerlendirilmiştir. İkinci ayın sonunda 340,76 liranın bir aylık faizi olan 4,26 YTL (FF1) Y Bankası tarafından tahsil edilmiş, buna 2. ay için X Bankası'na nazaran eksik yatırılan vergi ve fon miktarı olan 310,54 YTL (K2) ve 1. ay sonundan gelen 340,76 YTL (KK1)⁽⁶⁾ eklenerek ikinci ay sonunda Y Bankası'nın X Bankası'na göre sahip olduğu fazla nakit akımı (KK2) tespit edilmiştir.

Ancak her zaman Y Bankası'nın nakit akımları X Bankası'na nazaran fazlalık göstermemektedir. Kredi vadesinin ikinci yarısında, bu defa Y Bankası ertelemiş olduğu vergileri ödemesi sebebiyle X Bankası'na göre daha fazla nakit çıkışına maruz kalacaktır. Ancak kredi ilişkisinin başlangıcında Y Bankası tarafından fon fazlası oluşturulması se-

bebiyle bu fazlalıkların getirisi her zaman bir tortu oluşturacak ve faiz hariç vergi dairesine yapılan ödemeler arasında X ve Y Bankaları arasında fark olmamasına karşın faizli bakıyelere (KKn) bakıldığında Y Bankası'nın finansal anlamda avantaj sağladığı görülecektir.

Yapılan örnekte iki yılın sonunda 120.000 YTL tutarında ve 24 ay vadeli kredi sebebiyle Y Bankası'nın, X Bankası'na nazaran izah edilen yöntem çerçevesinde 649,34 YTL tutarında fazla gelir ve fon elde ettiği görülebilmektedir. Bu tutardaki fonun Banka açısından değeri ise, (daima %15 faizle aylık olarak plase edileceği ve Banka'nın sermaye maliyetinin de % 16 olduğu varsayımıyla) 32.467,22 YTL'dir⁽⁷⁾.

Sonuç olarak tamamıyla aynı aylık sabit taksitli kredinin iki farklı şekilde faiz ve anapara ayırımına tabi tutulması dolayısıyla Y Bankası 24 ayın sonunda X Bankası'na nazaran 649,34 YTL daha fazla gelir elde etmiş ve elde ettiği bu gelirin sürekli olarak faizli alanlara plase edilmesi sebebiyle de gelecekteki nakit akımlarının bugünkü değeri kapsamında (ve yukarıda verilen varsayımlar çerçevesinde) 32.467,22 YTL artı değere sahip olmuştur. Sadece 649,34 YTL'den hareket edilse dahi iki yılda elde edilen ilave getiri yıllık % 0,3'e tekabül etmektedir.

Elbette 649,34 YTL bir banka için çok önemli bir tutar değildir. Ancak bu durum yukarıdaki değerlendirmenin tüm aylık taksitli kredi portföyü bazında yapılması halinde değişecektir. Örneğin, Y Bankası'nın aylık taksitli kredi portföyü ortalaması 8.000.000 YTL, portföyün ortalama aylık faiz oranı % 2 ve ortalama vadesi 24 ay olduğu varsayılırsa iki yöntem arasında oluşacak fark 649,34 YTL'den 43.289,63 YTL'ye ulaşacaktır. Keza bu tutarın gelecekte getirilerinin bugünkü değeri de 2.164.481,39 YTL olacaktır⁽⁸⁾.

Ayrıntılı olarak izah edildiği üzere ikinci yöntem ile hazırlanan aylık ödeme tablosu bankalar açısından daha avantajlı sonuçlar doğurmaktadır. Doğal olarak tüm bankaların ikinci metot ile ödeme tablolarını hazırlamak istemesi beklenen bir durumdur. Ancak bu beklentinin tersine ülkemizde pek çok banka,

yurt dışına paralel bir şekilde, ilk yöntem ile ödeme tablosu hazırlamaktadır. Esasında ödeme tablolarının nasıl olacağına ve faizin nasıl hesaplanacağına ilişkin bir düzenleme ülkemizde yasal zorunluluk anlamında bulunmamaktadır. Ancak 4822 sayılı Tüketicinin Korunması Hakkında Kanun'un 10'uncu maddesine dayanılarak çıkarılan Tüketici Kredisinde Erken Ödeme İndirimi ve Kredinin Yıllık Maliyet Oranının Hesaplama Usul ve Esasları Hakkındaki Yönetmeliğin ekinde yer alan örnek ödeme planı da yukarıda verilen birinci yöntemle göre hesaplanmıştır. Dolayısıyla genişletici bir yorum olmakla birlikte mevzuat anlamında da birinci yöntemin kullanılmasının gerekli olduğu düşünülmektedir.

Bu arada unutulmaması gereken nokta, gelir tablosunda ortaya çıkan zamanlama farkından hariç olarak, nakit akımlarında meydana gelen farklılığın tamamen ödenen KKDF ve BSMV kesintilerinden kaynaklanmıştır. Bu sebeple yukarıda verilen ve nakit akımlarında ortaya çıkacak farkın yaratacağı haksız rekabete ilişkin analiz; faiz üzerinden yapılacak kesintilerin artması ile daha da önem arz edecek, kaldırılması ile birlikte ise, ortadan kalkacaktır.

Sonuç olarak ülkemizde rastlanan iki farklı yöntem ile aylık sabit taksitli kredilerde geri ödeme planı hazırlanmasının, bankalar arasında haksız rekabet yaratacağı, nitekim yukarıda verilen yönetmelik hükümleri de göz önüne alındığında ikinci yöntemin Türkiye'de kullanılmamasının gerektiği düşünülmektedir. Buna karşın mezkur yönetmelikte bu konuda açık bir düzenleme bulunmamaktadır. Her iki yöntemin de finansal anlamda doğru olması sebebi ile de halihazırda Türkiye'de faaliyet gösteren bankalar açısından yöntem seçme konusunda bir kısıtlama bulunmamaktadır.

Dipnotlar

1) Kaynak: TBB, YP krediler dövizle endeksli kredilerin TP cinsi değerini ifade etmektedir.

2) Kaynak: BDDK, Taksitli ticari krediler ile tüketici kredilerinin TBD toplam ulaştığı bakiye ise 31.12.2004 tarihi itibarıyla yaklaşık 24 milyar YTL'dir.

3) MS Excel kullanılarak yapılacak hesap-
lama: $= \text{pmt}(f; v; p)$.

4) Kredi kullanan şahsın krediyi erken kapatması halinde X ve Y Bankası tarafından tahsil edilecek tutarın farklı olması da yine ikinci metotta henüz vadesi gelmemiş ana paraların, erken kapama tarihine değin işlemiş faizlerinin de Y Bankası tarafından tahsil edilecek olması sebebiyle mümkün olmayacaktır.

5) Şayet aylık Interbank faiz oranı % 30 olsa idi, bu rakam 1.496,06 YTL olacaktı.

6) İlk ayın sonunda KK1 ile K1 birbirine eşittir.

7) Yukarıda bahsi geçen tutar şu formülle

hesaplanmıştır: $649,34 / (0,16^2 - 0,15^2)$ oranların 2 ile çarpılmasının sebebi 2 yıl sonunda 649,34 YTL'nin elde edilmesidir. Son-
suza kadar sürecek olan ödemelerin (perpetuity) belirli bir iskonto ve artış oranı kullanılmak suretiyle bugünkü değerinin hesaplanmasında kullanılan bu formül, özellikle İngiltere'de halen var olan ve belirli bir vadesi ya da ana parası olmamakla birlikte her dönem belli bir tutarda ödeme yapılmasını garanti eden menkul kıymetlerin piyasa değerinin hesaplanmasında da kullanılmaktadır.

8) İlk örnekte kullanılan varsayımlar esas alınmakla birlikte, Ticari Kredi Portföyünde de aynı oranda KKDF uygulandığına yönelik basitleştirici ancak şu anki mevzuata uygun olmayan bir varsayımda bulunulmuştur.



Görüşler

YRD. DOÇ. DR. DENİZ GİZ

Istanbul Üniversitesi, İ.İ.B.F., İktisat Teorisi Anabilim Dalı Öğretim Üyesi

Oyun Teorisi'ne Genel Bir Bakış

Oyun teorisi, gerçek kişilerin karar alma sürecinde kullandıkları bir analizdir. Bu süreçte, kişilerin alacakları kararlar birbirlerini doğrudan etkiler. Oyun teorisi ekonomik, siyasî, askerî, biyolojik vb. alanlardaki çelişkili ve risk taşıyan durumlarda kullanılabilir.

Oyun teorisinin ekonomi alanında ilk kez görülmesi 1944 yılına rastlar. Von Neumann ve Morgenstern⁽¹⁾ ortak imzalı "Theory of Game and Economic Behaviour" adlı yapıt bir başlangıç oluşturur.

İleriki yıllarda Nash⁽²⁾, Luce, Raiffa⁽³⁾ ve Shapley⁽⁴⁾ konuya çeşitli yollardan katkıda bulunmuşlardır.

Oyun teorisinin mikro ve makro alanlardaki mevcut çok sayıdaki uygulamaları arasında; uluslararası ticaret, para politika ve yönetimi, ücret - fiyat ayarlamaları sayılabilir.

TEORİ

Bir kişi ya da kişilerin aldığı kararlar, genellikle diğer kişi ya da kişilerin davranışlarını etkiler.

Bir firma, yeni bir ürünü piyasaya sürdüğünde, rakip firmaların pazar paylarından bir kısmını elde edebilmek için ürünün fiyat, nitelik, tanıtım ve dağıtımında çeşitli ayarlamalar yapar. Bunun sonucunda rakip firmalar ve kârları doğrudan etkilenir. Böyle bir ortamda, rakiplerin de sessiz kalması beklenemez.

Kişisel etkileşimler sonunda doğacak ça-

tışmaların söz konusu olduğu benzer durumlarda, oyun teorisi kişilerin nasıl davranacağını inceler. Bu durumlara oyun adı verilir. Bir durumun oyun olarak nitelendirilebilmesi için üç elemana sahip olması gerekir: (1) Kişiler: Bunlara oyuncular denir. (2) Stratejiler: Her oyuncu için mümkün olan seçenekler kümesidir. (3) Kazançlar: Oyuncuların seçimleri sonucu elde edecekleri faydalar.

Kişiler, ya çıkarlarını gözeterek bir araya gelirler ve işbirliği yaparlar, ya da bencil bir davranış biçimi sergileyerek işbirliğinden kaçınırlar. İşbirliğinin söz konusu olduğu oyunlarda, birbirleriyle iletişim kuran kişilerin aldıkları grup kararları, tek başlarına davranıp da alacakları kararlardan farklı ve kârlı olur⁽⁵⁾. İşbirliğinin söz konusu olmadığı oyunlarda, bencil ve fırsatçı kişilerin her zaman en yüksek kâr veya çıkarın peşinde olduğu görülür.

İşbirliğinin söz konusu olduğu oyunlar grup kararlarını incelerken; işbirliğinin söz konusu olmadığı oyunlar, kişisel seçimlerin tutarlılığıyla ilgilendir.

Bireyselliğin egemen olduğu mikro ekonomide, esas olarak işbirliğinin söz konusu olmadığı oyunlar kullanılır. Ancak bu, mikro ekonomide karşılıklı anlaşma ve birlikte iş yürütmenin mümkün olmadığı anlamına gelmez.

Kısaca, işbirliğinin söz konusu olduğu oyunları, işbirliğinin söz konusu olmadığı oyunların bir alt kümesi olarak algılayabiliriz.

İşbirliğinin söz konusu olmadığı oyunları dört ana başlıkta toplamak mümkündür: (i) Tam bilgiye dayalı statik oyunlar. (ii) Eksik bilgiye dayalı statik oyunlar. (iii) Tam bilgiye dayalı dinamik oyunlar. (iv) Eksik bilgiye dayalı dinamik oyunlar

Statik oyunlarda, oyuncular aynı anda ve birbirlerinden habersiz olarak, yalnız bir kez karar verirler. Dinamik oyunlarda ise, kararlar farklı zamanlarda ve ard arda verilir.

Tam bilgiyle anlatılmak istenen, oyuncuların birbirlerinin tüm özelliklerini ve kazançlarını bilmelidir. Eksik bilgiyle anlatılmak istenen ise, oyuncuların birbirlerinin özellik ve kazançlarından haberleri olmadığıdır⁽⁶⁾. Örneğin bir açık arttırmada, fiyat arttıran kişinin, diğer bir katılımcının aynı mal için ne kadar pey sürdüğünü bilmemesi gibi.

Bu çalışmamızda tam bilgiye dayalı statik oyunlar incelenecektir.

TAM BİLGİYE DAYALI STATİK OYUNLAR

X ve Y diye nitelendirdiğimiz iki kişinin birer kâğıda "evet" veya "hayır" seçeneklerinden birini yazmaları önerilir. Karar anında bu kişiler birbirlerinden tamamen habersiz olup, biri diğerinin neyi seçtiğini bilmeyecektir.

Seçim, ya da daha doğru deyişle oyun sonunda elde edilecek kazançlar Şekil 1'deki matriste gösterilmiştir.

Şekil 1: Kazançlar Matrisi

		Y	
		Evet	Hayır
X	Evet	(3,3)	(0,4)
	Hayır	(4,0)	(2,2)

Kazançlar matrisi olarak adlandırdığımız bu matrisin her kutusunda gördüğümüz ikililerin solundaki sayı X'in kazancını, sağındaki sayı ise, Y'nin kazancını göstermektedir. Örneğin, X "evet" yazdığında, Y'de "evet"i seçerse, X'in kazancı 3, Y'nin ki ise, yine 3 olmaktadır. X'in "evet" yazması halinde, Y "hayır"ı seçerse X'in kazancı 0, Y'nin ki ise, 4 olmaktadır. X "hayır", Y "evet" derse, X'in kazancı 4, Y'nin ki ise, 0 olur. Her ikisi de "hayır" derse, kazançları 2'şer olur.

Kazançlar matrisi yardımıyla oyunun tam bir ifadesi yapılabilir. Oyuncuların sayısı, yaptıkları seçimler ve sonuçta elde ettikleri kazançların bu matriste açık ve net olarak gösterilmesi mümkündür.

Örneğimizde her oyuncu iki çeşit karar alabilmektedir; evet veya hayır. Bu durumda dört çeşit strateji kombinasyonu mevcuttur. Böylelikle, oyuncuların maksimum kazancı elde etmek için nasıl davranmaları gerektiği matristen çıkarılabilir.

BASKIN STRATEJİ

Şekil 1'deki matriste de görüldüğü gibi, oyunculardan herhangi biri evet dediğinde kazancı 3 veya 0 olmaktadır (Şekil 2A-2B).

Şekil 2A: X'in Evet Dediği Durumlarda Kazancı

		Y	
		Evet	Hayır
X	Evet	(3,....)	(0,....)
	Hayır		

Şekil 2B: Y'nin Evet Dediği Durumlarda Kazancı

		Y	
		Evet	Hayır
X	Evet	(...,3)	
	Hayır	(...,0)	

Hayır demeleri halinde kazançları 4 veya 2 olacaktır (Şekil 3A-3B).

Şekil 3A: X'in Hayır Dediği Durumlarda Kazancı

		Y	
		Evet	Hayır
X	Evet		
	Hayır	(4,....)	(2,....)

Şekil 3B: Y'nin Hayır Dediği Durumlarda Kazancı

		Y	
		Evet	Hayır
X	Evet		(...,4)
	Hayır		(...,2)

Bu durumda "hayır" stratejisi daha çok kazanç getirdiği için "baskın" strateji; "evet" stratejisi ise "baskın olmayan" stratejidir.

Diğer oyuncuların stratejileri ne olursa olsun, bir oyuncunun seçtiği strateji en iyi kazancı vermiyorsa bu strateji baskın olmayan strateji diye adlandırılır.

Aynı şekilde, diğer oyuncuların stratejileri ne olursa olsun, bir oyuncunun seçtiği strateji en iyi sonucu veriyorsa, bu strateji baskın strateji diye adlandırılır.

Bu nedenle, her iki oyuncunun (hayır, hayır) stratejisini seçmesi en uygun olanıdır.

MAHKÜMLAR İKİLEMİ (PRISONER'S DILEMMA)⁽⁷⁾

Oyun teorisinin klasik örneklerinden biri de; Mahkûmlar İkilemidir. İki şüpheli, bir suçtan ötürü tutuklanmıştır. Polis onları mahkemeye sevk edip mahkûm edebilmesi için, içlerinden birinin itirafta bulunması gerekmektedir. Polis, şüphelileri ayrı hücrelere yerleştirerek, verecekleri ifadelerle göre ne gibi sonuçlarla karşılaşabileceklerini kendilerine açıklar: (A) Hiçbiri itirafta bulunmazsa, her ikisi de birer ay hapis yiyeceklerdir. (B) Eğer ikisi de itirafta bulunursa, her biri altışar ay yatacaktır. (C) Biri itiraf eder de, öteki etmezse, bu sefer itiraf etmeyen dokuz ay hapis yatacak, diğeri ise serbest bırakılacaktır (Şekil 4).

Şekil 4: Mahkûmlar İkilemi

		2. Tutuklu	
		İtiraf Etmezse	İtiraf Ederse
1. Tutuklu	İtiraf Etmezse	(-1,-1)	(-9,0)
	İtiraf Ederse	(0,-9)	(-6,-6)

Matriste (-) işaretler hapiste yatılacak süreyi göstermektedir.

Rasyonel seçimin (itiraf etmezse, itiraf etmezse) ikilisi gibi gözükmesine rağmen; 1. veya 2. tutuklu itiraf etmezlerse kazançları -1 ve -9, 1. veya 2. tutuklu itiraf ederlerse kazançları 0 ve -6'dır. Bu durumda 2. seçenek baskın olup, her ikisi de itiraf etmelidir. Böylelikle (-6,-6) ikilisi cevap olur, ama kazancının

(-1,-1) ikilisinden az olması ikilemi oluşturur⁽⁸⁾.

DENEME YANILMA YÖNTEMİYLE ELEME

Şekil 1'deki oyunda sonuca kolayca gidilmişti. Her oyuncunun baskın stratejisi olan "Hayır" belli olduğu için, diğer stratejilerin elenmesi yeterli olmuştu. Oyuncular için baskın bir strateji belirleyemediğimiz durumlarda, uygun stratejiyi deneme yanılma yoluyla buluruz.

Şekil 1'deki matrise, X için bir satır daha eklenerek Şekil 5'teki matrisi elde edilsin.

Şekil 5

		Y	
		Evet	Hayır
X	Evet	(3,3)	(0,4)
	Hayır	(4,0)	(2,2)
	Çekimser	(5,0)	(0,2)

Şekil 5'teki matriste, X için "Hayır" stratejisi "Evet"e göre daha baskındır. Çünkü kazancı daha fazladır. Buna karşın, Y "Evet" dediğinde, X için "Hayır" stratejisi baskın özelliğini yitirmekte, X "Çekimser"i seçerek kazancını arttırmaktadır.

Y, hiç bir zaman "Evet" oynamaya yanaşmayacaktır. Çünkü onun için "Hayır" stratejisi daha baskındır. Bu yüzden X, sol sütünü atmak zorunda kalır ve seçimini "ona" göre yapar. Bu da "Hayır" olur. Böylece uyguladığımız deneme yanılma yöntemi ile en uygun stratejinin (Hayır, Hayır) olduğu bulunur.

Deneme yanılma yöntemiyle elemek tam bilgiye dayalıdır. Oyuncular yalnızca kendi kazançlarını değil, diğerlerinin de kazançlarını bilmek zorundadırlar. Bunun yanında, birbirlerinin nasıl akıl yürüttüklerini de sezmeleri gerekir. Bilginin ortak olduğu ve herkesin her şeyi aynı derecede bildiği bir ortam söz konusu olup, bunun her zaman mümkün olmayacağı aşikârdır. Hatta bazı durumlarda tek bir çözüme ulaşılamaz.

NASH DENGESİ

Yukarıda saydığımız olumsuzluklara karşı üretilen yöntemlerin başında Nash Dengesi yöntemi gelir.

Şekil 6

		Y Oyuncusu	
		Evet	Hayır
X Oyuncusu	Evet	(1,1)	(3,2)
	Hayır	(2,2)	(2,1)
	Çekimser	(2,1)	(1,2)

Şekil 6'daki oyunda, hiçbir oyuncunun baskın olmayan stratejisi yoktur. Bu nedenle seçilmeyecek stratejileri belirleyip elemek mümkün değildir.

Nash, bu elemeyi yapabilmek için özgün bir kriter önermektedir. Her oyuncunun kendi stratejisinin diğer oyuncuların stratejilerine karşı en iyi cevabı verdiği bir stratejiler kombinasyonuna denge hali adını vermektedir.

O halde, Nash Dengesi, diğer oyuncuların seçimleri belli iken, her bir oyuncunun optimum seçimi ile belirlenen bir kombinasyondur⁽⁹⁾. Bir başka deyişle her bir oyuncunun diğerine en iyi cevabı olan strateji Nash Dengesinin strateji ikilisini belirler⁽¹⁰⁾.

Şekil 6'da: X "evet" derse, Y'nin en iyi cevabı "hayır"dır. X "evet" derse, Y'nin en iyi cevabı "evet"tir. X "çekimser" kalırsa, Y'nin en iyi cevabı "hayır"dır. Aynı şekilde, Y "evet" derse, X'in en iyi cevabı "çekimser", Y "hayır" derse, X'in en iyi cevabı "evet" olur. En iyi cevaplara uygun kazançları Şekil 7'de işaretleyelim:

Şekil 7

		Y Oyuncusu	
		Evet	Hayır
X Oyuncusu	Evet	(1,1)	(3*,2*)
	Hayır	(2,2*)	(2,1)
	Çekimser	(2*,1)	(1,2*)

En iyi cevaplar (*) işaretli olanlardır.

(Evet, Hayır) ikilisi bu oyunun Nash Dengesi çözümüdür. Öyleyse, Nash Dengesi için en iyi cevaplar kümelerinin kesişimi denilebilir.

İlk bakışta, Nash Dengesi diğer çözüm yöntemlerinden etkin gözüktür. Bunun sebebi de, birçok strateji içinden en uygununu seçmesidir. Ancak Nash Dengesi, bize oyuncuların bu dengeye ulaşmak için nasıl karar ala-

caklarını söylemez. Sadece, denge kombinasyonu bir kere seçildiğinde, diğer bir strateji seçmenin faydasız olduğunu belirtir. Diğer yöntemlerde, en azından bazı stratejileri oyuncuların düşünerek nasıl eleddikleri bilinir.

Bu yetersizliğine rağmen, mikro ve makro ekonomi Nash Dengesini kullanır. Eğer sonuçta bir dengeye ulaşılyorsa, bu seçim doğrudur. Ancak pek çok durumda, oyun teorisi, oyuncuların denge stratejilerini nasıl seçeceklerini belirtmez. Ekonomide de, birçok durumda ek bilgilere gerek duyulur. Bazı durumlarda Nash Dengesi kurulamaz, bazılarında ise birden çok Nash Dengesi vardır.

NASH DENGESİNDE ÇÖZÜMLERİN ÇOKLUĞU

Bu duruma klasik bir örnek olarak "Cinsiyetler Çatışması"nı gösterebiliriz. Bir erkek bir kadınla çıkacaktır. Ancak gidecekleri yer konusunda anlaşamazlar. Erkek sinemaya gitmek istemekte, kadın ise, alışveriş yapmayı tercih etmektedir. Her ikisinin de iki çeşit strateji yürütebilecekleri kolayca görülmektedir: Ya taviz vereceklerdir (T), ya da kararlarında ısrar edeceklerdir (İ).

Her ikisinin de aynı anda kendi kararlarında ısrar etmeleri, durumların en istenilmeyenidir. Aynı şekilde, her ikisinin de taviz vermesi durumunda ise, bir anlaşmaya varmaları mümkün olamaz.

Oyunla ilgili kazançlar matrisi Şekil 8'deki gibi olsun.

Şekil 8: Cinsiyetler Çatışması Kazançlar Matrisi

		Erkek	
		İ	T
Kadın	İ	(-1,-1)	(3*,2*)
	T	(2*,3*)	(1,1)

En iyi cevaplar (*) ile gösterilenlerdir. Yani birinin taviz verdiği, diğerinin vermediği cevaplardır. Görüldüğü gibi iki tane Nash Dengesi mevcuttur. Bu çözümlerden yalnızca birinin seçilmesi için teorisyenlerin önerdiği kriterlerden biri bağıl dengedir.

Bağıl dengede, oyuncular karar aşamasından önce birbirleriyle iletişim kurarak,

muhtemel rastlantısal durumlarla ilgili kararlar alırlar. Örneğin, erkek-kadın birlikte Pazar günü çıkacaklarsa ve o gün % 50 olasılıkla yağmur yağacaksa, önceden karar verirken, birbirlerine danışarak, yağmur yağmazsa alışverişe, yağarsa sinemaya gidelim diyebilirler.

Olayların rastlantısal gelişimine bağlı olarak yapılan koşullu anlaşmalarda seçilen Nash dengesi bir bağıl dengedir.

SONUÇ

Oyun teorisiyle ilgili bu kısa incelememiz bizi iki sonuca götürmektedir. İlki; stratejik etkileşimler koordinasyon hataları doğurmaktadır, yani kişiler kendi stratejilerini tamamen bağımsız olarak seçtiklerinden optimum altı kararlar alabilirler.

İkincisi ise birçok durumda, oyun teorisi, çoklu Nash dengesi çözümleri sebebiyle tek bir çözüm ortaya koyamamaktadır.

KAYNAKÇA

- AUMANN, R., S. HART, Handbook of Game Theory, North-Holland, Amsterdam, 1992.
- BINMORE, K., Essays on the Foundations of Game Theory, Basil Blackwell, Oxford, 1990.
- FUDENBERG, D., J. TIROLE, Non-cooperative game theory for industrial organisation: an introduction and overview, North-Holland, Amsterdam, 1989.
- FUDENBERG, D., J. TIROLE, Game Theory, MIT, Cambridge, 1991.
- HARSANYI, J., A general theory of rational behaviour in game situations, Econometrica, 34, 1966.
- HARSANYI, J., Games with incomplete information played by Bayesian players, Management, Science, 14, 1967-1968.
- HARSANYI, J., Rational behaviour and Bargaining Equilibria in Games and Social Situations, Cambridge University Press, Cambridge 1977.
- HARSANYI, J. R. SELTEN, A generalised Nash solution for two-person bargaining games with incomplete information, Management Science, 18, 1972.
- KREPS, D., Game Theory and economic modeling, Oxford University Press, New York 1990.

- KREPS, D., P. MILGROM, J. ROBERTS, R. WILSON, Rational cooperation in the finitely repeated prisoner's dilemma, Journal of Economic Theory, 27, 1982.

- LUCE, R., H. RAIFFA, Games and Decisions, Wiley, New York 1957.

- MAYNARD SMITH, J., Evolution and the Theory of Games, Cambridge University Press, Cambridge 1982.

- MOULIN, H., Game Theory for the Social Sciences, New York University Press, New York 1982.

- NASH, J., The bargaining problem, Econometrica, 18, 1950.

- NASH, J., Non-cooperative games. Annals of Mathematics, 54, 1951.

- NASH, J., Two person cooperative games, Econometrica, 21, 1953.

- POUNDSTONE, W., Prisoner's Dilemma, Oxford University Press, 1993.

- RASMUSSEN, E., Games and information, Blackwell, Oxford 1989.

- RUBINSTEIN, A., Perfect equilibrium in a bargaining model, Econometrica, 50, 1982.

- SHAPLEY, L. S., A value for n person games. Bkz.H.Kuhn ve A.Turker, Contributions to the Theory of Games, Princeton University Press, Princeton, 1953.

- SHUBIK, M., Game Theory in the Social Sciences, MA, MIT Press, Cambridge 1984.

- STAHL, I., Bargaining Theory, Economic Research Institute, Stockholm, 1972.

- VAN DAMME, E., Stability and Perfection of Nash Equilibrium, Berlin, Springer Verlag, 1987.

- VON NEUMANN, J. – MORGENSTERN, Theory of Game and Economic Behaviour, Princeton University, Princeton, 1944.

- WILSON, R., Reputations in games and markets. Bkz. A.Roth, Game Theoretic. Models of Bargaining, Cambridge, University Press, Cambridge 1985.

Dipnotlar

1) Von NEUMANN, J.MORGENSTERN, Theory of Game and Economic Behaviour, Princeton University, Princeton, 1944.

2) J. F. NASH, Noncooperative games, Annals

of Mathematics 54, 1951, s.289-295.

3) LUCE, R. D. - H.RAİFFA, Games and Decisions, Willey, New York, 1957.

4) SHAPLEY, L. S., A Value for n person games, Bkz. H.Kuhn ve A.Tucker, Contributions to the Theory of Games, Princeton University Press, Princeton, 1953, s.307-317.

5) M. SHUBİK, Game Theory in the Social Sciences, Cambridge, M.: MIT, 1984.

6) Fudenberg D., J. Tirole, Game Theory, MIT, Cambridge, 1991.

7) Poundstone,W., Prisoner's dilemma, Oxford University P. 1993.

8) KREPS D. M., P. MILGROM, J. ROBERTS ve R. WILSON, Rational Cooperation in the Prisoner's Dilemma: Journal of Economic Theory, 27, s.245-252.

9) NASH, J. F., a.g.e.

10) VAN DAMME, E., Stability and Perfection of Nash Equilibrium, Berlin, Spirnger Verlag, 1987.

*Sayın Okurlarımız, 2006 Yılı Aboneliğinizi
Yenilediniz mi? Bekliyoruz...*

Adı Soyadı :

Firma Adı :

Adres :

.....

.....

Posta Kodu: *Tel:* *Faks:*

e-mail:

Rakamların Dili

Finans – Politik & Ekonomik Yorumlar Dergisi

EKONOMİK GÖSTERGELER DIŞ DÜNYA (OCAK 2006)

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.	4.3	3.5	3.2	5.0	- 767.8	- 780.6
Almanya	2.5	2.3	1.0	11.5	202.9	113.6
Avustralya	0.6	3.0	6.1	5.1	- 15.3	- 43.5
Avusturya	2.3	1.6	2.4	5.2	- 1.9	0.2
Belçika	1.7	2.6	2.3	12.8	16.1	9.2
Danimarka	5.7	2.0	2.8	5.4	10.0	9.7
Fransa	2.7	1.6	3.2	9.7	- 28.9	- 31.4
Hollanda	1.3	1.8	1.1	6.5	39.3	44.3
İngiltere	1.6	2.1	3.6	4.9	- 115.5	- 43.6
İspanya	3.3	3.4	3.4	8.6	- 93.9	- 79.0
İsveç	3.9	0.8	3.4	5.0	20.8	24.2
İsviçre	4.3	1.0	0.9	3.7	7.0	51.4
İtalya	1.1	2.2	3.0	7.7	- 11.2	- 27.8
Japonya	1.0	- 0.7	- 0.1	4.5	98.2	164.3
Kanada	3.6	2.6	2.2	6.4	50.9	19.6
Euro Bölgesi	2.6	2.3	2.2	8.3	47.3	1.4

Açıklamalar: (b.d.) = Belli Değil Kaynak: The Economist, 24 Aralık 2005.

(*) 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.



MERKEZ BANKASI BEKLENTİ ANKETİ

Cari Dönem	Gözlem Sayısı	En Küçük	En Büyük	Standart Sapma	Aritmetik Ortalama	Medyan	Mod	Uygun Ortalama
Tüketici Enflasyonu Beklentisi (%) (Aralık - 05) (2.Dönem)	85	0.02	1.50	0.23	0.66	0.65	0.50	0.65
İki Ay Sonrasının TÜFE Beklentisi (Aralık - 05) (2.Dönem)	82	- 0.30	1.10	0.24	0.44	0.44	0.50	0.44
Yıl Sonu TÜFE Beklentisi (Aralık - 05) (2.Dönem)	86	7.00	8.34	0.26	7.83	7.81	8.00	7.86
Gelecek 12 Aylık Dönemin TÜFE Beklentisi (Aralık - 05) (2.Dönem)	83	3.50	8.00	0.74	5.83	5.90	6.00	5.84
Üç Aylık Hazine İhalesi Yıllık Bileşik Faiz Oranı Beklentisi (%) (Aralık - 05) (2.Dönem)	84	13.00	14.80	0.39	14.16	14.03	14.00	14.16
Yıl Sonu Bileşik Faiz Oranı Beklentisi (Aralık - 05) (2.Dönem)	84	13.00	14.80	0.39	14.16	14.03	14.00	14.16
Para Piyasası Gecelik Yıllık Basit Faiz Oranı Beklentisi (%) (Aralık - 05) (2.Dönem)	84	13.00	13.75	0.11	13.49	13.50	13.50	13.50
Yıl Sonu Basit Faiz Oranı Beklentisi (Aralık - 05) (2.Dönem)	84	13.00	13.75	0.11	13.49	13.50	13.50	13.50
Bankalararası Döviz Piyasası Dolar Kuru Beklentisi (YTL) (Aralık - 05) (2.Dönem)	86	1.3450	1.4000	0.0091	1.3568	1.3550	1.3500	1.3557
Yıl Sonu Dolar Kuru Beklentisi (YTL) (Aralık - 05) (2.Dönem)	86	1.3450	1.4000	0.0091	1.3568	1.3550	1.3500	1.3557
Cari İşlemler Dengesi Beklentisi (Milyon Dolar) (*) (Aralık - 05) (2.Dönem)	78	-24000.0	-20000.0	959.2	-22516.5	-22500.0	-23000.0	- 22516.5
GSMH Büyüme Beklentisi (%) (Aralık - 05) (2.Dönem)	84	4.5	6.3	0.3	5.4	5.4	5.5	5.4

TEMEL GÖSTERGELER

Konsolide Bütçe (Kasım Sonu)		Enflasyon	
GELİRLER	121.238.900 Milyar TL	ÜFE YILLIK KASIM SONU	% 6,89
HARCAMALAR	126.705.324 Milyar TL	TÜFE YILLIK KASIM SONU	% 8,31
BÜTÇE AÇIĞI	- 5.466.424 Milyar TL	ÜFE AYLIK KASIM SONU	% - 0,95
FAİZ DIŞI FAZLA	35.985.146 Milyar TL	TÜFE AYLIK KASIM SONU	% 1,40
İç Borç Stoku (Toplam)		GSMH Büyüme Hızı %	
KASIM SONU	243,7 Milyar YTL	2005 3. DÖNEM	7,3
Dış Borç Stoku (Toplam)		GSMH	
KASIM SONU	84,3 Milyar YTL	CARİ FİYATLARLA 2005 3. DÖNEM	150,541 Trilyon TL
İhracat Gelirleri (Toplam)		Sanayi Üretim İndeksi (Toplam)	
OCAK - EKİM	60.352,498 Milyar Dolar	EKİM	% 132,2
İthalat Giderleri (Toplam)		Kapasite Kullanım Oranı	
OCAK - EKİM	94,971 Milyar Dolar	KASIM	% 81,2
Nakit Dengesi		İşsizlik	
KASIM SONU	- 7.771.769 Milyar TL	2005 EYLÜL SONU	% 9,7

SİZ DE ABONE OLUN!

*"Finans – Politik & Ekonomik Yorumlar Dergisi"ne abone olanlar,
"Finans – Politik & Ekonomik Yorumlar Dergisi"ni önce okuyanlardır.*

Adı Soyadı :
Firma Adı :
Adres :
.....
Posta Kodu : Tel: Fax:
e-mail:

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

"FİNANS – POLİTİK & EKONOMİK YORUMLAR" Aylık Dergi, 12 sayı için

Abone Koşulları;

YURT İÇİ

- 6 Aylık: 40,00.- YTL
 1 Yıllık: 72,00.- YTL

YURT DIŞI

- 6 Aylık: 45 Dolar
 1 Yıllık: 80 Dolar

Not: Öğrencilere % 30 indirim yapılmaktadır.

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

- Akbank T.A.Ş.
Nuruosmaniye Şubesi
Hesap No: 35875-4
- Garanti Bankası
Nuruosmaniye Şubesi
Hesap No: 6299897
- T.İş Bankası
Cağaloğlu Şubesi
Hesap No: 530979
- 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 mak-
buzun (ve öğrenci iseniz, öğrenci kimliğinizin) fotokopisini, yukarıdaki abone formu ile birlikte lütfen, "**Finans - Po-
litik & 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**

Sanayi
Sistemleri

Armatür ve
El Dus
Takımları

Akrilik
Sistemler

Rezervuar
Sistemleri

Klozet
Kapakları

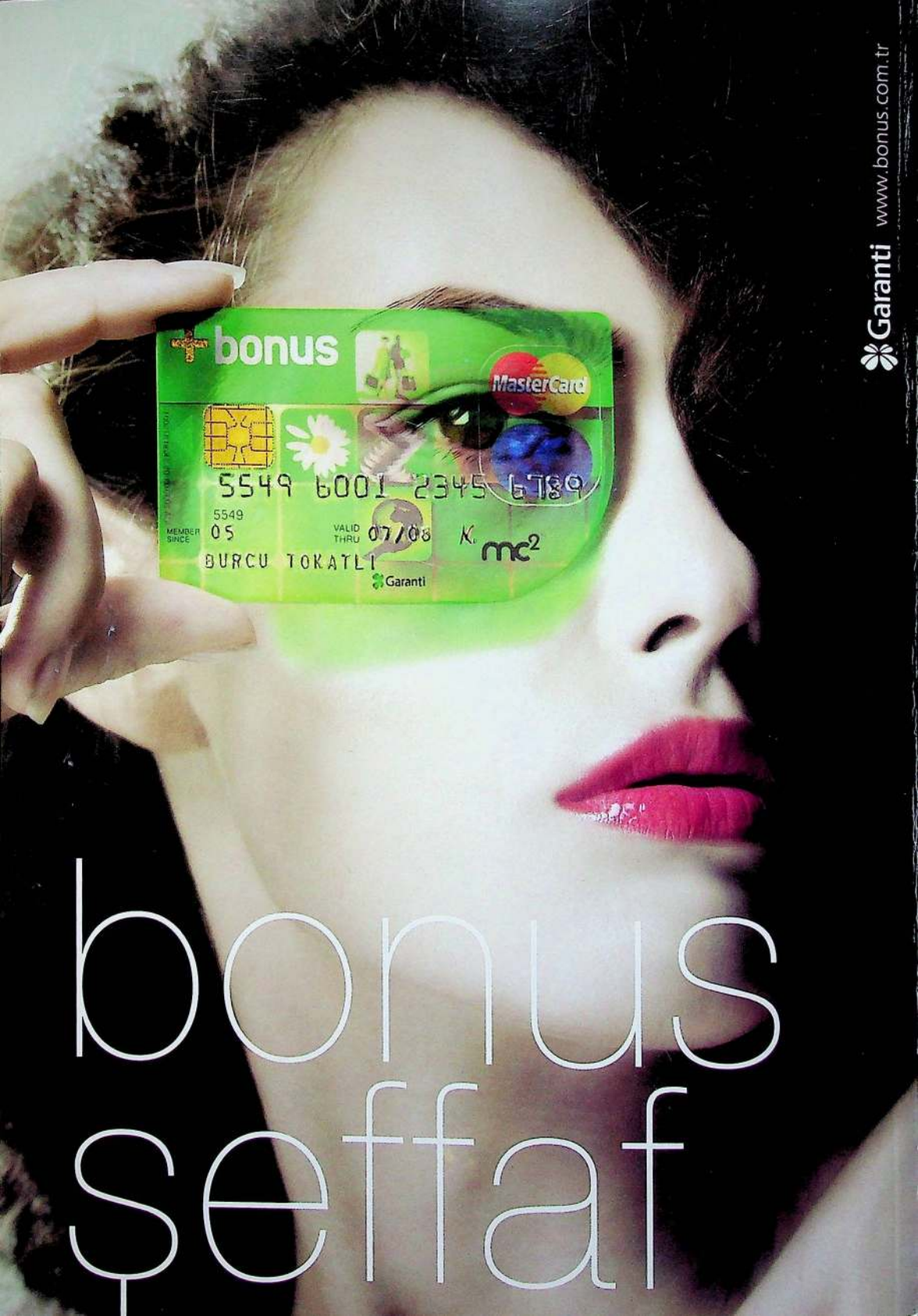
Seramik Kesme
ve Uygulama
Makinaları

Seramik
Sağlık
Gereçleri

MA®KA
SEÇİMİNİZ
KOLAYLAŞTI...

EGE
MA®K

www.egemark.com.tr
Ege Marka Sanayi Sistemleri A.Ş.



bonus MasterCard

5549 6001 2345 6789

MEMBER SINCE 5549 05 VALID THRU 07/08 K mc²

BURCU TOKATLI

Garanti

bonus seffaf