

FİNANS - POLİTİK & **EKONOMİK
YORUMLAR**

ŞUBAT 2006 ◦ YIL 43 ◦ SAYI 503 ◦ 6,00.- YTL
www.ekonomikyorumlar.com

**Eski Siyaset Tarzı Gündemi Belirliyor:
İnce Ayar Yapılmıyor**
Dr. Nesrin NAS

EKONOMİK YORUMLAR / AÇIK OTURUM
2006 Yılında Uygulanacak Vergi Sisteminin
Sermaye Piyasalarına Etkisi

KATILANLAR:

Mustafa UYSAL / Fikret SEVİNÇ / Faruk SABUNCU
İbrahim Dönmez / Kaya DİDMAN / İlkay ARIKAN
Meral AK / Zeynep ÖZTÜRK

Kasım 2000 ve Şubat 2001 Krizi:
Nedenleri ve Sonuçları
Yrd. Doç. Dr. Ali GÜREL

Maliye Politikasının Esnekliğini Yitirmesi ve Kaçakçılık
Prof. Dr. Sadi UZUNOĞLU

Asimetrik Bilgi ve Para Politikasının Etkinliği
Yrd. Doç. Dr. Özcan KARAHAN

Tüketici Kredilerinin Büyümeye Etkisi Üzerine Bir Çalışma
Selçuk DURANLAR

Hisse Senedi Fiyatlarını Etkileyen Makro Ekonomik Faktörler:
Türkiye Örneği (1990 - 2004)
Fatma MUMCU

OKUL PARASI

TATİL

OTO BAKIMI

EV EŞYASI

BOYA BADANA

DOĞUM MASRAFI

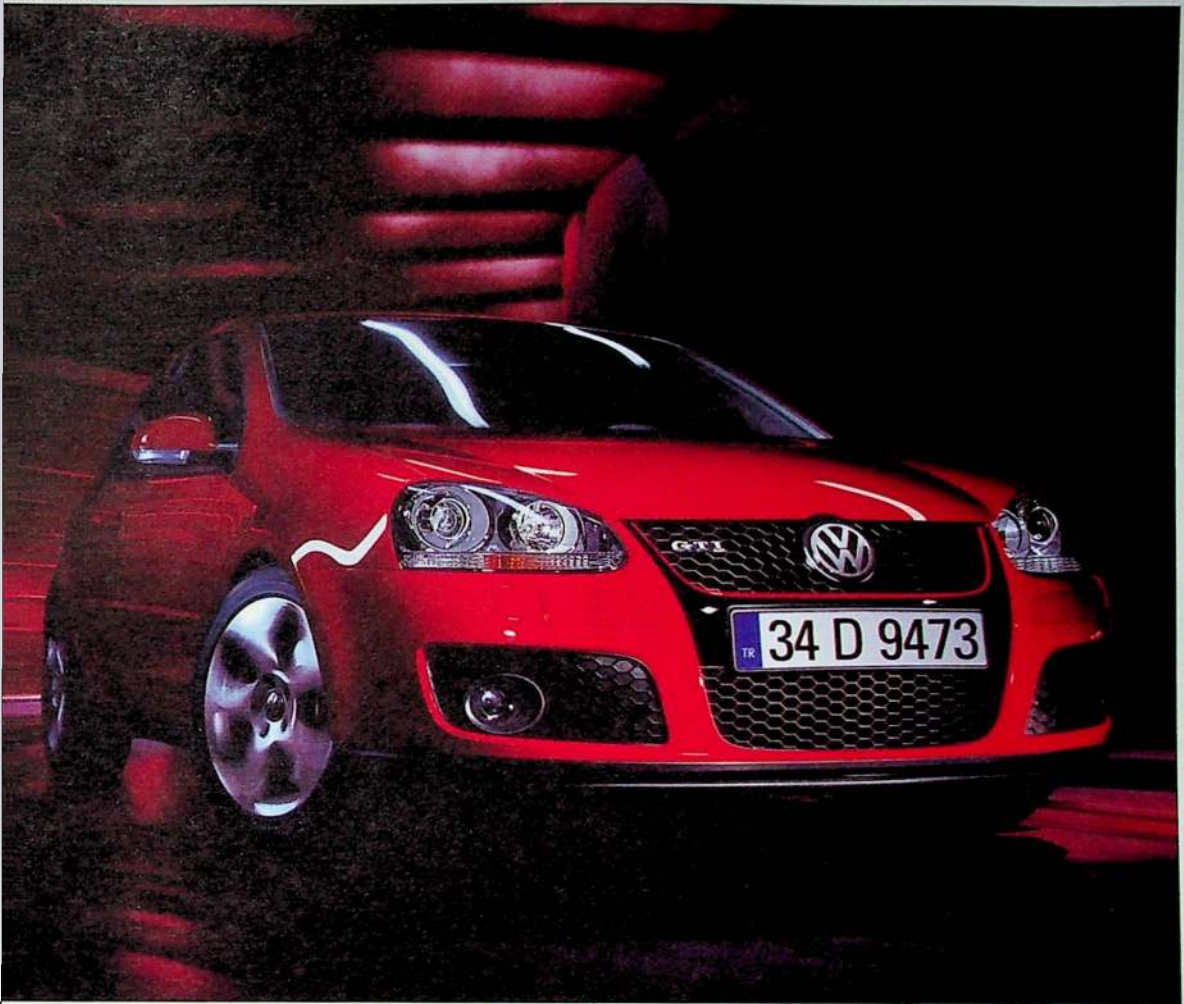


 **Garanti**

AİLENİZİN HER İHTİYACI İÇİN
36 AY VADELİ
BİREYSEL İHTİYAÇ KREDİSİ
Üstelik kefil yok

garanti.com.tr / 444 0 333 Alo Garanti

Ödemesi en kolay kredi



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

FINANS - POLİTİK & EKONOMİK YORUMLAR

http://www.ekonomikyorumlar.com

e-mail:ekonomikyorumlar@ekonomikyorumlar.com

ŞUBAT 2006 • YIL: 43 • SAYI: 503 • 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. Cumhuriyet Ferman □Zeki Gündüz □Prof. Dr. Seyfettin Gürsel □M. Akif Hamzaçebi □Avni Hedili □Erhan Işıl □Prof. Dr. Haluk A. Kabaalioğlu □Ali İhsan Karacan □Kemal Kurdaş □Korhan Kurdoğlu □Adnan Nas □Ergin Neng □Sezai Onaral □Prof. Dr. Suat Oktar □Tuncay Özilhan □Ersin Özince □Ertuğrul İhsan Özöl □Prof. Dr. Merih Paya □Adnan Polat □M. Faruk Sabuncu □Oğuz Satıcı □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

DR. NESRİN NAS

Eski Siyaset Tarzı Gündemi Belirliyor:

İnce Ayar Yapılamıyor 3

EKONOMİK YORUMLAR/AÇIK OTURUM
KATILANLAR:

MUSTAFA UYSAL/FİKRET SEVİNÇ

FARUK SABUNCU/İBRAHİM DÖNMEZ

KAYA DİDMAN/İLKAY ARIKAN

MERAL AK/ZEYNEP ÖZTÜRK

2006 Yılında Uygulanacak Vergi Sisteminin

Sermaye Piyasalarına Etkisi 6

YRD. DOÇ. DR. ALİ GÜREL

Kasım 2000 ve Şubat 2001 Krizi:

Nedenleri ve Sonuçları 40

PROF. DR. SADI UZUNOĞLU

Maliye Politikasının Esnekliğini

Yitirmesi ve Kaçakçılık 48

YRD. DOÇ. DR. ÖZCAN KARAHAN

Asimetrik Bilgi ve Para Politikasının Etkinliği 53

SELÇUK DURANLAR

Tüketici Kredilerinin Büyümeye

Etkisi Üzerine Bir Çalışma 63

FATMA MUMCU

Hisse Senedi Fiyatlarını Etkileyen Makro Ekonomik

Faktörler: Türkiye Örneği (1990 - 2004) 70

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: 6 Şubat 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

Eski Siyaset Tarzı Gündemi Belirliyor: İnce Ayar Yapılamıyor

Türkiye hem içeride hem dışarıda zorlu bir dönemece giriyor. Bir yandan iç siyasi çekişmeler ve gerginlik tırmanırken, diğer yandan Türkiye'yi çevreleyen coğrafyada yaşanan gelişmeler Türkiye'yi daha çok zorluyor.

Başta mal varlığı tartışması olmak üzere Galataport ihalesi'nde geline aşama, ağır kış şartları nedeniyle yeniden tartışılmaya başlanan doğalgaz kontratları ve mevcut enerji politikamızdaki darboğazlar ve Danıştay'ın Tüpraş kararı gündemimizin merkezine yerleşti.

Dış siyasi gelişmeler de oldukça yoğun ve Türkiye için giderek zorlayıcı bir hale dönüşüyor. Kıbrıs'la ilgili Türkiye'nin son açılımı, İran'ın nükleer programa devam kararı ve Filistin seçimlerini Hamas'ın kazanması gibi. Buna bir de şimdilik pek önemsenmeyen ancak uygarlıklar arası bir çatışmaya dönüşme potansiyeli taşıyan Danimarka ile başlayan ve dalga dalga diğer Avrupa ülkelerine yayılan karikatür krizini ekleyebiliriz. Her ne kadar bu kriz doğrudan Türkiye-AB sürecini ilgilendirmiyor gibi görünse de, gerginlik kontrol altına alınamaz, sağduyu kaybolur ve meydan radikallere kalırsa en büyük faturayı Türkiye öder, dahası Avrupa ve Türkiye hatta dünya kendini çok derin bir krizin içinde bulur.

İç ve dış siyasete damgasını bu gelişmeler vururken ekonomide ve AB sürecinde yapılanlar ve yapılması gerekenler ne yazık ki gündemin dışına itildi. Korkarız tarih bir kez daha tekerrür edecek ve devlet yönetme biçimimizi ve siyaset yapma tarzımızı değiştirmedığımız, daha doğrusu değiştirmemekte direndiğimiz için ekonomide sağlanan başarılar kalıcı hale getirilemeyecek, beklentiler doğru yönetilemediği için bütçe başta olmak üzere makro dengeler ne kadar olumlu ve umut verici olursa olsun, Türkiye istikrarsızlık ve kriz ortamına yuvarlanma korkusunu üzerinden atamayacak.

Sevgili okurlar, iyimserlik "tek başına" işlerin iyiye gitmesini sağlamaz, ancak kötümserlik "tek başına" işleri kötüye götürür. Bu nedenle beklenti yönetimi son derece önemlidir.

Nitekim geçtiğimiz hafta açıklanan bütçe rakamları iç siyasi çekişmelerin gölgesinde kaldı. Bütçe açığı 9.7 milyar YTL'ye gerileyerek milli gelirin % 2'sine düşmüş. Türkiye, Fransa ve Almanya gibi ülkelerin dahi tutturmakta zorlandıkları, bütçe açığının milli gelirin % 3'ünü aşmamasını şart koşan Maastrich kriterini tutturmuş. Bunun sürdürülebilirliği konusunda soru işaretleri olmakla birlikte, 2001 yılında bu oranın % 16 olduğu düşünülürse, geline nokta küçümsenemez. Daha önemlisi 2001 yılında vergilerin tamamı faiz ödemelerine yetmezken, 2005 yılında vergi gelirlerinin sadece % 38.3'ü faiz ödemelerine gitmiş. Bu da ciddi bir başarıdır.

Tıpkı olağanüstü bütçe performansı gibi Merkez Bankası'nın enflasyon hedeflemesi çerçevesinde açıkladığı ilk enflasyon raporu ve senaryolar da siyasetin gölgesinde kaldı. Oysa Merkez Bankası raporunda önemli açıklamalar ve uyarılar var. MB, 2006 da hedefin tutmayacağını açıkça ilan ediyor. MB, petrol fiyatlarındaki yüksek artışların devam etme olasılığı, risk priminde oynaklığa yol açacak gelişmeler, uluslararası likidite koşullarındaki olası dalgalanmalar, hizmetler sektöründeki fiyat katılığı, tarım fiyatları ve kamunun fiyatlama alışkanlığı ve yeni dolaylı vergi ihtiyacı gibi risklerin enflasyon hedefini zorlayacağını düşünüyor. MB bu olasılıklara ve muhtemel risklere dayalı olarak hazırladığı senaryoları da kamuoyu ile paylaştı.

İlk senaryoya göre enflasyon % 4.7 – 6.3 arasında (ortalaması % 5.5) reel faizler de % 6.2 – 7.6 arasında gerçekleşecek, ikinci ya da kötü senaryoya göre ise, enflasyon % 4.2 – 5.8 (ortalaması % 5) ,reel faizler de % 8.1 olacak. Bu ikinci senaryoda enflasyon hedefle uyumlu gerçekleşiyor, ancak yüksek reel faiz maliyeti ortaya çıkıyor.

MB'nin enflasyon hedeflemesi politikasının en önemli koşulu olan şeffaflık ilkesine uyması elbette çok olumlu. Bununla birlikte, enflasyonla mücadelede beklentilerin değiştirilmesi ve yönetilmesinin önemi ortadayken, MB'nin yılın başında 2006 hedefinin tutmayabileceğini açıklaması ne kadar doğru tartışılır.

Bu arada dış ticaret rakamları da açıklandı. Dış ticaret açığı ve cari açık rekora doğru koşuyor. Ocak ayında ihracat gerilemiş. Dış ticaret açığı 42.9 milyar dolara ulaşmış. İthalat % 19 artarak 2005 yılında 116 milyar dolar olmuş. İhracat ise, bir önceki yıla göre % 16 artarak 73 milyar dolarda kalmış. Dış ticaret açığının rekor düzeyde gerçekleşmesinin gerisinde yatırım ve ara malları ithalatı var. Bu iki kalem de doğrudan büyümeyle ilgili. Büyüme devam ettikçe dış ticaret açığı da artacaktır. 2005 yılında % 6'ya ulaşmasını beklediğimiz büyüme, 2006 yılında da mevcut ivmesini koruyacak görünüyor. Çünkü uluslararası likidite koşullarında şimdilik büyük bir değişme beklenmiyor. Aksine global likidite de artışın devam etmesi bekleniyor. Ancak yine de riskler mevcut. En büyük risk ise, petrol fiyatları ve ABD ekonomisinin seyri.

ABD'de son çeyrek büyümesi % 1.1 de kaldı. Hane halkı tüketim harcamaları ve emlak fiyatlarının artış hızı önemli ölçüde azaldı. Dolayısıyla FED, faiz artırımı sürecinin sonuna gelmiş görünüyor. Bununla birlikte yine de risklere karşı hazırlıklı olmak gerekiyor. ABD ekonomisi beklenenden hızlı daralırsa bu global büyümeyi olumsuz etkileyerek dış borcu yüksek ülkelere ilişkin risk algılamasını artırabilir. Bu nedenle uzun süre ihmal ettiğimiz yapısal reformları tekrar gündemimize almak ve hızlı davranmak zorundayız. IMF ve AB çabalarının kaybının maliyeti bu sefer ağır olabilir.

AB ile ilişkilere gelince, hükümet aksini söylese de işler pek yolunda gitmiyor. Avrupa kamuoyunda imajımız düzelmüyor, aksine daha da bozuluyor. Kıbrıs'la ilgili hükümetin son atağı Türkiye'ye biraz zaman kazandırdı, ancak bu zamanın çok uzun olacağını beklememek gerekiyor. Türkiye en geç Haziran ayına kadar Ankara anlaşmasını TBMM'ye götürmek ve limanlarını Güney Kıbrıs'a açmak zorundadır. AB sürecinde Türkiye'yi en çok destekleyen İngiltere dahi bunun aksini söyleyemiyor. Aksi halde AB süreci zora girer. Bu da beklentileri kötüleştirir.

Dış politikada tek sorunumuz Kıbrıs değil ne yazık ki. İran'ın nükleer programa devam ısrarı Türkiye'yi Batı bloğundan farklı bir noktaya savurabilir. Batı ile paylaşılan kaygılar ve görüşler olmasına rağmen, Ankara diyalogun devamından yana. Her ne kadar Rusya ve Çin bu konuda şimdilik Batı ile anlaşmış gibi görünüyorsa da, Güvenlik Konseyi'nden İran'a karşı bir yaptırım desteklemeleri zayıf ihtimal. Kısaca Ortadoğu, global güç kavgasının en önemli alanı. Bu da Türkiye'yi zorluyor. İkincisi Filistin seçimlerini Hamas'ın kazanmasıyla ortaya çıkan durum da Türkiye açısından zorlayıcı. Batı, Hamas'ın şartları yerine getirmesi için Filistin'e yardımları kesmeyi düşünüyor. Türkiye ise, buna karşı. Irak seçimleri sonrasında ortaya çıkan belirsizliği ve Suriye ile Batı arasında var olan ve giderek derinleşen krizi de dikkate alırsak, stratejilerimizde

ince ayar yapmamız gereken bir döneme girdiğimiz son derece açık. Öyle ki bazılarında Batı ile ortak çıkar alanı tanımlamakta ve bulmakta zorlanabiliriz.

Kuşkusuz tüm bu sorunlar iç siyasetin de gündemini oluşturacak. Zaten gergin olan iç siyasi ortamı daha da gerginleştirecektir. Ancak öyle görünüyor ki, bu sorunlar ve ekonomi bir süre daha mal varlığı tartışmaları ve yolsuzluk söylentilerinin gölgesinde kalacak.

Sevgili okurlar, yolsuzluk söylentisi bir toplumda zincirleme güven bunalımına yol açar. Sadece yönetenlere duyulan güven azalmaz aynı zamanda bireylerin birbirine olan güveni de erozyona uğrar. Bu da ilgili toplumda meşruluk duygusunu zayıflatır, iş yapma biçimini etkiler, işlem maliyetlerini artırır, kayıt dışını teşvik eder ve yatırım ortamını zaafa uğratar. Dolayısıyla bu tip ülkeler ekonomik istikrarsızlığın pençesinde kıvranırlar, işsizlik ve yüksek enflasyon maliyetine katlanmak zorunda kalırlar. Çok yüksek reel faizler ödemelerine ve aşırı teşvikler sunmalarına rağmen yine de yatırım yapılabilir ülkeler kategorisine giremezler. Bu yapıya son vermek için genellikle akla ilk gelen şey yeni yasalar çıkarmak ve yeni düzenlemelere gitmektir. Böylece bir kısır döngüye girilir.

Çünkü aşırı düzenleme ve her şeyin hatta ahlakın dahi yasa konusu haline gelmesi işlem sürecini daha da uzatır, işlem maliyetlerini daha da artırır, söylentilerin gerçeğin yerini almasına neden olur ve sonuç olarak adaletin işlemediği ve hukuksuzluğun yaygın olduğu kanısını daha da pekiştirir. Bu da zaten zayıf olan güven duygusunu daha da zayıflatır. Ne yazık ki, son günlerde Türkiye’de olan bu. Ülkeyi yönetenlerin ve yönetmeye aday olanların mal varlıklarını açıklamaları ahlaki bir konu olmaktan çıkarılmış, yasa konusu haline getirilmiştir. Ve öyle görünüyor ki, bu tartışmalar çok uzun süre gündemimizi işgal edecek, iç siyasetin ana konusu haline gelecek ve zaten zayıf olan güven duygusu daha da zayıflayacaktır. Güven duygusu zayıflayan toplumlar da ise, gerçekler yerini söylentilere ve komplo teorilerine bırakır. Türkiye ne yazık ki hızla böyle bir ortama kayıyor. Bu kısır döngüden çıkmak için Hükümetin hızla kendine gelmesi, gerçek gündeme dönmesi ve kuşatılmışlık duygusundan bir an önce kurtulması gerekiyor.

Gelecek sayıda buluşmak dileğiyle...

Saygılarımla,

Dr. Nesrin NAS

Finans–Politik & Ekonomik Yorumlar

Ekonomik Yorumlar

AÇIK OTURUM

2006 Yılında Uygulanacak Vergi Sisteminin Sermaye Piyasalarına Etkisi

KATILANLAR:

- MUSTAFA UYSAL
- FİKRET SEVİNÇ
- FARUK SABUNCU
- İBRAHİM DÖNMEZ
- KAYA DİDMAN
- İLKAY ARIKAN
- MERAL AK
- ZEYNEP ÖZTÜRK

Sevgili Okurlar, aşağıda sunulan "2006 Yılında Uygulanacak Vergi Sisteminin Sermaye Piyasalarına Etkisi" konulu "Açık Oturum" 29 Eylül 2005 Perşembe günü Stratejik Teknik Ekonomik Araştırmalar Merkezi (STEAM) tarafından İstanbul'da düzenlenmiştir. Açık Oturum'a konuşmacı olarak; Vergi Konseyi Başkanı Sayın **Mustafa UYSAL**, Maliye Bakanlığı Bakan Danışmanı Sayın **Fikret SEVİNÇ**, PricewaterhouseCoopers'tan Sayın **Faruk SABUNCU**, Sermaye Piyasası Kurulu Başkan Yardımcısı Sayın **İbrahim DÖNMEZ**, Bender'den Sayın **Kaya DİDMAN**, Türkiye Sermaye Piyasaları Aracı Kuruluşlar Birliği Genel Sekreteri Sayın **İlkay ARIKAN**, Ak Emeklilik Genel Müdürü Sayın **Meral AK** ve Citibank'tan Sayın **Zeynep ÖZTÜRK** konuşmacı olarak katılmışlardır.

MUSTAFA UYSAL – Değerli konuklar, hepimizi sevgi ve saygıyla selamlıyorum. Türkiye aslında bir değişim çışim içinde ve hepimiz bu değişimi yaşıyoruz. Bunu ikinci bir değişim hamlesi olarak görüyorum. Belki ekonomistler daha iyi tanımlama yapabilir ama piyasanın içinde yaşayan bir kişi olarak bunu ikinci veya tamamlayıcı bir değişim hamlesi olarak değerlendirmek mümkün.

Sizlerin de bildiği gibi ilk değişim süreci 1980 sonrası serbest piyasa ekonomisine geçiş kararının alınması ile başladı. Ondan

önceki dönemi kapalı veya karma ekonomi olarak nitelersek, 24 Ocak 1980 kararlarıyla beraber Türkiye yeni bir döneme geçti. Hatırlanacağı üzere aslında bugün de mevzusu olan Sermaye Piyasası Kanunu o dönemde çıktı. Fakat sermaye piyasalarının gelişmesi, derinleşmesi ve gelişmesiyle ilgili daha yapılması gereken birçok tedbir zaman içerisinde alındı. Yine o dönemlerde kambiyo rejimi tümüyle değişti. Serbest kur, serbest faiz politikasına geçildi, bununla ilgili olarak bankacılık kanunu çıkarıldı ve yabancı bankalara faaliyet izni verildi. Piyasaya rekabet ortamı getirildi. Ancak, Bankacılık Kanunu ile ilgili

yapısal tedbirler, alt yapı kurulamadı. Vergi kanunları açısından da yine o dönemde piyasaya uyumlu olması bakımından dış ticaretin, ihracatın, yatırımların teşvik edildiği sistemler getirildi. Katma Değer Vergisi de o dönemde bir reform olarak getirildi. Fakat bu yapıyı destekleyecek bir altyapı kurulamadı. Yani o dönemde Gelir İdaresi reformunu, kamu reformunu yapamadık. Özelleştirme kanunu çıktı fakat özelleştirme yapılamadı.

Dolayısıyla bir anlamda, 1980 döneminde temelleri atılan altyapının ikinci hamlesi olarak tamamlanma sürecini yaşadığımızı düşünüyorum. Bu süreçlerden en önemlisi de, vergi kanunları ve vergi sistemi. Bütünüyle bakarsak vergi sistemimiz şu anda piyasa ekonomisine cevap verir olmaktan çıkmıştır, dünya trendlerinden uzaklaşmıştır. Bir anlamda 1980 öncesi kapalı rejimlerin izlerini de üzerinde taşımaktadır. Vergi kanunları açısından 2 önemli boyutu var. Birincisi, ekonomi ile uyumlu olması. İkincisi de, vergi aynı zamanda tüm toplumun kamu harcamaları için katlandığı bir fedakârlık. Burada toplumun sosyal mutabakatı gerekiyor. Bu iki yönü önemli. Vergi kanunlarının ekonomiyle uyumu dediğimiz zaman, piyasa ekonomisiyle uyumlu olması yanında, şu anda sürdürülen program açısından mali disiplinte de uyumlu olması gibi bir ikileme karşı karşıyayız. Bunu bir çelişki olarak da görebiliriz. Yani yapılması gerekenleri sıraladığımız zaman, karşımıza başka unsurlar çıkıyor. Mesela % 6,5'lik faiz dışı fazlamız çıkıyor, onu tutturmamız lazım. Ya da, vergi oranlarının düşürülmesi konusunda dünya trendleri var, oranları düşürelim dediğimiz zaman, karşımıza bu kadar gelir kaybı çıkıyor. Oysa ki, gelir-gider dengemizi tutturmamız gerekiyor.

Dolayısıyla ekonomiyle uyumlu derken, hem makro ekonomiyle hem de piyasa ekonomisiyle uyumlu olacak. Piyasa ekonomisi açısından uyumsuz yönler şüphesiz var. Verginin etkisiyle yatırımcıların kararlarını bir şekilde olumsuz anlamda etkileyen düzenlemeler bunlar. Oysa ki, dünyada bu konuyla ilgili farklı trendlerin olduğunu görüyoruz. Bir defa vergi oranları bütün dünyada indiriliyor. İndirmekle beraber bir taraftan da düz oranlı ta-

rifelere geçiliyor. Tek oranlı tarifeler özellikle Doğu Avrupa ülkelerinde daha yaygın bir şekilde kullanılıyor. "Flat tax" dediğimiz, sabit oranlı bir vergi tarifesi, Anayasamızın mali güç ilkesine göre vergi alınır anlayışına da bir taraftan aykırılık teşkil ediyor. Çünkü bizim sistemimiz artan oranlı tarifeye göre yapılmış. Biraz önce bahsettiğim gibi 1980 öncesi dönemden gelen yüksek gelir gruplarında daha yüksek oranda vergilemek gibi bir vergi adleti anlayışıyla getirilmiş. Oysa ki, yüksek kazanan da aynı oranda yüksek vergi vermiş oluyor. Dünyada küreselleşme paranın yönünü değiştirdiği gibi, mal hareketlerinin yönünü de değiştiriyor. Hatta emek bile değişkenlik içerisinde. Bugün bir fabrikayı söküp, kaldırıp Çin'e götürdüğümüz zaman ülkemizin emeği yerine, Çin'deki işgücünü kullanıyorsunuz. Bu da emeğin mobilitesi anlamına gelir. Serbest dolaşım olsa bu çok daha farklı olur, Çin'den çalışmak için çok kişi buraya gelebilir.

E-ticaret gelişiyor, e-ticaret gelişince malın da serbest dolaşımı çok kolaylıkla yapılır hale geliyor. Siz bir sipariş verdiğiniz zaman diyelim ki, Avrupa'dan gömlek gelecek veya başka bir ülkeden. Bunun katma değer vergisini devlet nasıl alacak? Bu bakımdan vergi sisteminin mutlaka düzeltilmesi ihtiyacı var. Bunların içinde de en mobil olan üretim faktörü, sermaye. Çünkü sermaye çok daha akışkan. Nerede uygun bir zemin bulursa oraya akıp gidiyor. Buradan hareketle, biz sermaye piyasası araçlarının vergilendirilmesi konusunda, şu anda uygulanan sistemi Vergi Konseyi olarak masaya yatırdık. Vergi Konseyinin buradaki temel fonksiyonu da sosyal mutabakat zemini.

Bir anlamda da Maliye Bakanlığı'nın dışarı açılan penceresi oldu. Bir kanunla da statüsü netleşti ve Maliye Bakanlığı içerisinde yarı resmi bir kurul haline geldi. Aslında yönü tamamen piyasanın içerisine dönük, farklı kesimleri bir araya getiren bir sosyal mutabakat zemini. Sonuç odaklı hareket ediyor, objektif, tarafsız görüşlerini açıklıyor. Bu görüşleri tavsiye niteliğinde. Bakanlıkta bunları uygun görürse uyguluyor. Vergi Konseyi'nin çalışmalarının Maliye Bakanlığı tarafından da, hükümet tarafından da genel kabul görüyor olması da motivasyonu artırıyor.

Biz buradan hareketle Aracı Kuruluşlar Birliğiyle beraber, para ve sermaye piyasası araçlarının vergilenmesiyle ilgili olarak 7-8 ay süren çalışmalar yaptık. Geçen yıl böyle bir sermaye piyasası toplantısında, yatırımcı konumunda olan bir dinleyici, konuşmacılara şöyle bir soru sordu: "Yurt dışından bize Türkiye'de yatırım yapmak istiyoruz. Bununla ilgili olarak vergi sisteminiz nedir?" diye sordular, bir de ekine bir sayfalık form ekleyip, o formu da doldurmanızı istediler. Bizim sistemimizi anlatmak için o formu doldurmak yetmedi, sayfalar dolusu ekler gönderdik. Sonrasında yatırımcıdan hiçbir cevabın gelmediğini", söyledi. Böyle örnekler yaşanıyor. Çünkü menkul sermaye iradlarının vergilendirilmesinde, para ve sermaye piyasası araçlarında ülkede yaşanan değişime ayak uydurabilmiş değildi. Araçlar çeşitlendi, yenilendi. Fakat mevcut menkul sermaye iradlarının vergilendirilmesi o değişime ayak uyduramadı.

İkinci konu, bu araçlar arasında oran farklılıkları vardı. Farklı oranlar, farklı araçlarda vergilendiriliyordu. Bir anlamda "yatay eşitlik" – "dikey eşitlik" yoktu. Daha doğrusu vergilendirme sistemi de birbirinden çok farklıydı. Kimisinde enflasyon düzeltmesi var, kimisinde döviz kurları hesaplamaları var, beyan eşikleri farklı, değer artış kazançlarıyla ilgili vergileme farklı, Hazine bonoları zaten sistem içerisinde vergiye tabi değil. Mevduat vergi hâsılatı en yüksek yatırım aracı. Bir miktar vergi de yatırım fonlarından geliyor. Hisse senedi alım-satım kazançları olarak nitelenebileceğimiz diğer araçlardan hemen hemen hiç vergi alınamıyor. Aslında Hazine bonusu alım-satım kazançları vergiye tabi idi. Ama öyle bir tarif getiriyorsunuz ki, 2005 yılı için 375 milyar TL'yi aşan kazançlar vergi dışı kalıyor. Hazine bonusunun veya devlet tahvili alım-satım kazancındaki bu kadar yüksek vergi istisnasının vergi teorisindeki yeri nedir? Asgari bir geçim midir? Değildir. Bu aslında sistemin vergilendirilmemesini sağlamak üzere getirilmiş bir beyan eşığıdır. Bunu vergilendirdiğin zaman, kamunun borçlanması aksayacak diye getirilmiş bir eşik.

Sistemde çarpıklıklar çokça var. Buradan hareketle Hisse senedi alım-satım kazançla-

rının vergilendirilmesi de dâhil olmak üzere uzun süreli çalışmalar yaptık, tartıştık. İşlem vergisi koyalım dedik, onun lehine görüş bildirilenler de oldu. Tamam da oran ne kadar olacak? On binde bir oranında ise tamam. Bugün on binde bir diye gidersin, Bakanlıkta bu oran binde bire mi çevrilir, yüzde bire mi çevrilir belli olmaz. Çünkü bir vergi performansı yok. Hesaplıyorsunuz 100 trilyonun altında bir rakam yapıyor. Yüksek bir vergi oranı koyduğumuz zaman –Yunanistan yakın örnek, işlem vergisini bir miktar yükseltti, sistemi çöktü, bir daha toparlanamadı- olumsuzluklar da oluyor.

Bir de işlem vergisi yapısı itibarıyla kazanç vergisi değil, bir muamele vergisi. Yani vergi teorisine o yönüyle de uygunluk teşkil etmiyor. Siz hiç kazanmayandan da vergi alıyorsunuz. Bunun adı ne? Kazanç Vergisi. Hayır, bunun adı Kazanç Vergisi değil. Kazanmayan yatırımcının kazanç vergisi olmaz. Bu bir işlem vergisidir. Biz işlem vergilerinden, banka sigorta muameleleri vergisinden kurtulmaya çalışıyoruz. Henüz kurtulduk mu? Hayır. Ekonomiyle uyumlu mu? Hayır, ekonomiyle uyumlu değil. Çünkü ülke bankacılık aktiflerinin bir kısmını alıp yurtdışına taşımak zorunda kalıyor. Zaten derin olmayan piyasalar, daha daralır hale geliyor. Bunun kaldırılması lazım. Kaynak kullanım destekleme fonunun kaldırılması lazım derken, bir de işlem vergisi koyuyoruz. Bugün koyacağız, yarın işlem vergisinden şikâyet eder hale geleceğiz.

O zaman düzgün bir kazanç vergisi kendi içerisinde anlamlı, sistematik, mahsup edilebilir bir şey olsun dedik. Bir de sistemi kurarken basit olsun dedik. On binlerce yatırımcıya bu kazancı elde edeceksin, devlete de yıllık beyanname vereceksin dediğiniz zaman, sistem kilitleniyor. Beyanname ideal bir sistem. Fakat henüz toplumun kültürü bu beyannameyi verebilecek noktaya gelmedi. Bugün temettüleriyle ilgili aracı kuruluşlardan bilgiler alınıyor ve insanlar çok önemli risklerle karşı karşıya, farkında bile değil. Bunun bir örneğini ben yaşadım. Yıllar önce emekli olmuş bir sekreter arkadaşımız vardı. Emekli parasıyla Hazine bonusu, devlet tahvili gibi şeyler aldı, sattı. Aslında eğitilmiş bir kişi. Etrafa sormuş, hiçbir vergiye tabi değil demiş-

ler. Bir gün karşılaştım. Perişan bir vaziyette, elinde de sarı bir zarf, öğrendim ki vergiyle ilgiliymiş. "Bugüne kadar vergimi titizlikle ödemedim ama bu yazı geldi. Ailem perişan oldu, sabahlara kadar uyuyamadım" diye anlattı. Vergi kanunlarının karmaşık yapısını mükelleflere anlatacak, onlar da götürüp güzel güzel beyannamelerini verecek bir sisteme geçiş açısından Türkiye bir miktar daha zaman kat etmeli.

Hem beyan sistemine uygun olsun hem de mükelleflere yük olmasın, safi kazanç ilkesine olabildiğince yakın olsun. Çünkü gelir vergisinin temel esprisi safi kazancın vergilendirilmesidir. Stopajdan farkı budur. Stopajı yaparsanız, sonra mahsup edersiniz.

Aslında biz bu çalışmaları yaparken Vergi Konseyi'nde sadece vergiden anlayan kişileri bir araya getirmedik. Piyasanın içinde olan çok sayıda kişi katıldı. Hem bankacılık kesiminden, hem yatırım fonlarından, hem hisse senedi piyasalarından, hem sabit getirili araçlardan, hem yabancılarla ilgili işlem yapanlardan, yabancı işlemlerinin saklama bankası olan temsilcilerinden oluşan geniş katılımlı gruplarla tartıştık. Aracı kurumlar bu sorumluluktan oldukça rahatsız. Aslında Merkezi Kayıt Kuruluşu devreye girsin, Merkezi Kayıt Kuruluşu bu hesapları yapar, mükellef adına götürür beyannameyi verir denildi. Sistemin temeli böyle olunca beyan yükümlülüğünden kurtulunuyor. Sistemin vergi tabanı nasıl olacak, hangi anlamda vergilendirilecek dediğimiz zaman, Hazine bonosu, alım-satım kazançları gibi aslında vergi dışı olan bir kesim bu değişimin en hassas noktasıydı.

Çünkü bu konularla ilgili en ufak bir olumsuz yaklaşım, Türkiye'nin borçlanma politikasını ve faiz indirme politikalarını olumsuz etkileyebilir. Türkiye'den bu anlamda fon çıkışının faizleri yükseltmesi, bütçe üzerinde olumsuz etki yapabilir. Hazine'nin tabii ki bu konuda bazı kaygıları vardı. Bunlar bir anlamda giderilmeye çalışıldı. Dolayısıyla vergilendirilmeyen çok geniş bir kazanç unsuru sistem içerisine alındı. Aslında para ve sermaye piyasası araçlarının vergilendirilmesi açısından bu noktaya tek başına bir yenilik veya reform diyebilirsiniz. Çünkü vergi taba-

nını genişletme, yayma adına yapılan ve sistemin tümüyle kayıt içine alınmasını sağlayan önemli bir değişimdi.

Hisse senetlerinde alım-satım kazançları vergilendirilsin diye yaklaşıldı. Belirli süre kazançların vergi dışı kalması üzerinde tartışıldı. Vergi oranı, riskli enstrüman olduğu için % 5 olsun denildi. Diğer araçlarda –mevduat faizleri ağırlıklı olarak- % 15 olsun diye ilk raporlarımıza yazdık.

Fakat bu konuda Bankalar Birliği'nin itirazı oldu. Denildi ki, böyle yaptığınız zaman mevduattan Hazine bonosuna ve devlet tahviline bir kaynak akacaktır. Esasen bu gün bile, Hazine bonosu ve devlet tahvilinde istisna limiti aşıldığında belli bir limiti yıl sonuna doğru mevduata kayış oluyor, dediler. Yılbaşı gelince tekrar Hazine bonosuna dönülüyor. Vergi paraya yön veriyor, bunu böyle kabul edemeyiz, dediler. Onun üzerine oranı % 10 yapalım ve herkesi eşit yapalım diye önerdik ve mutabakata vardık. Ancak Maliye Bakanlığı % 10'da kalmadı takdir hakkını kullanarak oranı % 15 öngördü. Biz vergi oranı % 10 derken, gerçekten samimi bir şekilde bu piyasaların vergilendirilmesi açısından yeterli bir oran olarak görmüştük. Bugün de aynı fikrimizi prensipte savunuyoruz.

Aslında dünyada düz oranlı vergilere geçiş var. Haliyle burada da iki farklı oran yerine düz oranlı olmasının son trendlere uygun olduğunu, bugün de söyleyebilirim. Oran, tamamen bir vergi politikası kararıdır. Temenni edelim düşsün. Düşmesi, sistemin tabana yayılmasını, daha çok sermayenin ülkeye gelmesini, portföy yatırımlarının artmasını teşvik edecektir. Zaten vergilenmeyen geniş bir kesim de vergileniyor. Merkezi Kayıt Kuruluşunun tebliği nedeniyle yastık altı hisse senetleri piyasaya çıkıyor.

Sistem tam olarak kayıt ekonomisi içerisine giriyor. Tam kayıt ekonomisine girince bu oran yüksek kalıyor. Bu oran aynı zamanda neden yüksek kalıyor? Şimdi denilebilir ki, % 15 oran makuldür. Çünkü ücretlilerin de ilk diliminden % 15 vergi alıyoruz. Zaten ücretli de % 15–20 oranında vergi verirken, kalkıp ta sermaye piyasası aracından % 15'in altında vergi almak, kamu vicdanına sığmaz, bunu

anlatamayız denilebilir. Bu kazancın brüt olduğu akıllardan çıkartılıyor. Bu kazancın fonlama maliyeti hiç dikkate alınmıyor. Diyelim ki, siz hisse senedini alıp-sattınız, belli bir kazanç elde ettiniz. Onu hangi parayla yaptınız, kredi kullandınız, kredinin faizi var. Faizini düştüğünüz zaman % 15 oranını hesaplayın her halükarda % 15'in üzerine gelir, % 20 veya % 25'e bile gelebilir. Bu aynı zamanda yabancı yatırımcılar için de var. Yabancı yatırımcı parasını Türkiye piyasasına yatırırken parasının belli bir kısmını fonlayarak bu piyasaya yatırıyor, o riski alırken. Ama fonlama maliyetini dikkate almadığımız zaman % 15 oranı gerçekten brüt olarak da alınan yüksek bir vergi oluyor.

Bu anlamda safi kazanç ilkesinden de uzaklaşmış oluyoruz. Aslında sadece komisyonlar, hesaplamada düşülüyor. İkincisi; yine bir kurumda işlem yapıyorsunuz, kâr ediyorsunuz öbür kurumda zarar ediyorsunuz. Kurumlar arası mahsuplaşmanızı sistem sağlamıyor veya araçlar arasındaki mahsuplaşma da yok. Siz hisse senedi alıp sattınız, para kazandınız ama Hazine bonosundan zarar ettiniz veya tersi oldu. Hazine bonosundan, mevduattan kazandınız, fakat hisse senedinden zarar ettiniz. Madem yıllık beyan esasına yakın bir sistem öneriyoruz. O zaman araçlar arasında da bir mahsup sisteminin çalışması gerekiyor. Yine zarar mahsubunda sistem tersine bir zarar mahsubuna izin vermiyor. Kâr ettiniz, vergi verdiniz. Ondan sonraki dönemlerde zarardasınız. İlk dönemde, ilk üç aylık dönemde elde ettiğiniz zararın vergisini geri alabilecek misiniz? Bunlar düzeltilmesi gereken şeyler. Bu düzenlemelerin mutlaka yapılması gerekiyor.

Diğer bir konu da sorumluluk konusu. Sorumluluk konusunda aracı kuruluşlar haliyle böyle bir sorumluluk almaktan kaçıyor olabirler. Sadece kendi müşterisinin alım satımı olsa, bunu kabul edebilir. Diyebilir ki, benim müşterim bunu bu fiyattan aldı, şu fiyattan sattı. Fakat üçüncü kurumdan gelen emirler dolayısıyla o kurumun bilgisi, şahsın bilgisi diğer kurumdan geliyor. Onun herhangi bir şekilde yanlış bildirilmesi halinde sorumluluk kime ait olacak gibi sorunlarla karşı karşıya. Bir de bunun yanında sistem alt yapısının

buna uyumlu hale getirilmesi gerekiyor.

Bundan önceki yıllarda kanunlar yılın sonuna doğru çıkartılır, yılbaşında yürürlüğe girerdi. En büyük değişikliğin yapıldığı KDV'de böyle oldu. Burada ise, 2006 yılının başında gelecek mevzuat 2004 yılı sonunda çıktı. Bir yıldan fazla bir süre verildi, sistemin adaptasyonu için. Fakat idarenin tebliğ çıkartmakta biraz geç kaldığını düşünüyoruz veya tarafların da bu konuda yeterli gayreti göstermeleri gerekirdi, demek lazım. Önümüzde de hemen hemen çok kısa diyebileceğimiz üç aylık bir süre kaldı. O bakımdan buralarda hem sistem alt yapısının düzenlenmesi hem de yeni sistemin daha iyi hale getirilmesi bakımından bir takım değişikliklerin yapılması gerekiyor.

Yine değiştirilmesi gereken konulardan bir tanesi, Lifo-fifo metodu. Bununla ilgili olarak çok ısrarcı olduk. Bu yatırımcının birden çok hesap açmasına yol açar. O zaman bir yatırımcı aynı senet için birden fazla hesap açmak durumunda kalır. Ben ilk aldığımda mı sattım, son aldığımda mı sattım deyince, yatırımcı zor durumda kalır. Birakalım yatırımcı ilk aldığı yatırım için almış olsun. İlk aldığı senedi uzun dönemli almış olsun. Son aldığı da alıp satmak amacıyla almış olsun. Bu kabul edilebilir. Bunun tersini söylediğiniz zaman ilk giren ilk çıkar. Aynı gün yapılan işlemlerde bile hangisinin önce girip, hangisinin sonra çıktığının hesaplanmasında zorluk var. O bakımdan bu da teknik bir düzenleme. Bunun da bence düzeltilmesi gerekir kanaatindeyim. Teknik düzenlemelerde idarenin mükellefe "kolaylık" adına yaklaşması gerekiyor. Buralardan vergi alınmaz. Yeni bir sisteme ilk giren, ilk çıkar, son giren ilk çıkar arasında yapmak suretiyle mükelleften bir miktar daha vergi alayım anlayışı idarenin mükellefe eziyetine dönüşür. Vergi almak istiyorsanız, oranla alırsınız. Fakat teknik düzenlemeyle vergi almaya kalktığınız zaman, yine eski sistemdeki gibi karmaşık, içinden çıkılmaz bir hal alır. İdare umarım bu teknik düzenlemelerde kolaylık sağlayıcı bir yönetime girer.

Diğer bir konu da, hisse senetlerinin alım-satımında daha önce üç ay olan elde tutma

süresi şimdi iki yıl yapıldı. İki yıl yapılmasını da ısrarla kabul ettirdik. Çünkü bu süre de yoktu. Kurumlarda iki yıl içerisinde hisse senedi alıp-satarsanız vergi dışı. Kurumları bu konuda vergi dışı bırakan bir sistem neden gerçek kişilerde bu hakkı vermiyor. Genel olarak gelir vergisi mükelleflerine neden bu hakkı vermiyor. Kurumlarda bir hisse senedini aldınız, iki yıl beklettiniz. İki yıl sonra sattınız. Ne kâr ederseniz edin vergi dışı, vergiye tabi değil. Gerçek kişi de bu vergiye tabi. Olur mu? Kaldı ki, iki yılın biz uzun olduğunu ifade ettik. Üç aylık süre kabul edilmeyebilir ama 6 aylık sürenin makul olduğunu söyledik. Diğer ülkelerde de hisse senedi yatırımlarında da benzer sürelerin 6 ay civarında olduğunu görüyoruz. Fakat bunda da bir ilerleme kaydedemedik. Yeni düzenlemelerde bir miktar iyileşme 1 yıla indirme gibi, olacağını düşünüyoruz. Biz de bu konuların takipçisi olacağız.

Oran konusu tamamen siyasi bir karardır. Bu konuda yine sözümüzü söyleyeceğiz ama ne kadar kabul edilir? Araçları belki kabul etmezler ama kurumlar arası işlemlerde en azından ihtiyari yıllık beyanname verilmesi konusunda olumlu adım atılabilir, gibi gözüküyor. Bunları önümüzdeki günlerde hep beraber göreceğiz. Fakat bu konudaki çabalarımızı sürdürmemiz lazım.

Diğer bir konu, burada ödenen verginin yabancılar açısından durumu. Çifte vergilendirme anlaşmaları gereğince yabancıların burada ödenen vergiyi normal koşullarda aslında yurt dışında mahsup etme hakkı var. Burada % 15'de vergi alsanız, diğer tarafta bunu yatırımcı mahsup ediyor. Özellikle gelişmiş ülkeler açısından baktığımız zaman yıllık beyan esasında vergileme var. Yani, mükellef olduğunuz ülke neresi ise, o ülkenin vatan-daşı dünyadaki bütün gelirlerini topluyor, kendi ülkesinde beyan ediyor. Bu amaçla ödenmiş olan vergileri de mahsup ediyor. Dolayısıyla yabancılar açısından burada ödenen verginin etkisinin sıfır ya da sıfıra yakın olması lazım. Tabii kendi ülkesindeki vergi oranlarıyla da ilgili. Orada da sıkıntılar, özellikle yabancı yatırım fonları açısından bunların işlemleri yurt dışında yatırım bankaları üzerinden gerçekleştirildiği ve orada gerçek bir kişi

hesabı olmadığı, şemsiye fon olduğu, onun yatırımcısının konusunda bir ilişki kurulmadığı bir durum nedeniyle burada ödenen vergi bir anlamda yabancı yatırımcılar açısından bize bir maliyet unsuru olacak, ek bir maliyet getirecek endişeleri var. Mahsup sistemi orada çalışmıyor. Ama bire bir ilişkisi olursa pekâlâ çalışması lazım. Biz vergi kanunlarını değiştirdik diye, onların sistemlerini de buna uygun değiştirecek bir güç elbette Maliye Bakanlığı'nda yok. Fakat normal şartlarda bu sistemin mahsup edilebilir olması gerekir.

Sermaye piyasası tümüyle kayıt ekonomisine giriyor. Asıl önemli olan kayıt ekonomisine girmeyen diğer faaliyetleri de, sistemin içerisine sokabilmektir. Bu yapıldığı takdirde verginin daha geniş tabanda, daha düşük oranlarda alınabilmesi mümkün olacak. İdeali de aslında budur. Toplumun ciddi bir kaynağını, milli gelirin önemli bir payını devlete veriyorsunuz. Bu vergi toplanırken adaletli toplanmalı. Harcanırken de adaletli ve yerinde harcanmalı. Tarihte birçok dönemlerde haksız vergiler alınan toplumlarda devletlerin, toplumların yok olduğunu görüyoruz. Devletin kalkınması, toplumun kalkınmasına bağlı. O da bu ülkede ne kadar düşük oranda, yaygın, kabul edilebilir, içinde yaşanabilir bir vergi oranı olursa, o ülke o kadar çok gelişir ve kalkınır. Keşke hayaller gerçek olsa. Denilse ki, Türkiye'de vergi oranları her şeyde % 10'dur. Bunu uygulayan ülkeler var. Doğu Avrupa ülkelerinde % 18-19 civarında. Çok ciddi şekilde yabancı sermaye çekiyorlar. Hem yabancı sermayeyi çekiyor hem de bu oranlar zaman içerisinde düşecek. Çünkü küreselleşme artık ülkeleri rekabetçi olmaya zorluyor. Rekabet unsurlarından bir tanesi de vergi rekabetidir. Vergi ne kadar düşük oranlı, yaygın ve etkin toplanırsa, bu anlamda toplumun gelişmesi, kalkınması da daha hızlı olur.

Hiçbir devlet, kaynağı toplumun kullandığından daha verimli kullanamaz. Siz kendi paranızı çok dikkatli harcarsınız. Ama başkasının size bıraktığı parayı rahat kullanırsınız. Hatta bazen sınırsız borç alanlar bile çok rahat harcar hale gelir. Sanır ki, aldığı borç para kendisinin değil. Hele de başkasının parasını başkası adına kullanıyorsanız hiç dikkat etmezsiniz. Devlet, başkasının adına aldığı

parayı, başkasının adına kullanıyor, kendi adına da kullanmıyor. Dolayısıyla buralarda ne kadar dikkatli kullanmış olsanız bile bu paraların verimli kullanılması mümkün değildir. Kullanılmış olsaydı bazı sistemler ayakta kalırdı. O bakımdan toplam verimlilik kaynaklarının etkin kullanımına bağlı. Onun için de devlet hem harcama reformu hem de kamu reformu adına temel kamu hizmetlerinde yoğunlaşmalı. O hizmetleri en iyi şekilde yapmalı, o hizmetleri en iyi şekilde yapacak kaynağı da vergi olarak adil toplamalı ve yerinde harcamalı. Umarım para ve sermaye piyasası araçlarının kayıt sistemine girdiği gibi, diğer bütün sektörlerde kayıt ekonomisi içine girer. İçinde yaşayabildiğimiz, artık verginin sorun olmaktan çıktığı bir dünyayı hep beraber görmüş oluruz, buna hep birlikte şahit oluruz. Beni sabırla dinlediğiniz için çok teşekkür ediyorum.

FIKRET SEVİNÇ – Sayın Uysal'a çok teşekkür ediyoruz. Hepinizi saygıyla selamlıyorum. Sermaye piyasalarından yeni iş fırsatları nasıl yaratılabilir. Mortgage sistemi ile yeni iş imkanları yaratılabilir derken genelde bir heyecan vardı. Bugün bu paralar kazanıldıktan sonra nasıl paylaşacağız, görünmeyen öteki ortağa bunun bir kısmını nasıl vereceğiz konusuna geldiğimizde suratların biraz asıldığını görüyorum. 2006 yılında yürürlüğe girecek bir düzenlemeyle menkul sermaye iradları veya sermaye kazançlarının vergilendirilmesinde genel ilke olarak % 15'lik oranın getirilmesi şeklinde bir uygulamaya geçildi. Gerçekten bu ilginç, değişik ve bugüne kadar karşılaşmadığımız bir şey. Bazılarına ilave yük geldi. Hazine bonusu, devlet tahvili gibi. Bazılarının da yükleri hafifledi.

Aslında bu vergicilikte öteden beri özellikle menkul sermaye iradalarının vergilenmesinde her menkul sermaye iradının aynı oranda vergiye tabi olması ilkesinin hayata geçirilmesi oluyor. Dolayısıyla bu anlamda oranın ne olduğunun bir önemi yok. Oran sıfır bile olsa, % 15'de olsa tek oran söz konusu-dur. Her menkul sermaye iradının aynı oranda vergilendirilmesi uygulamasına geçilmesi ve basitlik getirilmesi bana göre değişik ve üzerinde durulması gereken bir husus. Ben bunun detaylarına girmek istemiyorum.

Bir konuyu daha dikkatinize sunmak istiyorum. Konuşmacılarımızdan biri Sayın Mustafa Uysal Vergi Konseyi Başkanı. Vergi Konseyi aslında devletin icrai bir organı değil. Ben daha önceki dönemleri bildiğim için söylüyorum. Bir düzenleme yapıldığı zaman Maliye Bakanlığı bunu tek taraflı olarak yapar ve bir şekilde uygulamaya geçerdi. Bu türden toplantılar düzenlemeler yapıldıktan sonra olurdu. Ama Vergi Konseyi bir sivil toplum örgütü gibi çalışan, düzenleme yapılacak kurumun ve tüm tarafların görüşlerini uzun bir mutfak sürecinden sonra değerlendiren bir kurumun ortaya çıkmış olması, bunun epeydir çalışıyor olması, konunun tüm uzmanlarının burada katkılarını yapıyor olması çok büyük bir ayrıcalık. Bunu toplum olarak hep beraber takdir etmemiz gerekir diye düşünüyorum.

Ben şimdi sözü Sayın İbrahim Dönmez'e veriyorum. Buyurun Sayın Dönmez.

İBRAHİM DÖNMEZ – Teşekkür ediyorum Sayın Başkan. Hepinizi saygıyla selamlıyorum. Ben konuşmamda önümüzdeki yıl yürürlüğe girecek olan temel düzenlemeleri çok kısaca anlattıktan sonra, onun etkileri üzerinde değerlendirmelerde bulunacağım. Aslında Vergi Konseyi Başkanımız Sayın Mustafa Uysal söylenenleri çok güzel ifade etti. Bizimki belki biraz tekrar olacak ama detaylara girmeye çalışacağım.

Bu düzenleme ihtiyacı nereden çıktı diye bakacak olursak, benzer nitelikteki finansal araçlar için farklı vergileme uygulamaları vardı. Kamu ve özel sektör menkul kıymetleri için farklı vergi rejimleri vardı. Araçlar bazında uygulanan farklı beyan sınırları vardı. Vadelere bağlı değişik vergi oranları vardı, repo da, mevduatta. Tam, dar mükellef arasında farklı vergi uygulamaları vardı. Sürekli geçici hükümler vardı, her yıl uzatılmayı bekliyor ve belirsizlik yaratıyordu. Vergi sistemindeki tanımlar da yeni finansal araçlar yaratma anlamında, yetersiz kalmaktaydı. Bütün bunların sonucunda çeşitli tartışmalar oldu. Bir taraftan işlem vergisi gündeme geldi. Tek oranlı ve basit olmasından dolayı. Belirli ölçülerde bir konsensüs ile bu noktaya geldik. Ama kendi içinde çeşitli sorunları da var.



Bira
bu kapağın
altındadır.



Kısaça özetleyecek olursak, 2005 yılı için bir problem yok. Yeni bir vergileme rejimi geldi. Bütün sermaye piyasası araçlarının alım-satımı arasındaki farktan % 15 oranında tevkifat yapma şeklinde. İstisnalar oldu, borsa yatırım fonları hariç ilgili fona katılma belgelerinin iadesinde herhangi bir stopaj yok, ama içinde var. Yatırı ortaklığı hisse senedinin alım-satımında % 15 stopaj yok. Eurobond'lar bu rejime tabi değil, beyannameye tabi. Tam mükellef kurumlarına ait olan 2 yıldan fazla süre ile elde tutulan hisse senetlerinin elden çıkarılmasında yine bir vergileme yok. Hisse senetleri kâr paylarının hisse senetleri sahipleri adına tahsilinde yine bu rejim geçerli değil.

Aslında geçici bir düzenleme olarak öngörülmüş durumda. Belirsizliği ortadan kaldırmak için kanunda belirtilmiş durumda. Çünkü diğerleri hep geçici bir nitelik taşıyordu. Daha sonra çağdaş vergi sistemlerinin gerektirdiği beyan usulüne geçilmesi hesaplanıyor. Yine dar mükellef ve tam mükellef ayırımına göre vergileme kaldırılıyor. Bu çok pozitif bir durum. İstisna ve indirim uygulamaları onları kaldırılıyor. Bazı mahsup işlemlerinin de uygulamalarına imkân tanınıyor. Özellikle yatırım fonlarında, B tipi fonlarda mahsup edildikten sonra iade kalırsa, yatırım fonları bunu alamıyorlardı. Böyle bir imkân şu anda tanınmış durumda. Herkesin konsensüsle üzerinde durduğu emeklilik yatırım fonları, hepimizin geleceğiyle çok ilgili olan, uzun dönemli kurumsal bir yatırımcı olan emeklilik yatırım fonlarına vergi teşviği devam ediyor.

Menkul kıymet yatırım fonu ve ortaklıklarında A ve B tipi ayırımı kaldırılıyor. Bu da önemli bir değişiklik. A tipinde stopaj yoktu, B tipinde stopaj % 10 şeklindeydi. A tiplerine bir teşvik gibi algılanıyordu. Aslında baktığımızda bu teşvik pek realize olmuş sayılmazdı. Yıllar itibarıyla baktığımızda aslında A tipi yatırım fonlarının hisse senedi oranı hiçbir zaman, daha doğrusu toplam fonlar içerisinde hisse senedi oranı hiçbir zaman % 3'ü geçmemişti. Demek ki, vergi teşviki de her zaman olumlu sonuçlar vermiyor. Yalnız menkul kıymet yatırım fonları ve ortaklıkların portföy aldıkları menkul kıymet üzerinden % 15 stopaj var. Ayrıca kendileri de elde ettikleri ka-

zançlardan % 15 stopaja tabi. Ancak bir mahsup imkânı var, iade imkânı da var.

Gayrimenkul ve girişim sermayesi yatırım ortaklıkları şayet portföylerine 2006 yılında menkul kıymet alırlarsa elde ettikleri kazançtan % 15 oranında tevkifat yapılacak. Yeni bir enstrüman aslında biraz anlatmakta zorlanmış da olabiliriz. Sonuç pozitif oldu. Borsa yatırım fonlarında vergi rejimi kesinleşti ve bütün diğer fonlarda arzu ettiğimiz şekilde bunların vergilemesi fon içinde değil, dışarıda gerçekleşti. Bu yeni kanunun getirdiği olumlu bir düzenleme. Vadeli işlem ve opsiyon borsalarına yönelik olarak düzenleme yapıldı. İki yıl süreyle vadeli işlem ve opsiyon borsasında alım satım yapılmış kontratlar üzerinden elde edilen kârlar, eğer gerçek kişi tarafından yapılıyorsa bir stopaj yok. Fakat tüzel kişi için aynı şey maalesef geçerli değil. Bunun biraz daha irdelenmesi gerekiyor.

Kanunun temel yaklaşımları var. Bunlar ne tür sorunlar getirdi diye bakacak olursak. Bir kere araçlar arasında vergisel anlamda bir kayıtsızlık yaratıyor. Teorik olarak düşündüğümüzde pozitif bir şey. Ben şahsen teknik olarak düşündüğümde, bir araç diğer araca göre vergiden ötürü bir üstünlüğü yok. Teorisinde de öyle olması lazım ama Sermaye Piyasası Kurulu'nu temsil eden hisse senetlerine karşı içinde bir teveccühü olan, sempatisi olan biri olarak acaba onlara daha düşük bir oran getirilir miydi? Fakat başka gruplar diyecekler ki, kamunun borçlanma ihtiyacı var, onlar da neden olmasın. Bu tartışılabilir ama sonuç olarak doğru bir şey gibi geliyor bana.

Bir taraftan vergi tahsilâtında etkinlik yarattı gibi gözüküyor. Alım-satımda % 15 alın geçin gibi. Bütün bu istisnalar, eşitlikler, indirimler v.s. kaldırılmış durumda. Vergi yüklerinde nispi bir artış var. Hiç vergilenmeyen araçlar, vergilenmiş durumda. Bazılarında düşüş var ama bazılarında artış söz konusu. Gelir vergisi temel sistematiğinden ve vergi teorisinden farklılıkları da mevcut. Gelir bazında vergilendirme yönünde, araç bazında vergilendirme esasları var. Araç bazında vergilendirme sonucunda da kâr-zarar mahsubu aynı araç bazında yapılıyor. Ben bunu kendi kendime çok düşündüm. Araç bazında mı ol-

malı? Yoksa bütün gelir toplandığı zaman geneli açısından mı olmalı? Hep okulda öğretilen, yumurtaları farklı sepetlere koy diye genel bir teori vardır. Sadece aynı enstrümanlar için değil, farklı enstrüman için de. Yani bir portföy çeşitlemesi yapar. Bir taraftan devlet tahvilini alır, öbür taraftan hisse senedi alır. Birinden getiri varken, diğerinden zarar olabileceği ihtimaline karşı getirilmiş bir teoridir. Biz de eğitim yaparken insanlara bunları anlatırız.

Fakat burada öyle bir şey söz konusu değil. Hisse senedi aldığınızda hisse senedi arasında mahsup yap diyor. Fakat ben biraz sabit getirili aldım, ondan kâr ettim, bu yok. Aynı araç bazında olması zorunluluğu bana biraz ters geliyor. Üstelik bazı enstrümanlar var ki, yatırım fonu gibi, yatırım fonu katılma belgesi gibi portföyü temsil ederler. Portföyün içinde de çeşitlenir. İçinde hisse senedi olabilir, sadece içinde tahvil olabilir veya karması olabilir. Bunu neyle neyi mahsup edeceğiz. Aslında hepsini birbirinden mahsup edebiliyorsak bir problem olmaz. Çünkü yatırım fonu katılma belgeleri tamamen enstrümanın kendisine yatırım yapmak yerine, bir portföy yatırım yapmayı sağlayan enstrümanlardır. Bu bakımdan da bir problemi var. Bunun kesin olarak Maliye tarafından çözülmesi lazım. Benim kişisel kanaatim, bütün enstrümanların birbiriyle mahsup edilme imkânının getirilmesi.

Bir diğer konu, sermaye piyasası politikaları açısından farklı yaklaşımlar da gelmiş durumda. Kolektif yatırım araçlarına yönelik teşvik artık yok. A tipi, B tipi gibi. B tipi yatırım fonlarında bir teşvikten bahsetmek mümkün değildi. Beyan eşığı, kamu kâğıtları çok yüksekti. Kendisi alınca bir vergi yoktu ama yatırım fonu vasıtasıyla alınca % 10 ödeniyordu. Ama A tipinde herhangi bir vergi yok. Bu da ilginç bir nokta.

Yabancı yatırımcılar diğer bir konu. Yabancı yatırımcılar genelde Türkiye'deki yatırım fonları gibi isimlendiriliyordu ve eğer sabit getirilere yatırım yapıyorlarsa % 10 stopaj ödüyorlardı. Hisse senedine yatırım yapıyorlarsa herhangi bir vergi ödemediyorlardı. Şimdi artık böyle bir şey yok, pozitif olarak görün-

mesi gereken bir şey. Orana takarlar mı, açıkçası bilmiyorum. % 15 yerli de böyle ödüyor, yabancı da böyle ödeyecek.

Çifte vergilendirmeyi önleme anlaşmaları, tebliğ taslağında buna dair şeyler söylenmiş. Bu verginin uygulanmasında önemli bir hantıkabı olabilir. Türkiye'de yerleşik bir kişinin acaba çifte vergilendirmeyi önleme anlaşmasına tabi olan bir ülkeye gitmesi durumunda vergi takibi nasıl olur gibi genel bir problemi-miz var.

Vergi yüklerir te özellikle kısa dönemli enstrümanlar, yani repo kazançlarındaki stopaj ve bir yıl vadeli döviz tevdiat hesabındaki yüksek oranlı stopajlar % 15'e indi. Hisse senedi değer artış kazancı için de % 15 stopaj getirildi. Burada üç aydan sonra bir vergi yoktu. Dolayısıyla hisse senetlerinde bir teşvik kalmamış gözüküyor. Gelirin yıllık olması ilkesi vergide temel bir ilkedir. Onunu yerine üçer aylık dönemler gibi bir periyot belirlenmiş oldu. Üçer aylık dönemlerde zarar mahsubu söz konusu. Bunun da kendi içinde problemi var. İdare bunları herhalde bugünlerde düşünüyor ve yeni yaklaşımlar getirecek. İlk üç ayda kâr ettiniz, verginizi ödüyorsunuz. İkinci üç ayda zarar ettiğinizde ilk üç aylık kârdan mahsup yapma imkânı yok. Bu da ilginç bir konu ve bana kısmen de haksız bir konu gibi geliyor.

Aracı kuruluşlar arasında mahsup yapma imkânı yok. Bir yatırımcı farklı aracı kurumlara gittiğinde aynı enstrümanı aldığında, birinde zarar, birinde kâr elde ettiğinde bir mahsup imkânı yok. Denilebilir ki, farklı hesaplar açmasının ama başka bazı ihtiyaçlardan, gerçek anlamdaki ihtiyaçlardan dolayı böyle bir şey yapıldığında bir haksızlık yaratmış oluyoruz. Aracı kurumlara stopaj yükümlülüğü getirilmiş oluyor. Bu yepyeni bir konu.

Bir diğer problem, portföy yönetim şirketi müşterilerine stopaj yükümlülüğünün takibinde önemli bir problem var, belirsizlik var. Bunlar emirlerini global bazlı iletiyorlar. Müşteri bazında iletildiği zaman ancak kâr-zarar olabilecektir. Fakat sistemleri buna uygun değil.

Yabancı yatırımcıların işlemlerinde problemler var. Emirler müşteri bazında gelmeye-

biliyor. Birkaç kanaldan gelebiliyor, global gelebiliyor. Emri ileten aslında müşterinin kendisi değil, dışarıdaki bir kurum olabiliyor. Burada gerçek yatırımcıyı tespit edip alım-satım kârını tespit etmekte problem var ve muhtemeldir ki, bu çeşitli müşteri gruplarını alım-satımlarını ayarlayıp, belki hiç stopaj yapmama gibi bir imkân dahi söz konusu olabilecek bir düzenleme. Üstelik bir taraftan gizlilik, rekabet dolayısıyla portföy saklama kuruluşları da bilgilerini bir taraftan bir tarafa vermek istemiyorlar. Alım bir taraftan, satım bir taraftan olabiliyor. Böyle bir temel problemi-miz daha var.

Yatırım fonları ile ilgili bazı özellikli hususlar var. Mevcut durumda herhangi bir beyanname verilmiyordu. Elde edilen kazançlar üzerinden, B tipinde % 10 stopaj vardı, A tipinde stopaj yoktu. B tiplerinde stopaja aldıkları enstrüman ödedikleri stopaj arasında bir mahsup imkanı vardı, iade imkanı yoktu. Şimdi iade imkânı getirilmiş oldu. A ve B tipi ayrımı kaldırıldı. Aslında radikal bir şey ama A tipine bir avantaj vardı. Fakat hiçbir zaman hisse senedi oranı yatırım fonlarında % 3'ün üzerine çıkmadı. Demek ki, piyasa vergiye karşı kayıtsız bir durumda. Yatırım fonu portföyüne alınan menkul kıymet ve diğer sermaye piyasası araçları için % 15 tevkifat var. Mahsup ve iade mümkün. Ayrıca yatırımcı bazında tevkifat tabi değil. Buradaki temel yaklaşımımız, bu içeride değil de, yapılan % 15'in tıpkı diğer enstrümanlar gibi hisse senedi ve tahvil gibi dışarıda katılma belgesi bazında şayet % 15 tevkifat yapılırsa yatırım fonunun gerçek fonksiyonu gelir yaratan değil, yaratılan geliri katılma belgesi sahiplerine yansıtan bir yapıdır. Yatırımcı bazında vergilendirme daha anlamlıdır, teorisine daha uygundur. Öyle olmasında yarar var diye düşünüyorum.

Diğer etkilerine gelince, repo kazancında stopaj % 22 idi, yabancı döviz tevdiatta % 24 idi. Bunlar % 15'e indi. Üç aydan sonra elden çıkarılan hisse senetlerinde sıfırken, bu % 15'e çıktı. Repoda, üç aylık mevduatta, 6 aylık mevduatta vergi yüklerinde bir azalma var. Hisse senedi alım-satım kazancında üç aydan fazla elde tutulması durumunda neredeyse % 100'ün üzerinde artış var. Fonların

vergi yüklerinde artış var. Başka ufak, tefek sorunlar da var. Şöyle ki, mesela B tipi fonlar sadece sabit getirili enstrümana yatırım yapacak fonlarda 2005'den önce çıkarılmış kamu kâğıtlarını alsa dahi % 15 stopaj var. Fakat bu aracın kendisini alan kişi hala eski rejime tabi olduğu için arasında bir vergi kayıtsızlığı söz konusu değil. Bu B tipi yatırım fonlarının aleyhine bir durum. A tipi fonlarda eğer tam mükellef kişi iki yıl elde tutarsa vergi yok ama A tipi fon iki yıl elde tutarsa bir şey değişmiyor, % 15 stopaja tabi, aleyhine bir durum.

Aracı kurumlar adına yeni bir sorumluluk geliyor. Onlar da diyorlar ki, biz buna alışkın değiliz. Biz vergi sorumluluğu yapmıyoruz, alım-satım anında kesecekler, üç ayın sonuna kadar borç olarak tutacaklar. Zararlı bir işlem olunca da mahsup olacaklar, yazılım yapacağız vs. diyorlar ama sistem bunun üzerine dizayn edildi. Yeni bir durum ve buna uygun bir yazılım ve organizasyon gerekiyor. Yatırım fonlarının değerlendirilmesinde bir problem var. SPK ve vergi kanunları açısından. SPK değerlemede ve alım-satımda ağırlıklı ortalama maliyeti kullanır. Yeni vergi kanunu FI-FO'yu kullanıyor. Böyle bir ilginçlik söz konusu.

Yatırım fonları muhasebesinde de önemli değişiklikler yapmak gerekecek. Yine önemsiz gibi addedilen ama yatırım fonu endüstrisini etkileyecek bir konu bu, vergicileri çok ilgilendirmeyebilir. Performans ölçümü yaparlar, yatırım fonlarında onun düzenlemeleri vardır. Benchmarklar'larla stopaj, yani endeksle içerideki stopajdan dolayı getiriler arasında bir farklı algılanmaya yol açabilecek bir şey söz konusu. Ayrıca fon portföyüne alınacak menkul kıymetlerin mahsup ve iade uygulamalarında bir vergi planlaması yapma imkânı da getirilmiş oluyor. Onu da normal performansın ölçüsünde vergi nedeniyle kullanabilecekler. Fonlarda değer artış zamanlarında vergi karşılığı tahakkuk ettiriyorlar. Fonda kalan yatırımcının birim pay fiyatına o dönemde yansıyor ama iade aldığı zaman bir farklılık çıkabilecek.

Son olarak söyleyeceğim bir konu daha var. Vadeli İşlem Borsasında yapılmış alım-

satımlardan elde edilen kazançlar gerçek kişiler için iki yıl herhangi bir stopaja tabi değil. Fakat tüzel kişi yapıyorsa tamamen vergiye tabi. Aslında ben konunun idarece çok iyi anlaşılmadığını düşünüyorum. Bunu biraz daha anlatmamız gerekiyor. Çünkü riskten korunma, hedge amacıyla yapılan işlemlerde iki yıl sonra spotta aldığınızdan kâr elde edersiniz, vadeli de aldığınızdan zarar edersiniz. Aşağı yukarı yakın olur, % 100 korelasyon yoktur veya tersi de olabilir. Vadeli de kâr edersiniz, spotta zarar edersiniz. Sonuçta bu cebinizin portföyü, korumak için yapmışsınız. Riskten korunmuşsunuz, kâr-zarar sifıra yakın ama sıfırdan yüz neredeyse. % 100'ün üzerinde bir stopaj yapma gibi bir şey söz konusu olabiliyor. Onun da araçlar arasında zarar mahsubu yapılacağı konusunda belirsizlik var. Bir taraftan da vadeli işlemler şu anda vergiden istisna edilmiş değil. Sanırım bankaların da o konuda çeşitli problemleri mevcut. Beni dinlediğiniz için çok teşekkür ediyorum.

FİKRET SEVİNÇ – Konuşması için Sayın Dönmez'e teşekkür ediyoruz. Şimdi sözü Sayın Faruk Sabuncu'ya veriyorum. Buyurun Sayın Sabuncu.

FARUK SABUNCU – Teşekkür ediyorum, Sayın Başkan. Aslında konu başlığı 2006 yılında uygulanacak Vergi Sisteminin Sermaye Piyasalarına Etkisi. Fakat genel olarak 2006 yılında aslında vergileme rejimi olarak sermaye piyasası veya daha doğrusu menkul kıymet araçlarında üç tane farklı vergileme rejimiyle karşılaşabileceğiz. Bir tanesi meşhur geçici 67. Diğeri ise geçici 67'nin getirdiği 31.12.2005 tarihi itibarıyla geçerli olan hükümler. Üçüncüsü 1.1.2006'dan sonra kanun değişirse 1.1.2006'dan sonra iktisap edilenler için tekrar o vergi rejimi.

Bir vergi danışmanı ve özellikle sermaye piyasalarında da uzmanlığını o yöne yönlendiren bir kişi olarak benim için bile çok fazla karışık bir konu. Ne yazık ki, geçici 67'yi anlatabilme konusunda da ciddi sıkıntılarım var. Sıkıntılarım var demeyeyim, belki benden daha yetenekli olan kişiler bu konuyu daha rahat anlatabiliyor. Konsept olarak gördüğüm kadarıyla hep bir orana doğru yoğunlaşma var. Ben yine geçici 67'yi eleştirme yönünde

bir sunum yapmak istemiyorum. Çünkü uygulama kararı verilmiş. Fakat prensip olarak bana göre ne Anayasa'daki temel prensiplere, ne gelir vergisi kanununun temel prensiplerine, ne ikili vergi anlaşmalarına uygun bir vergileme rejimi. Biraz yavaş yavaş ve kısa cümlelerle konuşmak istiyorum. Çünkü aramızda yabancı bir misafirimiz var. İş gereği de çok yabancılarla çalıştığımız için hakikaten bunu anlama, anlatabilme konusunda ciddi sıkıntılarımız var. Zaten Maliye Bakanlığı ve piyasadaki danışmanların arasındaki farklı görüşlerin olması da, özellikle yabancı yatırımcıları ciddi bir polemğin içine düşürmüş durumda.

Delaysıyla tebliğden beklentilerimiz çok fazla, kanun değişiklikleri ile birlikte. Benden önceki konuşmacılar, kanunun geçici 67 ile ilgili iyi bir sörf yaptılar diye düşünüyorum. Benim yaptığım görüşmelerde şöyle bir düşünce var. Sanki geçici 67'nin içinde olmadığını zaman vergilenmeyeceksiniz gibi bir inanış var, bu yanlış. Çünkü geçici 67'ye düşmediğiniz zaman, diğer vergileme rejimine tabi olacaksınız. Bu nedenle geçici 67'yi belli enstrümanlar ve belli tranzaksiyonlarda bir şekilde oluşması durumunda geçici 67'yi uyguluyoruz. Buna özellikle dikkat etmek lazım. Aracı faaliyeti olmadan yapılan alım-satımlar nedeniyle vergi ödenmeme gibi bir durum olmayacak. Örneğin, piyasa dışında hisse senedi alım-satımları, bunu özellikle vurgulamak istedim.

Geçici 67'nin kapsamında bana göre en önemli madde tanım maddesi. Menkul kıymet tanımı ve çok ilave bir tanımla diğer sermaye piyasası aracı tanımı. Biz genelde bugüne kadar menkul kıymet ve diğer sermaye piyasası aracı tanımlarını, ilgili otoriteye bırakıp çok rahatlamıştık. Fakat geçici 67 birden bire türevlerde bir tanım getirdi ve bu tanımla da geçici 67'nin içinde üzerinde vergi alınacak menkul kıymet olarak gördüğünü sözlü olarak Maliye Bakanlığı söyledi. Şahsi görüşüm, şu anki durumla diğer sermaye piyasası aracı olarak tanımlanan ve bankalarla yapılan vadeli işlem ve opsiyon kontratlarının geçici 67'nin kapsamında olmadığıdır. Çünkü bunun yorumunu 67-12 numaralı bent, yanılmıyorsa bakarak oradan rahatlıkla görebiliriz.

leceğimizi düşünüyorum en azından ben öyle düşünüyorum. Bu tür kontratların sermaye piyasasına kaydı veya herhangi bir borsada - şu anda İzmir'deki borsamızda- işlem görmemesi durumunda bana göre geçici 67'nin kapsamında değildir.

Şimdi ben biraz bu tanıma takmış durumda olduğum için, konuyu anlamak için sadece tanımı görmeniz yetmiyor. İhraç ve iktisap tarihlerine de dikkat etmeniz gerekiyor. İşte 1.1.2006'dan önceki ihraçlar ile özellikle sabit getiriler için 1.1.2006'dan önceki ihraçlar ve 1.1.2006'dan önceki iktisatlar burada önem arz ediyor. Bunlar geçiş dönemiyle ilgili, aslında geçmişte uygulanan vergi rejiminin devam edeceğini gösteren, ancak bana göre 1.1.2006'dan sonra özellikle kolektif yatırım araçlarında ciddi anlamda ayrılmalara sebep olacak bir madde, 1.1.2006'dan önceki iktisaplar ve ihraçlar. Yabancı yatırımcılar aleyhine de getirilen bir durum var orada. O da yabancı yatırımcıların pozisyonunu etkileyecek bir durum. Dolayısıyla ihraç ve iktisap tanım ihraç ve iktisap tarihi, sonra da istisnalar. İstisnalarda tabi borsa yatırım fonları ve emeklilik yatırım fonları yapacakları işlemler nedeniyle, bu tür bir istisna tanınmış durumda. Menkul kıymet yatırım fonu katılma belgelerinin, borsa yatırım fonları hariç, onların fona iadesi, temettüleri, 2 yıl elde tutmalar. Mahsup meselesi, matrah meselesi. Oranda oranın % 15 olduğuna inanmıyorum, oran % 15'den yüksek. Örnekleri alırsanız, hem bu mahsup işlemleri hem birden fazla menkul kıymet grubu, aynı tür menkul kıymet grubu oran % 15 değildir. Üçer aylık dönemler halinde mahsup olayı kesinlikle % 15 değildir. Ben vergilemede orana neden takıldığını da çok merak ediyorum.

Biz yurt dışında yaşadığımız yıllarda oranlar çok yüksekti ama matrah düşüktü, her şeyimizi indiriyorduk. Açıkçası matrahın tespiti ne neden bir türlü ağırlık verilmiyor onu da anlamış değilim. Dolayısıyla sadece orana takmak, flat vergilerle uğraşmak, doğru değildir. Gelir vergisi kanunu madde bire göre vergilenmesi gereken gelir safi kazançtır. Geçici 67'nin de bu konseptte geliştirilmesi gerektiğini düşünüyorum. Tabii özellikle vurgulanması gereken konulardan bir tanesi geçici 67

kapsamına düşen bir kazancın, vergilenen bir kazancın tam ve dar mükellef gerçek kişiler ile dar mükellef tüzel kişiler açısından ilave bir vergileme durumunun doğmayacağı, ancak tam mükellef kurumlar için normal stopaja tabi bir kazanç gibi, yine kurum kazancına dâhil edilip, bunun yıl sonunda vergiden mahsup edileceği açık.

Ben borsa yatırım fonlarının genel vergilemesi ve emeklilik fonlarına çok girmek istemiyorum. Onlar işlemlerinde bir şekilde geçici 67'yle ilgili işlemlerinde stopaja tabi olmayacaklar. Zaten kurum kazançları istisna, normal vergileme rejimleri onlar için devam ediyor. Bu emeklilik yatırım fonlarına tabi vergilemeyi biraz önce İbrahim Bey değindiği için işaret etmek istiyorum. Sadece fon bazında düşünmemek lazım. Eninde, sonunda bu emeklilik fonlarından gelir alacak olanların vergileme rejiminin onların bazında düşünülmesi gerektiği ve şu anda yani sürenin sonuna kadar kalan bir kişiye % 5'lik bir vergi olacağını -belli bir istisna oranı var % 25- stopaj suretiyle onu da belirtmek istiyorum. Konuyu belki o açıdan da merak edenler olabilir.

Şimdi benim bu anlaşılması zor, pratik olmadığı, neden pratik değil hem hesaplama hem birden fazla farklı aracı kurumda işlem yapma gibi durumlar nedeniyle, ben uygulamada çok sorun yaşanacağını düşünüyorum. Diğer bir konu aracılık tanımı, geçici 67-1'de aracılık edilen alım-satım işlemleri deniyor. Ama piyasada özellikle çok tartışılan bir konu var. Bu aracılık tanımında sermaye piyasası mevzuatına mı gideceğiz, yoksa bankaların yaptığı tüm işlemler mi aracılık tanımına gidecek. Örnek virman işlemleri, bir aracılık faaliyeti olarak düşünülecek mi? Zaten bu sorunların hepsi Maliye Bakanlığına iletilmiş durumda. Ama onlarla ilgili, açıkçası cevaplar bekliyoruz. Yabancılar için çok önemli bir konu var, kotasyon. İkili vergili anlaşmalarda, işte 5 tane vergi anlaşmamız da var.

Sermaye piyasasına İngilizce versiyonlarında kotasyon kelimesi olarak geçen kote edilen fakat Türkçe versiyonlarında sermaye piyasasına kayıtlı olarak yer alan konu Maliye Bakanlığı'nca farklı tanımlanıyor. Bunun geçici 67'yle de çok alakası yok. Bizim diğer

normal değer artış kazançlarıyla ilgili bir konudur bu. Normal zamanda da bir tartışma konusuydu. Biz bunu 1999'dan beri zaten yabancıların alım-satım işlemleri için takip ediyoruz ve Maliye Bakanlığı'ndan aldığımız görüşte; Maliye Bakanlığı kotasyon kelimesini şu şekilde anlıyor. Bir sermaye piyasasına kayıtlı olmak, iki kote olmak, üç o menkul kıymetin piyasada işlem görmesi. Bunu nereden çıkardığını bilmiyorum. Çünkü ikili vergili anlaşmalarda tanımlar kullanılırken, ilgili mevzuata referans verilir. Maliye Bakanlığı'nın bunu böyle sermaye piyasasını geliştirici anlamda, borsayı geliştirici anlamda bir yorum yaparak yabancılar da bu tür tereddütler uyandırması, bence ciddi bir konu olmuş durumda.

Kotasyonla ilgili ikinci önemli bir konu devlet tahvili, Hazine bonoları kote midir, değil midir? Vergi uzmanı olarak ben bunu bilmem. Ben bunu ilgili otoriteye sorarım. İlgili otoriteden 2001 yılında aldığımız cevaptan, bunların kote olduğu, yani yurt içinde ihraç edilen tahvil ve bonoların otomatik bir şekilde aralarında yaptıkları yazışmalarla tahvil kotasyon yönetmeliğiyle kote oluyor. Çok detayı var bunun fazla vaktinizi almayacağım. Bu konu şu anda yabancılar da ciddi bir konu. Bana göre bakanlığın tek başına hayır bunlar kote değildir demesi doğru değil ve bunu özellikle kotasyonla ilgili otoritenin yabancılarla söylemesi gerekir. Yabancı yatırımcıların sermaye piyasasında çok ciddi etkileri olacak. Onları bir şekilde teknik açıklamalarla tatmin etme durumumuz var. Tatmin edemediğimiz zaman işte yapacakları pozisyonu biraz sonra anlatacağım. Belli bankalar Türkiye'yle bu konu netleşene kadar işlem yapmama durumunu seçtiklerini de hatırlatmak istiyorum. Böyle bir etkisi var, hakikaten artık diyorlar ki, o zaman net değilse netleşene kadar bekleyelim diyor. Bankalarla yapılan vadeli işlem opsiyon kontratlarına da işaret ettim. 1.1. 2006 öncesinde ihraç edilen devlet tahvili ve Hazine bonolarının alım satım kazançlarında yabancılarla yapılan ayrımcılığın sonlandırılması gerekir. Bence eğer kanun değişecekse bunun da dikkate alınması gerekiyor.

Etkileri şöyle görebiliyorum. Bir defa bu geçici hükümler nedeniyle B tipi fonlardan

ayrılmalar bana göre ihtimal dâhilinde. Gerçi piyasa koşulları belirleyecek ama her şey sabit dediğimiz zaman bunun beklenebileceğini görüyorum. Hisse senetlerinde vergileme elden çıkarmaya kadar oluşmadığı için, A tipi fonlarda da böyle bir gelişme söz konusu olabilir. A tipi fonlardan bir ayrılmalar söz konusu olabilir. Burada en çok konuşulan şeylerden bir tanesi bono ihraçları. Avrupa ve Amerika'da yapılacak olan ihraçlarla, bu etki azaltılmaya çalışılıyor. Çünkü vergi etkisini, bu işi mühendisleri Türkiye'deki vergi etkisinin dışına çıkarmak için bunları temsil eden ve diğer piyasalarda alınıp satılmasını sağlayacak enstrümanların peşinde.

İşlemlerin borsa dışında yapılması durumu gündemde. Yabancıların çekilmesi, özellikle isim bildirme olayı, İsviçreli yatırımcılarda çok ciddi bir konu. Maliye Bakanlığı bu konuyu bir kodla yapacağız, edeceğiz dediler ama bu kodun güvenilirliği. Çünkü eninde sonunda vergi registrasyonu olması lazım. Bununla ilgili tatmin edici açıklama olursa, piyasa şartları belirler yabancıların gelmesini ama bu gizlilik konusu getiriden de çok daha önemli bir konu. Yatırımcı kendini belli etmek istemediği zaman getiriye bakmaz, başka yerlere gider ve rekabet ettiğimiz ülkeler bunu sağlıyor. İtalya'da bile en sert vergi rejiminin olduğu ülkelere bir tanesi, orada bile bu konu bir şekilde custodianlara güvenilerek veya ilgili aracı kuruluşlara güvenilerek bu konu çözülmüş durumda.

Vadeli işlemler borsasında riski yönetme anlamında alınıp satılan menkul kıymetlerdeki istisnanın süresinin az olması veya tamamen istisna edilmesi sadece oranın sıfır belirlenmesi ve sürenin sadece İbrahim Bey'in de söylediği gibi 2005-2006, 2006'da zaten stopaj yok. Vergileme normal prensiplerle yapılıyor. 2006'da sadece sıfır olması, bence riski minimize etmek isteyenler yönünden o piyasaya yönelmeyi engelleyecek. Çünkü bir yıl uygulanacak, ikinci yıl var. Yani pozisyonu nasıl değerlendirecek, birden bire bir sistem oturtuyorsunuz sonra oradan çıkmanız yöneticilerde sıkıntı yaratıyor.

Yurt içinde ödenen verginin yurt dışında mahsubu konusu, genel prensipler doğru.

Yurt dışından gelen yatırımcıların çoğunluğunun fonlar olduğunu ve fonların genelde vergi ödemediğini ve bu fonlara yatırım yapanların, fonların ödediği vergiyi mahsup edemediğini düşündüğümüzde bunun etkisinin çok ciddi olduğunu dikkate almak lazım. Ayrıca kuruluşların da vergi pozisyonları da bilinmediği için, yani adamın oradaki pozisyonu Türkiye'de ödenen bir vergiyi mahsup edecek kadar kuvvetli değilse, bu da onu etkileyen bir konu. Mevduatlarda bir ayırım yapılmadan % 15'lik bir oran bilmiyorum ama Bankalar Birliği bunu nasıl karşıladı ama % 15'lik bir oran, özellikle tasarrufu kısa vadeli ve uzun vadeli yönden etkileyeceği düşüncesindeyim. Sayın Başkan umarım vaktimi aşmadım, benim bu konuda söyleyeceklerim bu kadar. Teşekkür ederim.

FİKRET SEVİNÇ – Teşekkürler Sayın Sabuncu. Şimdi sözü Sayın İlkay Arıkan'a veriyorum. Buyurun Sayın Arıkan.

İLKAY ARIKAN – Hepinizi saygıyla selamlıyorum. Sayın Uysal'ın ve Sayın Dönmez'in sunumlarından sonra, kendi sunumu düşününce bana söyleyecek pek bir şey kalmadı diye düşünürken Faruk Bey'in sunumuyla aslında bir tartışma ortamı da yaratabiliriz belki diye düşündüm. Bazı eksiklikleri, sunumun dışında da yer alan bazı eksiklikleri konuşarak oturumu biraz daha heyecanlı hale getirebiliriz diye düşündüm.

Ben finansal sistemin dünyadaki ve ülkemizdeki büyüklüğünü rakamsal ve grafik olarak sizlerle paylaşmak istedim. Grafik olarak bakarsak biraz daha anlamlı olacak, ihtiyaç duyduğumuz yerde rakamlara dönebiliriz. Finansal sistemin büyüklüğünü gösterirken özel sektör sabit getirili menkul kıymetlerini, kamu sabit getirili menkul kıymetlerini, hisse senetlerini ve banka aktiflerini topladık ve bunu Gayri Safi Milli Hâsılaya oranladık. Bu konuda 2003 yılı verilerine ulaştık.

Baktığımız zaman dünyada Gayri Safi Milli Hâsılanın 3,5 katına yakın bir finansal aktif olduğunu görüyoruz. Avrupa Birliğinde bunun 4 kata yakın, Amerika'da dünya ortalamasının biraz üzerinde olduğunu görüyoruz. Peki, kendi klasmanımıza baktığımız zaman gelişmekte olan ülkelerde bunun 1,5 kata yakın

olduğunu, gelişmekte olan ülkeleri de alt klasmanlara ayırdığımız da Avrupa'da bunun % 50'ler civarında, Latin Amerika'da ise, % 100'ün biraz üzerinde olduğunu görüyoruz.

Ülkemiz, gelişmekte olan ülkelere yakın bir seviyede. Bunun asıl nedeni de, kamu sabit getirili menkul kıymetlerinin yüksekliğidir. Dolayısıyla biz finansal aktiflerin gayri safi milli hâsılaya oranı açısından kendi klasmanımızdaki ülkelere yakın bir seyir izliyoruz. Peki, ülkemizde tasarrufların dağılımı ne durumdadır diye baktığımızda 8'inci ay itibarıyla DİBS'lerin oranı % 22, mevduatın oranı % 44, hisse senedinin oranı % 10, tahmini altın stokunun oranı da % 24. Ülkemizde böyle bir tasarruf yapısı var. Yani hane halkının tasarrufları bu şekilde dağılıyor.

Sonuç olarak, mali sektörümüzün büyüklüğü gelişmekte olan ülkelerle yakınlık gösteriyor. Biraz önce de söylediğim üzere DİBS'lerin sağladığı bu etki, bu katkı nedeniyle biz gelişmekte olan ülkelerin ortalamasını yakalıyoruz. Ancak, bizim borçlarımızın yapısı incelendiğinde de borçlanma oranının yüksek ve vade yapısının kısa olduğunu görüyoruz. Ülkemizde sermaye birikimi az, tasarruf düzeyi düşük ve tasarruflar dengesiz bir şekilde dağılıyor. Hatırladığımız üzere altın stoku önemli bir tutarda, yani tasarruflar verimsiz alanlara yöneliyor. Tasarrufların içinde kamu kesiminin ağırlığı yüksek, sermaye piyasasının payı düşük, yastık altı yüksek ve kayıt dışılık ön planda.

Biz bu yapıyı değiştirmek için ne yapmalıyız? Mali sektörü büyütmeli ve derinleştirmeliyiz. Bunu nasıl yapmalıyız? Vergi burada bizim için önemli bir araç. Gerek yastık altındaki ve kayıt dışındaki tasarrufların kayıtlı sisteme kanalize etmekte, gerek doğrudan yatırımlar yoluyla yabancı yatırımcıları ülkeye çekmekte ve gerekse yurt dışındaki vatandaşlarımızın tasarruflarının kayıtlı sistem içerisinde ülkemizde dönmesi temel amacımız olmalı.

Bu noktadan hareketle Sayın Mustafa Uysal'ın da söylediği gibi. Aracı Kuruluşlar Birliği yaklaşık 3–3,5 sene süren daha sonra Vergi Konseyi'yle işbirliği halinde giden bir çalışmayı başlattı.

Bu çalışmayı başlattığımızda, hali hazırda uygulamada olan vergi sisteminin aksaklıklarına odaklandık. Biraz önce İbrahim Beyin de belirttiği bu aksaklıklar nedir diye baktarsak:

— Vergi mevzuatı piyasaların derinleşmesini önleyen, mükellefin yararına olmayan, vergi idaresi açısından da yararlı olmayan bir vergi sistemiydi.

— Mali sistemdeki gelişmeleri izleyemeyen bir tanıma sahipti, tanımlayama sahipti. Kavramlar arasında birlik bozulmuş ve yeni ürünler sistem dışında kalmıştı.

— Ayrıca vergi sistemi karışık ve dağınıktı. Yatay eşitlik bozulmuştu. Mükellef grupları arasında fark vardı. Yerli yatırımcılar vergi sistemindeki yapılardan yararlanarak bıyıklı tabirini oluşturan bir yapı içine girmişti.

— Vergi yükü görünürde yüksek, gerçekte ise düşüktü.

— Geçici maddeler dolayısıyla belirsizlik ortamı yaratılmış ve tasarrufları kurumsallaştırarak büyütecek bir yapı oluşturulamamıştı.

Ekonomiyle uyumlu vergi sistemi arayışı içinde düşük oranlı bir işlem vergisi, bu çalışmalar sırasında tartışıldı. Ancak vergi idaresi bunu yeterli görmedi. Yüksek oranlı bir işlem vergisi ise, sektör tarafından likitleri öldüreceği için kabul edilmedi.

Şimdi ben bu noktada durup daha önceki sunumlarda, sunumlara ilişkin bazı hatırlatmalar, eklemeler de yapmak istiyorum. Özellikle kanunun 2004'ün sonunda çıkması tamamen idarenin takdiriymi.

Sektörün bu konudaki talebi 2005 yılı içerisinde bütün detaylar görüşülerek bir vergi kanunu yazılıyordu. Dolayısıyla şu anda vergi tebliği üzerinde yaptığımız çalışmalar biz kanun üzerinde de yapıp, bu sene sonunda kanunlaşmasını arzu etmiştik. Ancak idarenin takdiri diğer yönde oldu.

İkincisi, kanunun daha doğrusu tebliğdeki gecikmenin nedeni, Vergi Gelirler Genel Müdürlüğünün, Gelir İdaresi Başkanlığına dönüşmesi konusunda kanunlarda yaşanan bazı çalışmalardır. Dolayısıyla sektörün istemesine rağmen, çaba göstermesine rağmen gelir idaresinin kendi teşkilatına, yapısına yöne-

lik düzenlemeler nedeniyle de gecikmeler olmuştur.

Bu noktadan hareketle tekrar geçici 67'ye dönersek Faruk Bey vergi oranının, stopaj oranının sürekli konuşulduğunu onun yerine matrahın konuşulması gerektiğini söyledi. Kendisi de ara ara alt komite çalışmalarına katıldığı için bilir, vergi oranı cidden çok tartışılan bir oran oldu. Sayın Uysal bazı oranlar telaffuz etti ama biz bu konuda, altın oran şeklinde bir deyim tercih ettik. Mali sistemi büyütecek, kayıt dışılığı önleyecek bir altın oranın tespit edilmesi gerektiğini hala söylüyoruz. Çünkü % 15 oranının yüksekliği konusunda sektörde yaygın bir görüş var. Bunun yerine önerdiğimiz % 10 oranı nasıl bir orandı? % 10 oranı da belli bir matematiğe dayanan bir orandı. Reel faizlerin % 10 olduğu düşünülürse, % 10 oranı nominal % 20 üzerinden % 2'lik bir gelirin vergilenmesine neden olacaktı. Bu da getiri üzerinden, nominal üzerinden hesaplandığında, bütün istisnalardan, muafiyetlerden arındırılmış bir yapı içerisinde % 20 gibi bir orana tekabül ediyordu ki, Maliye için de verimli bir oran olduğunu düşünmüştük. Dolayısıyla oranla ilgili tartışmalarında böyle bir geçmiş olduğunu bilinmesini istedim.

Vergi sorumluluğu en çok tartışılan konudur. Bu konuda bankaların ve aracı kurumların üzerine operatif anlamda bir yük geleceği gerçektir. Dolayısıyla bu konuda aracı kuruluşlarının tevkifat sorumluluğunun sınırlarının iyi çizilmesi gerektiği konusunda Maliye'ye çeşitli önerilerde bulunduk. Bunun karşılık bulduğunu görüyoruz. Buradaki sorumluluğun yalnızca kendi uhdelelerindeki bilgilerle sınırlı olacağı yönünde Maliye Bakanlığı tarafından çalışmalar yürütüldüğünü olduğunu biliyoruz.

Diğer önemli bir husus, dönemler arası zarar mahsubu ve farklı kurumlarda elde edilen kazançlarda zarar mahsubudur. Bu konular da Maliye Bakanlığına iletilmiş ve olumlu cevap alınmıştır. Bunların da aynı türden gelirler arasında olmak şartıyla, yani faiz geliri değer artış kazançlarıyla mahsup edilmeyecek şekilde, yıl sonunda maksimum oranı % 15 olacak bir ihtiyari beyanname ile düzelti-

lebileceği konusundaki çalışmalar devam etmektedir.

Elde tutma süresi Sayın Mustafa Uysal'ın söylediği gibi son anda vergi kanunlarına yansıyan ve özellikle kurumlar dikkate alınarak yansımış bir husustur. Bunun yurtdışında 3 ay ile 1 yıl arasında uygulandığı, Bakanlığa bildirilince, orada da 1 yıl konusunda bir ilerleme olacağını ümit ediyoruz. 2 yıllık sürenin 1 yıla indirilmesi konusunda bir beklentimiz var.

Yatırım fonu ve yatırım ortaklıklarının teşvik edilmesiyle ilgili bir buraya not olarak yansıyan, bir de daha önceki tartışmalarda verginin katılma belgeleri üzerinden alınması konusunda Maliye Bakanlığı yine olumlu açıklamalarda bulunmuştur.

Özellikle yatırım fonlarının ve yatırım ortaklıklarının A ve B tipi ayırımının kalktıktan sonra, bir şekilde teşvik edilmesi gerektiğini düşünüyoruz. Bunun nedeni ise, biraz teknik bir açıklama olacak ama, elde tutma süresi nedeniyle vergiye tabi olmayan hisse senedi kazançlarının, portföy kazancı portföy istisnası kazancına tabi olması gibi bir durumun ortaya çıkmasıdır. Eğer burada da bir kolaylık sağlanırsa, kaldırılmış olan istisnaların yerine bir teşvik unsuru yerine konmuş olacaktır diye düşünüyoruz.

Borsa para piyasası ve İnterbank işlemleri konusunda da bir olumlu gelişme söz konusu. Bankaların birbirleriyle yaptıkları mevduat işlemleriyle bankaların ve aracı kurumların Takasbank uhdesindeki borsa para piyasasında yaptıkları işlemler stopaja tabi olmayacak. Bunlar zaten mevduat tanımına girdiği için kişilerle yapıldığında, eğer aracı kurumlar bankalar müşterilerine buradan bir nema öderlerse bu gelirler % 15 stopaja tabi olacak.

Türevlerle ilgili bir sıkıntı vardı. Türevlerin nasıl vergileneceği konusunda vergiye tabi olup olmadığı konusunda geçmiş dönemde bir sıkıntı vardı. Bunların Maliyenin üzerine gitmemesi nedeniyle vergi dışı kaldığı konusunda da, daha doğrusu bir belirsizlik olması nedeniyle vergi dışı kaldığı söyleniyordu. Dolayısıyla hem vadeli işlem ve opsiyon borsasına işlemleri yöneltmek hem de bu belirsizli-

ği ortadan kaldırmak anlamında bu vergi kanununda bir tanımlama yapıldı ve vergi konusunda belirleme yapıldı. Aslında burada yapılmaya çalışılan belirsizliği ortadan kaldırıp düşük bir oranda vergilenmesini sağlamak idi. Dolayısıyla orada bir ciddi sıkıntı var ise, maliyenin şu ana kadar gördüğümüz yapıcı yaklaşımıyla onun da çözülebileceğini düşünüyoruz.

Özellikle üzerinde durduğumuz bir husus da mükellef grupları arasında farklılık yaratılmaması. Müsaade ederseniz ben burada bir fıkraya anlatmak istiyorum. Temel, 50'li yıllarda New York'a gitmiş ve bir otobüs şoförü olmuş. Irk ayrımının olduğu dönemler. Beyazlar önde siyahlar arkada oturuyor. Temel bu kavgalardan bıkmış usanmış. Demiş ki, hepiniz yeşilsiniz, bundan sonra herkes her istediği yere oturacak. Doğrusu herkes yeşil muamelesi görüp istediği yere otururken, yine huzursuzluklar artmaya başlamış. Bakmış bu işi çözemiyor. Ettığı lafın arkasında durmak istiyor. Demiş ki, açık yeşiller öne, koyu yeşiller arkaya. Biz bu vergi kanunlarıyla % 15 diyerek Maliye'nin herkese yeşil olduğunu söylediğini düşünüyoruz. Dolayısıyla açık yeşil, koyu yeşil ayırımına gitmeden bu kararlılığını devam ettirmesini diliyoruz. Beni dinlediğiniz için teşekkür ediyorum.

FİKRET SEVİNÇ – Teşekkürler Sayın Arıkan.

FARUK SABUNCU – Sayın Başkan, sadece İlkay Bey'e cevap anlamında değil. Bana göre vadeli işlem opsiyon borsasındaki vergileme durumu mevcut mevzuat çerçevesinde cevapları bulunmaktadır. Bununla ilgili olarak da vadeli işlem opsiyon borsasının sitesine girerseniz, hangi aşamada işlemin neresinde, nasıl vergileme yapılacağını dar mükellef gerçek kişi, yerleşik ve tüzel kişiler, yerleşik ve dar mükellef olmak üzere görebilirsiniz. Bana göre vergi mevzuatımız söz konusu kontratları diğer sermaye piyasası aracı olarak tanımlanması durumunda vergide bir açıklık yok ama vergide bir eksiklik yok. Çok rahat tanımlayabiliyorsunuz. Elde tutma süresince pozisyonun ters kapatılması, işin realize edilmesi, fiziki teslimatta nasıl olacağı konusunda bana göre vergi mevzuatımız ye-

terli bilgiyi, açıklamayı veriyor. Burada önemli olan hani sıfır veya daha uzun olmasının amacı, dünyada riskin çok önemli olduğu bir dönemde, yeni oluşan bir borsanın sadece bir yıllık bir sıfır stopaj oranıyla desteklenmesini ben eksik buluyorum. Ayrıca alt komisyon çalışmalarına da evet katıldım ama tamamen yurt dışında yapılan vergileme pozisyonlarını ortaya koyabilmek anlamında. Açıkçası o çalışmalarda bulunduğumu için de kendimi şanslı hissediyorum. Çünkü diğer arkadaşlarımızın görüşlerini de öğrenmiş buldum. Teşekkür ederim.

FİKRET SEVİNÇ – Teşekkürler Sayın Sabuncu. Şimdi sözü Sayın Kaya Didman'a veriyorum. Buyurun Sayın Didman.

KAYA DİDMAN – Değerli konuklar, Sayın Başkan, Oturum Başkanı ve panelist arkadaşlarım. Hepiniz hoş geldiniz. Ben konuşmama yabancı yatırımcılar ve hisse senedi işlemleri açısından yaklaşmak istiyorum. İki konuda saptama yaparak başlamak istiyorum. Bunun bir tanesi, Türkiye'nin yabancı yatırımcıların haritasındaki yeri. Türkiye hisse senetleri piyasasının büyüklüğü 100 liralık global gelişmekte olan piyasalar endeksi üzerinden yapılacak yatırımın 1.5 lirasına talip olmasına izin veriyor. Endeks ağırlığını tutturmak isteyen bir yatırımcı her yüz dolarının 1 ila 1,5 dolarını Türkiye'ye yatırıyor.

İkinci söylemek istediğim konu da, -Faruk Bey az önce bahsetti- yabancı yatırımcıların Türkiye'deki genel mali piyasa portföy yatırımları içindeki yeri. Son rakamlar sanıyorum Haziran ayına ait ya da Temmuz ayına ait. Yabancı yatırımcıların hisse senetlerinde yaklaşık 27 milyar dolarlık bir stok değeri var. Bonolarda yaklaşık 18 milyar dolarlık bir stok değeri var. Toplam 45 milyar dolar eder. 45 milyar dolar bizim Merkez Bankası rezervlerimizin hemen hemen üstünde bir rakam. Söylemek istediğim şu; Türkiye yabancı yatırımcıların haritasında küçük bir yer işgal ediyor. Ama yabancı yatırımcılar Türkiye'deki toplam portföy yatırımları içinde hiçte yadsınamayacak bir büyüklüğe sahipler. Eğer yabancı yatırımcılar herhangi bir nedenle Türkiye'deki portföy yatırımlarının direksiyonunu değiştirirlerse, bu mali piyasalarda türbülansa

kadar gidebilir.

Üçüncü söylemek istediğim konu. Vergi varlık fiyatlarını etkiler. Yani vergi oranı etkiler, verginin nasıl uygulandığı, varlık fiyatlarını etkiler. Bu kaçınılmaz bir gerçek. Dolayısıyla varlık fiyatlarını ciddi bir şekilde etkileyecek bir düzenleme yaparken, bu etkinin sonuçlarının ne olacağı konusunda çok büyük hassasiyet göstermeliyiz. Bundan sonra vergiye gelmek istiyorum. Verginin nasıl etkilediği hakkında bir fikir sahibi olmak isteyenler de 1980 senesinde Reagan Amerika'da yönetime geldiği zaman sermayeyi canlandırma amacıyla vergi oranlarını indirdi. 1987 senesinde ne ile sonuçlandığını herhalde hepimiz biliyoruz. Evet mali portföy yatırımları vergilendirilmeli. Yani hiç vergilendirmemek olmaz. Vergilendirilmeli, bu vergilendirme basit olursa çok iyi olur. Yani tek bir oran üzerinden tek bir platform üzerinden vergilendirilirse iyi olur. Belki bir yerde bir ayırım yapmak gerekebilir. Kurumsal yatırımcının, bizim kurumsal yatırımcı çok embriyonik. O rakamlara bakarsanız, yani kurumsal yatırımcılar özellikle hisse senetlerine, bonolara ne açıdan bakarsanız bakın bunların belki geliştirilmesi için bir tür kurumsal yatırımcıyla, perakende yatırımcı arasında farklılaşma geçici olarak yapılabilir. Ama ben başta sizin de söylediğiniz gibi katılıyorum. Tek bir oran üzerinden aynı platform üzerinden vergilendirmek yerli, yabancı dar mükellef, tam mükellef ayırımı yapmadan, belki uygundur.

Fakat bu vergilendirme öyle bir şekilde düzenlenmeli ki, biz bunu burada hiç tartışmamalıyız. Biz buraya geldiğimizde şahane olmuş, oran süper, uygulama da vallahi hiçbir sorunumuz yok. Biz şimdi gideceğimiz müşterilerimize bunu anlatacağız ve uygulamaya koyacağız, yapacağız şeklinde olmalıdır. Maalessif içinde olduğumuz durum, bu değil. Son derece kompleks özellikle hisse senedi yatırımcıları açısından. Özellikle hisse senedine yatırım yapan yurt dışında yerleşik kurumlar açısından içinden çıkılmaz bir durumla karşı karşıyayız. Bunun yanı sıra bu insanlara, bu işlerin mantığını anlatırken benim açıklamakta zorluk çektiğim birtakım prensiplerle çalışmak zorundayız. Dünyanın her yerinde vergi yılı üzerinden vergilenirken, biz niye 3 ayda

vergi verin diyoruz insanlara. 3 aylık gelirlerini birbirlerinden mahsup etmelerine niye izin vermiyoruz veya izin verecek isek dahi, ileri dönük olarak bunu sene sonunda bir beyannameyle niye yapıyoruz.

Neden ayrı aracı kurumlardan, ayrı aracı kurumlardan alım satım yapmak kadar doğal bir hakkı var mı yatırımcının. 101 tane aracı kurum var, banka aracı kurumları hariç. Neden ayrı aracı kurumlardan alım satım yapan insanları kârlarını-zararlarından mahsup etmemeleri için sıkıştırıyoruz. Yine sene sonunda ihtiyari bir beyanname ile bunu düzeltmek üzere ki, düzeltmenin nakit olup olmayacağı konusunda benim bir fikrim yok. İlerideki oluşacak vergilere mahsuben midir? Nakden hesabına mı yatırılır? Ondan da haberim yok. Neden böyle bir düzenlemeye gidiyoruz. Bu son derece kompleks bir yapı. Bu yerli yatırımcı açısından da son derece kompleks bir yapı. Yabancı yatırımcı açısından da kompleks bir yapı. İbrahim Bey'in "sorunlar 3" adlı slaytındaki her madde uygulanması imkânsız ve benim konuşa geldiğim insanların en azından vergi prensibine aykırı. Aracı kurum çalışanı olarak şunu da söylemek istiyorum. Bir aracı kurumun hisse senedi, yaptığı satışlar üzerinden stopaj keserek vergi geliriye yardımcı olmasının mümkünatı yok. Özellikle bizimki gibi % 70-75'in işini yabancı yatırımcılara aracılık ederek kazanan bir insanın, bu stopajı araştırmasına, bulmasına, iki günlük takas süresi içinde maliyetleri bir şekilde ortaya çıkarmasına, bunun hesabını yapmasına, bunu geçici bir hesaba koymasına imkân yok.

Ben çoğu zaman hisse senedi sahibinin kim olduğunu bilmiyorum bile. Böyle bir hesap açıyor diyor ki, bir müşterim adına yüz tane Arçelik hissesi senedi satmak istiyorum, limitim budur, buyur sat ve müşteri isminin ketumiyet ilkesine dayanarakta bana bu kişinin ismini vermiyor. Ben bu işlemi yapıyorum Merrill Lynch'e işlemi nasıl yaptığımı bildiriyorum. Borsada işlemin zaten kaydı var. Citi-bank'a Merrill Lynch'in emanetçi bankası olan hanımefendiye bildiriyorum. Zaten iki günlük süre içinde bunun takasının gerçekleşmesi bile bir mucize. Bir de diyeceğim ki adama, bu kim, bunun vergi numarası var

mi? O vergi numarasını alayım. Yüz tane Arçeligi açığa mı satıyor. Portföyünden mi satıyor. Onu da bana lütfen söyleyiver. Eğer açığa satıyorsa ve portföyünde varsa, lütfen portföyündeki maliyeti söyle. Açığa satıyorsa ve portföyünde yoksa ben bunun notunu alacağım, bunu nereden kapatacaksa vergiyi ona göre hesaplayacağız. Portföyünde varsa FIFO'ya göre yapacak. Nasıl FIFO'ya göre tutmuyor musunuz? Allah Allah benim bildiğim bütün fonlarda ortalamaya göre tutuyor. Ortalama dediğim şu. Adam yüz tane Arçelik almış, beş liradan. 100 tane Arçelik almış, altı liradan. Bunu böyle hiç kimse takip etmez. 200 tane Arçeliğim var, beş buçuk liradan diye takip eder. Bu soruları soruyorum, büyük ihtimalle diyecek ki, ben telefonumu kapatıyorum, gidiyorum, bu durumu tekrar değerlendirip, geri geleceğim. Buna kesinlikle bir çözüm üretmek zorundayız. Bununla şu anda ortaya çıkmış yapıya, eklemeler ile mümkün olduğu inancında değilim. Üçer aylık dönemlerde vergi toplanmasının sene sonunda ek bir beyannameyle bir senelik olarak mahsup edilmesi bence bir çözüm değil. Ayrı ayrı aracı kurumlardan işlem yaptığınız takdirde kârınızdan-zararınızı mahsup edememeniz, bunu yine sene sonunda ihtiyari ve geçici bir beyannameyle düzeltmeye çalışmanız, bence bir çözüm değil.

Hisse senedinin stopajla vergilendirilmesi çok kolay bir şey değil. Önümüzde ciddi bir operasyonel kaos var. Rehin işlemlerini hisse senedi işlemi olarak algılayan bir alt yapıdan bahsediyoruz. O konuda birkaç şey söylemek istiyorum. Türkiye borsası müthiş bir gelişim gösterdi. Türkiye borsasının gelişme göstermesinin en büyük nedenlerinden bir tanesi –hepimizin girişimcilik ruhu olduğu kadar– işlem yapma ve işlemi sonuçlandırma alt yapısının çok müthiş olmasından. Yabancı yatırımcılarımız işlemlerinin hepsini Türkiye'de yapmaktan son derece memnunlar. Bu tür bir problematik ve sonuçta mali zarara uğrayabilecek bir alt yapıyla karşılaşırlarsa bekliler bu heveslerinden vazgeçebilirler. Şunu söylemek istiyorum, dünya artık son derece gelişmiş bir mali ürünler yelpazesine sahip. Kimse Türkiye'nin upside'ından faydalanmak için burada Arçelik alıp-satmak zorunda de-

ğil. İlk olarak ADR'lara, CDR'lara kaçacaktır. Bugün Turkcell'i burada da alıp-satabilirsiniz, New York'ta da ADR alıp-satabilirsiniz. Gidip New York'ta Turkcell ADR'larını alıp-satarsanız, Turkcell'in upside ile ne kadar ilgiliyeniz o kadar ilgili olursunuz. Burada da kaotik ortamda açığa mı satıyorsunuz, maliyetiniz neydi, ben şimdi senden stopaj keseceğim, onu üç ay saklayacağım, başka aracı kurumda zararın varsa sene sonunda beyanname vereceksin gibi konularla hiç iştigal etmeden bu işi yaparsınız.

Yedi tane hisseyle hangileri olduğunu söylemeyeceğim. Yedi tane hisseyle biz endeksi % 97 taklit edebiliyoruz. Emin olun bu yedi tane hisseden oluşan sentetik bir ürünü benim satıyor hale gelmem, bugün öğleden sonra üçtür. Yani şu anda buradaki 27 milyar dolar portföy tutan adamlara buradaki endeksi % 97 taklit edebilecek sentetik bir ürün satarım. Belki onun % 30'u kadarı ile borsa-da işlem yaparım, geri kalanı için yapmam. Bu örnekleri çoğaltmak mümkün, böyle kalırsak ne olacak. Belki ilk başka 27 milyar dolar statik durabilir. Onun statik durmasının tek nedeni de sene sonu maliyetleri maliyetlendirecekleri için ellerinde hali hazırda olduğu için, belki bir anda erimez. Yani ben şunu demek istemiyorum. Satar ve gider herkes, ben bunu demek istemiyorum. Ama zaman içinde bu eriyecektir, bu kaçınılmaz. Bu likidite müt-hiş bir şekilde düşecektir. Borsadan kimseyi göremiyorum burada, endişelenmesi gereken kurumlardan bir tanesi de borsadır. Borsada likidite ciddi bir şekilde düşecektir. Çünkü trading'in önemli bir kısmı yurt dışına kaçar. Likidite düşmesiyle beraber borsa karakter değiştirecektir. Borsa tek aracı kurumdan alım-satım yapacak ve büyük ihtimalle de çok kısa vadeli alım-satım yapacak kişilerin platformu haline gelecektir. Uzun vadeli yatırımcı amaçlarına uygun gerek sentetik ürünler, gerekse yurtdışı listinglerde şansını deneyecektir.

Bu yüzden benim teklifim şu; vakit çok geç değilken, özellikler hisse senetlerinin vergilendirilmesiyle ilgili konudaki düzenlemeyi tekrar gözden geçirelim. Eğer mümkünse çok radikal bir şekilde gözden geçirelim ve stopajdan vazgeçelim. Beyanname usulüne da-

yanan, çünkü beyannameyi verebilecek bilgi şu anda bile mevcuttur. Her türlü yabancı yatırımcı için her türlü yerli yatırımcı için. Ben Mustafa Bey'in söylediklerini sempatiyle karşılıyorum. Ama şuna da inanmak istemiyorum. Türkiye'de beyanname dolduracak alt yapıyı yaratmak mümkün. Yani en azından kâğıt parçalar halinde beyanname vermeyiz de. İnsanlara Amerika'da olduğu gibi Londra'da olduğu gibi bir elektronik beyanname formu verirsiniz. Çok basittir onları doldurması. Orada her türlü soruyu zaten form size sorar. Orada der ki, menkul kıymet irad gelirin var mı? İşte efendime söyleyeyim hisse senedi alım satımın var mı? Varsa bu kadarını düş, üstünü buraya yaz. Matrahını hesaplar otomatik olarak. Artık bilgisayarda yapabiliyorsunuz böyle şeyleri. Bu soruların hepsi size sorulduğunda bunları atlamanıza imkân yok.

Dolayısıyla beyanname usulüne dönülmesi, beyanname konusunda sorumlunun yabancı yatırımcıların buradaki vergi temsilcileri olması, vergi döneminin bir yıl olması. Aracı kurum seçimine bakmaksızın kârın-zararın bu bir yıl içinde mahsup edilmesi, maliyet unsuru olan konuların toplam getiri hesabına katılması -Komisyondur, krediydi, faiz v.s.- konusunda ivedi bir alt yapısı hazırlanması gerekmektedir. Oran için bir şey demeyeceğim, oran siyasi otoritenin takdiri. Yine Faruk Bey söyledi, yanılmıyorsam efektif oran % 15'in çok üstündedir. Yani o gün yaptığınız işlemlere göre çok üstündedir. Ben kademeli olarak arttırılmasından yanayım. Eğer böyle bir orana gelecekseniz, oranın ne olduğu konusunda ben vergici değilim, politika uygulayıcısı da değilim. Dolayısıyla 3'mü olur, 5'mi olur, 7'mi olur bilmiyorum ama en azından bir tartışma imkânı vermeyecek bir oran olmasında çok büyük fayda var. % 15 senelerde yine aslında çok da net olmayan bir vergi ortamında veya vergi alt yapısı ortamında hiç vergi vermemiş insanlara birden bire % 15 vergi vereceksin demek bence çok iyi bir fikir olmayabilir. Yani bu vergiyi toplayacağım derken 27 milyar dolarlık hisse senedi yatırımının 3-5 milyar doları bundan çok hoşlanmazsa, mali piyasalarda nasıl bir türbülans olur herhalde buradaki herkes bir fikir sahibidir bu konuda. Be-

nim söyleyeceklerim bu kadar. Dinlediğiniz için teşekkür ederim.

FİKRET SEVİNÇ – Teşekkürler Sayın Didman. Aslında hanım konuşmacılarımızın sona kalmış olması, tabii son noktayı onların koymasını tercih etmemizdir. Onun haricinde herhangi bir sebep yok. Buyurun Sayın Ak.

MERAL AK – Sayın Başkan, sabrınız için de teşekkür ediyorum. Ben tabii burada bir istisna durumu teşkil ediyor gibi bir özellikle geldim. Bireysel emeklilik sektörünün temsilcisi olarak. Neredeyse tek istisna bu kanun içinde bireysel emeklilik fonları dolayısıyla söyleyecek çok fazla sözüm yok gibi görünmekle birlikte, bu istisnanın belki neden gerekli olduğunu sizlerle tartışmakta fayda görüyorum. Bireysel emeklilik biliyorsunuz Türkiye’de 2003 yılı Ekim ayı sonlarında başladı sadece bir buçuk iki yıla yakın bir sürede 880 milyon YTL’ye yakın bir fon büyüklüğüne ulaştı. Çok tartışmalar oluyor, bu rakam yeterli midir? Hızlı mı büyüyor? Yavaş mı büyüyor?

Geçerlerde bana Polonya ve Macaristan’dan iki bireysel emeklilik fonlarını yönetimiyle ilgilenen iki grup geldi. Onlarla konuştuğumuzda, aslında rakamların bu geçen süreyle karşılaştırıldığında o ülkelerle çok benzer olduğunu söylediler. Dolayısıyla yavaş büyüyor diyenlere yönelik olarak çok telaşlanacak bir şey yokmuş gibi görünüyor. Ama önümüzdeki döneme doğru bakıldığında, bizleri bir telaş kapladı. Bu istisnalar geçerli olacak diye baksak bile. Zira rakamların büyüklüğüne baktığınızda, dünyadaki büyüklüklere ve büyüme hızına, trendine baktığımızda, bu bir kartopu efekti diyorlar. Bireysel emeklilik fonları başta küçük olmakla birlikte. Müteakip yatırımların sürekliliği sayesinde üçüncü dördüncü yıldan sonra çok daha hızlı büyüyor ve bizler emeklilik şirketleri olarak ilk 4–5 yıl hep zarar projekte ederken 6’ıncı ve 7’inci yıldan sonra sadece bu fonların büyümesiyle kâra geçecek şirketler olarak görünüyoruz.

Şimdi, önümüzdeki dönemi bakıldığında, dünyadaki trende baktığımızda ilk başka yatırımcılar bireysel yatırımcı olarak başlıyorlar bireysel emeklilikte. Tek tek emeklilik şirketleri bireylere gidiyor. Yüz yüze satışlarla, birey-

leri sisteme dâhil ediyorlar. Ancak ikinci üçüncü yıldan sonra, ilk yıl örneğin Türkiye’de şu anda bireysel yatırımcı oranı fonlar içinde % 75, kurumsal yatırımcının oranı daha ne yazık ki % 25’te. İkinci üçüncü yıldan sonra dünyada bu 50–50’ye doğru dönmeye başlıyor. Hatta kurumsal yatırımcıların -ya da kurum katkılı yatırımların diyelim- çalışanları adına yaptığı yatırımlar % 50’nin üzerine çıkıyor. Şimdi Türkiye’deki trende baktığımızda, biz ilk yıl sadece emeklilik şirketi sahibi olan birkaç büyük grup; işte Sabancı Grubu Ak Emeklilik olduğu için bu sisteme girdi veya bu sisteme inandığı için de tabii ki. Birkaç büyük grup girdi. Birkaç yabancı şirket girdi. Fakat onun dışında çok büyük kurumsal yatırımcıyı, kurumsal firmayı çalışanları adına bireysel emeklilik fonlarına ödeme yapma konusunda ikna edemiyoruz.

Edemememizin iki önemli nedeni var. Birincisi, şu anda bu sistem için bütün dünyada sistemin ana motivatörü olarak görünen vergi istisnaları. Yani kişiler ve kurumlar çalışanları adına veya kendileri adına bireysel emeklilik fonlarına yaptıkları ödemelerin belli bir kısmını gelir vergisi matrahından düşüyorlar. Türkiye’de de bu istisna oranına bakıldığında ya da tutarına bakıldığında şu anda asgari ücretle veya brüt ücretin % 10’uyla sınırlı, yani 488 milyon bugün itibariyle. Bunun içinde sağlık sigortalarını ve hayat sigortaları istisnalarını da düşünüyorsunuz. Geriye işte sağlığı 200–250 milyon hayat sigortasına 50–100 milyon kişi başına düşündüğünüzde geriye 150–180 milyonluk bir aylık katkı payı için istisna tutarı kalıyor. Bunu hem birey kullanabilecek ya da kullanmak zorunda, aynı limiti hem de kurum kullanmak zorunda. Böyle bakıldığı zaman aslında birey için yapılmakta olan ya da yapılacak olan katkı payı 150–180 milyonla sınırlı. Zaten bugün Türkiye ortalamasına da baktığınızda bireysel emeklilik katkı fonları aylık olarak kişi başına 150 milyon ya da 150 YTL civarında.

Bu rakamları projekte ettiğinizde önümüzdeki yıllarda ne yazık ki, sektörün hedeflerine ulaşması mümkün görünmüyor. Hiçbir şekilde sadece bireylerin katkılarıyla bu sistemin büyümesi mümkün görünmüyor. Oysa yabancı danışmanların projeksiyonlarına baktığımız-

da, 10 yıl içinde bireysel emeklilik fonlarının 15-20 milyar dolara ulaşacağı hesaplanıyordu. Bu gerçekten hepimizin iştahını arttıran bir miktardı. Çünkü bu fonların hem sermaye piyasalarına hem diğer tüm yatırım araçlarına akması ve kurumsal yatırımcılar tarafından yönetilmesi dolayısıyla sermaye piyasalarında çok ciddi bir gelişmeye kaynak olacağı hepimizin malumuydu.

Bizim sıkıntımız bu istisnanın çok düşük tutulması. İstisnanın düşük tutulmasının üstüne de 10 yıl ve 56 yaş doldurduktan sonra, yani emekliliğe hak kazanıldığı dönemde uygulanacak olan stopaj % 5 gibi görünüyor, % 25'de istisnası var. Ancak burada bakıldığında bir çifte vergilendirme söz konusu oluyor. Bu istisnanın çok düşük tutulmasından dolayı. Zira katılımcı ilk başta öderken katkı payını vergilendirilmiş kazancı üzerinden diye varsayıyoruz, doğal olarak. Bu sistemde vergilendirilmiş kazancı üzerinden ayırdığı bir miktarı bireysel emeklilik fonlarına aktarıırken, 10 yıl 56 yaş süresince kaldıktan sonra, çıkışta bir stopaj daha ödeyecek. Eğer başta istisnadan faydalanmamışsa. Dolayısıyla istisnanın düşük tutulması, aslında çıkıştaki stopajın % 5 olmasından dolayı, eğer istisnadan faydalanmayan miktarı da buraya aktarmak istersek çifte vergilendirmeyi gündeme getirmiş oluyoruz. Bu şu anda büyük yatırımların ya da aylık 150 milyonun üzerinde toplu yatırımların bireysel emeklilik fonlarına aktarılmasını neredeyse imkânsız hale getiriyor. Ya da rasyonel bir yatırımcının burada olması için çok fazla neden olmuyor.

Oysa dünyada baktığımızda çok enteresan rakamlar var. Biz her fırsatta bu rakamları dile getiriyoruz, güncelliyoruz. OECD'nin kaynaklarına göre, mesela İsviçre'de gayri safi milli hâsılanın % 126'sı kadar bir birikim var bireysel emeklilik fonlarında veya İzlanda'da % 102'si. Rakamsal olarak bakarsak da, örneğin Amerika'da 5,2 trilyon dolarlarda, şu anda bireysel emeklilik, özel emeklilik fonlarında biriken miktarlar. Bu miktarlar, bu sisteme verilen vergi istisnalarıyla orada sadece aylık bu kadar küçük 100 dolarlık ya da 100 euro'luk birikimlerle değil, kişilerin ya da kurumların tasarruf amaçlı yapabilecekleri yatırımları da buralara yönlendirmeleriyle söz

konusu. Dolayısıyla bizim bu kadar konuşulan sofistike ve karmaşık konular içinde bizim sektörün sıkıntısı olarak dile getirebileceğimiz bir konu bu.

Bir ufak konu da son zamanlarda, daha önce gündeme gelmeyen ama yine kurumsal yatırımcıyı ya da kurum katkılı bireysel emeklilik fonlarına katkı yapacak firmaları çok direkt ilgilendiren bir konu. Bireysel emeklilik fonlarına yapılan katkılar SSK primine tabidir gibi bir yorum geldi Çalışma Bakanlığından. Bu vergiyle direkt ilgili olmamakla birlikte, yatırımcıyı olumsuz yönde etkileyen, bu fonların büyümesini ciddi engel teşkil edeceğini düşündüğümüz yeni bir gündem. Bunu da Çalışma Bakanlığıyla görüşerek doğru noktaya çekmeye çalışıyoruz diyebilirim. Benim konuyla ilgili aktarmak istediklerim şu anda bunlar ama soru olursa memnuniyetle cevaplarım teşekkürler.

FİKRET SEVINÇ – Teşekkürler Sayın Ak. Buyurun Sayın Öztürk son söz sizin

ZEYNEP ÖZTÜRK – Tekrar teşekkürler Sayın Başkan, değerli meslektaşlarım sayın konuklar, değerli konuşmacı arkadaşlar hepinizi öncelikle saygı ve içtenlikle selamlıyorum. Bugün burada böyle önemli bir konuda konunun bu kadar uzmanının yanında ve karşısında konuşmak aslında son derece büyük bir sorumluluk. Ancak diğer konuşmacı arkadaşlardan ayrıca benim bir sorumluluğum oluştu. Üç saatlik bir sürede bu kadar kapsamlı ve içerikli konuşmayı sabır içerisinde dinleyen sizler ve çok iyi olduğunu tahmin ettiğim öğle yemeğinin arasındaki kişi olmak üzerimde ek bir sorumluluk oluşturdu. Dolayısıyla değerli vakitlerinizi çok fazla almadan, mümkün merteye daha önceki konuşmaları tekrarlamamaya çalışarak, daha genel hatlarıyla bugün sizlere kendi kişisel birikim ve deneyimlerimi aktarımda bulunmaya çalışacağım.

Birçoğunuzla çeşitli ortamlarda yan yana ya da karşılıklı çalışma imkânları bulduk. Çeşitli çalışma platformlarında veya piyasa içerisinde ne tür işlerle meşgul olduğumuzu çok iyi bilenleriniz var. Bilmeyenler açısından çok hızlıca söylemem gerekirse ben Citibank A.Ş. Menkul Kıymet Saklama ve Pazarlama

departmanından sorumluyum. Bildiğiniz üzere de sermaye piyasaları dönem dönem belirli çalkantılar yaşasa da, ülkemizde oldukça hızlı gelişen ve özellikle şu son 2 yılda çok büyük atılımlar gösteren bir piyasa. Citibank A.Ş. Türkiye'de de sermaye piyasalarının organize olduğu ilk günlerden bu yana son derece aktif bir şekilde rol alıyor ve özellikle Türkiye'de yatırım yapmakta olan yabancı kurumsal yatırımcılara operasyonel destek anlamında ciddi bir hizmet sunuyoruz. Bu kapsamda hem kurumsal kimliğim ve bu kimliğin dışında da kişisel olarak bu konuya olan ilgi ve deneyimlerimi takiben konuşmacı arkadaşların eklediklerinin üzerinde veya farklı olduğunu düşündüğüm yerlerdeki görüşlerimi aktarmak istiyorum.

Seminerin ilk günündeki ilk kısma katılan arkadaşlarımızın da yakinen takip ettiği bir konu vardı. İMKB Başkan Yardımcısı Sayın İbrahim Kurban özellikle bazı istatistiklere değindi. Değindiği istatistiklerde üzerinde durduğu önemli bir nokta, Türkiye'de şu anda İMKB'de işlem gören hisse senetlerinin kapitalizasyonunun yaklaşık 173 milyar dolar civarında olduğu idi ve bunların halka açıklık oranıyla baktığımızda, Kaya Bey'in de belirttiği şu anda piyasada tutulan toplam hisse senedi miktarı açısından incelediğimizde yaklaşık 40 milyar dolarlık bir portföyden, bunun da ulusal ve uluslararası ya da bir başka deyişle yerli-yabancı yatırımcı arasındaki oranı incelediğimizde % 65'e % 35 gibi uluslararası yatırımcıların ağırlığının olduğu bir ortamdır söz ediyoruz. Bu da yaklaşık olarak 26,5-27 milyar dolar civarındaki bir portföy büyüklüğünden bahsetmek anlamına geliyor. Burada üzerinde durmanın tek sebebi, tekrar bu istatistikleri söylememin sebebi içinde bulunduğumuz günlerde piyasanın ne kadar hızlı bir şekilde geliştiğini ve buna ek olarak devlette iç borçlanma senetlerinde de ne kadar yatırım ortamında pozitif gelişmelerin olduğunu biraz daha somut bir şekilde anlayabilmek.

Daha önceki sunumlarda benim dikkatimi çeken, hem bugün olan hem seminerin birinci gününde yapılan sunumlarda dikkatimi çeken önemli bir sunum vardı. Bu da; Türkiye'nin gelişmekte olan ve gelişmiş piyasalar-

la içinde bulunduğu rekabet ve elde ettiği konum. Böylece tekrar İbrahim Kurban'ın sunumuna atıfta bulunursam. Türkiye'nin getiri endeksinde ve kârlılıkta bu tür gelişmekte olan piyasalar içerisinde neredeyse 4'üncü ve işlem hacmi açısından da 6'ıncı sıralarda yer aldığını belirtti. Bu da ülkemizin gerçekten ciddi anlamlarda bir yer elde ettiğini ve bu rekabetin de her geçen gün daha hızlı arttığı anlamına geliyor. Burada belirtilen özellikle kârlılığın olduğu, getirinin olduğu yere yatırım akar, mutlaka buralarda yatırım artar. Dolayısıyla bu tür istatistiklere baktığımızda katılmamak mümkün değil.

Ancak işte tam bu noktada benim özellikle üzerinde durmak istediğim nokta, sadece getiri ve kârlılığın değil bu tür ekonomik platformlarda öncelikle tartışılan konular haricinde pratik uygulamaların, operasyonel ve sistemik yapıların da son derece önemli olduğu. Vergiyle çok bağlantılı değil ama çok genel bir örnek vermek gerekirse 2004 yılı sonunda hepimizin tecrübe ettiği TL'den 6 sıfır atılma operasyonu, Türk ekonomisinin ve Türk para biriminin gelişmesinin pozitif yansımaları olarak ülkemize tekrar sermaye gelişinde bir katkısı olduğu konusunda ortak noktaya vardık.

Ancak ekonomi ve paradaki gelişmenin haricinde operasyonel anlamda ve yatırım metotları anlamında da birtakım kolaylıklar sağlamasından ötürü de pozitif bir etkisi olmuştur. Dolayısıyla bu tür uygulama ve teknik detayları çeşitli örneklerle çoğaltmak mümkün. Bunların arasında da vergi elbette ki listenin en üstünde yer alan konu başlığı. Yatırımın kârlılığını da son derece doğrudan etkileyen bu konu başlığının temel unsurlar içerisinde son derece açık, net, anlaşılır ve hiçbir şekilde kaygıya yer taşımayan bir şekilde uygulanması şart. Anlaşılması zor, uygulanmasında aksaklıklar olan, dolayısıyla da içerisinde kendi içinde sistemik riskler taşıyabilen rejim oranında düşüklük dahi olsa, kesinlikle yatırım kararlarında olumsuz etkilenmelere yol açabilecek derece kritik bir konu. Bu konunun özellikle üzerinde durulması gerektiğini düşünüyorum. Çünkü şu anda içinde bulunduğumuz ortam son derece sıcak şekilde vergi uygulamalarını teknik anlamda

tartıştığımız bir dönem. Bu süreçte Maliye Bakanlığında ve Gelir İdaresindeki birçok çalışan arkadaşlarımızdan geçmişten edindiğimiz tecrübelerin haricinde son derece aktif ve yoğun şekilde piyasayla mümkün mertebe çalışmaya özen gösterdiler. Ben de birçok çalışmaya ortamında bulunarak bunlara şahit oldum.

Bu kapsamda çalışmaların şu ana kadar gelen halinin de ötesinde son derece daha yoğun ve aktif ve daha verimli bir şekilde devam etmesi gerekiyor. Bu bizim gibi özel sektör temsilcilerini, piyasada rol alan kişilere ayrıca bir sorumluluk yüklüyor. Böylelikle her türlü ortamda ve platformda bilgi birikimlerimizi, özellikle üzerinde uzmanlaştığımız konuları bir araya getirip, kural koyucuların ve düzenleyicilerin bu kuralları daha iyi uygulayabilmelerini sağlayacak şekilde onları desteklememiz gerekiyor. Maliye Bakanlığının en büyük çekincesi, şu ana kadar yaptığımız genel görüşmelerden anladığımız, ortaya konan bir kanundan geri adım atılmasını son derece sıkıntılar ve yanlış anlaşılımlar doğurabileceği yönündeydi. Ancak diğer ülke örneklerine de baktığımızda, örneğin İngiltere'de de mali idare belli bir kanunu koyuyor. Yürürlüğe girmesini planladığı bir tarihte yürürlüğe sokuyor. Fakat daha sonra piyasalardan gelen görüşler, geri bildirimler doğrultusunda da bunu değişmesi ve düzelmesi gereken kısımlar olduğunu fark ettiğinde gerekli düzeltmeleri yapıyor ve durumu son derece pozitif çok büyük bir başarı olarak lanse etmekten kesinlikle sakınmıyor. Dolayısıyla ülkemizde de herhangi bir kanunda uygulamada eğer bir aksaklık varsa, illa o kanunun o şekliyle yürürlüğe girmesi için ısrarcı olmaktan ziyade, onun gerçek anlamda ülkemize, piyasalarımıza pozitif yansımalar haline dönüşebilecek çözümleri bulup, gerekli değişikliklerin yapılmasının bizce en iyi çözüm olacağını düşünüyoruz.

Ülkemiz aslında bu kadar yoğun ve sıcak vergi kanunu, özellikle finansal araçların vergilenmesi konusunda tartışmaların eşliğinde olduğu süreçlerde, oturup coğrafi anlamda yakın çevremizde veya ülkemizde ekonomik anlamda benzerlikler gösteren ya da ulaşmaya çalıştığımız bu Avrupa Birliği tartışmaları

sürecinde uygun olduğunu düşündüğümüz gelişmiş ülke örneklerini incelediğimizde; aslında şu anda üzerinde tartıştığımız, konuştuğumuz yapının diğer ülke örnekleriyle pek de benzer taraflarının olmadığını görüyoruz. İsviçre, İngiltere, Fransa, Almanya gibi gelişmiş olduğunu telaffuz ettiğimiz birtakım ülkelerde, genellikle değer artış kazancı üzerinde bir vergileme uygulanmamaktadır. Bu ülkelerin tercih ettikleri yöntem, temettü veya faizin üzerinde, yani gelirin net olduğu birtakım kaynaklar üzerinde vergilerin konulması. Hatta Sayın Uysal Yunanistan örneğini verdi. Yunanistan'da damga vergisi adı altında işlem vergisi olarak adlandırılan belli bir vergi düzeni var doğru. İlk başlarda birçok ortamda Yunanistan bu vergiden dolayı çok negatif etkilendi. Borsalarında ciddi sorunlar yaşandı gibi lanse edilse de, yine çok net bir şekilde İbrahim Kurban'ın verdiği istatistiki bilgilerde Yunanistan'ın da Türkiye'nin hemen ardında getiri ve işlem hacmi anlamında son derece yoğun yeri olan bir borsa olduğunu biliyoruz.

Ülkemizde uygulanması planlanan rejimin benzerlerinden oldukça büyük farklar içermesi, algılama ve anlamada dolayısıyla da uygulamada ciddi sıkıntılar doğurabiliyor. Tabii birçok ülkenin ekonomik, siyasi ve idari anlamlarda birbirleriyle eşit tutulması da mümkün değil. Her ülkenin kendisine göre birtakım yapısal özellikleri var. Bu konuda kendi ülkemizin dinamikleri içerisinde bu tarz bir rejimin ve bu tarz bir rejimden doğabilecek getirinin oldukça önem teşkil ettiğini yadsınamayacak bir gerçek olduğunu söylemek lazım.

Ancak bizlerin amacı, ülkemizin ekonomisini kazanmış olduğu bugünkü ivmeyi, negatif etkilemeden mevcutta edinilen gelirleri, getirileri ve pozitif katkıları göz ardı etmeden, bunların birini bir yerden alıp diğer yere koymak gibi bir kısır döngünün de haricinde daha iyiye gidebilmesini sağlayacak birtakım çalışmalar yapmak. Bu da, açıkçası bu dönemlerde ülkemize artan bu yatırımın doğal olarak ülkemize şu anda üzerinde tartıştığımız bu vergi konusuna olan ilgiyi uluslararası yatırımcılar tarafından artmasının da çok net bir sonucu.

Şu anda birçok kişi uygulamanın ne oldu-

ğunu belirttiği ve uygulamadaki sorunların da özellikle altını çizdiği için tekrar tekrar aynıları söylemek istemiyorum. Ama genel hatlarıyla özellikle uluslararası yatırımcılar olarak adlandırdığımız Türkiye'ye dışarıdan giren sermaye açısından üzerinde durulması gereken temel ana başlıklarını ülkeler arası anlaşmalar, çifte vergilendirmeyi önleme anlaşmaları, kurumlar arası mahsuplaşma sorunları ve gerçek anlamda gelirin tespiti, matrahın tespiti konuları olduğunu biz de aynı şekilde paylaşıyoruz. Benim de bu konuda açıkçası kişisel olarak arzu ettiğim bu süreci en iyi şekilde, önümüzde kalan 3 aylık süreci en iyi şekilde yoruma mahal vermeden, uygulama farklılıklarının olmasına dolayısıyla oluşabilecek sistemik risklere mahal vermeden ülkemizin çıkarına olacak ve yatırımların ülkemizin çıkarı sadece toplanacak vergi miktarı değil, aynı zamanda ülkemize yapılacak hem ulusal hem uluslararası yatırım miktarıdır. Bunların engellenmesine mahal veremeyecek şekilde uygulama konusunda üzerine görev düşen hem biz piyasa yapımcılarının hem de Gelir İdaresi yetkililerinin en kısa sürede bunu sonuçlandırması.

Uzun zamandır gerçekten son tebliğ taslağı üzerinde yapılacak değişiklikleri merakla bekliyoruz. Bu bir iki gün içerisinde bir açıklama olmasını ümit ediyorduk. Ancak henüz bu sonuçlanmadı. Önümüzdeki hafta içerisinde veya yakın bir zaman içerisinde umuyoruz ki, bu sonuçlar açıklanır ve bunun üzerine de biz de elimizden geldiğince yapılması gereken pratik detayları, ülkeye yatırım yapan hem yerel hem yabancı yatırımcılara en iyi şekilde anlatır ve bugün üzerinde tartıştığımız sorunların çözülmüş olduğunu ayrıca tekrar yeni bir platformda konuşma imkânı buluruz. Teşekkür ediyorum.

FİKRET SEVİNÇ – Teşekkürler Sayın Öztürk. Sorulara geçmeden evvel çok kısa olarak ben şu gördüğüm resmi anladığım şekilde bir özetlemek istiyorum. Tabii buna düşüncelerimi de katacağım. Ama dediğim gibi Maliye Bakanı'nın görüşünü savunmuyorum. Eski bir BDDK Başkan Yardımcısı olarak finans kesimini, eski Muhasebat Genel Müdürü olarak kamu finansmanı tarafını, eski bir Gelirler Genel Müdür Yardımcısı olarak gelir

tarafını, bilen bir kişi olarak değerlendirmeyi sunmak istiyorum. Maliyecilerin burada şu anda olmamasının sebebi anlaşılıyor. Oluşmuş zor bu toplantıda Maliyeci olarak bulunmak cesaret istemekte. Konunun aleyhte ve lehte tarafları var. Burada tabii hep aleyhte yönlerini daha ziyade tartışıyoruz ama lehte ve aleyhte yönleri var. Benimde çok hak verdiğim aleyhte yönleri var. Kendi kendime evde çalışırken çıkarttığım lehte yönler var. Aslında bunları bir çerçevede değerlendirebilmemiz gerektiğini düşünüyorum. Sayın Uysal'ın belirttiği hususlar var. Onları belki bir parça daha açmak gerekiyor.

Önce aleyhte ve benim kişisel kanaatim haklı yön taşıyabileceğini düşündüğüm şeyler var. Mesela Hazine borçlanma maliyeti artar, yani biz Vergi İdaresi olarak böyle ekonomist gözüyle bakmayız. Hazinesinin ihraç ettiği kâğıtlara karşı talep esnekliği nedir? Bir vergi geldiği zaman, bu kime ne kadar yansır. Devlete mi yansır, yoksa yatırımcıya mı yansır türünde soruların cevabı açısından bu konuyu değerlendirmek lazım. Dolayısıyla Hazinesinin borçlanma maliyetleri üzerinde bir etki yapabilir. İşte yabancı sermaye gidebilir veya ürker gibi bir şey var. Aslında hani Çin'li birinin söylediği bir şey var. "Hiçbir şey görüldüğü gibi iyi değil veya kötü değil". Doğru. Mesela diyelim ki, biz bir stopaj koyarsak sıcak para biraz ürkebilir, sıcak para biraz ürktüğü zaman ne olur, biraz faiz yükselebilir, ondan sonra kurlar biraz etkilenebilir. Kurların biraz etkilenmesi epey hepimizin derdi olan bir başka soruna, başka bir yönde çözüm getirebilir.

Dolayısıyla hiçbir şey görüldüğü kadar kötü olmayabilir. Ama neticede bir şeyler değişir. Bir de Türkiye için bir dönemden geçiyor. İnanılmaz bir istikrar ortamı yakalanmış durumda. Beğenelim veya beğenmeyelim, enflasyon düşmüş, büyüme ortamına girilmiş. Avrupa Birliği ile müzakereye başlayacağız. Avrupa Birliği ile müzakereye başlarken, hani bize benzer ülkelere olduğu gibi yıllık olarak bilmem kaç milyar dolar sermaye girişi olabileceyse, bu düzenleme belki onu etkileyebilir.

Dolayısıyla bütün bunları dikkate alarak da hareket etmekte fayda olabilir. Hep söylü-

yorlar ya yıllık 4-5 milyar dolar sermaye girişi olmuş, müzakereye başlayan ülkelerle diye. Bizde de bu trend olacaksa, buna göre bakmak lazım.

Konuşmacılar şöyle bir şeyden bahsettiler. Gelirin yıllık olması, birleştirilmesi, beyan esasından uzaklaştıkça vergiciliğin evrensel ilkelere uzaklaşıyoruz dediler. Biraz evvel arkadaşımız Sayın Arıkan yatırımın veya tasarrufların Hazine bonusu, mevduat faizi gibi yerlerde biriktiğini söyledi. Bu % 15'lik vergilemede sanıyorum biraz da bu yoğunlaşma dikkate alınmış. Yani düzenlemenin daha sofistike araçlar çok fazla ayrıntıda incelenmeden, sisteme basitlik ve bir düz oran getirme bakımından yapıldığını düşünüyorum. Biraz evvel Sayın Uysal'ın bahsettiği konu hepimizin yakınlarının başına geldi. Beyan, güzel, birleştirme güzel ama çok nitelikli iyi yetişmiş insanların bile geçen yılda menkul sermaye iradlarını, faiz gelirlerini düzgün bir şekilde birleştirip beyan edemedikleri için cezalı duruma düştüklerini ve utançlarından sokağa çıkamaz hale geldiklerini gördük. Dolayısıyla orada da bir vergiciliğin temel ilkesinden basitlik uğruna fedakârlık yapıyoruz ama geçen senede büyükkelçiler falan var benim bildiğim. Yahu rezil olduk, kaçakçı durumuna düştük diye yakındıklarını hatırlıyorum.

Tuhaf bir şey daha var tabii, ben şahsi yatırımlarımla ilgili olarak finansal hizmetlerden yararlanırken, elektronik anlamda gördüğüm hizmetin kalitesini vergi tarafına geldiğimizde göremiyorum. Şunu söylemeye çalışıyorum teknoloji inanılmaz gelişmiş durumda ve siber ortam inanılmaz imkânlar sunuyor. Bana şahsen müşteri olarak sunulabilen, hizmetleri, vergi tarafına geldiğimizde ne finans sektöründeki firmalar ne de mali idare yeterince kullanabiliyor. Artık hangi senede aldım, şunun geliri ne kadar türünden soruların cevabı teknoloji sayesinde gerçekten kolayca verilebiliyor. En azından ben müşteri olarak alabiliyorum bu soruların cevaplarını. Ama iş vergiye geldiği bir anda şirketlerimiz, bankalarımız yavaşlayabiliyorlar. Yeterince istişare olmaması kamunun kurumlarının arasında o zaten hep ciddi bir sorundur. İşte SPK'nın durumu, görüşü alındı mı, alınmadı mı? Hazine'nin yeterince görüşü alındı mı, alınmadı

mı? Ondan emin değilim ben hala. Karmaşık olabilir gibi bir şey oldu ama karmaşıklığı biraz daha azalıyor, yani en azından % 15'e indiriyorlar. İşlemler borsa dışına kayabilir. Vergide ani zıplamalar iyi değildir. Bence de iyi değil. İstisnalar düşüyorlar veya kalkıyorlar dediniz o da doğru. Bizim ülke olarak bir hastalığımız var. İstisna başkasının tabii olduğu yükümlülüğe sizin tabii olmamanız demek. Ama bundan ne elde ettiğimizi ölçmeme gibi bir sorunumuz var. Dolayısıyla istisna getirmek de fark etmiyor, götürmek de fark etmiyor. Bir şeyi getiriyoruz, ölçmüyoruz, sonunda ne elde ettik? Getirdiğimiz istisna bir fayda sağladı mı? Benim bildiğim böyle bir çalışma yok, Hazine müsteşarlığında veya ne bileyim gelir idaresinde. Bu da bir eleştiri noktası.

Finans sektöründen geliyorsanız, eleştirmek doğal. Ama öteki taraftan da o kadar da kötü olmayabilir. Mesela bir vergi geliri etkisi olacak, bunun ne kadar olacağını bilmiyoruz keşke o rakamları da görebilsaydık. En azından nötr hale geliyor hepsinin üzerindeki vergi yükü, tasarrufçuyu yatırım araçlarının birinden diğerine yönlendirme konusunda taraf tutmaz hale geliyor. Asıl sorun başka yerde. Ülkenin asıl bir motora ihtiyacı var. Türkiye'nin motoru ne olacak? İnovasyon ve girişimci Türkiye için en önemli şey. Peki, benim 100 milyar liram, 500 milyar liram olsa bunu ne yaparsam akıllıcadır? Sorusunun cevabı. Valla bir işe yatırırsam, işte % 40'lara varan, çok daha fazlasına varan bir vergi yükü var bir tarafta, öteki yanda da sıfır vergili bir hazine bonusu var. Yani 500 milyarı götürüp de, nereye yatırsam mantıklı sorusunun cevabını hep beraber düşünmemiz gerekiyor.

Bizim insanları nereye yönlendirmemiz lazım. İnsanları daha çok risk almaya, inovasyona, yatırıma, girişime, üretime mi yönlendirmemiz gerekiyor. Yoksa içinde bulunduğumuz konjonktürde, Hazine bonusuna mı? Neticede eğer biz sürekli olarak yatırımı, üretimi, gelişimi daha fazla vergilendirirsek ve rantiyeye gibi klasik bir tabir kullanmak istemiyorum- ama çalışmadan parayı yatırıp da, faiz geliri elde etmeyi daha fazla özendirirsek orada da bir kendi kendimize geleceğe yönelik bir engel koyuyor gibi olabiliriz.

Basitlik anlamında söylediklerimi yineleme bahasına bir kere daha ifade etmek istiyorum ki kelli felli bir sürü okumuş yazmış insanın kaçakçı durumuna düşmemesini sağlıyor en azından. İşte stopaj yapılacak % 15 gidecek. Buna duacı olacak bir sürü parası olan insan biliyorum. Tabii sermaye piyasalarını yönlendirmek ve teşvik etmek hepimizin istediği bir şey. Ama spekülasyonu ne kadar teşvik etmeliyiz. Benim bir gözlemim spekülatif yatırımlardan ziyade, diğerlerini vergisel teşviğe tabi tutuyor. Spekülasyonu biraz daha az özendiriyor ve bu bence de çok kötü olmayabilir. Spekülatif bir sermaye piyasası yatırımın Türkiye'nin geleceğine ne kadar katkısı olduğu konusunda benim tereddütlerim var. Yatırım amaçlı sermaye piyasası yatırımlarına tabii saygımız sonsuz.

Bu %15'lik bir vergileme eğer başarılı olursa güzel de bir örnek teşkil edebilir belki. Gelir vergisinde eğer iyi bir uygulama olursa, düz oranlı insanların artık of aman of demeyecekleri bir % 25'lik, herkesin % 25 vergi ödediği, % 30 vergi ödediği, % 40'lara kadar çıkmayan, daha üstlere tırmanmayan bir vergi oranına geçmek için bir pilot çalışma olabilir. Ama teknik detayları konusundaki eleştirilere de katıldığımı söyledim. Düşüncelerimi bu şekliyle ifade etmek istedim. Biz hep dar pencereden bakıyoruz, daha geniş pencereden bakarsak özelleştirmeden çok güzel gelirler sağlıyoruz. Aslında baktığımızda özelleştirme gelirlerimizi borç ödemekte de kullanabiliriz ama eğer ne bileyim vergi oranlarını azaltmak için bir kaynağa ihtiyacımız varsa, bu gelen istisnai özelleştirme gelirlerini, belki orada da kullanabiliriz. Şimdi ben bu noktada sorulara geçeceğim. Soruları aldığımızda eğer isminizi ve hangi kurumdan geldiğinizi ve kime sorduğunuzu söylersek çok memnun olurum.

SORU (GÜRMAN TEVFİK) – Ben Türkiye Kurumsal Yatırımcı Yönetici Başkanayım. Kaya Bey iki tane güzel şey söyledi. Birincisi, vergi alınmalıdır ama basit alınmalıdır dedi. Sistemde birtakım karışıklıklar var. Bunu basitleştirmek lazım, bunun üzerinde durmak lazım, bu çok önemli bir konu. Bunu nasıl basitleştireceğiz? Var olan yasayı nasıl basitleştireceğiz? Bu soruları doğru tanımlarsak

çözümü de buluruz. Yoksa konu vergi almak veya almamak değil. Vergi alınsın ama basit olsun. Zaten yasanın felsefesi, bunun basit olması üzerine kurulmuştur. Felsefeyle Kaya Bey'in söyledikleri tutuyor ama uygulama tutmuyor. Uygulamada bunu nasıl basitleştiririz. Var olan düzeni bilirsek, bir de genel düzeni bilirsek o zaman daha kolay. Var olan düzende yabancılar % 10 vergi veriyor. B tipi fon statüsünde tahvil ve bonoya yatırım yapıyorsa –Türkiye'de kanun temsilcisi var, defter tutuyor– % 10 veriyor. Saklamacı bu vergiyi vermekle yükümlü veya kanuni temsilci ile saklamacı aynı statüde. Hisse senedi olanlar da defter tutuyor. Ancak vergi vermiyor. Yeni metodolojiyi değiştirmemiş olsak, 10 yerine 15'e çıkarttık desek, hisse senetleri de 15 verecek desek metodolojide bir değişiklik yok. Vergi toplanıyor ve basitleşiyor.

Burada sorun şundan çıktı, var olan düzen sorumluluğu saklamacıya, kanuni temsilciye veriyordu. Yeni düzen aracı kuruma veriyor. Bu konuyu Maliye'ye doğru aktarıp, doğru zemine getirmek lazım. Yoksa yasanın genel felsefesi doğrudur. "Basit Vergi". Basitleştirelim derken, her zaman olduğu gibi işi karmaşık hale getirebiliriz. Ama bu demek değil ki, yasanın felsefesi yanlış. Uygulamada yapılan hatalar olabilir. Burada yabancılar açısından somut olarak konuşulması gereken konu şudur: Yabancılar şunun denmesi lazım, mevcut sistem devam etsin, saklamacının sorumluluğunu alsın. Üç ayda mı verecek, yılda bir defamı verecek, 10 verdiğini 15 olarak verecek, hisse senedinde de 15 verecek. Bu hiç-bir kargaşa yaratmaz.

KAYA DİDMAN – Haklısınız, bu mevcut durumdan daha iyi olur. Zaten ben de konuşmanın sonunda bunu teklif etmiştim. Dedim ki, beyanname usulüne dayanarak stopaj değil o zaman sizin söylediğiniz gibi yaparsak, stopaj olmaz. Yani stopajın satış sırasında kaynaktan kesilmesi lazım veya stopaja benzer olabilir. Ama ona artık yükümlülüğü emanetçi bankanın üstlenmesi gerekir. Benim teklifim şu, Türkiye sınırları içinde madem bir matrah hesaplamaya baz alacak bir kayıt tutan bir sorumlu vardır. Bu kayda dayanarak beyanname verilmesi. Bu beyanname üzerinden de % 15 olabilir, %10 olabilir, % 5 ola-

bilir bilmiyorum, bu konuda yorum yapmaya-
cağım. Vergi alınması karışıklık yaratmaz.
Açıklamak son derece kolay olur. Sizin söy-
lediklerinize de katılıyorum.

İBRAHİM DÖNMEZ – Şimdi burada ka-
nun hazırlanırken felsefesi aslında stopaj de-
ğil. Bu tabii hep stopaj diye algılanır. Stopaj
değildir. Saklamacı bazında elde edilen ka-
zanç üzerinden üç aylık dönemlerde % 15
ödemedir. Bu mevcut yabancılar için yılda bir
yapılan sistem, aslında birey bazında yapıl-
mak istenen sistem odur. Ama bu stopaj ola-
rak algılandı. Kanun içinde birtakım de-
ğişiklikler oldu. Stopaj gibi yansıtıldı. Aslında sak-
lamacının elde ettiği, saklamacının kayıtlar-
ında elde gözükken kazanç neyde onun %
15'ini yatırılması felsefesidir. Dolayısıyla ka-
nunun genel felsefesine uygulaması arasın-
da veya çıkan maddeleri arasında farklılık
vardır. Bunu Maliyeye sürekli iletin. Somut
hale getirelim konuları, birazcık soyut konu-
şuk. Kaya Bey somut konuştu diyebilirim.
Somut hale getirirsek, buradan çıkan sonuç-
ları, burada enerjimizi harcıyoruz. Buradan
çıkan sonuçları Maliyeye götürelim, varsa ya-
pılması gereken bir değişiklik onu yaptıralım.

İkinci bir konuda, biliyorsunuz Avrupa Bir-
liğinde bir direktif çıktı. Bu direktif Temmuz
2005'ten itibaren yürürlüğe girdi. Bu direktif
şunu söylüyor. Avrupa Birliği ülkeleri arasın-
da herhangi bir ülkeden eğer o ülkenin va-
tandaşı bir kazanç elde ettiyse, bu diğer ül-
keye bildiriliyor. Diğer ülkenin Maliye teşkilatı-
na bildiriliyor. Bunu üç ülke imzalamadı.
Bunlar Lüksemburg, Avusturya ve İsviçre. Bu
ülkeler imzalamadı. Bunlar dediler ki, biz bu-
nu bildiremeyiz, bizde işte bankacılık gizliliği
var, şu var, bu var. O zaman dediler siz ülke
bazında % 15'ten yıllar itibariyle değişiyor bu.
Bu yıl için % 15 kesinti yapacaksınız, isim
belirtmeyeceksiniz. İlgili vatandaşın ülkesine
bunu toplu halde göndereceksiniz. Bu söz-
leşmeye Birlik dışından, yanlış hatırlamıyor-
sam ama 29 veya 39 ülke imza attı. Henüz
Türkiye bu konuya imza atmadı. Er veya geç
bu konuya Türkiye imza atacaktır, atmaması
mümkün değildir, topluluk içerisinde tasarruf
direktifi emredici kurallardır. Bu direktif çer-
çevesinde Türkiye'de de yabancıların elde
ettiği kazançlar hangi ülkeden elde edilmişse

o ülkenin Maliyesine bildirilecektir. Yani kay-
nağı hangi ülke ise.

Bu bakımdan baktığımızda, dünya artık
global bir ortama geliyor. Şeffaflık var ama
bizim sistemimizi basitleştirmemiz lazım. Za-
ten konunun ana felsefesi bu. Ama çıkan so-
nuçlar bu şekilde olmuyor. Aynı şekilde so-
run, yatırım fonları için de söz konusu. Yatı-
rım fonlarını içinde vergilendirerek daha kar-
maşık bir hale getirdik. Son anda ETF'ler çı-
kartıldı, bu gayet güzel oldu. Sanıyorum yatı-
rım fonlarının vergilendirilmesi de katılma
belgesi bazında yapılırsa, daha önce Faruk
Bey'in söylediği gibi ne B tipi fonlar küçülür
ne A tipi fonlar küçülür. Çok da sağlıklı bir
yapıya kavuşur sistem. Bunları Maliyeye ak-
tarmak lazım. Yani buradaki konuşmaları, ko-
nuşmalardan çıkan sonuçları.

Diğer bir konu da, Meral Hanım konusun-
da da emeklilik fonlarının hiçbir problemi yok.
Sadece SSK ile ilgili kısım problem. Ama o-
nun dışında hiçbir problem yok. En iyi bu sis-
tem içinde emeklilik fonları ve nihai vergi % 5
olarak, aslında nihai vergi 3.75, dolayısıyla
bence orada da çok bir problem yok ama di-
ğer iki konu yatırım fonlarıyla ilgili konu, dışarı
aktarılması. İkinci konu da yabancıların
vergilendirilmesiyle ilgili konu. Saklamacı ba-
zında yapılması. Saklamacı bazında zaten
kayıtların tutulması var. Dolayısıyla yabancı
kurum 5-6 aracı kurumu da kullanarak, iste-
diği aracı kullanarak kurumu yapsın. Mantığı,
her alışverişte vergi kesilme olayı değildir.
Saklamacının kayıtlarında çıkan kazancın
vergilendirilmesidir bunun felsefesi ama fel-
sefenin kâğıda dökülmesi ve uygulanmasın-
da birtakım sorunlar çıktı. Bunlar aktarılar,
düzeltilir ve bu vergi sistemi bu düzeltmelerin
yapılması koşuluyla örnek bir vergi sistemi
haline getirilir. Nitekim bizim emeklilik siste-
mi, şu anda bireysel emeklilik sistemi Avru-
pa'da en ileri düzeyde hazırlanmış. Hatta
dünya ölçüleri, düzeyinde en iyi düzeyde ha-
zırlanmış bir emeklilik sistemidir. Bunu da be-
lirtmek isterim ama bu düzeltmeleri yapma-
mız lazım.

İLKAY ARIKAN – Yatırım fonları konusun-
da. Yatırım fon yöneticileri derneğinin, başta
Gürman Bey'in önerisi ilk önce içeriden vergi-

lensin şeklindeydi. Onu da burada tespit etmek lazım.

İBRAHİM DÖNMEZ – Orada yalnız hem işlem den vergi çıktı hem alım satımdan. Mevcut sistemi de değiştirdi. Hem sürekli mahsup ederek çalışan bir sistem. Yani siz işlemi yapıyorsunuz, vergi alacağı doğuruyorsunuz, ondan sonra beyanname veriyorsunuz, oradaki kazancınızı belirliyorsunuz, sonra ödediğiniz vergileri mahsup ediyorsunuz. Daha karmaşık bir sistem çıktı. Yani mevcut sistemden de daha karmaşık bir sistem çıktı. Söylenenle uygulamada farklılıklar çıktı. Dolayısıyla biz sisteme bakalım. Nasıl bunu basitleştireceğiz, sadeleştireceğiz. Bunun üzerinde duralım. Bu değişiklikleri Maliyeye aktaralım. Bu düzeltmeleri yaptıralım. Sistem yoluna sağlıklı bir şekilde devam etsin.

İLKAY ARIKAN – Bir de bu ikinci konuyla ilgili olarak aslında dünyada da sermaye piyasası. Daha doğrusu para ve sermaye kazançlarında da bir harmonizasyona doğrudan gidiliyor. Biraz önce Gürman Bey'in söylediği bu konu önemli. Aslında bu çalışmalarla ilgili olarak IMF'nin vergi konusundaki en yetkili kişileriyle yaptığımız toplantılarda, Türkiye'de getirilen bu sistemden övgüyle bahsettiler. Yani artık dünyada da tek oranlı sermayelerin, tek oranlı vergilendirdiği bir sisteme gidiyoruz. Siz buna öncülük etmişsiniz dediler. Hatta sermayenin vergilendirilmesinde kurumlara tahsis edilen sermayeyi dahi ayırma prensibiyle % 30 oranında kurumlar vergisine tabi tutmak yerine, sermayeye tekabül eden alternatif getirisini hesaplayarak, onu da siz % 15 olarak vergi sistemimize koyarsanız. Bunu da tamamlamış olursunuz dediler. Dolayısıyla uluslararası bakış açısı bu yönüyle de sistemi tenkit eder noktada olmadı.

ZEYNEP ÖZTÜRK – Gürman Bey'e çok teşekkür ediyoruz. Siz genel olarak her konuda geniş bilgilerinizle bizi birçok ortamda detaylıca aydınlatıyorsunuz. İlk söylemiş olduğunuz konu da size birçok yönüyle katılıyorum. Katıldığım noktalar şunlar. Basitlik, uygulanabilirlik. Bunlar tabii ki olması gereken şeyler. Yalnız şuna katılmıyorum. İşte biz çok basit bir uygulama getirdik. Tek vergi her

türlü enstrümanı aynı. Basiti bu şekilde cümlelerin başına koyduğunuzda, gerçekten teorik anlamda ilk dinlendiğinde herkesi ikna edecek son derece basit aldanılan bir yapı oluyor. Ancak Kaya Bey ne kadar içerisinde oldu bilemiyorum ama İlkey Bey bizzat çok iyi bilir veya diğer birçok aracı kurum temsilcileri Mustafa Bey ve siz, yapılan birçok çalışmada aslında gerçekten işleyen sermaye piyasalarındaki özellikle hisse senedi alışverişlerindeki operasyonel detaylarda bu teoride çok basit görülen uygulamanın aslında pek de basit olmadığı kanaatine toplu bir şekilde vardık.

Sizin dediğiniz noktaya geldiğimizde şu anda saklama bankalarına belli bir şekilde daimi temsilcilikle vergi yükümlülüğü içerisinde defter tutma zorunluluğu var. Yalnız bu şu andaki defter tutma zorunluluğundaki, defter tutma yöntemindeki uygulanan metotlar ile bu stopaj yöntemiyle ortaya çıkartılan metotlarda birbirlerine birebir uyumlu değil. Dolayısıyla şu anda hisse senedi getirisini elde eden A tipi fon statüsünde olan kurumların, aslında gerçek anlamda safi gelirleri, vergi kanununda bahsi geçen şekilde hesaplanmamakta, gerçekten çok da kolay olmayan bir şekilde hesaplanmaya çalışılmaktadır.

Çünkü aynı operasyonel sorunlar şu anda da mevcut bir yapıda. Sadece vergi oranı olmadığı için Maliye Bakanlığının da birçok defa incelemesine rağmen tam olarak çözüm bulamadığı bir yapı zaten mevcutta söz konusu. Yani dışarıdan bilmeyen kişileri aydınlatmak açısından da söylüyorum. Bugün mevcut düzende tutulan defterlerin Türk yatırım fonlarında yapılan uygulamadan aynı gibi düşünülse de, aynı değildir. Çünkü yabancı yatırımcıların çalışma metotlarını bugün anlatırken ne kadar karmaşık olduğu söylendiğinde aynı şekilde şu andaki uygulamalarda olduğunun bilinmesi gerekli. Dolayısıyla asıl defter, tutan muhasebe şirketleri temsilcileri, keşke bugün burada olsalardı onlar konuşurlardı. Onların zaten her gün, her ay, her geçici ve kurumsal beyanname döneminde yaşadığı sıkıntıları çok daha iyi aktarabilirlerdi. Bugün bunların çok fazla konuşulmamasının sebebi, dediğim gibi A tipi fonlarda vergi matrahının sıfır, B tipi fonlarda

vergi matrahının % 10 kabul edilmesinden dolayı.

Dolayısıyla saklama bankası veya aracı kurum teknik olarak bir zorunluluk yapmak veya uygulamadan sakınacak kurumlar değildir. Sonuçta biz sermaye piyasalarında son derece önemli rol alan aktörleriz. Dolayısıyla piyasaya hizmet edecek, piyasanın çözümünü sağlayacak her türlü çalışmada, hem saklama bankaları, hem aracı kurumlar ellerinden gelen özveriye göstereceklerdir. Ama Maliye Bakanlığının öncelikle çözmesi gereken konunun sorumluluk olduğu ve daha sonra da teknik ve operasyonel konularda ne gibi uygulama, çözümleri olabilir konusu. Zaten birçok defa, özellikle geçtiğimiz haftalarda çok kalabalık bir çalışma grubu Maliye Bakanlığına öneriler sundu. Gürman Bey sizin de zaten yatırım fonu konusunda çok uzman olduğunuzu biliyoruz. Birçok defalar yatırım fonunun içeriden Mustafa Bey'in de dediği gibi vergilenmesi gerektiğini desteklemiştiniz. Farklı bir şekilde yorumlandı diyorsunuz. Haklısınız, çok benzer sıkıntıları biz de yaşadık. Önceden düşünülen şeyler daha sonra çıkan kanunda, çok daha farklı sonuçlara geldiği görüldü. Şu anda bu sadece saklama bankalarının, sadece aracı kurumların değil, tüm piyasanın ortak sıkıntısı. Buna ortak bir çözüm getirilmesi konusunda hemfikirim.

İLKAY ARIKAN – Bu vergi sistemi dizayn edilirken, buna ilişkin stopaj mükellefiyeti merkezi kayıt kuruluşuna verilmişti. Şu karmaşık yapıyı biz o zaman yapılan tartışmalarda görmüştük ve Vergi Konseyi de aynı görüşlere katılmak suretiyle demişti ki, 2007 yılında Merkezi Kayıt Kuruluşu devreye girecek, buna ilişkin 2 yıllık bir süre var. Yazılım programlarını yapar, bu dönem içerisinde hisse senedi stopaj oranı sıfır olur. Bu gayet normal bir ayrıcalıktır. Türk sermaye piyasasının, tasarruflar içindeki payı % 9'lar seviyesinde olduğuna göre, bir iki yıl daha buraya bir teşvik getirmeliyiz. Önce bunu kayıt olarak belirtmek durumundayım.

İkincisi, hem sorumluluk meselesinde hem de vergi kesintisi yapılması konusunda Gürman Bey'e katılıyorum. Bu konularla Maliye Bakanlığı daha çok net değil. Gerekirse bir

bölümleme yapılabilir. Banka, aracı kurumları ve saklamacıları bir araya getiren bir düzen içerisinde bir sistem oluşturabilir. Esas üzerinde durduğumuz olay, burada likiditenin azalmaması. Zaten havuzun suyu çok az, aynı su çalkalanıp duruyor, Türk sermaye piyasası henüz bizim istediğimiz gibi yüksek seviyelerde değil, yatırımcı sayısı çok az ve özellikle yerli yatırımcı piyasadan uzaklaşmış durumda. Şunu belirtmek istiyorum ki, biz Vergi Konseyi vasıtasıyla yine çalışmalara öneriler getiriyoruz. Orada hisse senetlerinin elde edilmesinde oran olarak hiç olmazsa % 10'a getiren bir önerimiz var. Elde tutma süresinin üç ay olması gerektiğini yine yazılı olarak, Aracı Kuruluşlar Birliği Yönetim Kurulu haline getirerek ifade ettik. Faizlerin, ödenen vergi harçlarının mutlaka safi kazançtan indirilmesi gerektiğini söyledik. Bu farklı kurumlardan elde edilen kazançlar nedeniyle bir mahsup – eğer sistem değişmeyecekse- düzeltme beyannamesinde olması gerektiğini söyledik. Maliye Bakanlığı'na uzun süreli yapılan virmanların hiçbir anlamı yok, sadece bürokrasi yaratan bir mekanizma dedik.

Sorumluluğun mutlaka sınırlanması gerekiyor. Yine bankalar arası mevduatla, borsa para piyasasının vergi oranının sıfır olmasını arzu ediyoruz. İçeriden, dışarıdan tartışmasında önemli olan şudur; eğer A tipi yatırım fonlarından vazgeçiyorsak, evet bu iş dışarıdan stopaj yapılmalıdır. Yani fonların adı yatırım fonu olmalıdır. Eğer bu hisse senetli fonları korumak istiyorsak, içeriden olmamalı ama bunun yine üç aydan fazla elde tutulan hisse senetlerinde vergi alınmamalıdır. Hisse senedine getirilen teşvik sisteminin aynen burada da olması gerekiyor.

Türev araçlar konusunda Maliye Bakanlığı şimdiye kadar yapılan yorumların yanlış olduğunu bir toplantıda ifade etti. Bu hak alımsatımı dedi. Zaten vergiye tabi olması gerekir. Aslında bu tehlike finans kesiminde bir tanımı gerektirdi. Ama bu tanımda haklı olan yerler var. Bunlar nedir? Bankaların kendi aralarında yaptıkları türev işlemlerinden dolayı, yani kurumlar vergisi mükellefi olan iki kuruluşun yaptığı işlemlerden dolayı vergiye tabi olması yanlış. Burada stopaj oranı sıfır olmalı. Hisse senedi, tahvil ve bono üzerin-

den yapılanlar hariç olmak üzere Türkiye'de faaliyette bulunan bankaların yurtdışındaki yerleşik banka ve benzeri finans kurumlarıyla yaptıkları vadeli işlem ve opsiyon sözleşmelerinin stopaj oranı sıfır olmalıdır şeklinde bir önerimiz var. Aslında var olan bu sistemi iyileştirmeye yönelik çabalaradır.

SORU (BEDİİ ENSARİ) – Siz bir tespit yaptınız. Dediniz ki, bu siyasal iktidar ekonomik ve siyasal istikrarı sağladı. Bu görüşünüze aynen katılıyorum. Bu kadar başarılı olan bir hükümet, sermaye piyasalarını bilmediği için ve ilgilenmediği için şu anda içinde bulunduğumuz kaosu yaşıyoruz. Sermaye piyasalarında böyle bir vergi sorununun olmaması gerekirdi. Ben 45 yıllık hukukçuyum, vergi davalarına girdim. Geçici 67'inci madde kadar bir hilkat garibesini yasa maddesi hatırlamıyorum. Bütün bunların çözülebilmesi gerekiyor.

İkinci konu, aracı kurumlara yüklenen mükellefiyet. Vergi idarelerinin mükellefin yapmakla zorunlu olduğu –tahakkuk, mahsup, tahsilat, beyanname verme- külfetlerin hepsini Anayasa'nın 18'inci maddesine aykırı bir şekilde, angarya gibi aracı kurumlara yıkıyorlar. Aracı kurumlar bunu hangi kadroyla yapacak. Vergi Usul Kanununun 11'inci maddesine göre de onu müteselsil sorumlu tutuyorlar. Böyle beleş bir angarya dünyanın neresinde görülür. Bunun hukukla bağdaşır tarafı yok. Bu konularda cevap verirsiniz, memnun olurum.

FİKRET SEVİNÇ – İş akış diyagramı diye bir şey vardır. Biz vergi idaresini yönetirken veya bir kanun yaparken bunun mükellef ağağından başlayarak sonuna, yani ödeme ağağına kadar nasıl yürüyeceğiyle ilgili bir iş akış diyagramı yapabilmemiş olsaydık, darboğazları tespit edip, bu darboğazları nasıl aşacağımızı –teknolojiyle, insan kaynağıyla- tespit edebilmiş olsaydık, bunlar olmayabilirdi. Bu türden çalışma yaklaşımı sadece vergi kesiminde değil, bankacılık kesiminde de olmuyor. Türkiye'nin insanında böyle organizasyona yönelik bakış açısı yok. Aracı kurumlara gelen külfeti aşama aşama oturup incelemedim. Neticede Maliye Bakanlığı'nın yaklaşımının sistematik olmadığını düşünür-

yorum. Geçici 67'inin kötü olması. Onu değerlendirme konumunda değilim. Bunu yapılara sormak lazım, onların cevaplaması gerekir.

SORU – Ben Gedik Yatırım Genel Müdürüyüm. Bu yasa ile ilgili birçok konularda görüşlerimiz oldu. Bu görüşlerimizi birliğe, SPK'ya ilettik, çoğu da burada dile getirildi. Bu yasa 1.1.2006 tarihinde fiilen uygulamak zorundayız. Kanun iptal edilmediği sürece, biz bunu yapacağız. Tebliğ çıkmadı, bunun programları yazılacak. Bu programlar öyle basit programlar da değil. Endekslemeler değişecek, çünkü biz müşteri ve hisse bazında oraya maliyetler koyacağız. 1.1.2006 tarihinde karşılık ayırmadığım her müşterinin vergisinden sorumlu olacağım. Örneğin, yabancı banka emir verecek, maliyeti gelmedi mi ben onun emrini alamam. Bunun uygulama tarafının çok çabuk çözülmesi lazım. Çünkü bu programlar yetişmez. Basit olarak söyleyeyim, ben bizim şirketle hesaplattım. Sadece ek data kaydının yevmiyesinin dökümünün Gedik Yatırıma maliyeti –notere vereceğimiz pul parası– 50 milyar lira. Sadece bunun ufak bir ek maliyeti. Böyle bir sürü detay var. Bu işin uygulama detaylarının bir an önce belli olup, pratiğe geçmesi lazım.

Bizim açımızdan yabancıların olayı çok dramatik boyutta. Onların vergisini bizim hesaplamamız çok zor. Ayrıca yabancılar açısından hiç pratik değil. Bizden yaptığımızdan, vergiyi biz keseceğiz. Başka aracı kurumdan yaptığı işlemde zarar ederse, nasıl olacak. Bunlar saklaması ve onların zaten burada maliyecileri var, orada çözülür. Ayrıca bunu aracı kurumlara yüklemeye de gerek yok. Sene sonunda bu vergiyi yatırımcı gitsin versin, kendisi sorumlu olsun. Dünyanın hiçbir ülkesinde aracı kurumların vergi konusunda sorumlu olduğu bir ülke yok. Saklamacı kuruluşların olduğu var. Benim bildiğim kadarıyla aracı kurumların yok. Bu Türkiye'ye özgü garip bir sistem oldu.

KAYA DİDMAN – Matrah hesaplama kayıt teşkil edecek rakamlar üç tane kurumda vardır. Bir tanesi şirketin kendisi. Kaç liradan aldı kaç liradan sattı, bilir. İkincisi, emanetçi bankası. Emanetçi bankasının görevi zaten

şirketin kayıtlarını tutmaktır. Bir hisse senedi ni kaç liradan aldı, kaç liradan sattı, kaç lirası var, kaç liralık portföyü var. Üçüncüsü de, Merkezi Kayıt Kuruluşudur. Bunların haricinde herhangi bir kuruluş matrah hesaplamaya teşkil edecek bilgiyi toplamakta güçlük çeker. Belki yerli yatırımcılar tek bir kurumdaki alıpsatıyorlarsa, orada bu kurum otomatikman onların saklama kurumu haline geliyorsa, mümkündür. Ama sadece aracılık hizmeti verdikleri özellikle yabancı yatırımcının vergisine matrah teşkil edecek rakamları başka hiçbir kurum –saydığım üç kurum haricinde– tutamaz.

Şu andaki hali çok sağlıklı olmayabilir. Bu gerçeği de, toptan değiştirmeyi gerektirmez. Ben aracı kurum çalışanı olarak yaptığım işlemlerle bu matrah hesaplamasına katkıda bulunayım. Belli bir muhasebeleşme, belli bir mutabakat emanetçi bankayla, Merkezi Kayıt Kuruluşuyla. Madem bu kadar harcadık, bu kadar yatırım yaptık, bütün hisse senetlerini immobilize ettik, Merkezi Kayıt Kuruluşu diye bir kurum var, bu kaydı tutabilir. Bence bu yönde adım atmak bu yönde çalışmak en mantıklısı olacaktır. Bunun haricinde seçeceğimiz yollar, maalesef piyasaların üzerinde son derece negatif etkileri olacaktır.

İLKAY ARIKAN – Likidite sorununu olumsuz etkilemesi bizi fevkalade üzer dediğimiz olay. Merkezi kayıt kuruluşunun devreye gireceği yıl 2007, sıfır stopaj, 2007 yılından sonra programlar yazılır, bu en ideali. Aslında orada temel şey şu, biz banka ve aracı kurumlar aynı zamanda saklama da yapabiliyoruz, yapmayabiliriz de. Nitekim yabancı işlemlerde saklama işlevi yapılmıyor. Bunun için, banka ve aracı kurum kavramını saklamasını yaptıkları şeklinde bir ilave yapmak suretiyle bu işi genişletiriz. Bunu Maliye Bakanlığı'na bu şekilde önermek gerekir diye düşünüyorum.

ZEYNEP ÖZTÜRK – Ben sadece Kaya Bey'in yaptığı sadece üç kurum yapabilir tespitine işin bizzat içinde olan bir kişi olarak düzeltme yapmak istiyorum. Şöyle ki, yabancı işlemi yapan aracı kurumlar genellikle bu konuya daha vakıf olması gereken kurumlardır. Ancak maalesef biraz pratikte yapılan iş-

lerde iş akışının bilinmemesinden kaynaklanan bazı eksiklikler olabiliyor. Saklama bankalarına –bunları sadece savunma maksatlı değil, sadece gerçekten piyasanın bilgilene-mesi amaçlı söylemek istiyorum– maliyet bilgisi, gelmeyen bir bilgidir. Saklama bankalarına gelen bilgi, işlemin toplu takas miktarıdır. Dolayısıyla bunun içerisinde kurumların kendi aralarında anlaştıkları çeşitli komisyon miktarları veya birbirlerine daha önceden ödemediği daha sonra ödemeye karar verdiği belli birtakım miktarlarını dahi içerebilir. Dolayısıyla gerçek anlamda bir hisselerin tam maliyetini göstermez. Gerçek maliyet borsada işlemi kesen kişi de ve borsada işlemi yapan kurumdur. Ancak aracı kurumlar her zaman aynı yerden alım-satım gerçekleşmediği için üzerlerinde tam alım-satım arasındaki maliyeti tespit edemiyorlar. Biz onların sorunlarını çok iyi anlıyoruz. Ancak gerçekten tam anlamıyla maliyet asıl yatırımcının kendisinden başka, bizzat bire bir alım-satımı aynı kurumda yapıyorsa o kurumda olabilir. Takasbank veya Merkezi Kayıt Kuruluşu (MCK) üzerinde olabilir.

Bilgi gelmesi farklı ben zaten bir yorum yapmadım. Sadece söylenen açıklamaya bir düzeltme yaptım.

SORU (BERRİN ÖNDER) – Ak Yatırım Genel Müdürüyüm. Ben bir bakış açısı getirmek istiyorum. Bu kanun çıkarken sanırım amaç vergi toplamaktı. Yalnız Türkiye'nin bulunduğu noktada sermaye piyasaları özellikle bireysel yatırımcıya ulaşmamış. Şu anda % 65 yabancı yatırımcıları çekmeyi başardık. Bu kısmen çok iyi bir gelişme olmasına rağmen, uzun vadede Türkiye yerli ve yabancı yatırımcıların sermaye piyasaları üzerinde kalkınması üzerine kurulu bir model kurmaya çalışan bir ülke olması gerekiyor. Şu anda hala daha çok yatırım aracı dediğimiz zaman, bankalara dağıtımı düşünüldü, Hazine bonusu düşünüldü.

Hisse senetleri piyasasının gelişmekte olduğu ve bence de çok az geliştiği bir piyasa olarak ortaya çıkıyor. Eğer biz bu piyasayı geliştirmeyi düşünüyorsak ve bizim için kalkınma sermaye piyasalarından geçiyorsa biz bu piyasaya teşvik vermeliyiz. Vergi, ancak

piyasanın geliştiği, sabit getirili enstrümanların azaldığı noktada devreye girdiği zaman doğru noktada devreye girer. Biraz önce ben üzülerken dinledim. IFC demiş ki, dünyada daha uygulanmayan bir şekilde siz bütün enstrümanlara ortak oran koydunuz. Keşke biz de Amerika, İngiltere veya Avrupa'daki gelişmiş ülkeler gibi daha çok sermaye piyasalarının geliştiği, daha az sabit getirili enstrümanların geliştiği, bir ülke olsak da eşit vergi oranının koysak.

Ben sadece konuşmacılara şunu sormak istiyorum, acaba biz doğru zamanda, doğru vergiyi, doğru ölçüde koyuyor muyuz? Bunu baştan düşünüyor muyuz? Biz bir hesap yaptık, bütün bu sene tüm kazançlar vergilense bu sistemden ne kadar vergi toplanacak, - bizim hesabımız doğru olabilir, yanlış olabilir, acaba devlet de bu hesabı yapıp ürküttüğü şey, koyduğu vergi düzeyine değişiyor mu- diye baktığımızda likiditenin korkunç oranda azalacağını, bir kaos yaşanacağını ve tam olarak kendi aramızda bile anlamadığımız bir sistemin konulmasının yatırımcılar arasında da büyük bir kargaşaya yol açacağını görüyoruz. Bu da ancak sistem oturana kadar yabancı yatırımcıların ve yerli yatırımcıların piyasadaki kaçmasına yol açar diye düşünüyorum. Bu konuda görüşlerinizi merak ediyorum.

FİKRET SEVİNÇ – Aslında soruyu sorarken cevabını siz açıklamış oldunuz. Bu görüşlerinizin çoğuna hepimiz katılıyoruz.

SORU (ALPER NERGİZ) – MNG Yatırım'da çalışıyorum. Kaya Bey dedi ki, müşterilerimiz adına yabancı kurum bize alım-satım yetkisini veriyor. Alım emri verdi, biz müşteriyi bilmiyoruz. Aynı müşteri başka bir kurumdaki da satım emri verdi. Yine yabancı kurum üzerinden aynı müşteri başka bir kuruma da satış emri verdi. Burada da işlemi yapan kurum müşteriyi bilmiyor. Bu durumda Sermaye Piyasası Kurumu'nun bu müşteriyi tespit etme şansı var mı? Konuya manipülasyon açısından bakıyorum. Yerli müşterilerde bunu istediğimiz şekilde elde edebiliyoruz. Yabancı müşterilerde bunu tespit etme imkânı var mı?

İkinci sorum, burada gördüğüm kadarıyla özellikle A tipi fonlar bundan sonra yeni yıla

birlikte ortadan kalkacak gibi gözüküyor. Neden dersek A tipi fonlarda şu andaki vergi muafiyetine rağmen A tipi fonları bir türlü yatırımcılarımıza sevdiremedik, satamıyoruz. Dolayısıyla % 15 gibi bir stopaj geldiği takdirde A tipi gibi bir fon söz konusu olmayacaktır. Bunlar ya likit fonlarla veya başka fonlarla değişecektir. Bu konudaki öngörülerinizi sormak istiyorum.

Bununla birlikte Zeynep Hanım dedi ki, bizde yabancı bir kurumun malı toplu olarak duruyor. Örneğin 1 milyon tane X hisse senedi var, herhangi bir yabancı kurumda. Fakat siz bunların hangi müşteriye ait olduğunu, kime ait olduğunu alt hesap şeklinde izleniyorsunuz. Doğru mu?

ZEYNEP ÖZTÜRK – Hayır yanlış.

ALPER NERGİZ – İzleyebiliyorsanız o zaman bir kurumdaki satıldığı zaman bunun maliyetini gönderme imkânına sahipsiniz, doğru mu?

ZEYNEP ÖZTÜRK – Bu da yanlış. Saklama bankalarında, aracı kurumlarda sermaye piyasası mevzuatına göre borsada işlem yapan ve daha sonra bu işlemlerin takasına aracılık eden herkesin, Takasbank ekranlarında alt hesap açma zorunluluğu var. Bu sayede saklama bankalarının değil aracı kurumların da bir zorunluluğu. Dolayısıyla biz mevzuatın tüm gerekliliklerine uyararak, bütün alt hesapları bize bildirdiği şekliyle açıyoruz. Dolayısıyla Takasbank kayıtlarında da binlerce hesabın olduğunu görmeniz mümkün. Benim maliyet yok dememdeki kasıt, bir işlemde gelen ödemenin bin tane X hisse senedinin miktarı 10 bin lira diye gelen ödemede 10 bin liranın gerçek alış fiyatı mıdır, değil midir bilgisinin bizde olmaması. Bunun içerisinde komisyon veya benzeri ek ödemelerin olabileceği tespitiydi. Kısaca 10 bin bölü bin yaparak, bu hissenin fiyatı sadece 10 liradır yetkisi bizim öngörebileceğimiz bir bilgi türü değil.

KAYA DİDMAN – Biz de işlemi yapan aracı kurumlar olarak o bir adet X hisse senedini kaç liradan aldığımızı, üstüne ne kadar komisyon eklediğimizi, dolara çevirip, çevirmediğimizi, Türk Lirası olarak tutup total e-

dip, etmediğimizi zaten confirmasyon olarak müşteriye yolluyoruz. Bu bilgiyi müşterinin direktifi dâhilinde isteyen herkesle paylaşabiliriz.

İBRAHİM DÖNMEZ – A tipi yatırım fonlarıyla ilgili bir şey vardı. Son olarak onu cevaplamak lazım. Normal yatırım fonlarımızda yıllardır oranın % 2 ile % 3 arasında olduğunu söylemişim. Yalnız bireysel emeklilik fonlarında bu oran % 10'dur. Vade anlayışı değiştikçe, vergiden de bağımsız olarak hisse senedi oranı değişebiliyor. Başka bazı mukayeseler yapmak lazım. Sadece verginin tat-

landırıcısıyla alakalı bir şey değil. Ben yine de çok etkileneceğini düşünmüyorum. Yüksekseleceği zaman, 10'lara, 20'lere çıkacağı zaman vergisiz de çıkabilir diye düşünüyorum.

FİKRET SEVİNÇ – Müsaade ederseniz oturumu bu aşamada kapatıyorum. Hepinize katıldığınız ve bizi dinlediğiniz için çok teşekkür ederim.

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

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

Adı Soyadı :

Firma Adı :

Adres :

Posta Kodu: Tel: Faks:

e-mail:

İnceleme

YRD. DOÇ. DR. ALİ GÜREL

Trakya Üniversitesi, Tekirdağ Meslek Yüksekokulu Öğretim Üyesi

Kasım 2000 ve Şubat 2001 Krizi: Nedenleri ve Sonuçları



GİRİŞ

Türkiye Kuruluşundan günümüze kadar ekonomik olarak değişik dönemlerde krizler yaşamıştır. Türkiye'nin yaşadığı bu krizlerin bir kısmı dünyanın konjonktürel durumundan kaynaklanmıştır. Bu krizlerin en önemlileri olarak bütün dünyayı etkisi altına alan talep yetersizliğine bağlı olarak ortaya çıkan 1929 Büyük Dünya Buhranı ve 1973 yılında Petrol fiyatlarının aşırı yükselmesi ile ortaya çıkan ve dünyada stagfasyona sebep olan dünya çapındaki ekonomik krizdir. Bir kısmı ise, Türkiye'nin ekonomik yapısından kaynaklanmıştır. 1994, 2000 ve 2001'de yaşanan krizler örnek olarak gösterilebilir. Kasım 2000 ve Şubat 2001'de yaşanan krizler Türkiye'nin yaşadığı, ekonomik ve sosyal yıkımları ve sonuçları en ağır olan iki büyük ekonomik krizdir.

Kasım 2000 ve Şubat 2001 krizleri sonucunda Türkiye IMF'nin desteği ile de küresel dünyaya uyum sağlayacak şekilde ekonomik ve sosyal alanda köklü değişimlere yol açan birçok reform yapmıştır ve yapmaya devam etmektedir.

1 – Ekonomik Kriz Kavramı

Birçok tanımlaması olmakla birlikte, genel olarak kriz bir kişi, bir örgüt ya da bir toplu-

mun yaşamında görülen zor bir anı, bir buhran dönemini ifade eder. Kriz, belirsizliği, zarar görme olasılığını ve riski içeren bir kavramdır. Bir kriz durumu yavaş yavaş ya da birdenbire oluşabilir, dar veya geniş bir alanı kapsayabilir⁽¹⁾.

Diğer tanımlamalar ise şöyle yapılmaktadır⁽²⁾; "*Kriz, mevcut mekanizmayı bozan, aniden ortaya çıkan bir bozukluk olarak ortaya çıkabilir. Ekonomik anlamda kriz ise, mevcut makro ekonomik dengeleri bozarak ekonominin mikro birimlerinde zararlara neden olan bir olaydır. Bir başka tanıma göre de, ekonomik kriz, ekonominin temel dengelerinde meydana gelen sürdürülemez yapılanmaların ortadan kaldırılmadan kendiliğinden oluşan çalkantılardır. Krizler sürdürülemez yapılanmaları sürdürülebilir bir duruma getirerek ekonomideki dengeyi düşük bir milli gelir seviyesine geriletir. Bunun sonucunda halkın refah seviyesi düşer ve işsizlik artar. Krizin çıkışı aniden olmasına rağmen etkileri uzun bir süre devam eder.*"

Bunun en tipik örneği talep yetersizliğine bağlı olarak New York borsasının çöküşü ile başlayan, 1929 Büyük Dünya Bunalımı kriz yıllarında, kriz kavramının içerdiği riskler çok

büyük boyutlarda gerçekleşmiş ve yukarıdaki tanımda vurgulanan buhran uzunca bir süre yaşanmıştır. Dünya çapında yaşanan en büyük kriz 1929 Büyük Dünya Bunalımıdır.

1929 Büyük Dünya Bunalımını Keynesyen görüş talep yetersizliğine bağlarken, Monetarist görüş ise, bu bunalımı para arzının yetersizliğine bağlamaktadır. Günümüzdeki krizler ise, daha çok Finansal Krizler olup spekülâtif sermaye hareketlerinden kaynaklanmaktadır. Sermayenin reel ekonomide, kâr marjlarının düşmesi ve pazar olanaklarının daralması sonucunda uluslararası büyük sermaye spekülâtif alanlara yönelmiştir. Spekülâtif sermaye hareketleri dünya çapında istikrarsızlıklara sebep olmaktadır.

Bir ülkede başlayan finansal kriz, hızlanan spekülâtif hareketlerle derinleşmektedir. Bu spekülâtif hareketlerin hızı kesilemediğinde ise, ülkeden ülkeye sıçradığı gözlemlenmektedir⁽³⁾.

2 – Finansal Kriz

Uluslararası finansal sermayenin dünya çapındaki dolaşımı spekülâtif kazanç amaçlıdır. Bu amaçla dolaşan uluslararası finansal sermaye girdiği ulusal ekonomide çoğunlukla ciddi ekonomik istikrarsızlıklara sebep olmaktadır. Bu istikrarsızlık sadece söz konusu ülkeyle sınırlı kalmamakta, diğer ülkelere de olumsuz yönde sıçramaktadır. Uluslararası finansal sermayenin, ulusal ekonomilerde yarattığı sorunlar finansal kriz olarak kavramlaştırılmıştır.

Finansal krizler, krize neden olan sorunlara göre, para krizi, sistematik finansal kriz bankacılık krizleri ve dış borç krizleri olmak üzere türlere ayrılmaktadır⁽⁴⁾.

3 – Kasım 2000 Krizi Öncesi Durum

24 Ocak 1980 kararları ile Türkiye ithal ikameci büyüme politikalarını terk ederek, ihracata dayalı büyüme politikalarına ağırlık veren daha ağırlıklı bir liberal politika dönemine girmiştir. Bu liberal politikaların ilk tedbirleri esnek kur politikası, iç talebin daraltılması, teşvik ve sübvansiyonlarla ihracatın desteklenmesi, fiyat kontrollerinin kaldırılması vb. olarak özetlenebilir. Bu uygulamaların

amacı ihracatı artırarak ödemeler bilançosunda dengeyi sağlamaya yönelikti. Uygulanan bu liberal politikalar paralelinde, ithalat da 1984 yılından itibaren serbest hale getirildi. Finansal sisteme yönelik politikalar da değiştirildi. 1981 yılında bankaların uyguladıkları faiz oranları ve kredi uygulamalarına serbestlik getirildi. 1984 yılında da döviz alım ve satımı serbest bırakıldı. 1989 yılında 32 sayılı karar ile yurt dışına ve yurt dışından ülkeye sermaye transferleri serbest bırakıldı⁽⁵⁾.

Türkiye Ekonomisi; 1990'lı yıllarda çok sayıda kriz yaşamıştır. 5 Nisan 1994 Kararları, 1998 IMF yakından izleme programı gibi kısmi istikrar programları uygulamaya konulmuş ise de bunların kalıcı bir başarısı olmamıştır. Ayrıca doğrudan doğruya kısa vadeli yabancı sermaye girişlerinin özendirilmesi ve yapay büyüme, Türkiye Ekonomisini dışa bağımlı hale getirerek ekonominin kısa çevrimli, mini büyüme-kriz-istikrar sarmalına sokulmasına sebep olmuştur⁽⁶⁾.

Yükselen pazar ülkelerinin Asya Kaplanları 1992 yılında Konvertibilite ile birlikte paralarını ABD dolarına endeksleyerek dünyadan sermaye çekerek büyümüş, fırlayan borsa fiyatları ile birlikte bu ülke ekonomileri bir köpük havası yaşamaktaydı⁽⁷⁾.

1995 yılından itibaren Asya kaplanları olarak adlandırılan bu ülkelerde dış denge bozulmaları görülmüş, dış ticaret açıkları ve cari açıklar büyümeye başlamıştı. Asya ülkelerinin özel kesim kuruluşlarının ve bankalarının kısa vadeli dış borçlarında büyük artışlar ortaya çıkmıştı. Asya ülkeleri kısa vadeli borçlarla uzun vadede getiri sağlayacak yatırımları finanse etmekteydiler. Borç verenler bu yaklaşımın vade uyumsuzluğu yaratacağını ve riski büyüttüğünü ihmal etmişlerdi⁽⁸⁾. 1997 yılında ABD ekonomisinde ortaya çıkan sarsıntıının faiz hadlerinde bir yükselmeye yol açma söylentileri krizi başlatarak köpük yaşayan bölge ülkelerinden sermaye kaçışlarını hızlandırırken birbirini izleyen devalüasyonları da başlattı. Domino Teorisi etkisini göstererek Asya ülkeleri peş peşe krize düşürmekteydi⁽⁹⁾.

Yukarıda anılan benzer sorunları yaşayan ve geçiş ekonomisi sorunlarını henüz atlata-

mayan Rusya'da da görülmekteydi. Ancak Asya Krizinden farklı olarak Rusya Krizi, IMF'nin kaynak yetersizliğine girmesi ile birlikte Rusya'ya olan desteğini askıya almasını ilan etmesi ile yeni bir kriz ortaya çıkmış, bu sefer kriz Rusya'da patlak vermişti⁽¹⁰⁾.

Türkiye Ekonomisi yukarıda anılan 1997 Asya ve 1998 Rusya Krizlerinden de olumsuz etkilenerek ağır bir daralma içine girmiştir. Türkiye sanayisinin kalbi olan Marmara Bölgesinde 17 Ağustos ve 12 Kasım 1999 tarihinde meydana gelen deprem, 1998 yılının ikinci yarısından itibaren derinleşen daralma, bir yandan söz konusu dışsal şokların, bir yandan da dışa bağımlı yapay büyüme stratejisi 1999 yılı sonuna geldiğinde bir takım tedbirleri kaçınılmaz kılmaktaydı.

4 – Kasım 2000 Krizi ve Nedenleri

Türkiye'de 1999 yılında ekonomik büyüme % -6,1 olmuş, enflasyon % 70'e ulaşmış, bütçe açıkları büyümüş ve taşınamaz noktaya gelmiş, Hazine faizlerinin yıllık ortalama bileşik oranı % 106'ya ulaşmıştı. Yaklaşık 30 yıldır iki haneli yüksek enflasyon yaşayan Türkiye'nin hiper enflasyona geçmesi bekleniyordu⁽¹¹⁾.

Yukarıda anılan gelişmelerden sonra 9 Aralık 1999 tarihinde IMF'ye sunulan "Niyet Mektubu" 22 Aralık 1999 tarihi itibarıyla IMF İcra Kurulunca onaylanmıştı. Üç yıllık bir zaman sürecini kapsayan program, enflasyonu düşürme politikasını ön plana çıkarmaktaydı. Ayrıca program maliye politikasının yanı sıra, gelirler politikası, kur ve para politikası ile birlikte yapısal reformları da kapsamaktaydı. 2000 – 2002 döneminde uygulanması planlanan döviz kuru çapasına dayalı enflasyonu düşürme programının temel amacı şu şekilde özetlenmişti⁽¹²⁾.

- "Tüketici enflasyonunu, yapısal reformlarla desteklenen, tutarlı, güçlü, itibarlı ve süreklilik arz eden maliye, gelir, para ve kur politikalarının eş güdümlü olarak uygulanması ile 2000 yılı sonunda % 25, 2001 yılı sonunda % 12 ve 2002 yılında % 7'ye indirmek.

- Reel faiz oranlarını makul düzeylere çekmek.

- Ekonomik büyüme potansiyelini arttırmak.

mak.

- Kaynakların daha etkin ve daha adil dağılımını sağlamak."

Türkiye Ekonomisinin 2000 yılı enflasyonla mücadele programı, parasal büyüklükler, döviz kurunun günlük değer kaybı ve mali dengelere yönelik hedefler ortaya koymuştur. Bu hedeflerin tamamı belli bir takvim kapsamında önceden ilan edilerek, programın uygulanması boyunca IMF uzmanlarının yaptığı ziyaretler çerçevesinde performans kriterleri vasıtasıyla gözetim altında tutulacaktı.

Program üç temele dayanmaktadır: (1) Faiz dışı fazlası için belirlenen hedeflere bağlı olarak kamu harcamasında tasarrufa gidilmesi. (2) Hedeflenen enflasyon oranıyla paralel olarak paranın dış değer kaybı oranı için önceden ilan edilen bir takvim. (3) Merkez Bankasının net dış varlık durumu için likidite üretim mekanizmasını oluşturan ve Merkez Bankasını yarı para kurulu olarak hareket etmeye yönlendirecek bir parasal düzen⁽¹³⁾.

Program enflasyonun temel kaynağının kamu açıkları olduğunu, kamu kesimimi finansman yönetiminden kaynaklandığını kabul etmiş ve bu açıkların kapatılması için önlemler almıştır. Bu amaçla, kamu harcamalarının kısılması, vergi gelirinin artırılması ve bununla birlikte IMF ve Dünya Bankasından sağlanacak uzun vadeli, düşük maliyetli kredilerle, yüksek reel faizli kısa vadeli iç borçlanmayı ikame ederek azaltılması hedeflenmişti. Bu doğrultuda faiz dışı bütçe fazlasının 7,5 milyar dolar fazla vermesi temel hedef olarak ortaya konulmuştu⁽¹⁴⁾.

Programın para ve döviz politikaları açısından ana hedefi, para ve döviz kuru gelişmelerinin önceden tahmin edilebilir kılınmasıyla, yerli ve yabancılar için finansal yatırımların getirisi üzerindeki belirsizliğin azaltılmasıydı. Bu doğrultuda döviz kurunda nominal çıpa sistemi benimsenerek 1 ABD doları artı 0,77 Euro'dan oluşan bir sepet oluşturulmuştur. Bu sepetin günlük aşınması 2000 yılı sonuna dek Merkez Bankasınca belirlenerek % 20 oranında değer kaybetmesi sağlanacaktı. Kur sepeti Temmuz 2001'e kadar belirli bir değer kaybına uğradıktan sonra Aralık 2002'

de band uygulamasına geçilecek ve ardından da döviz kurunun piyasa güçlerince serbestçe belirleneceği dalgalı kur sistemine geçiş sağlanacaktı⁽¹⁵⁾.

Açıklanan kur politikasını desteklemek amacıyla, para politikası şu şekilde kurgulanmıştır. Merkez Bankası bilançosunda para tabanının değişimi sadece net dış varlıklar (NDV) kalemindeki değişim ile sınırlandırılmış. Bu nedenle net iç varlıklar (NİV) kalemine üst limit hedefleri konulmuştur. Ayrıca bankacılık sisteminin likidite taleplerinin karşılanabilmesi için zorunlu karşılık oranları azaltılmıştır. Buna göre toplam para tabanının +/- % 5'ine eş değer bir band içinde seyretmesine izin verileceği açıklanmıştır. Merkez Bankasının Net iç varlıklarının sınırı 1,2 Katrilyon TL olarak belirlenmiş ve net iç varlıkların artırılması döviz girişine bağlanmıştır. Merkez Bankası Analitik bilançosundaki Para Tabanı = Net Dış Varlıklar + Net İç Varlıklar eşitliğinden de anlaşılacağı gibi parasal tabanın genişlemesi yalnızca dış yükümlülük doğurmayacak döviz girişine bağlıdır. Diğer bir ifadeyle Merkez Bankasının para basarak emisyon hacmini artırması sınırlandırılmış, böylelikle Merkez Bankasının bir para kurulu olarak çalışması hedeflenmiştir⁽¹⁶⁾. Sonuç olarak döviz girişine bağlı olarak iç borçlanmanın azaltılması ve piyasaya TL sunulmasıyla likiditenin artırılmasına ve faiz oranlarının düşürülmesine karar verilmiştir⁽¹⁷⁾.

Programın yukarıda anlatılan makro ekonomik boyutunun yanında yapısal reformlar başlığını içeren ikinci ayağı ise, şu başlıkları içermektedir: Özelleştirme, Sosyal Güvenlik Sistemi Reformu, Tarımsal Destekleme Politikası, Kamu Maliyesi, Bankacılık Sisteminde Denetim ve Gözetim⁽¹⁸⁾.

Programın uygulanmaya konulması ile birlikte 2000 yılı sonlarına yaklaştığında ilk 8 aylık süre sonunda, 1998 yılının ikinci yarısından itibaren Türkiye Ekonomisinde görülen daralma eğiliminden çıkarak yeniden istikrar ve büyüme yoluna girdiği gözlenmekteydi. 2000 yılının ilk çeyreğinde GSMH reel fiyatlarla % 5,6 ikinci çeyreğinde % 5,8 üçüncü çeyrekte de % 7,4'lük büyüme kaydetmişti⁽¹⁹⁾.

IMF desteğiyle uygulanmakta olan program ile birlikte faiz oranlarında çok hızlı bir düşüş oldu. Piyasalarda referans olarak kabul edilen Devlet iç Borçlanma Senetleri faiz oranı 1999 yılında % 131,5'te iken, kriz öncesine kadar % 38,3'lere kadar düştü⁽²⁰⁾. Bunun en önemli nedeni döviz kurunun çıpaya bağlanmasıdır. Bu durum oluşmasında önemli bir diğer noktada faiz dışı fazla hedefinin % 6'ya çıkartılarak bu hedefin gerçekleşmesidir. Ancak faizlerdeki bu hızlı ve aşırı düşüş tüketici kredilerinde patlamaya sebep olmuştur⁽²¹⁾. Dayanıklı tüketim malı ve yatırım mallarıyla, otomobil satışları artmıştır. Aralık 1999 yılı sonunda yaklaşık 100 trilyon TL olan tüketici kredileri 2000 yılı Ekim ayı sonunda 4 katrilyon 504 trilyon TL'ye ulaşmıştır. Enflasyon oranının tahmin edilenden çok çıkması nedeniyle aşırı değerlenen TL, ithal malı alımını cazip kılarak ihracatta rekabet gücünün azalmasına yol açmıştır. Sonuçta tüketim ve ithalatta yaşanan artışlar büyüme hızının programda öngörülen % 5,5 hedefinin üzerinde % 6 olarak gerçekleşmesini sağlamıştır⁽²²⁾.

Döviz çıpasına geçiş, Merkez Bankasının Para Kurulu olarak çalışmaya başlaması ile birlikte ülkeye 10 milyar dolardan fazla sermaye girişi olmuş, enflasyondaki sınırlı düşüş TL'nin aşırı değerlenmesi sonucunu getirmiş. Bu durum ise, Cari İşlemler Bilançosu (CİB) açığını 7 milyar dolar seviyesine getirmiştir⁽²³⁾.

Faizlerin bu kadar hızla düşmesi nedeni, ne olursa olsun enflasyonla mücadele politikası açısından tehlikeli bir gelişme olarak görülmektedir. Hazinesin borç yükünü azaltan faizler enflasyonla mücadelede Merkez Bankasının politikalarına zarar veriyordu⁽²⁴⁾. Ayrıca faiz oranlarındaki bu ani ve hızlı düşüş Türkiye gibi tüketim eğilimi yüksek olan bir ülkede tasarruf eğilimini düşürüp tüketimi artırmıştır⁽²⁵⁾.

Ekim ayının sonlarına doğru bankalar yılsonu hesapları ve bilanço görünümü nedeniyle açık pozisyonlarını azaltmaya yönelmişlerdir. Bu durum likiditeye olan gereksinimi ve dolayısıyla faiz oranlarını bir miktar artırmıştır. Bununla birlikte yabancı yatırımcılar da yılsonu hesaplarını kapatma çabası içine

girmiş ve döviz taleplerini yavaş yavaş arttırmaya başlamışlardı. Aynı dönemde bankacılık kesimine yönelik yeni yasal düzenlemeler de yavaş yavaş yürürlüğe konulmaktaydı. Bu düzenlemeler ile birlikte bankalar da açık pozisyonlarını kapatabilmek ve döviz alabilmek için likiditelerini daha fazla arttırmaya yöneldiler. Daha fazla likidite talebi faiz oranlarını doğal olarak hızla yukarıya hareket ettirdi⁽²⁶⁾.

Bu gelişmeler karşısında sıcak para hareketlerini ellerinde bulunduran yerli ve yabancı sermaye sahipleri, diğer bir ifadeyle spekülâtif sermaye, mevcut durumun sürdürülemez olduğunu anladıkları anda sermayelerini çektiler ve bu kaçışla birlikte yaşanan panik döviz çıpasına hücumla başladı. Program gereği Merkez Bankasının piyasalara likidite sağlayabilmesi Net Dış Varlıklara bağlı olduğu için IMF, Merkez Bankasının likidite sağlamasını engelledi ve IMF'nin bu inadı Türkiye için büyük kayıplara neden oldu⁽²⁷⁾.

Bir süre NİV hedefine bağlı kalan ve piyasalara ek likidite vermeyen Merkez Bankası bir süre sonra devreye girerek NİV hedefini aştı ve piyasaların likidite ihtiyacını karşıladı, ancak iş işten geçmişti. Merkez Bankası elinde en fazla DİBS bulunan ve en çok likiditeye ihtiyacı olan büyük bir bankaya elindeki sıfır faizli parayı % 210 faizle vererek çözümden uzaklaştı. IMF 7,5 milyar dolarlık bir ek kaynağı devreye soktu ve Merkez Bankası piyasalara likidite vermeyi kesti. Söz konusu Bankanın TMSF'ye bünyesine alınmasıyla likidite talebi düştü⁽²⁸⁾.

5 – Şubat 2001 Krizi

Kasım krizinden sonra 19 Şubat 2001'de siyasal istikrarsızlıkla başlayan kriz döviz krizine dönüşmüştür. Özellikle yabancı yatırımcılar piyasalardan çekilmeye çalışırken, bankalar riskten korunmak için döviz alımına yönelmişlerdir⁽²⁹⁾. Mali piyasalarda yaşanan güvensizlik ortamı sürdüğü için Şubat ayı krizi bu ortamın pekişmesine ve likidite krizinin giderek, bir dövize hücum krizine dönüşmesine neden oldu.

Siyasi istikrarsızlık spekülâtif atağı yeniden başlatmış gecelik faiz % 6200'lere kadar yükselmiştir. Merkez Bankasının döviz Re-

zervleri 16 Şubatta yaklaşık 28 milyar dolar iken, 23 Şubatta 23 milyar dolara düşmüştür. Merkez Bankası spekülâtif atağı önleme gücü kalmayınca 21 şubatta döviz kurunu dalgalanmaya bırakmıştır. Böylece IMF'nin enflasyonu düşürme programı topluca çökmüştür⁽³⁰⁾.

Çöküşün arkasında yatan sebep, sermaye kaçışıdır. Onun gerisinde yatan sebep ise, güven kaybıdır. IMF programının hataları, bankalardaki çöküş ve politika hatalarıyla birleşince, sonuç Türkiye için çok pahalıya mal olmuştur⁽³¹⁾.

Şubat 2001 krizi sadece mali piyasaları daraltmakla kalmadı, tarım % 6.5, sanayi % 7.5, ticaret % 9.4, inşaat % 5.5 küçüldü. İkinci Dünya Savaşının son yılındaki düşüş haricinde GSYİH rekor bir düşüşle % 7.5'lik bir gerileme yaşadı. Bu süreçte banka çöküşleri de arttı. TMSF'ye devredilen banka sayısı 18'e çıktı. Döviz fiyatlarındaki fırlamalar, faiz oranlarındaki hızlı artışlar, borsadaki hisse fiyatlarının düşmesi ile birleşince birçok sektördeki yerli firmalar kelepirci fiyatlarla el değiştirerek yabancılara geçti. Krizin en kötü sonucu hızla artan işsizlik ve dalga dalga yayılan yoksullaşma oldu. İşsizlik oranı % 6.6'dan % 8.5'e çıkarken, bu oran atıl işgücü ile birleşince % 14.5'e yükseldi. Sonuçta en az 1 milyon kişi işsiz kaldı⁽³²⁾.

6 – Kasım 2000 Krizin Temel Nedenleri

Kasım krizinin temelinde yatan nedenler birçok tartışmaya konu olmuştur. Bu krizin nedenleri konusunda yapılan tartışmalardan bazı ortak noktalara ulaşılabilir. Bunlar, şöyle özetlenebilir⁽³³⁾,

1- *Bu bir likidite krizidir. Likiditeyi bulan dövize hücum etmemiştir. Tam tersine her yıl sonunda oluşan döviz talebinin yarattığı bir likidite sıkışıklığı, sonuçta döviz talebinde sıçrama yaratmıştır. Nitekim krizin en yüksek düzeye çıktığı bir noktada bile gerçek kişilerin dövize talebinde herhangi bir artış olmamıştır.*

2- *Likidite krizinin çıkışına neden olan temel konu bankalarla ilgili düzenlemelerin çok kısa sürede yapılacağına ilişkin beklentiden kaynaklanmıştır.*

3- Kriz, kamu otoritesince (ister IMF'nin etkisiyle, ister herhangi bir etki olmaksızın) yanlış teşhis edilmiş ve dolayısıyla yanlış tedaviye tabi tutulmuştur.

4- Yanlış tedavi sonucunda faizler, daha makul bir düzeyde dengelenebilecekken çok yükseklere çıkmıştır."

7 – Kasım 2000 ve Şubat 2001 Krizinin Sonuçları

Kriz sonucu Türkiye Ekonomisinde % 9.4'lük bir küçülme görüldü. Kriz öncesi 3.063 dolar olan kişi başına milli gelir, 2001 yılında 2.235 dolara geriledi. 2002 yılı sonunda ise, tekrar 2.400 dolara yükseldi. Bu milli gelir rakamları ile Türkiye Dünya Bankası sıralamasında üst-orta gelir grubundan, alt-orta gelir grubuna geriledi. OECD ülkeleri içerisinde ise, 2000 yılı sıralamasına göre 16'ncı sıradan 20'inci sıraya düştü. Ayrıca, iç talepteki daralma, bankaların kredi imkânlarını kısımları, faiz oranlarındaki hızlı yükselmeler, ekonomide artan belirsizlikler vb. üretimde düşürlere ve işsizlik oranında artışlara neden oldu⁽³⁴⁾.

Ekonomik krizler, mevcut işsizliğin daha da artmasına neden olduğu gibi, 1960'lardan beri süre gelen beyin göçünü hızlandırmış ve Türkiye'nin en önemli kaynağı olan beşeri sermayesinin de israf edilmesine yol açmıştır⁽³⁵⁾.

Kamu harcamalarında sosyal transferler azaltılırken, faiz ödemeleri bütçede çok önemli bir yer tuttu. 2001 yılında faiz ödemeleri milli gelirin % 23'üne ulaştı. Faiz ödemeleri vergi gelirlerini aştı. Vergi adaletsizliği vergi yükünü doğrudan çalışanlara yıkmakla kalmadı, toplam vergiler içinde dolaylı vergilerin oranı sürekli artarak 2001 yılında % 54.7'ye, 2002 yılında ise % 69'a yaklaştı⁽³⁶⁾.

SONUÇ

Bir ülkede ekonomik ve sosyal alanda belli amaçları gerçekleştirmek için devletin ekonomiye müdahalesi ekonomi politikası ile mümkün olmaktadır. Devlet ekonomiye müdahale ederken sadece bir tek amacı hedef almamalıdır. Ülkenin refahını artırmak amacı ile hedeflenen amaçlarda bir bütünlük sağlayarak

genel bir amaca yönelik ekonomi politikası izlenmelidir.

İzlenen ekonomi politikası bir amaca yönelik olursa, o amaç sağlansa bile ülke ekonomisinde ekonomik ve sosyal alanda başka sorunlar ortaya çıkar. İzlenen ekonomi politikası, mutlaka ekonomik ve sosyal alanı bir bütün olarak ele alıp takip etmelidir.

2000 ve 2001 yıllarında hazırlanan programlarda enflasyonun indirilmesi neredeyse tek hedef olarak alınmıştır. Unutmamak gerekir ki, enflasyonun önlenmesi fiyat istikrarının sağlanması demek değildir. Bu programlarda IMF'nin desteği alınarak, sınırsız serbestleşme içeren Neo-Liberal politikalar uygulanmıştır. Sosyal amaçlar göz ardı edilmiştir.

Uygulanan programla enflasyon tek haneli rakamlara düşmüştür. Ancak cari açık had safhadadır, işsizlik önemli sorunların başında gelmektedir. Gelir dağılımı bozulmuştur. Yatırımlar son derece azalmıştır. Sosyal maliyetler artmıştır.

Türkiye'nin esas amacı, küresel dünyanın şartlarını özümleyerek, yapısal reformlarını gerçekleştiren halkın refahını artırarak, teknoloji üreten ülkeler arasına katılan çağdaş bir dünya ülkesi haline gelmek olmalıdır.

KAYNAKÇA

- Arıcan, Erişah. Gelişmekte Olan Ülkelerde İstikrar Politikaları: Türkiye, Derin Yayınları, İstanbul: 1999.

- Cener, Pınar. "Kriz Yönetimi - 1", http://www.danismend.com/konular/stratejiyon/str_kri_z_yonetimi_1.htm, Erişim Tarihi: 03.11.2005, Saat: 03:15.

- Demir, Gülten. Asya Krizi ve IMF, Der Yayınları, İstanbul: 1999.

- Eğilmez, Mahfi. Kumcu, Ercan. Ekonomi Politikası Teori ve Türkiye Uygulaması, 8.b. İstanbul: Remzi Kitapevi, 2005.

- Eğilmez, Mahfi. "Kasım 2000 Krizi Üzerine 1" http://www.mahfiogilmez.nom.tr/kose_1.htm Erişim Tarihi: 01.11.2005, Saat: 03:00.

- Güloğlu, Bülent. A. Ender Altınöğlü, "Finansal Serbestleşme Politikaları ve Finansal

Krizler: Latin Amerika, Meksika, Asya ve Türkiye Krizleri", İstanbul Üniversitesi Siyasal Bilgiler Fakültesi Dergisi, No: 27, Ekim 2002.

- Güloğlu, Bülent. "İstikrar Programından İstikrarsızlığa (Kasım 2000 ve Şubat 2001 Krizleri)", Yeni Türkiye Dergisi Kriz Özel Sayısı 1, Eylül-Ekim 2001.

- İşçiğöç, Özlem. "Türkiye'de Yaşanan Son Ekonomik Krizlerin Sosyo – Ekonomik Sonuçları: Kriz İşsizliği ve Beyin Göçü", http://www.isguc.org/arc_view.php?ex=46 Erişim Tarihi: 03.11.2005, Saat: 03:15.

- Kazgan, Gülten. Türkiye Ekonomisinde Krizler (1929–2001) "Ekonomi Politik" Açısından Bir İrdeleme, İstanbul Bilgi Üniversitesi Yayınları, 2005.

- Kazgan, Gülten. Tanzimat'tan 21. Yüzyıla Türkiye Ekonomisi 2.b., İstanbul: İstanbul Bilgi Üniversitesi Yayınları, Ocak 2004.

- Orhan, Osman; Z. Seyfettin Erdoğan. Para Politikası, İstanbul: Avcı Ofset, 2005.

- Sönmez, Mustafa. "2001 Krizi, IMF ile İlişkiler ve Gelir Bölüşümü" Gülten Kazgan'a Armağan Türkiye Ekonomisi, İstanbul: İstanbul Bilgi Üniversitesi Yayınları Ekim 2004, ss. 341-354.

- Şimşek, Mevlüde. "Finansal Küreselleşmenin Ekonomik Krizler Üzerindeki Etkileri", Finans – Politik & Ekonomik Yorumlar, Yıl:42, Sayı: 490, Ocak 2005.

- Yentürk, Nurhan ve diğerleri. Türkiye Ekonomisi, Eskişehir: T.C. Anadolu Üniversitesi Yayını, 2004.

- Yentürk, Nurhan. "Türkiye'de Uygulanan İktisat Politikalarının İhracatın İthalata Bağımlılığı Üzerindeki Etkileri: Girdi – Çıktı Tekniği ile Bir İnceleme", Gülten Kazgan'a Armağan Türkiye Ekonomisi, İstanbul: İstanbul Bilgi Üniversitesi Yayınları Ekim 2004, ss. 421-438.

- Yeldan, Erinç. Küreselleşme Sürecinde Türkiye Ekonomisi Bölüşüm, Birikim ve Büyüme.11.b. İstanbul: İletişim Yayınları, 2005.

Dipnotlar

1) Pınar Cener, "Kriz Yönetimi -1", http://www.danismend.com/konular/stratejyon/str_kri_z_yonetimi_1.htm Erişim Tarihi:03.11.2005, Saat: 03:15.

2) Mevlüde Şimşek, "Finansal Küreselleşmenin Ekonomik Krizler Üzerindeki Etkileri", Finans – Politik & Ekonomik Yorumlar, Yıl: 42, Sayı: 490, Ocak 2005, ss. 63–64.

3) Gülten Demir, Asya Krizi ve IMF, Der Yayınları, İstanbul:1999, s. 63.

4) Demir, a.g.e., s. 65.

5) Nurhan Yentürk ve diğerleri. Türkiye Ekonomisi, Eskişehir: T.C. Anadolu Üniversitesi Yayını, 2004, ss.12,13.

6) Erinç Yeldan, Küreselleşme Sürecinde Türkiye Ekonomisi Bölüşüm, Birikim ve Büyüme.11.b. İstanbul: İletişim Yayınları, 2005, ss. 159–160.

7) Gülten Kazgan, Türkiye Ekonomisinde Krizler (1929–2001) "Ekonomi Politik" Açısından Bir İrdeleme, İstanbul: İstanbul Bilgi Üniversitesi Yayınları, 2005, ss. 231–232.

8) Mahfi Eğilmez, Ercan Kumcu, Ekonomi Politikası Teori ve Türkiye Uygulaması, 8.b. İstanbul: Remzi Kitabevi, 2005, s. 382.

9) Kazgan, a.g.e., 2005, s. 231.

10) Eğilmez, Kumcu, a.g.e., s. 383.

11) Eğilmez, Kumcu, a.g.e., s. 384.

12) Osman Z. Orhan, Seyfettin Erdoğan, Para Politikası, İstanbul: Avcı Ofset, 2005, ss. 357–358.

13) Yentürk ve diğerleri, a.g.e. ss. 213–214.

14) Bülent Güloğlu, A. Ender Altınoğlu, "Finansal Serbestleşme Politikaları ve Finansal Krizler: Latin Amerika, Meksika, Asya ve Türkiye Krizleri", İstanbul Üniversitesi Siyasal Bilgiler Fakültesi Dergisi, No: 27, Ekim 2002, ss. 22–23.

15) Yeldan, a.g.e., ss. 166–167.

16) Yeldan, a.g.e., s. 168.

17) Güloğlu, Altınoğlu, a.g.e. s. 23.

18) Yentürk ve diğerleri., a.g.e., ss. 217-218.

19) Yeldan, a.g.e., s. 173.

20) Kazgan, a.g.e., 2005, s. 240.

21) Güloğlu, Altınoğlu, a.g.e. s. 24.

22) Bülent Güloğlu, "İstikrar programından İstikrarsızlığa (Kasım 2000 ve Şubat 2001 Kriz-

leri)", Yeni Türkiye Dergisi Kriz Özel Sayısı 1, Eylül-Ekim 2001, s. 5.

23) Kazgan, a.g.e., 2005, s. 239.

24) Eğilmez, Kumcu, a.g.e., s. 385.

25) Nurhan Yentürk, Türkiye 'de Uygulanan İktisat Politikalarının İhracatın İthalata Bağımlılığı Üzerindeki Etkileri: Girdi – Çıktı Tekniği ile Bir İnceleme", Gülten Kazgan'a Armağan Türkiye Ekonomisi, İstanbul: İstanbul Bilgi Üniversitesi Yayınları Ekim 2004, s. 428.

26) Eğilmez, Kumcu, a.g.e. ss. 386–387.

27) Mustafa Sönmez, "2001 Krizi, IMF ile ilişkiler ve Gelir Bölüşümü" Gülten Kazgan'a Armağan Türkiye Ekonomisi, İstanbul: İstanbul Bilgi Üniversitesi Yayınları Ekim 2004, s. 343.

28) Eğilmez, Kumcu, a.g.e. ss. 388, 389.

29) Erişah Arıcan, Gelişmekte Olan Ülkelerde İstikrar Politikaları: Türkiye, Derin Yayınları,

İstanbul: 1999, s. 137.

30) Şimşek, a.g.e., s. 72.

31) Kazgan, a.g.e., 2005, s. 245.

32) Gülten Kazgan, Tanzimat'tan 21. Yüzyıla Türkiye Ekonomisi 2.b., İstanbul: İstanbul Bilgi Üniversitesi Yayınları, Ocak 2004, ss. 454–455.

33) Mahfi Eğilmez, "Kasım 2000 Krizi Üzerine 1" http://www.mahfiegilmez.nom.tr/kose_1.htm Erişim Tarihi: 01.11.2005, Saat: 03:00.

34) Sönmez, a.g.e. ss. 346–347.

35) Özlem İşçiçok, "Türkiye'de Yaşanan Son Ekonomik Krizlerin Sosyo – Ekonomik Sonuçları: Kriz İşsizliği ve Beyin Göçü", http://www.isguc.org/arc_view.php?ex=46 Erişim Tarihi: 03.11.2005 Saat: 03:15.

36) Sönmez, a.g.e., s. 348-349.

Görüşler

PROF. DR. SADİ UZUNOĞLU

Trakya Üniversitesi, İktisadi ve İdari Bilimler Fakültesi Öğretim Üyesi

Maliye Politikasının Esnekliğini Yitirmesi ve Kaçakçılık

Yıllardır gümrüklerdeki kaçakçılık konusunda birçok olay gazetelere yansımıştır. Hemen hemen her yıl gümrüklerle ilgili "organize bir suç örgütü" yakalandığına dair polisiye kayıtlara rastlanmakta veya bu türden operasyon haberleri kamuoyunu meşgul etmektedir. En son Edirne gümrüğünde yaşanan olaylar tüm polisiye yönleriyle kamuoyuna yansımış ve kaçakçılık gerçeğini bir kez daha gündeme taşımıştır. Aslında bu türden olaylar "artık son" diyebileceğimiz türden olaylar değildir. Yüzyıllardır dünyanın birçok ülkesinde kaçakçılık hayatın bir parçası haline gelmiştir.

Yasa dışı ekonomik faaliyetler, adından da anlaşılacağı gibi, yasaların engellediği ve bu nedenle de milli gelir hesaplarına dâhil olmayan faaliyetleri kapsamaktadır. Aslında yasa dışı ekonomik faaliyetler birçok ülke mali mevzuatı açısından vergi kapsamına alınabilmektedir (Önder 2001, Ocak-2001 - Mart). Genelde yasa dışı ekonomik faaliyetler denildiğinde akla ilk gelen insan, uyuşturucu ve silah kaçakçılığı olmaktadır. Ancak bizim buradaki konumuz daha çok uyuşturucu ve silah kaçakçılığı dışındaki mallara yönlendirilecektir. Örneğin bugün dünyada; içki, sigara, petrol gibi ülke içinde üretimi yasak olmayan malların yoğun biçimde kaçakçılığı yapılmaktadır. Amacımız bu konunun analizini yapmak ve kaçakçılığın önlenmesinde polisiye tedbirlerin yeterli olup olmadığını analiz etmektir.

Temelde kayıt dışı ekonominin bir parçası olarak kaçakçılığı farklı alanlarda ve farklı açılardan değerlendirmek daha doğru olacaktır. Sennholz'a (1984) göre; kayıt dışı ekonomi, her ne kadar hükümet yetkilileri tarafından aynı görülse de, suç işleyen yeraltı ekonomisinden mutlaka ayrı tutulması gerekiyor. Aslında iki grup da bilerek kanunlara karşı geliyor. Ancak toplum içindeki rolleri itibarıyla bu iki grup, birbirlerinden ayrılıyorlar. Yeraltı dünyası; rüşvet, dolandırıcılık, haraç kesme gibi aktivitelerde bulunarak taammüden suç işler. Kayıt dışı ekonomide ise, kanunlara saygılı vatandaşlar, hükümetin kendilerine uyguladığı ağır politikalarından kaçınmaya çalışıyorlar.

İşte bu noktada kayıt dışının bir alt türü olan yasa dışı kaçakçılık olayları da aslında genel olarak kayıt dışı tercihinin neden olan konulardan ayrılamayacaktır. Bir diğer ifade ile bir ülkede neden kayıt dışı tercihi yapılıyorsa kaçakçılığın nedenleri içinde bunları da aramak gerekiyor. Ancak yeniden hatırlatmamız gerekiyor ki, amacımız uyuşturucu ve silah kaçakçılığı gibi üretimi yasak veya etik olmayan mal ve hizmetlerin kaçakçılığı ile ilgili değildir.

Kaçakçılığın Tarihi

Kaçakçılık yukarıda da belirttiğimiz gibi yalnızca ülkemizin sorunu değildir. Örneğin İngiltere'de ilk kaçakçılık olayları I.Edward'ın saltanatı döneminde 1300'lü yıllarda başla-

mıştır. O dönemde Avrupa'da büyük ölçüde yün talebi bulunmaktadır. İngiltere'de önemli bir yün ihracatçısı ülke olarak bilinmektedir. Ancak I.Edward döneminde yün ihracatı üzerine gümrük vergisi konulması ile kaçakçılık başlamıştır. Bu girişim İngiltere'deki kalıcı ilk gümrük sistemidir.

Başlangıçta gümrük vergileri oldukça düşük düzeyde tutulmuş ancak daha sonra savashların finansmanında kullanılmaya başlamasıyla birlikte gümrük vergileri de yükseltilmeye başlamıştır. Gümrük sisteminin kuruluşu kaçakçılığın önlenmesine yönelik değildi, yalnızca limanlardan gümrük vergisi toplama yöneliktir. Öncelikle vergiler üç limanda toplanmaya başladı. Sussex'te Chichester ihracat ve ithalatın yapılabileceği liman olarak belirlenmişti. Bu liman o dönemde gümrük vergilerinin toplandığı limanlardan biri olarak bilinmektedir. Bu liman başta olmak üzere birçok limanda 1357 yılında kaçakçılık hızla artmaya başladı.

Kaçakçılık özellikle 1614 yılında yün ihracatının illegal hale gelmesi ile çok kârlı hale gelmişti. Bu nedenle yaygın bir rüşvet ortamı oluşmaya başladı. 1670 yılında yıllık 20.000 balya yün kaçakçılığına ulaşıldı. Kaçakçılık o kadar kârlı idi ki, kaçakçılar silahlarla donatılmış, hızlı gemiler inşa ettirdiler ve farklı limanlardan Fransa üzerinden Avrupa'ya ulaşmaya çalıştılar.

İngiltere'de 1671 yılında yalnızca limanlar değil tüm sınırlara yönelik Gümrük İdaresi oluşturuldu ve kaçakçılığı önlemeye yönelik devriye polisi faaliyete başlatıldı. Gümrük İdaresi gemilerin kontrol dışında denizden uzaklaşabileceği mil sınırları koydu. Ciddi önlemler alındı. Ancak Fransız kaçakçılar bu kez yün temini için nispeten daha rahat hareket edebildikleri İrlanda'ya yöneldiler.

Ancak kaçakçılık bitmedi. 1733 yılından itibaren özellikle çay ve brandy kaçakçılığı ortaya çıktı. 1735-49 yılları arasında İngiltere'nin güney sahillerinin Fransa'ya bakan bölgelerinde kaçakçılar ciddi anlamda organize örgütler oluşturdu ve bölge bu organize guruplar tarafından terörize edildi. Bunun üzerine 1784 yılında çay ve Fransız şarapları-

nın üzerindeki vergi oranları azaltıldı. Buna karşın bu bölgede sigara ve içki kaçakçılığı 1839 yıllarına kadar ciddi biçimde devam etti. Bölgedeki kaçakçılık daha serbest bir ticaret anlayışı sonucu büyük ölçüde kontrol altına alınabildi.

İngiltere örneğinde görüldüğü gibi gümrük vergileri ile birlikte kaçakçılık başlamış ve talebe karşın malların ticareti yasaklandığında kaçakçılık daha kârlı hale gelmiş ve bununla birlikte rüşvet ve "organize örgüt" gerçeği yaygınlaşmaya başlamıştır.

Kaçakçılığın Nedenleri

1 – Ekonomik Entegrasyon ve Vergi Farklılıkları:

Ekonomik entegrasyonun dünya ekonomisinde oldukça önemli bir rol oynadığı bilinmektedir. Birbiri ardına imzalanan serbest ticaret anlaşmaları birçok tarife ve tarife dışı engelleri ortadan kaldırmıştır. Böylesi bir ortamda vergi sistemlerinde farklılıkların bulunması; entegre bir ekonomide serbest ticaretin işlemlerini olumsuz etkileyecektir. Entegrasyona katılan ülkenin vergi sistemine ilişkin kararları şüphesiz diğer ülkelerin de kararlarını etkileyecektir. Bu nokta da vergisel rekabet önem kazanmaktadır (Lucas, 2003).

Örneğin; Lüksemburg'da biraya % 1 oranında vergi uygulanırken, Almanya'da bu oran % 20 olsun. Bu durumda Alman tüketiciler *vergiden kaçınma* motifi ile Almanya'dan Lüksemburg'a ihraç edilen biralara tekrar ithal edeceklerdir. Bu durum AB, NAFTA gibi bölgesel entegrasyonlarda sıklıkla görülmektedir. Buradaki sınır ötesi alışveriş davranışı ülkeler arasındaki vergi arbitrajından ve/veya sınır kontrollerinin olmaması ya da özensiz yapılmasından kaynaklanmaktadır.

Literatürde vergisel rekabeti inceleyen pek çok çalışma bulmak mümkündür. Kanbur ve Keen (1993) farklı büyüklükteki iki asimetric ülkeyi, Nash oyuncusu oldukları varsayımıyla inceleyerek; kısmi denge analizi yapmıştır. Araştırmada büyük ülkedeki vergi gelirleri düşerken, küçük ülkede kişi başına düşen gelirin arttığı gözlemlenmiştir. Bunun yanı sıra Nielsen (2001) taşımacılık maliyetlerini ve sınırda

yakalanma riskini de hesaba katmıştır. Wang (1999) Kanbur ve Keen'in araştırmasını oyuncu- ların *Stackelberg lideri*⁽¹⁾ oldukları varsayımında genişletmiştir. Araştırma iki bölge- deki vergi oranlarının Nash vergi oranları- dan yüksek çıktığını göstermiştir. Vergi uy- mu ya da minimum vergi oranı gibi reformlar ise, küçük ülkeye zarar vermektedir. Bu ara- ştırmalar nüfusun ülkeler arasında eşit olarak dağıldığını varsaymaktadır. Trandel'in (1994) iki ülkeden birinde nüfusun daha yoğun oldu- ğunun kabul edildiği araştırmasında, Nash dengesinde, nüfusu daha yoğun ülkenin da- ha yüksek bir vergi oranı uyguladığı görülmü- ştür.

Son yıllarda gerçekleştirilen en önemli ka- çakçılığın sigara kaçakçılığı olduğu bilinmek- tedir. Dünyadaki sigara ihracatının yaklaşık üçte biri daha kârlı olan karaborsada kaybol- maktadır. Bu çeşit bir kaçakçılık ise, sigara üzerindeki verginin düşürülmesi ve vergiden muaf olan tütün ürünlerinin satışıyla birlikte daha ciddi bir biçimde kamu sağlığını olum- suz yönde etkilemektedir. Tütün endüstrisi, sigara kaçakçılığının altında yatan temel ne- denin yüksek vergi uygulaması olduğu ve bu- nun çözümü için vergi oranlarının düşürülme- si gerektiğini savunmaktadır. Gerçekte vergi oranının yüksekliği kaçakçılığın nedenlerin- den sadece biridir. Diğer önemli nedenlerin başında, sigara üreticilerinin bu kaçakçılığı bizzat yönlendirmesi gelmektedir. Ayrıca, u- luslararası ticarete tütün ürünlerinin uygun şekillerde kontrol edilmemesi, güçlü bir ka- çakçılık ağının varlığı, lisanslı olmayan dağı- tım, kaçakçılıkla mücadelede gevşek kalan kanunlar, kurumsal çürüme ve zayıf yaptırımlar da kaçakçılığın nedenlerinden bazılarıdır. (11th World Conference on Tobacco or Health, August 6–11, 2000 [http://tobaccofreekids.](http://tobaccofreekids.org/campaign/global/docs/smuggling.pdf)

(1) Stackelberg liderlik modeli, Alman ekonomist Heinrich von Stackelberg'in *Marktform und Gleichgewicht* (1934) adlı çalışmasında yayınladığı, dü- şümlü piyasalarında çalışan bir ekonomik modeldir. Oyundaki oyunculardan biri lider diğeri takipçidir ve oyuncular miktar üzerinden rekabet ederler. Önce lider hareket eder ve bir miktar seçer. Takipçi de liderin tercihini inceler ve buna göre bir miktar belirler.

[org/campaign/global/docs/smuggling.pdf](http://tobaccofreekids.org/campaign/global/docs/smuggling.pdf)

2 – Sınırlar Arası Fiyat Farklılığı

Hiç kuşkusuz kaçakçılığı teşvik eden en önemli unsurlardan biri fiyat farklılıklarıdır. İki ülke arasında fiyat farklılığı söz konusu ise, ucuz olan yerden temin edilip daha pahalı o- lan yerde satılması ciddi bir arbitraj olanağı yaratmaktadır. Aslında fiyat farklılıklarını orta- ya çıkaran temel unsurlardan biri vergi farklı- lıklarıdır. Yani fiyat farklılığını yaratan temel unsurlardan biri hatta en önemlisi ülkeler a- rasında farklı vergi oranları uygulamasıdır.

Bunlardan en tipik örnek New York şehrin- de yaşanmaktadır. New York'da eyalet ve şe- hir vergileri nedeniyle bir paket sigara 3 ABD dolarına satılırken, bir karton sigaranın fiyatı 75 dolara kadar yükselmektedir. Ancak bir başka eyalet olan Virjinya'da bir paket üze- rindeki vergi 25 cent civarında olduğu için bir karton sigaranın fiyatı 20 dolara gerilemekte- dir. Karton başına 40 dolar kâr ile satılan New York şehri bu nedenle diğer eyaletler- den gelip kaçak satılan sigara ile mücadele etmektedir. (Horwitz S. 2004 s.A01)

Sigaranın sağlığa zararı düşünüldüğünde pahalı satılması yoluyla sigara tüketimini azaltacağı savunulabilir. Ancak ülkemizdeki bazı girdilerin fiyatlarındaki farklılıklar bu savı doğrulamamaktadır. Örneğin ülkemizde; doğalgaz faturasının sadece % 62'si doğalgaz maliyetinden oluşmaktadır. Aynı şekilde ben- zin ve mazotun maliyeti % 25 civarındadır. Geriye kalan ise, vergilerden oluşmaktadır. Verginin üzerinden vergi alınmaktadır. Bu ne- denle örneğin Kurşunsuz Benzinde Avrupa Birliği (AB) 0,9 – 1,3 Euro arasında fiyat belir- lenirken Türkiye'de kurşunsuz benzin 1.7 E- uro'ya satılmaktadır. Aynı şey mazot için de geçerlidir. Mazot AB'de 0.60-0.90 Euro ara- sında iken, Türkiye'de 1.35 Euro'dur. Diğer taraftan Irak'ta satılan petrol piyasadaki fiyatın oldukça altına satılmaktadır. Aynı şekilde Ortadoğu ülkelerinde petrol ve türevleri AB'- den de daha düşük fiyata alınıp satılmakta- dır. Vergilendirmeden kaynaklanan söz ko- nusu fiyat farklılığı ülkemizdeki mazot kaçak- çılığının en önemli nedenlerinden biridir.

Tüketici her zaman aynı malı daha düşük

fiyatı olan yerden temin etmeye çalışacaktır. Oyun teorisinde; İnsanların seçimlerini yaparken genellikle rasyonel yani akılcı davrandıkları tespit edilmektedir. (W.J.Wessels, 2000 s. 400) Örneğin; Meriç kıyısındaki tarlasını eken, çeltiğini sulayan çiftçi bir litrelik mazotu 1.45 Euro'ya alırken, hemen Meriç'in diğer tarafındaki komşu ülkenin çiftçisi ektiği çeltiği 0.57 Euro'ya suluyorsa Edirne'deki çiftçi ya ekim yapmaktan vazgeçecek ya da mazotu kaçak kullanacaktır. Aynı şey Adana ve Urfa'da pamuk eken için de geçerli değil midir? Çünkü daha ucuza girdi temini üretim maliyetlerini azaltarak ve malın gerek yurt içi gerekse yurt dışında rekabet gücünü artırmaktadır.

3 – Kaçakçılığı Teşvik Eden Diğer Faktörler

Bunlardan biri gevşek yaptırım ve yetersiz cezalardır. Yaptırımlar gevşek ve cezalar hafif olduğunda kaçakçılar da eylemlerini rahatça yapmaya devam etmektedir. Bu duruma ek olarak örneğin birçok ülkede sigara kaçakçılığı ciddi bir suç olarak algılanmamaktadır. Mücadele de bu bakımdan oldukça zayıf kalmaktadır. Böylece kaçakçılar tütün ürünlerine daha çok yönelebilmektedir.

Bir diğer sorun ise, ulaşım sistemindeki zayıflıklardır. Güvenlik sistemlerinin zayıflığı nedeniyle, kaçakçılar piyasaya daha kolay biçimde örneğin vergisiz ve bandrolsüz sigara sokabilmektedir.

Yasal düzenlemelere rağmen gayri resmi dağıtım kanallarının oluşması da lisanssız ve izinsiz taşımacılığı ve kaçakçılığı körüklemektedir.

Diğer taraftan özellikle yeni teknolojik ürünlerin (DVD, VCD vbz...) patent ve bandrol fiyatlarının yüksekliği de kaçakçılığı teşvik etmektedir.

Sonuç Yerine: Kaçakçılık Nasıl Önlenecek?

Kaçakçılığı yalnızca terör örgütlerini de finanse edebilen, organize ve organize olmayan suç açısından değerlendirmek yeterli değildir. Konunun başında da belirttiğimiz gibi uyuşturucu ve silah kaçakçılığı dışında, özel-

likle ülkenin rekabet gücünü ilgilendiren mallar bizim burada ilgilendiğimiz mallardır. Dolayısıyla ülkeler arasında fiyat farklılıklarının bulunması ülkenin öncelikle rekabet gücünü olumsuz yönde etkilemektedir.

Bu açıdan bakıldığında; yalnızca polisiye önlemlerle kaçakçılığın önlenmesinin çok yetersiz olacağı, tam tersi bu yapının kaçakçılığı ve rüşveti teşvik edeceği acıktır. Kaçakçılık uzun yıllardır gerek ülkemizde gerekse diğer ülkelerde bilinen bir gerçektir. Ancak bunun kökeni ister vergi, isterse kısıtlamalardan kaynaklansın fiyat farklılıklarıdır. Bu farklılıkların ortadan kaldırılması ile birlikte kaçakçılık da büyük ölçüde ortadan kalkacaktır. Aynı şey DVD benzeri ürünler için de geçerlidir. Taklit biçiminde üretilen ve aynı işlevi gören bu tür ürünlerin taklitlerinin polisiye önlemlerle engellenmesi mümkün değildir. Bu tür ürünlerde tekerci yapının kâr maksimizasyonu hedefi taklit ürünleri ortaya çıkarmaktadır. Fiyatı birbirine çok yakın olan orijinal ve taklit üründe tercih orijinal ürün lehine kullanılacaktır. Ancak fiyat farklılıkları aşırı boyutlara ulaştığında taklit ürünler piyasayı doldurabilmektedir.

Yine konumuz olan mallar için kaçakçılık değerlendirildiğinde; kaçakçılığın kaynağını kamunun uyguladığı politikalar çerçevesinde aramak gerekmektedir.

Ekonomik entegrasyonun önemli ölçüde arttığı ve korumacılık uygulamalarının minimum düzeye indiği, iletişim ve ulaşım teknolojilerinin önemli ölçüde geliştiği günümüzde ülkeler ve/veya sınırlar arası vergi farklılıkları ve genelde bunun sonucunda oluşan fiyat farklılıkları kaçakçılığın temel nedenidir. Vergi ve fiyat farkları yalnızca kaçakçılık ve rüşveti teşvik etmekle kalmayıp, ülkenin rekabet gücünü de önemli ölçüde düşürmektedir.

Yalnızca borcunu çevirmeye odaklanmış ve faiz dışı fazla hedefine kilitlenmiş olan maliye politikası uygulamaları devam ettikçe kaçakçılık polisiye önlemlerle bir yere kadar önlenilecek ama sonuçta kaçakçılık devam edecektir. Özellikle yaygın kullanılan ama üretimi yasal olan mallar çerçevesinde yeni bir vergi ve fiyat politikası ortaya konulması ge-

rekmetedir. Örneğin, yalnızca akaryakıt bazında konuyu ele aldığımızda; akaryakıt fiyatlarının kaçakçılık yapılan diğer ülkelerdeki akaryakıt fiyatları düzeyine çekilmesi kaçakçılığı ciddi boyutta ortadan kaldıracaktır.

Ancak bugün uygulanan; vergi gelirlerinin % 73'ünün dolaylı vergilerden ve önemli ölçüde de akaryakıt üzerinden toplamaya odaklanmış bulunun bir maliye politikası anlayışının kaçakçılık ile mücadeleyi polisiye önlemler dışına taşımaya mümkün görünmemektedir. Köklü, basit ve kayıt dışını kayda almaya yönelik bir vergi reformu olmadıkça zaman zaman boyutları değişmiş olsa bile kaçakçılık devam edecektir.

Temelde kaçakçılığın kaynağı büyük ölçüde literatürde "mal" bazında tartışılmıştır. Özellikle normal mallar diyebileceğimiz mallar için büyük ölçüde kaçakçılığın kaynağının "vergi ve fiyat farkları" olduğu belirlenmiştir. Bu gerçek bilindiğine göre; ekonomi yönetiminin bu sorunu rahatlıkla çözebileceği düşünülebilir. Bir diğer ifade ile bu gerçek ekonomiyi yönetenler tarafından da bilinmektedir. Ancak borç çevirme ve faiz dışı fazla hedefine yoğunlaşmış bulunan maliye politikasının "esnekliği" büyük ölçüde ortadan kalkmıştır. Dolayısıyla mevcut program çerçevesinde fiyat farklarını ortadan kaldırarak kaçakçılıktan da önemlisi, "ülkemizin rekabet gücünün yeniden tesis edecek" politika geliştirmek mümkün görünmemektedir. Bu nedenle kayıt dışını ve kaçakçılığı teşvik eden, ülkenin rekabet gücünü önemli ölçüde düşürüp ciddi boyutta cari açığa neden olan programın yeniden dizayn edilmesi gerekmektedir.

KAYNAKÇA

- Horwitz S. "Cigarette Smuggling Linked to Terrorism" 8 June 2004, Washington Post.
- Lucas, V., Cross-border shopping in a federal economy. *Regional Science and Urban Economics* 34 (2004) 365– 385.
- Kanbur, R., Keen, M., 1993. Jeux sans frontieres: tax competition and tax coordination when countries differ in size. *American Economic Review* 83, 877– 892.
- Nielsen, S.B., 2001. A simple model of commodity taxation and cross-border shopping. *Scandinavian Journal of Economics* 103 (4), 599–624.
- ÖNDER İ. "Kayıt Dışı Ekonomi ve Vergileme" İ.Ü. Siyasal Bilgiler Fakültesi Dergisi No: 23–24 (Ekim 2000-Mart 2001).
- SENNHOLZ H, "The Underground Economy", Ludwig Von Mises Institute, 1984.
- Trandel, G.A., 1994. Interstate commodity tax differentials and the distribution of residents. *Journal of Public Economics* 53, 435-457.
- Wang, Y.-Q., 1999. Commodity taxes under fiscal competition: Stackelberg equilibrium and optimality. *American Economic Review* 89 (4), 974–981.
- Wessels J.W. "Economics" Barron's 2000 3th Edition.
- 11th World Conference on Tobacco or Health, August 6-11, 2000 <http://tobaccofreekids.org/campaign/global/docs/smuggling.pdf>

Görüşler

YRD. DOÇ. DR. ÖZCAN KARAHAN

Balıkesir Üniversitesi, Bandırma İ.İ.B.F., İktisat Bölümü Öğretim Üyesi

Asimetrik Bilgi ve Para Politikasının Etkinliği



İktisat literatüründe son dönemlerde para politikasına duyulan güven veya politikaların kredibilitésinin yüksekliği uygulamaların etkinliğini belirleyen en önemli değişken olarak belirlenmektedir. Buna bağlı olarak, açıklılık veya şeffaflık olgusu (transparency) Merkez Bankalarının uygulamalarında gözetmeleri gereken en önemli koşul olarak ortaya çıkmaktadır. Böylece Merkez Bankaları ile diğer ekonomik birimler arasında bilginin eşit bir biçimde dağılmaması durumunu ifade eden "asimetrik bilgi" sorunu etkin para politikalarının uygulanmasında çözümlenmesi gereken önemli bir problem olmaktadır. Bu çerçevede çalışmamız para politikası uygulamalarında ortaya çıkan asimetrik bilgi sorununun temel unsurlarını analiz etmeyi amaçlamaktadır. Buna göre para politikası uygulamalarında Merkez Bankası ile kamuoyu arasında oluşan asimetrik bilgi üç tür kaynak çerçevesinde belirlenerek analiz edilmiştir. Bunlar, politikaların amacına ilişkin bilgi noksanlığı, uygulamanın işleyişine ilişkin bilgi noksanlığı ve süreç içerisinde verilerin zamanında ve yeteri miktarda sağlanması konusundaki bilgi eksikliğidir. Çalışmamızda ayrıca çizilen analiz çerçevesinde belirlenen sorunların çözümüne ilişkin olarak Enflasyon Hedeflemesine Yönelik Stratejisi bağlamında tespitlerde bulunularak, Türkiye Cumhuriyeti Merkez Bankasının uygulamalarına değerlendirilecektir.

GİRİŞ

Ekonomik birimlerden bir tarafın diğerine oranla daha fazla bilgiye sahip olması durumu "asimetrik bilgi" kavramı ile ifade edilmektedir. Asimetrik bilginin geçerli olduğu durumlarda etkileşim içerisinde bulunan ekonomik aktörlerden daha çok bilgiye sahip olan taraf haksız bir üstünlük kazanmaktadır. Bu nedenle asimetrik bilginin geçerli olduğu durumlarda ekonomik faaliyetlerin etkin bir biçimde gerçekleştirilmesi mümkün olamaz. Piyasa mekanizması içeri-

sinde kaynakların verimli biçimde kullanılması için birimler arasındaki bilgi akışının tam olarak sağlanması gerekmektedir. Ancak, bilgi akışının tam olarak sağlanamaması sonucu ekonomik birimler arasında ortaya çıkan asimetrik bilgi nedeni ile önemli piyasa aksaklıkları yaşanmaktadır.

Bu çalışmada da Merkez Bankası ile kamuoyu arasında oluşan asimetrik bilgi ve para politikalarının etkinliği arasındaki etkileşim

analiz edilmektedir. Bilindiği gibi, Merkez Bankaları hedefleri doğrultusunda bazı göstergeleri belirlemek için para politikası araçlarını kullanırlar. Bu süreçte, tabidir ki, tek tek tüketici bireylerin veya firmaların davranışlarının yönlendirilmesi gerekmektedir. Çünkü para politikalarının etkinliği ile bu politikalara ekonomik birimlerin vereceği tepkiler arasında sıkı bir bağlantı bulunmaktadır. Ekonomik birimlerin politikalar karşısındaki takinacakları tavırlar ise, para politikası uygulamalarına ilişkin sahip oldukları bilgi ile yakından ilişkilidir. Böylece Merkez Bankası ve diğer ekonomik birimler arasında oluşan "asimetrik bilgi" olgusu ile para politikalarının etkinliği arasında önemli bir ilişki ortaya çıkmaktadır.

Yukarıda belirlenen çerçevede para politikalarının etkinliği ile asimetrik bilgi olgusu arasındaki etkileşimi üç bölümde analiz edeceğiz. İlk bölümde para politikası uygulamalarında ortaya çıkan asimetrik bilgi olgusunun kaynakları belirlenecektir. İkinci bölümde, asimetrik bilgi olgusu ile para politikalarının etkinliği arasındaki ilişki irdelenecektir. Üçüncü bölümde ise, T.C. Merkez Bankasının son dönem para politikası uygulamaları, çalışmanın önceki bölümlerinde belirlenen tespitler çerçevesinde, değerlendirilecektir.

1 – PARA POLİTİKASI UYGULAMALARINDA ASİMETRİK BİLGİ KAYNAKLARI

Yaşamın hemen her sürecinde olduğu gibi ekonomik yaşam içerisindeki aktivitelerde de bilgi çok büyük bir rol oynamaktadır. Ancak yine yaşamın diğer alanlarında olduğu gibi ekonomik yaşamda da aktiviteleri yürütmekle ilgili ihtiyacımız olan bilgilere tam olarak ulaşamayabiliriz. Bu durum şüphesiz aktivitelerimizi daha etkin yürütmemizi etkileyebilir. Ekonomik etkinliğin sağlanmasını aksatacak şekilde, bilginin ekonomik birimler arasında eşit derecede dağılmaması "asimetrik bilgi" kavramı ile ifade edilmektedir.

Bu çalışmada, "asimetrik bilgi" kavramı ile para politikalarına ilişkin bilgilerin Merkez Bankası ile ekonomik birimler arasında eşit dağılmaması durumu anlatılmaktadır. Para politikalarına ilişkin tüm karar alma ve uygulama yetkisinin Merkez Bankalarında olduğu

kabul edilirse, asimetrik bilgi sorununun ortaya çıkması için Merkez Bankalarının uyguladığı politikalara ilişkin bilgileri kamuoyundan gizlemesi gerekir. Böylece para politikalarının uygulama sürecindeki "açıklık" veya "şeffaflık" unsuru ile "asimetrik bilgi" olgusu arasında yakın bir ilişki bulunmaktadır. Öyle ki, Merkez Bankaları uyguladıkları politikalara ilişkin bilgilerin ne kadar büyük bir kısmını kamuoyuna açıklarlarsa "asimetrik bilgi" o derece azalır.

Para politikalarının birçok yönünün bulunmasına rağmen, uygulamaların niteliğini belirleyen üç temel unsurdan söz edebilir. Bu temel unsurlara ilişkin bilgilerin kamuoyuna aktarılması para politikası uygulamalarının şeffaflığının sağlanmasında önemli bir rol oynamaktadır. Başka bir ifade ile para politikası uygulamalarının genel niteliğini belirleyen söz konusu unsurlara ilişkin bilgilerin kamuoyuna gerektiği gibi duyurulmaması, Merkez Bankası ile kamuoyu arasında asimetrik bilginin oluşmasına neden olmaktadır. Bu çerçevede para politikalarına ilişkin üç tür bilgi noksanlığının asimetrik bilginin doğmasına kaynaklık ettiğini belirleyebiliriz. Bunlar, politikaların amacına ilişkin bilgi noksanlığı, politikaların işleyişine yani aktarma mekanizmasına ilişkin bilgi noksanlığı ve politikaların uygulanması sürecinde gerçekleşen verilere ait bilgi noksanlığı olarak belirtenebilir (Remserger ve Worms, 1999: 3).

Para politikasının temel hedeflerinin açıklanması, Merkez Bankası ile kamuoyu arasında politikalara ilişkin bilgilerin eşit dağılımı açısından büyük önem taşımaktadır. Politika amaçlarının açıklanmasında ise, şeffaflık koşulunun yerine getirilmesi için iki önemli sorun mutlaka belirtilmesi gerekmektedir. İlk olarak, uygulamaların temel hedef göstergesi açık bir biçimde belirlenmelidir. İkinci olarak, hedef göstergenin zaman içerisinde alacağı seviyelere ilişkin ulaşılmak istenen sayısal değerler ayrıntısı ile açıklanmalıdır (Remserger ve Worms, 1999: 7). Böylece, politikaların uygulanmasına ilişkin Merkez Bankası ile kamuoyu arasında oluşabilecek asimetrik bilgi sorununun önemli bir kaynağı ortadan kaldırılmaktadır. Politika amaçlarının yukarı-

da belirlenen şekilde açıklanması kamuoyu açısından uygulamaların niteliğine ilişkin önemli bir bilgilendirmeyi ifade etmektedir. Politika amaçlarının ayrıntısı ile açıklanması kamuoyunun özellikle uygulamalara ilişkin olarak tahmin yapma imkânlarını güçlendirmektedir. Böylece politika amaçlarının açıklanması kamuoyunun Merkez Bankası uygulamalarına ilişkin uzun dönemli bir perspektif oluşturmasına imkân vermektedir (Croce ve Khan, 2000: 50).

Kamuoyunun politikaların uygulanma sürecinde ekonomik göstergelerin aldığı değerlere ilişkin bilgilere yeterince ulaşamaması durumu asimetrik bilginin ikinci önemli kaynağını oluşturmaktadır. Kamuoyu politikaların uygulanması sonucu makro ekonomik göstergelerde yaşanan değişim ile önceden belirlenen hedeflere ne derecede ulaşabildiğini bilmek ister. Çünkü uygulamaların başarısını gösteren böyle bir bilgi ekonomik birimlerin ileriki dönemdeki davranışlarını belirlerken etkin rol oynamaktadır. Bu nedenle, Merkez Bankalarının politikalarını uygularken ortaya çıkan bilgileri düzenli bir biçimde kamuoyuna yayınlamaları gerekmektedir. Böylece para politikası uygulamalarında ortaya çıkabilecek asimetrik bilginin önemli derecede azaltılması mümkün olmaktadır (Hahn, 2002: 432).

Politika amaçlarının ilan edilmesi uygulanan politikalara ilişkin uzun vadeli genel bir bilgilendirme içermektedir. Bu yüzden politikalara ilişkin asimetrik bilginin azaltılması isteniyorsa, uygulamaların kısa vadedeki sonuçlarına ait bilgilerin açıklanması gerekmektedir. Sonuç olarak, para politikası uygulama sonuçlarının izlenebileceği veri setlerinin belirli aralıklar ile yayınlanması asimetrik bilginin azaltılmasında büyük rol oynamaktadır.

Merkez Bankası uygulamalarında ortaya çıkan asimetrik bilginin üçüncü önemli kaynağı politikaların aktarım mekanizmasına ait bilgilerin noksanlığı ile ilişkilidir. Para politikası araçları ile hedef olarak seçilen ekonomik değişkenler arasındaki etkileşim süreci "aktarım mekanizması" (transmission channel) olarak tanımlanabilir. Öte yandan, belirtmek gerekir ki, para politikalarının finansal sistem ve reel ekonomiyi hangi kanallardan nasıl et-

kilediği konusunda farklı teorik yaklaşımlar bulunmaktadır. Bunlara faiz oranı, döviz kuru ve kredi kanallarını esas alan aktarım mekanizmasına ait teoriler örnek verilebilir (Remserger ve Worms, 1999: 3-4).

Böylece, politikaların işleyişine ilişkin olarak, kamuoyunun Merkez Bankaları ile aynı bilgiye sahip olabilmesi için, öngörülen aktarım mekanizmasının da kamuoyuna açıklanması gerektirmektedir. Bu durum kamuoyunun yürütülen politikaları çok daha kolay bir biçimde izleyerek değerlendirmelerde bulunabilmesine yardımcı olur. Çünkü aktarım mekanizması uygulanan politikaların niteliğine ilişkin çok önemli bilgiler içermektedir.

Politikaların aktarım mekanizmasının açıklanması ile uygulamaların uzun dönemdeki ana amaçlarına ulaşabilmek için, kısa vadede ulaşılması gereken operasyonel hedefler belirlenmektedir. Böylece, operasyonel hedeflerin para politikası uygulamalarının ilk adımını oluşturduğunu söyleyebiliriz. Operasyonel hedeflerin en önemli özelliklerinden biri kolaylıkla ölçülebilir olmalarıdır. İkinci olarak operasyonel hedefler para politikası araçları ile kolaylıkla etkilenebilen makro ekonomik göstergelerdir (Barth, 2002: 142). Örneğin, Merkez Bankaları enflasyonu düşürmek için öngördüğü aktarma mekanizması çerçevesinde para tabanını operasyonel bir hedef olarak seçebilmektedir. Para tabanı Merkez Bankasının kolaylıkla ölçülebileceği ve takip edilebileceği bir göstergedir. Ayrıca para tabanı emisyon politikalarından direkt olarak etkilenmektedir. Bundan başka, para tabanı ile piyasadaki para miktarı dolayısı ile Merkez Bankasının fiyat istikrarı amacı arasında güçlü bir ilişki bulunmaktadır. Öte yandan, faiz oranları ve döviz kuru gibi göstergelerde önemli birer operasyonel hedef olabilir. Özetleyecek olursak, uygulanan para politikası çerçevesinde öngörülen aktarma mekanizmasının veya operasyonel hedefin açıklanmasının, asimetrik bilginin azaltılmasında gözetilmesi gereken önemli bir unsur olduğunu söyleyebiliriz.

II – PARA POLİTİKALARININ ETKİNLİĞİ VE ASİMETRİK BİLGİ

Keynesyen yaklaşım, ekonominin sürekli olarak eksik istihdamda bulunduğu varsayı-

mından hareketle, büyümenin sağlanması için genişlemeci para ve maliye politikalarının uygulanması gerektiğini savunur. Buna karşılık, Monetarist İktisatçılar genişlemeci politikaların sadece kısa dönemde ekonomiyi büyütecek etkilerinin olduğunu belirtmektedirler. Buna göre genişlemeci politikalar uzun dönemde fiyat artışlarına yol açmakta, bu durumda ekonominin küçülerek eski doğal seviyesine dönmesine neden olmaktadır. Böylece Keynesyen İktisatçıların öngördüğü şekilde genişlemeci politikaların reel etkileri kısa dönemde yaşanırken uzun dönemde geçerli olmamaktadır. Rasyonel Beklentiler Hipotezi ile birlikte ise, Keynesyen ve Klasik İktisatçılar arasında sürdürülen politika tartışmaları yeni bir boyut kazanmıştır. Çünkü Rasyonel Beklentiler Hipotezini iktisat politikalarının hem kısa ve hem de uzun dönemde hiçbir etkisinin olamayacağını ileri sürmüştür. Bu hipotez, Keynesyen ve Monetarist İktisatçıların varsayımlarının aksine, ekonomik birimlerin "uyumlamacı beklentiler" (adaptive expectations) yerine "rasyonel beklentiler" (rational expectations) ile hareket ettiklerini kabul etmektedir.

Rasyonel Beklentiler Hipotezine göre, ekonomik birimler beklentilerini Merkez Bankalarının uygulamalarına ilişkin ilan ettikleri bilgiler çerçevesinde sürekli olarak yeniden oluşturmaktadırlar. Böylece, ekonomik birimlerin, Keynesyen ve Monetarist yaklaşımların kabul ettiği şekilde, "uyumlamacı beklentiler" (adaptive expectations) çerçevesinde davranışlarını belirlemeleri söz konusu değildir. Ekonomik birimler beklentilerini sürekli olarak Merkez Bankası uygulamalarındaki değişime paralel bir biçimde yeniden düzenleyebilmektedirler. Bu şekilde, bireylerin politikalar karşısında edilgen konumdan kurtularak, çıkarlarını koruyacak opsiyonlar çerçevesinde rasyonel beklentilerle (rational expectations) hareket edebilmeleri söz konusu olmaktadır (Woodford, 2001: 7-8).

Böylelikle ekonomik birimler Merkez Bankası uygulamalarına karşı takınacakları tavırlar ile söz konusu politikaların etkinliğini azaltılabilir. Başka bir ifade ile ekonomik birimler Merkez Bankasının ni-

yeti ve uygulaması hakkındaki bilgilere tam olarak sahip olurlarsa para politikalarının kısa ve uzun vadedeki etkinliklerini ortadan kaldıracak şekilde davranabilirler. Örneğin, Merkez Bankasının gelecek dönemler için faiz oranlarının düşürülmesi sonucu yatırımlar dolayısıyla istihdamın artırılmasını amaçlayan genişlemeci para politikasını tercih ettiğini varsayalım. Eğer bu politika değişikliği kamuoyuna tam olarak duyurulursa, bireyler genişlemeci para politikalarının fiyatları artırıcı etkilerini göz önünde bulundurarak enflasyonist beklentilerini artırır. Bu durum ise, piyasadaki cari faiz oranının yükselmesine neden olarak genişlemeci para politikalarının yatırım ve istihdam üzerindeki olumlu etkisini ortadan kaldırabilir.

Bu anlayışa göre, Merkez Bankaları uygulayacakları politikalara ait bilgileri kamuoyundan gizleyebildikleri oranda başarılı olmaktadır. Böylece, para politikalarının etkin olabilmesi için uygulamaların kamuoyunun hiç beklemediği bir anda hayata geçirilmesi gerekmektedir. Bu durumda Merkez Bankalarının amaçlarını ve söz konusu amaçlarına ulaşmak için kullandıkları araçlara ilişkin bilgileri bir sır gibi saklamaları, söz konusu uygulamaların etkinliği için önemli bir koşul olmaktadır. Başka bir ifade ile para politikaların etkinliği Merkez Bankası ile kamuoyu arasındaki asimetrik bilginin artırılmasına bağlıdır. Böylece politikaların amacı, aktarma mekanizması ve uygulamalar sonucu gerçekleşen veri setinin kamuoyundan özenle saklanması gerekmektedir. Rasyonel Beklentiler Hipotezi bağlamında geliştirilen bu yaklaşım birçok ülkenin para otoriteleri tarafından benimsenerek uygulamalar konusunda önemli bir gelecek yaratılmıştır. Öyle ki, yukarıda belirlenen strateji çerçevesinde başarılı Merkez Bankası uygulamaları uzunca bir süre "sır saklama sanatı" olarak nitelendirilmiştir (Goodfriend, 1986: 69).

1980'li yıllardan itibaren, bilgi iletişim teknolojilerindeki gelişmelerin yönlendirdiği yeni ekonomilerde birçok değişimin yaşamasına paralel olarak, para politikası stratejilerinde de önemli dönüşümler yaşanmıştır. Bilgi ve iletişim teknolojilerindeki gelişmeler, bilginin

işlenmesi, depolanması ve aktarılması süreçlerinin kısa zamanda ve ucuz bir biçimde gerçekleştirilebilmesine imkân vermiştir. Bu durum da ekonomik birimler arasındaki bilgi akışını artırmıştır. Teknolojideki gelişmeler sonucu bilgi edinme olanağının artması ise, ekonomik birimlerin faaliyetlerini gizlilik içinde yürüterek avantaj sağlama imkânlarını kısıtlamıştır. Böyle bir ortamda, ekonomik aktörler için yürüttükleri faaliyetlere ilişkin bilgileri mümkün olduğu kadar kendi dışındaki birimlerle paylaşmak yani şeffaf olmak büyük önem kazanmıştır. Bu süreçte, birçok ülkedeki Merkez Bankasının uygulamalarında izleyecekleri ilkeleri kamuoyuna ilan edilerek, faaliyetlerini önceden belirlenen kurallar çerçevesinde yürütmeye çalıştıkları gözlemlenmiştir. Böylece para politikalarının belli bir kural çerçevesinde şeffaf bir biçimde uygulanması Merkez Bankasının hedeflerine ulaşmasında uyması gereken önemli bir koşul olarak kabul edilmiştir (Croce ve Khan, 2000: 48).

Para politikalarının etkinliği ile uygulamaların şeffaflığı arasındaki ilişki temelde politikaların başarısı için ekonomik birimlerin beklentilerinin Merkez Bankası tarafından yönlendirilmesi gerektiği varsayımına dayanmaktadır. Buna göre ancak kamuoyunun güvenini kazanmış uygulamalar sonucu politikaların kredibilitelerini yükselterek beklentileri yönlendirmek mümkün olmaktadır (Neumann, 2002: 356).

Kamuoyunun güveninin kazanılmasında veya politikalarının kredibilitésinin yükseltilmesinde ise, uygulamaların şeffaflığı önemli bir rol oynamaktadır. Sonuç olarak, beklendişlerin yönlendirilmesini esas alan Modern Merkez Bankası yaklaşımında, ekonomik birimler politikalara ilişkin bilgilere tam olarak sahip olur ve uygulamalardan sapma olmayacağına inanırlarsa, politikalara duyulan güven artar. Böylece Merkez Bankası kredibilitésini yüksek politikalar ile ekonomik birimlerin beklendişlerini gerektiği gibi yönlendirerek hedeflerine kolaylıkla ulaşabilir. Bu şekilde, bilgi iletişim teknolojilerindeki gelişmelere paralel olarak, ekonomik birimlerin beklentilerinin yönetilmesinin dolayısı ile de kamuoyunun para politikası stratejileri içerisinde önem bir rol aldığı görülmektedir (Blinder, 1999: 11).

Ekonomik politika uygulamalarında hedeflere ulaşabilmek için ekonomik birimlerin beklendişlerinin yönlendirilmesinin gerektiği son dönemde literatürde sıkça vurgulanmaya başlanmıştır. Buna göre, uygulanan politikaların etkinliği ile ekonomik birimlerin beklendişlerinin yönlendirilebilmesi arasında direkt ve güçlü bir bağ bulunmaktadır. Bu durum özellikle 1980'li yıllar ile birlikte, kamuoyunun beklendişlerini yönlendirebilmek için uygulanmaya konulan çıpalara dayalı para programlarında açıkça belirlenebilmektedir. Çeşitli ülkelerdeki para politikası uygulamalarının araştırıldığı bir çalışmada, analize katılan toplam 91 ülkedeki Merkez Bankalarının yaklaşık % 96'sının uyguladıkları programlarda enflasyon, döviz kuru ve parasal taban gibi bir takım göstergeleri çıpa olarak belirledikleri gözlemlenmiştir (Bank of England, 1999: 275).

Bu şekilde, döviz kuru ve fiyat seviyesi gibi çıpalara dayalı istikrar programlarına gitkçe artan oranda ihtiyaç duyulması, Merkez Bankalarının başarıya ulaşmak için kamuoyunun beklentilerinin yönetilmesine verdiği önemi artırdığını göstermektedir. Bu bağlamda, özellikle enflasyon çıpasına dayalı istikrar programları 1990'lı yıllardan itibaren önemli bir uygulama alanı bulmuştur (Mishkin, 1999: 580).

Günümüzde dünyanın her hangi bir bölgesinde yaşanan olumsuz gelişmeler çok kısa zamanda geniş bir alana yayılarak birçok ülkede finansal krizlere yol açabilmektedir. Beklendişlerin iyi yönetilememesi nedeni ile özellikle gelişmekte olan ülkelerde, birçok ekonomik krizin çıktığı veya mevcut yaşanan krizlerin ağırlaştığı gözlemlenmiştir (IMF, 1998: 2). Öyle ki, ekonomik göstergeler oldukça istikrarlı bir biçimde seyrederken ekonomik birimlerin beklendişlerinde oluşan ani dalgalanmalar önemli sorunların yaşanmasına neden olabilmektedir. Öte yandan, uzun dönem yüksek enflasyon problemine sahip olan ekonomilerde, geçmiş dönemde yaşanan yüksek enflasyon oranları bireylerin fiyatlara ilişkin beklentilerinin şüpheci olarak daha ileri seviyelerde belirlenmesine neden olmaktadır. Bu nedenle, enflasyonist beklentileri yeterince yönetemeyen politikalar, diğer teknik ko-

nularda ne kadar mükemmel işlerlse işlemler sonuçta başarısız olmaktadır. Bütün bunlar günümüz dünyasında bekleyişlerin çok önemli olduğunu göstermektedir. Bunun için ekonomi politikalarının bekleyişleri yönetme konusunda özen bir önem vermesi gerekmektedir.

Ekonomik birimlerin beklentilerinin yönlendirilmesinde ise, kamuoyunun uygulamalara duyduğu güvenin, başka bir ifade ile politikaların kredibilitésinin etkili olduğunu belirlemiştir. Dolayısı ile Merkez Bankaları başarıya ulaşabilmek için uygulamalarına duyulan güveni artırarak politikalarının kredibilitésini yükseltmek zorundadır. Bu çerçevede, para politikalarının etkinliği için Merkez Bankası ile kamuoyu arasında oluşabilecek asimetrik bilgi sorununun çözümlenmesine odaklanılması gerekmektedir. Çünkü eğer Merkez Bankası ile kamuoyu arasındaki asimetrik bilgi artarsa, politikalara duyulan güvenin azalması sonucu ekonomik birimlerin beklentilerinin yönetilmesi mümkün olmaz. Bu nedenle uygulanacak politikalarda açıklık veya şeffaflık koşulunun tam olarak sağlanması önemlidir.

Böylece, Merkez Bankaları uygulamalarında asimetrik bilgi sorununu besleyen bütün bilgi noksanlıklarını ortadan kaldırmayı hedefleyen bir stratejiyi benimsemelidir. Çünkü ekonomik birimler ancak bilgi edinebildikleri ve böylece izleyerek değerlendirme yapabile imkânına sahip olabildikleri politikalara güvenebilirler. Öte yandan, şeffaflık politikası Merkez Bankalarının uygulamalarındaki başarısızlıklarının kolaylıkla ortaya çıkarılabilmesine de imkân vermektedir. Böylece Merkez Bankalarının kamuoyuna hesap verebilirliği sağlanmaktadır. Bu durumda, Merkez Bankalarının kredibilitésini artıran bir başka unsur olmaktadır (Eijffinger ve Hoebrechts, 2000: 13-14).

Özetleyecek olursak, Merkez Bankaları uygulamaları hakkında ne kadar açık olurlarsa, kamuoyunun para politikalarındaki gelişmeleri izlemeleri, değerlendirmeleri ve denetlemeleri o derece mümkün olmaktadır. Bu şekilde politikalara güvenilirliğin sağlanması ekonomik birimlerin beklentilerinin yönetilmesine imkân tanıyarak uygulamaların etkinliği-

ni artırmaktadır. Gerçekte, Modern Yaklaşım çerçevesinde, Merkez Bankalarının amaçlarına ulaşabilmek için şeffaf ve açık olmaları, yani kamuoyuna karşı uygulamalarına ilişkin bütün enformasyonu sağlamaları gerektiği büyük bir kabul görmektedir (Foust ve Lars, 2001, Mishkin 1999 ve Chortareas vd. 2002). Para politikasına ilişkin bu strateji birçok ulusal ve uluslararası finansal kurum tarafından dile getirilmiş ve önemli bir uygulama alanı bulmuştur (IMF, 1998: 21-23).

Sonuç olarak günümüzde geçerli olan Modern Merkez Bankası Yaklaşımı çerçevesinde para politikalarının etkinliğini sağlamak için asimetrik bilginin azaltılması gerekmektedir. Böylece asimetrik bilgiye yol açabilecek bütün bilgi noksanlıklarının ortadan kaldırılabilmesi için Merkez Bankalarının tam bir açıklık ve saydamlık içerisinde çalışmalıdırlar. Bu durumda, para politikalarının başarısını Merkez Bankalarının uygulamalarına ilişkin tüm bilgileri büyük bir gizlilik içinde sır gibi saklamalarına bağlayan Rasyonel Beklentiler Hipotezine dayalı Geleneksel Yaklaşım geçerliliğini yitirmektedir. Buna göre para politikasının etkinliği, eskiden kabul edildiği şekilde, Merkez Bankasının sürprizlerle kamuoyunu yanıltma yeteneğine bağlı değildir.

Yukarıda belirtildiği şekilde, zaman içerisinde benimsenen para politikasına ilişkin stratejiler incelendiğinde asimetrik bilgi olgusuna yaklaşım çerçevesinde önemli bir dönüşümün yaşandığı belirlenmektedir. Rasyonel Beklentiler Hipotezine dayalı Geleneksel Yaklaşım da politikaların etkinliği asimetrik bilginin artması ile doğru orantılı iken, Modern Yaklaşım da söz konusu ilişki ters orantılı işlemektedir. Böylece, para politikalarının başarısı için, Geleneksel Yaklaşım, uygulamalara ilişkin tüm bilgilerin büyük bir sır gibi saklanmasını önerirken, Modern Yaklaşım politikalara ilişkin tüm bilgilerin kamuoyuna aktarılmasını ifade eden açıklık politikasının gerekliliğine vurgu yapmaktadır. Geleneksel Yaklaşımın gizemli kurumları olan Merkez Bankalarının, Modern Yaklaşım çerçevesinde şeffaflaştıkları gözlemlenmektedir. Sonuç olarak, 1980'li yıllar ile birlikte Geleneksel Yaklaşım dan Modern Yaklaşım a geçerken, asi-

metrik bilgi olgusuna yaklaşım bağlamında para politikası stratejilerinde tam bir değişim yaşanmıştır.

III – TÜRKİYEDE UYGULANAN SON DÖNEM PARA POLİTİKASI STRATEJİSİNİN DEĞERLENDİRİLMESİ

Asimetrik bilginin azaltılması amacı ile açıklık politikasını esas alan Modern Merkez Bankası Yaklaşımı son dönemlerde büyük bir kabul görmüştür. Bu durumu, Modern Yaklaşımın ilkelerini benimseyen "Enflasyon Hedeflemesine Yönelik Para Politikası" uygulamalarının, özellikle 1990'lı yıllardan itibaren, bütün dünyada yaygınlaşmasından belirlemek mümkündür. Öyle ki, Enflasyon Hedeflemesine Yönelik Para Politikası Stratejisi 1990 yılında sadece Yeni Zelanda, Kanada ve İngiltere gibi birkaç gelişmiş ülke Merkez Bankası tarafından uygulanırken, 2001 yılına gelindiğinde içinde gelişmekte olan ülkelerinde bulunduğu 57 ülke tarafından benimsenmiştir (Mahadeva ve Sterne, 2002: 13).

Öte yandan, birçok ülkede uygulama alanı bulan bu yeni para politikası stratejisinin genel olarak başarılı sonuçlar verdiği belirlenmektedir (Mishkin ve Schmidt-Hebbel, 2002: 180).

Dünyada yaşanan gelişim sürecine uygun olarak, Türkiye Cumhuriyeti Merkez Bankasının son dönem uygulamalarında söz konusu yaklaşımı benimseyerek önemli başarılar elde ettiği gözlemlenmektedir.

Merkez Bankalarının etkin para politikaları için kamuoyu ile güçlü iletişim kurmanın önemini keşfetmelerine paralel olarak, Enflasyon Hedeflemesine Yönelik Politikaların önemli bir uygulama alanı bulduğu belirlenmektedir. Çünkü bu stratejinin temeli ekonomik birimlerin beklentilerinin yönlendirilmesine ve uygulamaların şeffaflığına dayanmaktadır. Bu bağlamda Enflasyon Hedeflemesine Yönelik Politikalar asimetrik bilginin ortadan kaldırılmasına yönelik önemli uygulamalar içermektedir. Bunun içinde politikaların güvenilirliğini sağlamak amacı ile Merkez Bankası ve kamuoyu arasında güçlü bir iletişimin olması gerektiğini öngörmektedir (Goff, 2001: 3).

Enflasyon Hedeflemesi Stratejisinde öngörülen politikaların Merkez Bankalarının şeffaflığını nasıl sağladığını, söz konusu stratejinin asimetrik bilgi kaynaklarına yönelik öngördüğü uygulamalar çerçevesinde daha açık bir biçimde belirleyebiliriz.

Her şeyden önce, Enflasyon Hedeflemesine Yönelik Strateji çerçevesinde ekonomi politikası amacı olarak fiyat istikrarının net bir biçimde belirlenerek kamuoyuna açıklanması esastır. Buna göre, çeşitli dönemlere ait niceliksel enflasyon hedefleri ayrıntılı bir biçimde açıklanmaktadır. Böylece para politikası uygulamalarında asimetrik bilgiye yol açabilecek önemli bir bilgi eksikliği ortadan kalkmaktadır. Öte yandan, politika amaçları cari veya geçmiş dönemdeki gelişmelerden daha çok geleceğe odaklı bir biçimde şekillendirilmektedir (Bernanke ve Mishkin, 1997: 98).

Ayrıca enflasyon seviyesinin öngörülmesinde kullanılan fiyat indeksine ilişkin bilgileri kapsayacak şekilde kamuoyuna ayrıntılı açıklamalar yapılmaktadır. Bu bağlamda enflasyon göstergesi belirlenirken birçok ülkede Tüketici Fiyat Endeksinin (TÜFE) kullanıldığı gözlemlenmektedir. Bu endeks hesaplanma ve izlenebilme konusunda önemli avantajlar sağladığı için çoğunlukla tercih edilmektedir (Öğretmen, 2004: 9).

İkinci olarak politikaların uygulanması süresince gerçekleşen veriler hakkında sürekli olarak kamuoyuna bilgi verilmesinin gerekliliği bu stratejinin önemli bir parçasıdır. Buna göre, gelişmelere ilişkin olarak Merkez Bankalarının basın konferansları, aktif web sayfaları ve raporlar gibi çeşitli araçlar ile kamuoyunu bilgilendirmesi öngörülmektedir. Uygulamada da Merkez Bankalarının enflasyon hedeflemesi yaklaşımına geçilmesi ile birlikte söz konusu iletişim araçlarını yoğun bir biçimde kullanmaya başladığı gözlemlenmektedir (Carare vd., 2002: 8).

Son olarak, para politikası araçlarının hangi kanallarla enflasyon oranlarını etkileyerek istenilen seviyeye çekeceğinin ayrıntılı bir biçimde açıklandığını görüyoruz. Ancak burada belirtmek gerekir ki, tam olarak enflasyon hedeflemesinin uygulandığı durumlarda fiyat istikrarı tek bir hedeftir. Dolayısı ile stratejinin

tam olarak uygulandığı ve "açık enflasyon hedeflemesi programı" şeklinde tanımlanan durumlarda hiçbir operasyonel veya ara amaç belirtilmez. Öte yandan, yine fiyat istikrarının temel amaç seçilmesine rağmen bazı uygulamalarda bir takım operasyonel amaçlarda belirlenebilir. Bu durumda "örtük enflasyon hedeflemesi stratejisinden" söz etmek mümkün olmaktadır. Bu bağlamda, öngörülen aktarım mekanizmaları çerçevesinde, faiz oranları, döviz kuru ve parasal taban gibi unsurların operasyonel hedefler olarak seçildiği gözlemlenmektedir (Carare vd., 2002: 17).

Türkiye'de enflasyon hedeflemesi stratejisinin uygulanmasına ilişkin olarak ilk açıklamalara 17. Stand-by Antlaşmasının temeli oluşturulan 09 Aralık 1999 tarihli Niyet Mektubunun Para ve Kur Politikaları kısmında rastlamaktayız. Burada 2000, 2001 ve 2002 yıllarına ait enflasyon oranlarına ilişkin olarak sırasıyla % 25, % 12 ve % 7 seviyelerinin hedef seçildiği belirtilmiştir. Bu programda ayrıca döviz kurunun operasyonel bir hedef olarak belirlendiğini görmekteyiz (TCMB, 1999: 7-8).

Ancak, 2000 yılında uygulamaya konan programın 2001 Şubat krizi sonrasında sürdürülmesi güçleşmiştir. Bunu üzerine 03 Mayıs 2001 tarihinde sunulan Niyet Mektubunda yer alan Ekonomik Politikalar Bildirgesinde belirlendiği şekilde 2001 ve 2002 yıllarını kapsayan dönem için yeniden bir düzenleme yapılmıştır. Buna göre, fiyat istikrarını ana hedef seçen yaklaşım çerçevesinde, bu sefer parasal taban operasyonel amaç olarak belirlenmiştir (TCMB, 2001: 7-8).

Ancak, gerek Şubat 2001 krizinin yarattığı olumsuzlukların devam etmesi ve gerekse 11 Eylül 2001 tarihinde ABD'de gerçekleştirilen saldırıların yarattığı olumsuzluklar, revize edilen programın uygulanabilirliğini de zorlaştırmıştır. Bunun üzerine 18. Stand-by Antlaşmasının esasını oluşturan 18 Ocak 2002 tarihli Niyet Mektubu ile birlikte 2002-2004 yıllarını kapsayan yeni bir ekonomik programın ilkeleri belirlenmiştir. Bu programa göre 2002, 2003 ve 2004 yıllarındaki enflasyon oranları sırası ile % 35, % 20 ve % 12 olarak öngörülmüştür. Burada da yine parasal taban ope-

rasyonel hedef olarak seçilmiştir. Fakat daha sonra Merkez Bankası para tabanının hesaplanmasındaki güçlükleri hesaba katarak, faiz oranlarını da operasyonel amaç olarak kullanabileceğini, böylece ikili bir stratejiyi benimsediğini açıklamıştır (TCMB, 2002: 5-6).

Sonuç olarak, 17. Stand-by Antlaşmasında olduğu gibi, 18. Stand-by antlaşmasında bağlı olarak 2002-2004 yılları arasında uygulanan para politikalarında "örtük enflasyon hedeflemesi" stratejisi uygulanmıştır. Öte yandan, 2005 yılı başında 18. Stand-by Antlaşması çerçevesinde öngörülen politikaların sona ermesi ile birlikte, 26 Nisan 2005 tarihinde sunulan Niyet Mektubunda, Mayıs 2005 ile Mayıs 2008 tarihleri arasında kapsayan yeni bir Stand-by Antlaşması talep edilirken, aynı zamanda 2006 yılı başından itibaren "açık enflasyon hedeflemesine" geçileceği belirtilmiştir (TCMB, 2005: 2).

Görüldüğü gibi Merkez Bankası uzunca süre örtük bir biçimde uyguladığı enflasyon hedeflemesi stratejisini ancak 2006 yılından itibaren açık bir biçimde benimseyecektir. Bunun temel nedeni, para politikası raporlarında belirtildiği şekliyle, Türkiye ekonomisinde "mali baskınlık" diye ifade edilen hassas kamu borcu dinamiklerinden kaynaklanan problemlerin var olmasıdır (TCMB, 2004a: 2-3). Gerçekten de, kamu borç stokunun çevrilebilirliğine ilişkin kaygılar Türkiye ekonomisinin gündem maddeleri arasında uzunca dönemdir hep ilk sırada yer almıştır. Bu baskı altında faiz oranlarına ilişkin ortaya çıkan riskler Merkez Bankasının açık bir biçimde enflasyon hedeflemesi stratejisini uygulamasını geciktirmiştir.

Ancak, her ne kadar örtük bir biçimde uygulanıyor olsa da, son dönemde Türkiye'de enflasyon hedeflemesine yönelik politikaların geçilmesi, ekonomik birimlerin beklentilerinin yönlendirilmesini esas alan stratejinin benimsendiğini göstermektedir. Böylece politikaların kredibilitésinin artırılmasına dolayısı ile de uygulamalara ilişkin asimetrik bilginin azaltılmasına dayanan modern yaklaşımın esas alındığı belirlenmektedir. Merkez Bankası tarafından örtük enflasyon hedeflemesi çerçevesinde uygulanan politikaların temel amacının

fiyat istikrarı olduğu açık bir biçimde belirtilmiştir. Bunun yanında, operasyonel hedefler hakkında yapılan açıklamalar ile politikaların aktarma mekanizmalarına ilişkin önemli bilgiler verilmiştir.

Ayrıca, enflasyon hedeflemesi stratejisinin benimsenmesinden itibaren Merkez Bankasının kamuoyu ile gittikçe daha fazla oranda bilgi paylaştığı gözlemlenmektedir. Merkez Bankası Kanununun 22. maddesinde yapılan değişiklikle, kurum faaliyetlerindeki şeffaflığın Para Politikası Kurulu sorumluluğunda yerine getirileceği belirlenmiştir. Buna göre Kurul, para politikası hedefleri ve uygulamaları konusunda belirli dönemler itibarıyla raporlar hazırlayarak hükümetin ve kamuoyunun bilgilendirilmesine özen gösterecektir. Bu bağlamda, "Enflasyon ve Görünüm" duyuruları ve "Para Politikası Raporları" başta olma üzere diğer birçok yayınlara kamuoyuna önemli bir bilgi akışı sağlanmıştır. Merkez Bankası Beklenti Anketi ve İktisadi Yönelim Anketi gibi istatistiksel bilgilerin derlenerek kamuoyuna aktarılması yolu ile de şeffaflığın gerekleri yerine getirilmeye çalışılmaktadır. Sonuç olarak, Merkez Bankasının faaliyetlerinde, Enflasyon Hedeflemesine Yönelik Strateji çerçevesinde, asimetrik bilginin oluşumuna neden olan bilgi noksanlıklarını ortadan kaldıracak uygulamaları özen içerisinde gerçekleştirdiğini söyleyebiliriz.

Öte yandan, Merkez Bankasının enflasyon hedeflemesine yönelik strateji çerçevesinde gerçekleştirdiği uygulamaların başarılı olduğu belirlenmektedir. Öyle ki, programın uygulanması ile birlikte, 2002 ve 2003 yıllarındaki enflasyon oranı önemli bir düşüş yaşayarak sırası ile % 29,7 ve % 18,4 seviyelerinde gerçekleşmiştir. Olumlu gelişmeler 2004 yılında daha da belirginleşerek, enflasyon oranı % 9,2 seviyesine kadar gerilemiştir. Böylece, Merkez Bankası politikaları ile ekonomik birimlerin beklentilerinin etkin bir biçimde yönlendirilmesi sonucu enflasyondaki ataletin kırılması yolunda önemli bir mesafe alınmıştır. Buna göre enflasyon bekleyişleri ile gerçekleşme arasındaki fark 2002 ve 2003 yıllarında sırası ile 15,1 ve 4,7 seviyelerinde gerçekleştirilirken, söz konusu değer 2004 yılında 1,9 seviyesine kadar indirilebil-

miştir (TCMB, 2004b: 6). Böylece, Türkiye Cumhuriyeti Merkez Bankası'nın son dönem Enflasyon Hedeflemesine yönelik uygulamaları ve ulaştığı sonuçlar, para politikası etkinliği ile asimetrik bilgi arasında, modern yaklaşımın öngördüğü şekilde ters bir ilişkinin olduğunu göstermektedir.

SONUÇ

Para Politikalarının etkinliğine ilişkin 1980'li yıllara kadar kabul edilen Geleneksel Görüşe göre, Merkez Bankaları ile kamuoyu arasındaki asimetrik bilginin artırılması gerekiyordu. Böylece, Merkez Bankaları amaçlarına ulaşabilmek için uygulamalarına ilişkin bilgileri sır gibi saklayarak, kamuoyunu şaşırtacak şok müdahaleler yapmalıydılar. Bu şekilde, Geleneksel Yaklaşım para politikası stratejileri içerisinde ekonomik birimlere pasif ve edilgen bir rol vermekteydi. Ancak, özellikle 1990'lı yıllardan itibaren, bilgi ve iletişim teknolojilerinin gelişmesi sonucu ekonomik birimlerin aktivitelerini artırdıklarını, böylece de politika stratejilerinde kendilerine merkezi bir rol kazandıklarını görmekteyiz. Buna göre, Modern Yaklaşım çerçevesinde ekonomik birimlerin beklentilerinin yönlendirilmesi para politikası uygulamalarında önemli bir unsur haline gelmiştir.

Öte yandan, politikaların kredibilitésinin artırılması oranında kamuoyunun beklentilerinin yönlendirilebileceği belirlenmektedir. Politikalara güven ise, Merkez Bankası uygulamalarının açık ve şeffaf olmasını gerekli kılmaktadır. Böylece, Geleneksel Yaklaşımın aksine, para politikalarının etkin olabilmesi için Merkez Bankası ile kamuoyu arasındaki asimetrik bilginin azaltılmasına yönelik bir strateji benimsenmelidir. Buna göre, asimetrik bilgi yaratan bilgi noksanlıklarının azaltılmasına yönelik olarak, Merkez Bankalarının uyguladıkları politikaların amaçları, aktarma mekanizmaları ve gelişen süreç içerisinde ortaya çıkan bütün veri setine ilişkin bilgileri düzenli bir biçimde kamuoyuna aktarması gerekmektedir.

Asimetri bilginin azaltılmasını hedefleyen Modern Merkez Bankası Yaklaşımı çerçevesinde, Enflasyon Hedeflemesine Yönelik Para Politikası stratejisinin son dönemde önemli

bir uygulama alanı bulunduğu görülmektedir. Çünkü söz konusu strateji asimetrik bilginin azaltılmasına yönelik olarak para politikalarına ilişkin bilgi noksanlıklarını azaltacak önemli uygulamalar içermektedir. T.C. Merkez Bankası da, özellikle 18. Stand-by Antlaşması çerçevesinde gerçekleştirdiği para politikası uygulamaları ile açık bir biçimde olmasa da, Enflasyon Hedeflemesi Stratejisini benimsemiştir. Benimsenen Modern Yaklaşımın gerekleri etkin bir biçimde yerine getirilerek, enflasyonu düşürme hedefinde tarihi bir başarının sağlandığı gözlemlenmektedir. Böylece, Türkiye Cumhuriyeti Merkez Bankasının uygulamaları ile vardığı sonuç, asimetrik bilgi ile para politikaların etkinliği arasındaki ilişkinin Modern Yaklaşımın öngördüğü şekilde gerçekleştiğini göstermesi bakımından da önem arz etmektedir.

KAYNAKÇA

- Bank of England (1999), "Quarterly Bulletin", August, 1999.
- Barth, C. Richard (2002), "The Framework of Monetary Policy", içinde (eds.) Mohsin S. Khan, Saleh M. Nsouli ve Chorong-Huey Wong, Macro economic Managements Programs and Policies, Washington DC, IMF Institute, 2002.
- Bernanke S. Ben, Frederic S. Mishkin (1997), "Inflation Targeting: A New Framework for Monetary Policy", Journal of Economic Perspectives, 11 (2), Spring, 1997.
- Blinder, S. Alan (1999), "Central Bank Credibility: Why Do We Care? How Do We Built It?", NBER Working Paper Series No: 7161.
- Carare, Allina. Andrea Schaechter, Mark Stone, Mark Zemler (2002), "Establishing Initial Conditions in Support of Inflation Targeting", IMF Working Paper (WP /02/102), 2002.
- Chortareas Georgios, David Stasavage, Gabriel Sterne (2002), "Does It Pay To Be Transparent: International Evidence From Central Bank Forecasts" Review of The Federal Reserve Bank of St. Louis, July/August, 2002.
- Croce Enzo, Mohsin S. Khan (2000), "Monetary Regimes and Inflation Targeting" Finance and Development, Vol: 37, No: 3, September 2000.
- Eijffinger C. W. Sylvester, Marco M. Hoeberichts (2000), "Central Bank Accountability and Transparency: Theory and Some Evidence" Economic Research Centre of the Deutsche Bundesbank Discussion Paper, No: 6/00, November, 2000.
- Foust Jon, Swenson Lars E.O (2001), "Monetary Policy with Unobservable Goal", International Economic

Review, 42 (2), May, 2001.

- Goff, Judith (2001), "Transparency in Monetary Policy", Federal Reserve Bank of San Francisco Economic Letter (26), September, 2001.
- Goodfriend, Marvin (1986), "Monetary Mystique: Secrecy and Central Banking", Journal of Monetary Economics, 17, January, 1986.
- Hahn, Volker (2002), "Transparency in Monetary Policy: A Survey" Ifo Studien, Jg.48 (3), 2002.
- IMF (1998), "Report of the Working Group on Transparency and Accountability", IMF Publications, Washington, 1998.
- Mahadeva Lavan, Gabriel Sterne (2002), "The Role of short Run Inflation Targets and Forecasts in Dsinflation", Bank of England Working Paper No: 167, London, 2002.
- Mishkin Frederic. S. (1999), "International Experiences with Different Monetary Policy Regimes", Journal of Monetary Economics, 43 (3), January, 1999.
- Mishkin S. Frederic, Klaus Schmidt - Hebbel (2002), "A Decade of Inflation Targeting in the World: What Do We Know and What Do We Need to Know", (eds) Norman Loayza ve Raimundo Soto "Inflation Targeting: Design, Performance, Challenges", Central Bank of Chile, Santiago, 2002.
- Neumann J. Manfred (2002): "Transparency in Monetary Policy", Atlantic Economic Journal, Vol: 30, No: 4, 2002.
- Öğretmen Eren (2004), "Enflasyon Hedeflemesi: Uygulama Özellikleri", TCMB Dış İlişkiler Genel Müdürü, Ankara, 2004.
- Rensperger, Hermann ve Andreas Worms (1999), "Transparency in Monetary Policy" CFS Working Paper (16) January: 1999.
- TCMB, (1999), Para Politikası Metinleri, 9 Aralık 1999 Tarihli Niyet Mektubu. (<http://tcmb.gov.tr>)
- TCMB, (2001), Para Politikası Metinleri, 3 Mayıs 2001 Tarihli Niyet Mektubu. (<http://tcmb.gov.tr>)
- TCMB, (2002), Para Politikası Metinleri, 2 Ocak 2002 Tarihli Para ve Kur Politikası Raporu (<http://tcmb.gov.tr>)
- TCMB, (2004a), Para Politikası Metinleri, 2 Ocak 2004 Tarihli Para ve Kur Politikası Raporu (<http://tcmb.gov.tr>)
- TCMB, (2004b), Para Politikası Metinleri, 20 Aralık 2004 Tarihli Para ve Kur Politikası Raporu (<http://tcmb.gov.tr>)
- TCMB, (2005), Para Politikası Metinleri, 26 Nisan 2005 Tarihli Niyet Mektubu. (<http://tcmb.gov.tr>)
- Woodford, Michael (2001), "Monetary Policy in the Information Economy" Symposium on Economic Policy for the Information Economy" Federal Reserve Bank of Kansas City, Wyoming, 30 August-1 September, 2001.

Bankacılık

SELÇUK DURANLAR

Trakya Üniversitesi, Havsa Meslek Yüksekokulu Bankacılık Programı Öğretim Görevlisi

Tüketici Kredilerinin Büyümeye Etkisi Üzerine Bir Çalışma

Ekonomideki makro ekonomik değişkenlerin yavaşlaması ile düşen kredi talebi, kredi arzı ile sınırlanmaktadır. Nedeni de krediler riskli hale gelmekte, ekonomide iyileşme sağlandıktan sonra talep artmakta ve bankalar tekrar kredi vermektedir. Ülkemizde bankacılık sistemi özellikle Kasım 2000 ve Şubat 2001 krizleriyle azalan kredi taleplerinin sunumu azaltması ile bankacılık faaliyetlerinde yavaşlama yaşanmış, menkul değerler cüzdanında ciddi artışlar yaşanmıştır. Ancak ekonomik büyümeden bahsetmenin mümkün olmadığı yıllardır. Tüketici kredilerin artması ile büyümeyi sağlamak ise ne kadar gerçekçidir. Bu çalışmada ülkemizde 1994-2004 yılları arasında gerçekleşen tüketici kredilerini etkileyen diğer faktörler araştırılmıştır.

1 – GİRİŞ

Teorik olarak finansal serbestleşmenin üç temel vaadi vardır; Kredi hacminin genişlemesi, ulusal faiz oranının düşmesi ve sermayenin reel maliyetinin azalarak dünya çapında yakınsama sağlamasıdır. Yatırım hacmi artacak ve büyüme gerçekleşecek, gelir dağılımı olumlu yönden değişecektir. (OSTRY, REINHART, 2003:1)

Bazı iktisatçılar finansal gelişmenin ekonomik gelişmenin peşinden geldiğini ileri sürmekte, bazıları ise kalkınma ile finansal gelişme arasındaki ilişkinin önemli olmadığını savunmaktadır. Schumpeter, Hicks gibi iktisatçılar ise, finansal piyasa ve kuruluşların büyüme sürecinin kaçınılmaz ve kritik unsurları olduğunu ileri sürmektedir. (GÜVEN, 2002: 89)

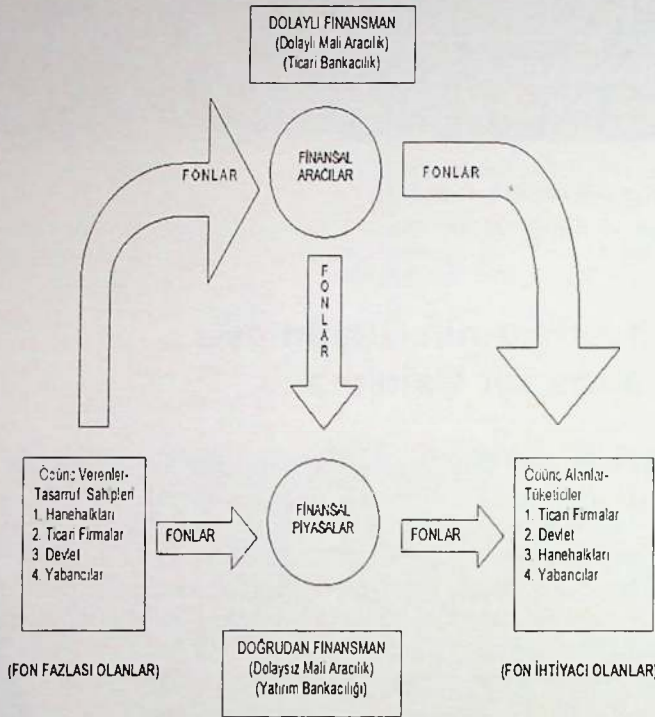
Finansal derinleşme ya da gelişme ile ekonomik büyüme arasındaki ilişkinin bağ-

lantıları iki noktada birleşmektedir. Bu bağlantılar, sermaye birikimi ve teknolojik gelişme olarak kendisini göstermektedir. Finansal sektör, başarı şansı daha yüksek olan projeleri desteklediği için ekonomik büyüme ve teknolojik gelişmeye önemli katkılarda bulunmaktadır.

Finansal gelişme ve ekonomik büyüme ilişkisi ile ilgili yapılan ampirik araştırmalardan ilk ve en kapsamlı olanı Goldsmith (1969)'e aittir. Gelişme ve ekonomik büyüme arasında anlamlı ve pozitif bir ilişki bulunduğu istatistiksel olarak gösterilmiştir.

Yatırımların artması, firmaların yükümlülük yapılarının sürdürülebilmesine, toplam talep düzeyine, toplam talebin düzeyi ise, sonuç olarak yatırım harcamalarının hacmine bağlıdır. Tüketiciler borçlarına nispeten daha fazla finansal varlığa sahip oldukla-

Grafik 1 – Finansal Piyasalar ve Borçlanma



Kaynak: SPK.

rında finansal sıkıntıya düşme ihtimallerinin zayıf olduğunu düşüneceklerinden dolayı dayanıklı tüketim malı ya da konut harcamalarını artırmaya istekli olacaklardır. Piyasaların gelişimi ile ülke içi tasarruflar artacak ve yatırımcı ile tasarruf sahibini buluşturacak, dolayısıyla ekonomik büyümeye önemli katkılarda bulunacaktır.

Banka kredisi kanalı; genişletici ve/veya daraltıcı bir para politikası sonucu bankacılık sisteminin firmalar kesimine toplam kredi verme yeteneğinin artması ve/veya azalması şeklinde işlemektedir.

2 – Tüketim Nedir?

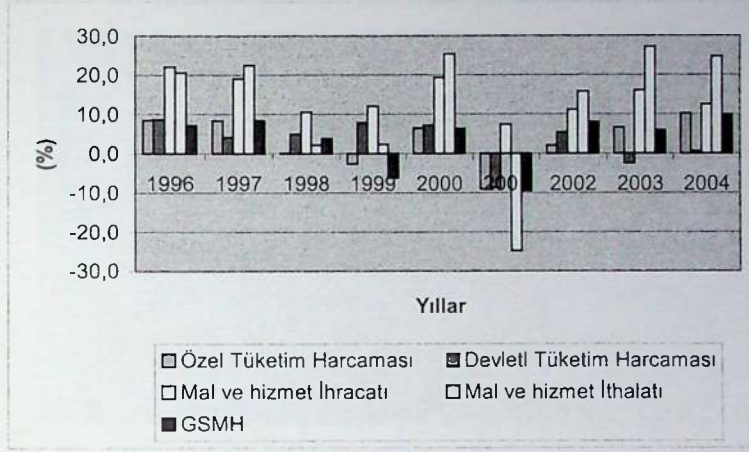
Bütün insanlar ekonomik faaliyetlerini üretim ve tüketim olarak ayırmışlardır. Tüketimcilik, batılı ve diğer toplumsal oluşumlarda yaşayan milyonlarca kişinin günlük yaşamında ve günlük uygulamalarında kapitalizmi meşrulaştıran, sağlam bir kapitalizm i-

deolojisi haline gelmiştir. (KARAKAŞ, Mehmet: 2001)

Tüketim talebini yapan açısından gelirini kaybeden kişilerin harcama yapması mümkün değildir. Ekonominin kötüye gitmesi ile tepkiler, tüketimin kısılması, tasarrufların artması şeklinde olur. (EĞİLMEZ Mahfi: 2001)

1997–1999 yılları arası dünyadaki üretim ve ticaret hacminin daraldığı bir dönem olmuştur. Gelişmiş ülkeler para politikalarını gevşetmiş, faizleri düşürmüşlerdir. Ancak durgunluk yine de devam etmiştir. Ülkemiz tüketicileri özellikle 1990'lı yıllarda zenginleşen ürün çeşitleri karşısında tercihlerini hem kaliteli hem de ucuz mallar yönüne çevirme şansına sahip olmuşlardır. Ayrıca gelir artışı, kredi kartı kullanımı, tüketim eğilimindeki artış, özel otomobil sayısı, kentleşme, ithalat artışı, medyanın halk üzerindeki etkisi, tüketimin artmasına neden olan faktörlerdir. (Ayusu İNSEL:2001)

Grafik 2 – Ülkemizde Tüketim Harcamaları ve İthalat, İhracat



Kaynak: TUSİAD, Konjunktur Dergileri.

Ülkemizde özel tüketim harcamaları % 10'u geçmezken devletin tüketim harcamaları ise, 2003 ve 2004 yıllarında özel tüketimin gerisinde kalmıştır. Krizli yıllar mal ve hizmet ithalatının oldukça tersine döndüğü sonraki yıllarda ise, ciddi biçimde arttığı görülmektedir.

3 – Tüketici Kredisi Nedir?

Gerçek kişilerin ticari amaç dışında mal ve hizmet alımlarının finansmanına yönelik olarak, genellikle bir defada kullanılan ve başlangıçta belirlenen faiz oranlarına göre geri ödenen kredidir. Tüketimi kolaylaştırmak için kullanılmaktadır.

Tüketici kredisi buzdolabı, çamaşır makinesi, mobilya, elektrikli ev aletleri gibi dayanıklı tüketim malları veya tatil, eğitim, konut onarımı, sağlık, düşün gibi hizmetlere yönelik harcamalara ya da otomobil, konut alımı gibi menkul veya gayrimenkul bir malın satın alınması amacıyla kullanılmaktadır. Tüketici kredisi, tüketiciye gelecekte elde edecekleri geliri önceden kullanma, peşin para ile alışverişin avantajlarından faydalanma imkânı sağlamaktadır.

4 – Tüketici Kredileri ve Büyüme

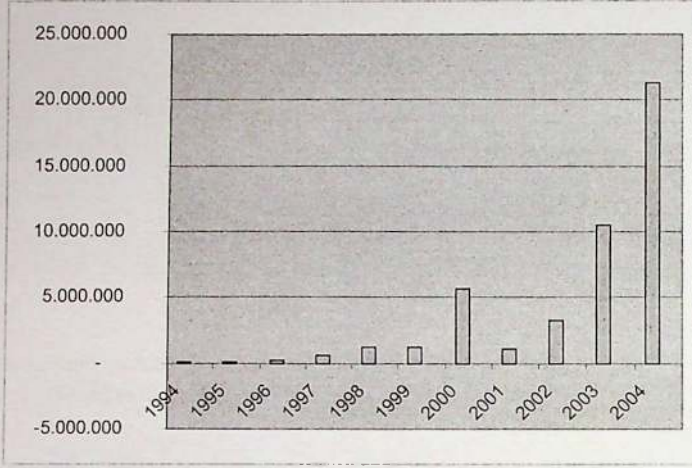
Ekonomik faaliyetlerin finansmanı kriz dönemlerinde daha çok gündeme gelmekte-

dir. Çünkü bu dönemlerde kredi talep edenler yeterli ölçüde ve uygun maliyette fon temin edememekte ve finansman sorunu daha fazla önem kazanmaktadır. Türkiye gibi gelişmekte olan ülkelerde, mali derinliğin sağlanamadığı ve kamu kesimi borçlanma sorununun mali piyasaları önemli ölçüde etkilediği ülkelerde daha belirgin olarak ortaya çıkmaktadır. Kriz dönemlerinde hem büyüme durmakta hem de bankalarca verilen krediler azalmaktadır.

Stiglitz ve VVeiss, faiz oranından kredi riskine doğru işleyen bir nedensellik ilişkisi bulunduğu varsayımıştır. Bernanke - Lovvn, Ovens ve Schreft daralmasındaki en önemli faktörün kredi talebine dayandığı konusunda aynı düşüncededirler. Bankaların kredi arzı sınırlandırılmalarına neden olarak, sıkı düzenleyici tedbirlerin de söz konusu olduğunu belirtmektedirler. Diamond (1991) kredi denetçisi olan bankaların özellikle ekonomik durgunluk dönemlerinde sermaye piyasalarına göre kredi talepleri açısından çok önemli bir rol üstlendiğini ortaya koymuştur. Teorik bulgularda, banka kredilerinin ekonomik faaliyetlerle doğrudan ilişkili olduğu ifade edilmektedir. (İŞCAN, 2004: 48)

Kredide gözlemlenen yavaşlama veya düşme ya talep yanlı faktörlerden ya da arz

Grafik 3 – Tüketici Kredileri (milyar TL)



Kaynak: TBB, DİE.

yanlı faktörlerden kaynaklanmaktadır. Kredi- nin fiyatına veya oranına bakıldığında kredi- ye ilişkin talep fiyat dışı faktörlere bağlı ola- rak da düşülebilmektedir.

Faiz oranlarındaki artışlar alıcıların orta- lama risk derecesini artırarak, muhtemelen, bankaların kârlarını düşürmektedir. Daraltıcı para politikaları sonucu yükselen faizler, bankaların kredi arzını düşürmesine neden olmaktadır. Düşen kredi arzı, firmaların alternatif finansman kaynaklarına sahip ol- madığını varsaydığımızda milli geliri düşü- rücü etki yaratmaktadır.

5 – Tüketici Kredileri Analizi

1980'li yılların sonu ve 1990'lı yılların başlarından itibaren bankaların kaynak ya- pısı içinde mevduatın payı azalmaya başla- mıştır. Yaşanan yüksek faiz, kronik enfla- syon kısır döngüsü ile makro ekonomik den- geler bozulurken, özellikle 1990'lı yıllarda benimsenen finansal serbestleşme sonrası, istikrarsız büyüme sürecine girilmiştir.

Tüketici kredilerindeki artışla tetiklenen kredilerdeki canlanma, Kasım 2000 ve Şu- bat 2001 krizleriyle faiz, kredi ve kur riski- nin realize olması sonucunda banka bilânço- ları kötüleşmiştir.

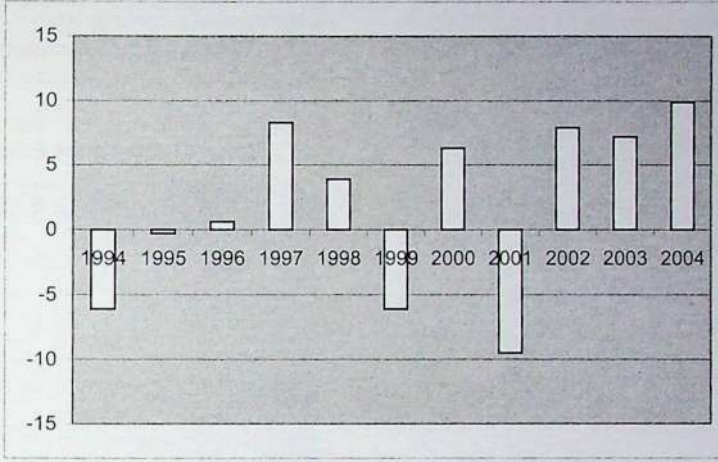
Bankalar özellikle kriz dönemlerinde

(1998, 2000 ve 2001) likit kalmak isteyen bankalar, kredi sunumunu da yavaşlatarak, yüksek reel faiz ortamında, portföylerini getirisi daha yüksek Hazine bonusu ve devlet tahviline yönlendirilmişlerdir.

Kriz dönemlerinde reel kredi faizleri yük- sek seviyelerde olduğundan, kredi talep edenler bankalardan kredi talep edemeye- ceklerdir. Kredi talep etseler bile bu denli yüksek faiz oranlarından kredi talep eden- lerin krediyi geri ödemesi de şüpheli olaca- ğından, ters seçim ve ahlaki değerler prob- lemi karşımıza çıkacaktır.

Nisan 1994, Kasım 2000 ve Şubat 2001 kredi hacminde keskin düşüşler ya- şanmıştır. Kredi hacmi, kredi arz ve talebin- deki daralmanın etkisiyle reel olarak % 17,3 daralmıştır. Aktif kalitesi ciddi şekilde bo- zulan bankaların kredi kullanılabileceği verimli firmalar azalmış ve ekonomideki da- ralma ile kredi maliyetlerindeki artışa bağlı olarak kredi talebinde gerilemeler yaşanmıştır. Kredi arzındaki daralma, kredi talebini olumsuz etkileyerek kredi geri dö- nüşlerinde güçlükler yaşanmasına neden olmuştur. Kısa vadeli faiz oranlarının yüksek olması ve 1998 yılından itibaren kur artışının kontrollü biçimde artması bankaları ve risk almak istemeyen yabancıları değişik bir fi-

Grafik 4 – GSMH (1987 Yılı Tüketici Fiyatları ile %)



Kaynak: DİE.

nansman türüne yönlendirmiştir. Böylece repoya alternatif çıkmıştır. Yurt dışından devlet borçlanma senetleri teminat gösterilerek kredi temin edilmeye başlanmıştır. Bu krediler yurt içinde düşen faiz ortamında iki şekilde kullanılmıştır. DİBS alımı ve tüketici kredileri. (UZUNOĞLU, 2004: 51)

Ülkemiz yaşadığı Kasım 2000 ve Şubat 2001 krizleri ile özellikle otomotiv, beyaz ve elektronik eşya gibi kredi ile satış yapan sektörler iç talebin daralması ile mücadele etmiştir. Bu ürünleri kısa sürede değiştirmek mümkün olmadığından fiyat politikalarını gözden geçirmişlerdir. Uzun vadeli kampanyalar, peşin fiyatına taksit gibi fiyatlandırma teknikleri denenmiştir.

1950–1975 yılları arasında hızlı bir büyüme yaşayan ülkemiz aynı tempoyla bunu devam ettirememiştir. 1990'lı yıllarda yüksek kamu borçlanma ihtiyacının gittikçe artan bir şekilde iç borç ile finanse edilmesi, kısır yurt içi sermaye piyasaları üzerinde baskı yaratarak risk priminin yükselmesine neden olmuştur. 1994 krizi, 1997 Asya Krizi, 1998 Rusya krizi, 2000 Kasım ve 2001 Şubat krizleri ülkemizin büyümesini engellemiştir. Ancak gerçek büyüme yerine tüketici kredileri artışına bağlı, reel olmayan büyüme yaşanmıştır. Yürütülen yurt içi kaynaklı

borçlanma ve yönetilen kur politikası sonucu, bankalar yüksek kâr sağlayan devlet iç borçlanma senetlerine ve açık pozisyona yönelmiş, klasik bankacılık faaliyetlerinden uzaklaşmışlardır.

Ülkemizde özel tüketimdeki artış oranının GSMH büyüme hızının üstünde olduğu dönemlerde tüketim eğilimi yüksek olduğu dönemlerdir.

Tablo 1 – Kamu Kâğıtları Faiz Oranı

Yıllar	% DEĞİŞİM YILLIK ORT. BİLEŞİK
1994	137
1995	108
1996	132
1997	108
1998	116
1999	104
2000	40
2001	97
2002	65
2003	44
2004	25

Kaynak: <http://www.hazine.gov.tr>

1990'lı yıllardan bu yana kamu finansman

ihtiyacındaki artışın iç borçlanma yoluyla finanse edilmeye çalışılması, bankacılık sektörünün bilanço yapısını da değiştirmiş ve kısa vadeli mevduatla fonlanan uzun vadeli kredilerin yanı sıra, devlet iç borçlanma senetleri de bankaların plasman alternatifleri arasında önemli bir yer tutmaya başlamıştır.

Tablo 2 – Tüketici Fiyatları Endeksi

YIL	12 Aylık % Değişim
1994	149,6
1995	65,6
1996	85
1997	99
1998	70
1999	69
2000	39
2001	70
2002	30
2003	20
2004	9,3

Kaynak: <http://www.die.gov.tr>

Ülkemiz 1980'lerden başlayarak önce % 40'larda giderken % 70'lerde kemikleşen enflasyonla yaşamak zorunda kalmıştır. Döviz kuru ve kamu fiyatlarındaki artışlardan birebir etkilenen TEFE, özellikle 2000 yılındaki IMF destekli program öncesi çok yüksek iken, Şubat 2001 krizi ile yeniden yükselen enflasyon daraltıcı politikalarla gerilemiştir.

Tablo 3 – Döviz Kuru (\$)

Yıllar	% DEĞİŞİM YILLIK ORT. BİLEŞİK
1994	162
1995	54
1996	81
1997	91
1998	53
1999	72
2000	24
2001	115
2002	13
2003	-15
2004	

Kaynak: <http://www.tcmb.gov.tr>

1980 öncesinde sıkı kambiyo rejiminin ardından 1980 sonrasında kambiyo rejimi terk edilerek döviz hesabı açma olanağı sağlanmıştır. Ayrıca kriz dönemlerine bakıldığında ise, göze çarpan devalüasyonların etkisinin önemli düzeyde olduğudur.

Tablo 4 – Mevduat Faiz Oranları

YIL	1 AYLIK	3 AYLIK	6 AYLIK	1 YILLIK
1994	61,8	77,3	81,1	95,6
1995	83,7	83,9	84,4	92,3
1996	76,1	79,7	84,6	93,8
1997	78,3	83,2	91,5	96,6
1998	78,5	82,6	85,9	95,5
1999	72,1	59,5	48,3	46,7
2000	81,2	105,6	69,2	45,6
2001	59,8	61,2	61,9	62,5
2002	45,2	44,8	46,9	48,2
2003	36,9	37,2	38,4	39,8
2004	22,6	23,7	23,2	23,1

Kaynak: <http://www.tcmb.gov.tr>

Bankaların topladığı yabancı kaynaklar, maliyetlerin açısından önemlidir. 1994 yılından itibaren Mevduat / GSYİH oranı tekrar artış trendi içine girmiştir. Öte yandan 2000 yılına gelindiğinde Mevduat / GSYİH oranı 1980 yılına göre yaklaşık dört kat artmış iken, Krediler / GSYİH oranı ancak iki kat artabilmiştir.

Mevduat faiz oranlarındaki artış krizli yıllarda artmıştır. Mevduat hacmindeki genişlemenin yanında enflasyondaki düşüş ile mevduat faizlerindeki azalış görülmektedir. Kasım 2000 ve Şubat 2001 krizleri ile mevduatların dağılımı 3 aylık sürede yoğunlaşmıştır.

6 – Sonuç

Tüketici kredileri, tüketim harcamalarını körüklemesinin yanında, büyümeyi yükseltmesi, iç talepteki canlanmanın kontrollü bir şekilde sürmesi, enflasyonla mücadelede kritik öneme sahiptir. Eğer İstihdamdaki azalışla birlikte reel gelirlerde de önemli bir artış beklenmemesi tüketici kredilerindeki azalışı besleyebilmektedir.

Tüketimin, tüketici kredileri yoluyla finanse edilmesi ekonomide kayıt dışılığı önlemektedir. Türkiye'de mevduatları ve kredileri arttırmak için tasarrufları, tasarrufları arttırmak için de milli geliri arttırmak gerekmektedir.

Tüketici kredileri talep edildiği yıl üretim artışı şeklinde ekonomiye etki yapması yanında gelecek yıllardaki gelirin şimdiden tüketilmesine neden olmaktadır. Olası makro ekonomide olumsuz gelişmeler tüketicileri ve üreticileri de negatif yönde etkileyecektir.

Bundan sonraki yıllardaki değişimin incelenmesi ile tüketici kredileri yoluyla büyüme devam edecek midir? Bu incelenmelidir.

KAYNAKÇA

- ÇOŞKUN Necati M. (2001), "Gelişmekte Olan Ekonomilerde Bankacılık Krizleri", Gazi Üniv. İ.İ.B.F. C: 3, Sayı: 2, s: 39-50.

- GÜVEN Semih (2002), "Türkiye'de Banka Kredileri ve Büyüme İlişkisi" İktisat, İşletme ve Finans Dergisi, Yıl: 17, Sayı: 197, s: 88-100.

- KARAKAŞ Mehmet (2001) "Tüketim Kültürü ya da Tüketimin Yeniden Üretimi" Afyon Kocatepe Üniv. İ.İ.B.F. Dergisi, C: III, S:1, s:11-26.

- EĞİLMEZ Mahfi (2001) "Tüketim ve Üretim" 10 Ekim, Radikal Gazetesi.

- OSTRY D. Jonathan, REINHART M. Carmen (2003), "Gelişmekte Olan Ülkelerde Tasarruf ve Reel Faiz Oranları", Active, Kasım-Aralık, s: 2-5.

- İNSEL Aysu (2001) "Türkiye Ekonomisinde Tüketici Davranışı" İktisat İşletme Finans Dergisi, Yıl: 16, Sayı: 179 Şubat, s: 42-54.

- İŞCAN Ayşe (2003), "Banka Kredilerindeki Daralmanın Ekonomik Etkileri ve Krizlerdeki Gelişimi", Uzmanlık Yeterlilik Tezi, T.C. Merkez Bankası Bankacılık ve Finansal Kuruluşlar Genel Müdürlüğü.

- UZUNOĞLU Sadi (2004), "IMF ile Nereye Kadar? "İTO: 2004-43, İstanbul.

- TBB, Bankalarımız Kitabı 1999, 2000, 2002, 2003.

- <http://www.hazine.gov.tr>, Erişim Tarihi: 12.5.2005.

- <http://www.tcmb.gov.tr>, Erişim Tarihi: 13.05.2005.

- <http://www.tbb.org.tr>, Erişim Tarihi: 20.6.2005.

Görüşler

FATMA MUMCU

Süleyman Demirel Üniversitesi, Ağlasun Meslek Yüksek Okulu Öğretim Görevlisi

Hisse Senedi Fiyatlarını Etkileyen Makro Ekonomik Faktörler: Türkiye Örneği (1990–2004)



Bu çalışmada, İstanbul Menkul Kıymetler Borsası'nda işlem gören hisse senedi fiyatları ile makro ekonomik değişkenler arasındaki ilişki incelenmiştir. Çalışmada bağımlı değişken olarak İMKB-100 endeksi, bağımsız değişkenler olarak da; Hazine Bonusu Faiz Oranı, Para Arzı (M2), Enflasyon (TÜFE), Sanayi Üretim Endeksi, Dolar ve Cumhuriyet Altını Fiyatları kullanılmıştır. Çalışmada hisse senedi fiyatları ile makro ekonomik değişkenler arasındaki ilişki "Çoklu Doğrusal Regresyon Yöntemi" ile incelenirken, ilişkinin yönü "Granger Nedenlilik Testi" ile araştırılmıştır. Çalışma, 1990–2004 yıllarını kapsamaktadır.

1- GİRİŞ

Sermaye piyasasının gelişimi makro ekonomik büyümeyi ve sermayenin tabana yayılıp gelir dağılımını dengelemeyi sağlamaktadır. Sermaye piyasasında fon alış verişine aracılık eden menkul kıymetlerin başında ise, hisse senedi gelmekte ve hisse senedi fiyatları ekonominin ve işletme performansının bir yansıması olarak görülmektedir. Hisse senetlerinin diğer yatırım araçlarına nazaran yüksek risk ve buna karşılık yüksek getiri sağlaması nedeniyle, hisse senedi fiyatlarını etkileyen faktörlerin incelenmesine yönelik pek çok çalışma yapılmıştır. Bu nedenle, hisse senedi fiyatlarını etkileyen faktörleri ve etkileme yönünü bilmek yatırım stratejisinin başarısı için oldukça önemlidir.

Çalışmanın amacı, gelişmekte olan bir ekonomide, yükselişini hızla devam ettiren İstanbul Menkul Kıymetler Borsası'nda işlem gören hisse senetlerinin fiyatları ile makro ekonomik faktörler arasındaki ilişkinin derecesini ve yönünü ekonometrik yöntemlerle incelemektir.

Giriş kısmının ardından çalışma, hisse senedi fiyatları ile makro ekonomik faktörler arasındaki ilişkilerin incelendiği literatür araştırması ile devam etmektedir. Üçüncü bölümde veri seti ve kullanılan yöntemler tanıtılmıştır. Dördüncü bölümde uygulama sonuçları ele alınmış ve çalışma sonuç ve değerlendirme bölümü ile tamamlanmıştır.

2- LİTERATÜR ARAŞTIRMASI

Hisse senedi fiyatlarını etkileyen faktörlerin incelenmesine yönelik pek çok çalışma yapılmıştır. Ancak, şu ana kadar yapılan ve hisse senedi fiyatları ile makro ekonomik faktörler arasındaki ilişkilerin incelendiği çalışmalarda, farklı sonuçlar elde edilmesi, bu konu üzerinde çalışmayı gerekli ve önemli kılmaktadır.

ABD ve Japonya için yapılan çalışmalarda, KANEKO ve LEE (1995), FAMA vd. (1981) hisse senedi fiyatları ile makro ekonomik değişkenler arasında pozitif bir ilişki tespit etmişlerdir.

GONG ve MARIANO (1997), gelişmekte olan Güney Kore piyasası için VAR modeli kullanarak, hisse senedi piyasasında beklenen ve beklenmeyen getirilerin analiz edilmesine yönelik yaptıkları çalışmada, ekonomik esasların hisse senedi piyasasındaki beklenmeyen değişimin az bir kısmını açıkladığı belirtilmiştir. Kore finansal piyasalarında yapılmış olan keskin düzenlemeler nedeniyle piyasalar haberlere gerektiği gibi reaksiyon gösterecek durumda değildirler ve pazarın şokları emmesi zaman almaktadır.

MOOKERJE ve YU (1997), Singapur için hisse senedi getirileri ve makro ekonomik değişkenlerin aralarındaki ilişkiyi araştırmak için yapmış oldukları çalışmada, dar ve geniş para arzının ve yabancı para rezervlerinin hisse senedi piyasalarının uzun dönemli dengesi üzerinde etkili olduğunu, fakat döviz kurlarında böyle bir ilişkinin olmadığını göstermişlerdir. Kısa dönemde para arzı ve kurların hisse senedi getirilerinin tahmininde daha geniş bir etkileşim gösterdiği belirtilmiştir.

İBRAHİM (1999), gelişmekte olan Malezya piyasasında koentegrasyon ve Granger Nedensellik testlerini kullanarak, hisse senedi fiyatları ile makro ekonomik değişkenler arasındaki etkileşimleri araştırmıştır. Granger metoduna göre kısa dönemde resmi rezervler ve döviz kurunda oluşan değişimlerin, hisse senedi fiyatlarındaki değişikliklere sebep olduğu görülmüştür.

DURACASU (1996), ekonomik gösterge-

lerin İMKB'ye etkisini araştırmaya yönelik 1991–1995 yıllarını baz alarak yaptığı çalışmasında, ülkemizde hisse senedi piyasalarıyla diğer yatırım araçları ve genel ekonomik konjonktür arasında bir uyum saptayamamıştır. Teoride belirtildiği gibi hisse senedi fiyatlarının olumlu yönde etkilemesi gereken bazı faktörlerin olumsuz yönde etkilediği veya olumsuz yönde etkilemesi gereken bazı faktörlerin de olumlu yönde etkilediğini iddia etmiştir.

KARGI (1998), 1986–1995 dönemine ilişkin İMKB endeksi, Cumhuriyet altın fiyatları, dolar, mark, para arzı (M2) ve 1 yıllık mevduata uygulanan faiz oranlarını kullanarak 6 değişkenli bir VAR modeli tahmin etmeye çalışmıştır. Çalışmasının sonucunda, genellikle tüm değişkenlerde ilk dönemlerdeki tepkinin yeterince güçlü olmadığı 2,3,4 ve 5. aylarda belirginleştiği görülmüştür. Ayrıca, İMKB'de ortaya çıkan bir şokun tüm alternatiflerin talebinde değişmelere sebep olduğu tespit edilmiştir.

DURUKAN (1999), en küçük kareler yöntemini kullanarak, 1986–1998 dönemini kapsayan enflasyon, faiz oranı, ekonomik aktivite, döviz kuru ve para arzı gibi verileri test ettiği çalışmasında, faiz oranının hisse senedi fiyatlarını açıklamada en etkin makro ekonomik değişken olduğu ve etkinin negatif yönde olduğunu belirtmiştir. Para arzı ve enflasyon oranının hisse senedi fiyat hareketlerini belirlemede istatistiksel bir etkisinin bulunmadığı ve döviz kurunun anlamlı bir role sahip olmadığını saptamıştır.

ÖNDER, METİN ve MURADOĞLU (1999), 1986–1995 dönemini kapsayan para arzı, enflasyon oranı, faiz oranı, döviz kuru ve bütçe dengesi verilerini kullanarak, İMKB–100 endeksinin öngörülebilir olduğunu göstermişler ve İMKB'nin makro değişkenler kullanılarak yapılan analiz sonucunda etkin bir piyasa olmadığı sonucuna varmışlardır.

DEMİR (2001), çalışmasında 1991–2000 yıllarını baz alarak yapmış olduğu çalışmada, mali sektör hisse senetlerini etkileyen makro ekonomik faktörlerin, mevduat faiz oranları, Cumhuriyet altını, uluslararası portföy yatı-

rimları ve alman markı olduğunu tespit etmiştir.

KARAMUSTAFA ve KÜÇÜKKALE (2002), 1990–2001 dönemine ilişkin makro ekonomik değişkenler; para arzı (M1), döviz kuru (Dolar), dış ticaret dengesi ve sanayi üretim endeksi kullanılarak, hisse senedi getirilerinin makro ekonomideki gelişmelerle açıklanıp açıklanamayacağını tespit etmeye yönelik yaptıkları çalışmada, oluşturulan VAR modeli ile makro ekonomik değişkenlerin İMKB ile koentegre olduğunu ortaya koymuşlardır. Ancak, nedensellik testi sonuçları, İMKB'deki gelişmelerin makro ekonomideki gelişmelerin bir sonucu olmadığını ortaya koymuştur. Tam tersine, İMKB'deki gelişmeler M1'in nedeni olarak bulunmuştur.

CHAMBERS, İŞERİ ve ÇİLİNGİRTÜRK (2003), makro ekonomik göstergelerin İMKB üzerine etkilerini incelemeye yönelik yaptıkları çalışmada, İMKB–100 endeksini yükselten makro ekonomik faktörlerin; bütçe açığındaki azalışlar, emisyon hacminde, yabancı sermaye menkul kıymet stokunda ve dolar kurundaki artışlar olduğunu tespit etmişlerdir. Endeks üzerinde marjinal etkisi en yüksek olan göstergenin yabancı sermaye menkul kıymet stoku olduğu, dolar kurunun da bunu izlediği görülmüştür. Endeksi düşüren makro ekonomik faktörlerin ise, bankalar arası işlem hacminde, tahvil ve bonoya ilişkin genel endekste ve iç borçlardaki artışlar olduğu belirlenmiştir.

3- VERİ SETİ VE KULLANILAN YÖNTEMLER

Bu çalışmada hisse senedi fiyatlarının seçilmiş makro ekonomik faktörlerle olan ilişkisi ve ilişkinin yönü incelenmiştir.

Çalışmada kullanılan değişkenler, İMKB 100 Endeksi, Hazine bonosu faiz oranı (HBFO), dolar kuru, para arzı (M2), sanayi üretim endeksi (SÜE), enflasyon (TÜFE) ve Cumhuriyet altını fiyatlarıdır. Makro ekonomik değişkenlerin seçimi, hisse senedi fiyatlarını doğrudan etkileyebilecekleri dikkate alınarak yapılmış ve literatür çalışmasıyla etkileşimler ortaya konulmuştur.

Bağımsız değişkenlerimizden biri olan faiz

oranları ile hisse senedi fiyatları arasında negatif bir ilişki vardır. Yani piyasa faiz oranları arttıkça hisse senedi fiyatı düşmekte, faiz oranları düştükçe hisse senedi fiyatı artmaktadır. DURUKAN (1999), 1986–1998 dönemini kapsayan çalışmasında, faiz oranının hisse senedi fiyatını açıklamada en önemli makro ekonomik değişken olduğunu tespit etmiştir. Durukan çalışmasında, hisse senedi fiyatı ile faiz oranları arasındaki ilişkiyi negatif olarak tespit etmiştir.

Bağımsız değişkenlerimizden bir diğeri olan doların fiyatında meydana gelecek bir artış, yatırımcıların bu yöne kaymasına neden olacak ve hisse sentlerine olan talebi azaltacaktır. Dolayısıyla hisse senedi fiyatları ile döviz kuru arasındaki beklenen ilişki negatiftir. KARGI (1998), 1986–1998 dönemini kapsayan çalışmasında, döviz kuru ile İMKB bileşik endeksinin ters yönlü bir ilişki içinde olduğunu gözlemiştir. Fakat ÖNDER, METİN ve MURADOĞLU (1999), 1986–1995 dönemini kapsayan çalışmalarında, İMKB endeksi ile döviz kuru arasında pozitif yönde ilişki tespit etmişlerdir.

Para arzı ve hisse senedi fiyatları arasındaki ilişki ise, çok sayıda çalışmanın konusu olmuştur. BLANCHARD (1997)'a göre, para arzındaki değişmelerin hisse senedi fiyatlarına olan etkisi iki ayrı dönemde gerçekleşmektedir. Bunlar para arzı değişmeleri ile beraber gerçekleşen eş zamanlı etkiler ve para arzındaki değişimden sonra ne zaman gerçekleşeceği tam olarak belirlenemeyen gelire bağlı ardıcıl etkilerdir. Para arzındaki değişimlerin hisse senedi fiyatlarında yarattığı eşanlı etki, hisse senedinin gelecek dönemdeki değerinin bugünkü fiyatıyla ilgilidir. Şayet hisse senedinin değerini, gelecek dönemlerde dağıtılacak kâr paylarının bugünün ve gelecek dönem faiz oranları ile iskonto edilmesi şeklinde ifade edilirse, parasal genişlemelerin ya da parasal daralmaların hisse senedi fiyatlarına olan etkisini gelecek dönemlerin faiz ve kâr payı beklentilerine bağlanabilir. KARAMUSTAFA ve KÜÇÜKKALE (2002), para arzının İMKB getirileri üzerindeki etkisinin belirsiz olduğunu, nedensellik ilişkisinin olmadığını tespit etmişlerdir. ÖNDER, METİN ve MU-

RADOĞLU (1999) ise, İMKB endeksi ile para arzı arasındaki ilişkinin pozitif yönde olduğunu bulmuşlardır.

Sanayi üretimindeki artışlar ve kapasite kullanım oranları ise, hisse senedi yatırımcıları için iyi birer gösterge olarak kabul edilebilir. Ekonomik faaliyetin firma kazançları üzerindeki etkisinden dolayı, hisse senedi fiyatlarını etkilediği savunulmaktadır. Başka bir deyiş ile artan üretim beklenen nakit akışlarını artırarak, hisse senedi fiyatlarını artırıcı etkiye sahip olmaktadır. DURUKAN (1999), Sanayi Üretim Endeksi'nin kuramsal beklentiye uygun olarak İMKB-100 endeksini olumlu etkilediğini, ilişkinin pozitif olduğunu tespit etmiştir. Enflasyon oranındaki küçük bir yükselme, yatırımların artmasına neden olarak temettü gelirlerinin arttıracak, bu da hisse senedinin piyasa değerinin yükselmesine neden olacaktır. Enflasyon oranındaki hızlı bir artış gerçekleşmesi ve uzun süre devam etmesi durumunda ise, yatırımlarda azalma meydana gelecek ve hisse senedinin değeri azalacaktır.

KARAMUSTAFA ve KARAKAYA (2004), enflasyon oranı ile borsa performansı arasındaki ilişkiyi inceledikleri çalışmalarında; enflasyonun kısa ve uzun dönem ilişkilerinin birlikte ele alındığı modelde işlem hacmi ve işlem miktarı üzerinde ters yönlü etkisinin olduğunu ortaya koymuşlardır. Ancak kısa dönem ilişkiler ele alındığında, enflasyonun işlem hacmi ile pozitif yönlü ilişki içinde olduğu görülmüştür.

Geleneksel bir yatırım aracı olan altın ise, hisse senedi piyasasına alternatif bir yatırım aracı olarak kabul edilir. KARGI (1998), altın fiyatındaki bir birimlik şokun İMKB endeksini 3. aydan sonra etkilediğini bulmuştur. Yani 3. aydan itibaren hisse senetlerinin elden çıkarılarak altına yönelinmektedir.

Veri setimiz 1990-2004 dönemini kapsamaktadır. Veriler Merkez Bankası web sayfasından temin edilmiştir. Kullanılan veriler aylık verilerdir.

İMKB-100 endeksini etkileyen makro ekonomik değişkenleri tespit etmek için, "**Çoklu Doğrusal Regresyon**" modeli kullanılmıştır.

Model, "açıklayıcı değişkenler" olarak adlandırılan bağımsız değişkenlerin, "bağımlı değişken"i nasıl etkilediğini ve etki derecesini tespit etmeye yönelik istatistiksel bir analiz yöntemidir.

Çoklu doğrusal regresyon modeli şu şekilde ifade edilir:

$$Y = \beta_0 + \beta_1 X_1 + \dots + \beta_n X_n + \varepsilon$$

Y: Bağımlı değişken,

X_n : Bağımsız değişken,

β_n : Tahmin edilecek parametreler,

ε : Hata terimidir.

Çoklu doğrusal regresyon modeli bazı varsayımlara dayanmaktadır. Bunlar; normal dağılım, doğrusallık, hata terimlerinin ortalaması sıfır olması, sabit varyans, otokorelasyon ve tam doğrusal çoklu bağlantı olmamasıdır.

İMKB-100 endeksi ile makro ekonomik faktörler arasındaki nedensellik ilişkisini incelemek için, "**Granger Nedensellik Testi**" kullanılmıştır. Nedensellik testi iki değişken arasında bir sebep-sonuç ilişkisinin olup olmadığını, eğer varsa ilişkinin yönünü test etmek amacıyla kullanılmaktadır.

Granger (1969), nedenselliği şu şekilde tanımlamıştır "Y'nin öngörüsü, X'in geçmiş değerleri kullanıldığında X'in geçmiş değerleri kullanılmadığı duruma göre daha başarılı ise X, Y'nin Granger nedenidir". Bu tanımlamanın doğruluğu test edildikten sonra ilişki $X \rightarrow Y$ şeklinde gösterilir. Bu analiz aşağıdaki iki denklem kullanılarak yapılmaktadır.

$$(1) Y_t = \alpha_0 + \sum_{i=1}^{k_1} \alpha_i Y_{t-i} + \sum_{i=1}^{k_2} \beta_i X_{t-i} + \varepsilon_t$$

$$(2) X_t = \chi_0 + \sum_{i=1}^{k_3} \chi_i X_{t-i} + \sum_{i=1}^{k_4} \delta_i Y_{t-i} + v_t$$

Granger nedensellik analizi, yukarıdaki modellerde hata teriminden önce yer alan bağımsız değişkenin gecikmeli değerlerinin katsayılarının grup halinde sıfıra eşit olup olmadığı test edilerek yapılır. (1) numaralı denklemdeki β_i katsayıları belirli bir anlamlılık düzeyinde sıfırdan farklı bulunursa, X'in Y'nin

nedeni olduğu sonucuna varılır. Aynı şekilde (2) numaralı denklemde δ_i katsayılarının belirli bir anlamlılık düzeyinde sıfırdan farklı olması da Y'nin X'in nedeni olduğunun göstergesidir. Bu durumda Y ile X arasında karşılıklı bir nedensellik ilişkisi var demektir. Sadece (1) numaralı denklemdeki β_i katsayıları sıfırdan farklı ise, X'den Y'ye doğru tek yönlü, sadece (2) numaralı denklemdeki δ_i katsayıları sıfırdan farklı ise, Y'den X'e doğru tek yönlü nedensellik vardır. Hem β_i hem de δ_i katsayılarının sıfırdan farklı olmaması ise, bu iki değişken arasında herhangi bir nedensellik ilişkisi olmadığını göstermektedir.

Bu test ile bir tahmin değil nedensellik çıkarılması yapıldığı için değişkenler önceden durağanlaştırılmalıdır. Çalışmada ele alınan değişkenlerin durağanlık testleri "Genişletilmiş Dickey-Fuller(ADF)" testi ile araştırılmıştır. ADF testi aşağıdaki regresyon denkleminin koşullarını gerektirmektedir.

$$\Delta Y_t = \alpha + \gamma \text{Trend} + \rho Y_{t-1} + \sum_{i=1}^k \delta_i \Delta Y_{t-1} + \varepsilon_t$$

ADF testi, yukarıda tahmin edilen regresyon denkleminde $\rho=0$ olup olmadığını test eder. H_0 hipotezi ($\rho=0$) reddediliyorsa, Y değişkeninin orijinal seviyesinde durağan olduğu, H_0 hipotezinin kabulüne ise, durağan olmadığı belirlenmiş olur. Orijinal seviyesinde durağan olmayan bir değişkenin duranlığı bulununcaya kadar devresel farkları alınır. Dönemsel gecikme sayısı (denklemde k olarak ifade edilmiştir) Akaike ve Schwartz yöntemleri kullanılarak tespit edilebilir. Gecikme uzunlukları belirlenen denklem ADF-t istatistiği McKinnon (1990) kritik değerleri ile karşılaştırılarak, değişkenin test edilen seviyede durağan olup olmadığı belirlenir.

4- UYGULAMA SONUÇLARI

4-1. Çoklu Doğrusal Regresyon Modeli Sonuçları

Regresyon modelinin uygulanabilmesi için kullanılan verilerin normal dağılıma uygun olması gerekmektedir. Çalışmada, sanayi üretim endeksi hariç diğer tüm değişkenlerin normal dağılıma uygun olmadığı görülmüştür. Normal dağılıma uygun olmayan değişkenle-

ri, normal dağılıma dönüştürmek için en çok kullanılan yöntemlerden olan kareköklerinin alınması yöntemi uygulanmıştır.

Uygulama sonucunda ortaya çıkan model özeti ve varyans analizi tablolarındaki değerler Tablo 1 ve Tablo 2'de verilmiştir.

Tablo 1: Model Özeti

	R ²	Durbin-Watson
1990-2004	0.906	0.580

* R²: Bağımlı değişkendeki değişimin ne kadarının bağımsız değişkenler tarafından açıklandığını gösterir.

** Durbin-Watson: Bağımsız değişkenler arasında otokorelasyon olup olmadığını gösterir.

Tablo 2: Varyans Analizi Tablosu

	F	Sig.
1990-2004	170.840	.000 +

* F: Kurulan modelin genel anlamda geçerli olup olmadığını test eder. Değer büyüdükçe anlamlılık düzeyi artar. Modelimizin bir bütün olarak her düzeyde anlamlı olduğu görülmektedir.

** Sig.: Analiz sonuçlarının istatistiksel anlamlılık düzeyini gösterir.

+ : % 5 anlamlılık düzeyinde anlamlı.

Tablo 3: Parametre Tahmin Tablosu

Model	Katsayılar B	t'	Sig.	Doğrusal İstatistikleri Tolerans	VIF
(Constant)	29.189	3.129	0.002		
kkaltın	-0.007	-1.648	0.102	0.006	162.982
kkluft	-0.08	-0.732	0.466	0.152	5.583
kkdolr	0.08	3.975	0	0.023	42.594
kkhbfo	-1.64	-2.395	0.018	0.43	2.323
kkm2	4.94E-05	5.348	0	0.019	52.633
sue	-0.511	-4.727	0	0.096	10.451

t': Modele dahil edilen her bir değişkenin anlamlı olup olmadığını gösterir.

TÜFE ve Altın fiyatları % 5 anlamlılık düzeyine göre tek başlarına anlamsız çıkmışlardır. Altın fiyatları % 10 anlamlılık düzeyinde anlamlıdır.

Çoklu Doğrusal Regresyon Modeli ile elde ettiğimiz sonuçları şu şekilde yazabiliriz:

$$\hat{Y} = 29.189 + 0.080 \text{ Dolar} - 1.640 \text{ HBFO} + 0.000 \text{ 049M2} - 0.511 \text{ SÜE} - 0.08 \text{ TÜFE} - 0.007 \text{ Altın} + \varepsilon$$

Parametrelerin yorumu aşağıdaki gibidir:

*Dolar fiyatında meydana gelen bir birimlik artış, İMKB-100 Endeksi'ni 0,080 birim artır-

maktadır.

*Hazine Bonusu Faiz Oranlarında meydana gelen bir birimlik artış, İMKB-100 Endeksi'ni 1,640 birim azaltmaktadır.

*M2'de meydana gelen bir birimlik artış, İMKB-100 Endeksi'ni 0,000049 birim artırmaktadır.

*SÜE'de meydana gelen bir birimlik artış, İMKB-100 Endeksi'ni 0,511 kadar azaltmaktadır.

*Altın'da meydana gelen bir birimlik artış İMKB Endeksi'ni 0,007 düzeyinde azaltmaktadır. Altın değişkeni, t testi sonucuna göre % 10 anlamlılık düzeyinde % 10,2 oranı ile anlamlıdır.

4-2. Granger Nedensellik Testi Sonuçları

Uygulamada kullanılan değişkenlerin durağan olup olmadığı ADF testi uygulanarak incelenmiş ve aşağıdaki sonuç elde edilmiştir.

Tablo 4: Birim Kök Sonuçları

Değişkenler	ADF Test İstatistiği	McKinnon Kritik Değerleri		
		% 1	% 5	% 10
Altın	1.79702	3.46883	2.87801	2.57546
TÜFE	4.37422	3.47461	2.88059	2.576819
SÜE	1.12403	3.46883	2.87801	2.57546
Dolar	1.78045	4.013080	3.43626	3.141964
HBFO	3.50335	4.01308	3.43626	3.14196

ADF testi sunucunun McKinnon kritik değerlerinden küçük olması, değişkenin kendi düzeyinde durağan olmadığını gösterir.

Tablo 4'de, Altın, SÜE ve Doların McKinnon tüm kritik değerlerinden küçük olması değişkenlerin kendi düzeylerinde durağan olmadığını gösterir.

TÜFE, ADF testi sonucu McKinnon tüm kritik değerlerinden büyük olması durağan olduğunu göstermiş ve modele olduğu gibi alınmıştır.

HBFO, ADF testi sunucunun McKinnon % 1 kritik değerlerinden küçük olduğu, fakat % 5 ve % 10 kritik değerinden büyük olduğu görülmektedir. HBFO'nun % 1 düzeyinde durağan olmadığı, % 5 ve % 10 düzeyinde durağan olduğunu gösterir.

Tablo 5: Birim Kök Sonuçları (Birinci Fark)

Değişkenler	ADF Test İstatistiği	McKinnon Kritik Değerleri		
		% 1	% 5	% 10
Altın	4.10465	3.46883	2.87801	2.57546
SÜE	10.24393	3.47461	2.88059	2.576819
Dolar	5.71962	3.46883	2.87801	2.57546
HBFO	8.72302	3.46883	2.87801	2.57546

Tablo 5'de, durağan olan TÜFE dışındaki değişkenlerin birinci devresel farkları alınarak ADF test sonuçlarında bütün değişkenlerin durağanlığı sağlanmıştır.

Tablo 6'daki sonuçlar aşağıdaki gibi yorumlanabilir:

* İMKB-100 endeksi ve Hazine Bonusu Faiz oranlarının karşılıklı etkileşim içinde olduğu görülmektedir. Faiz oranları yükselişe geçtiğinde yatırımcının elinde bulunan hisse senetlerinin getirisi azalacaktır. Yatırımcı daha fazla zarar uğramamak için hisse senetlerini elden çıkarıp hazine bonosuna yönelir. Faiz oranları düşme eğilimi gösterdiğinde ise hazine bonosunu elden çıkarıp hisse senedine yönelmektedir.

Tablo 6: Granger Nedensellik Test Sonuçları

Nedensellik Yönü	F-Test İstatistiği	Probability
Altın → İMKB	3.16622	0.04461
İMKB → Altın	3.96266	0.02076
TÜFE ≠ İMKB	0.00411	0.99589
İMKB ≠ TÜFE	0.01853	0.98163
SÜE ≠ İMKB	0.41155	0.66326
İMKB ≠ SÜE	1.15569	0.31725
Dolar ≠ İMKB	2.21906	0.16787
İMKB → Dolar	4.13857	0.01428
HBFO → İMKB	5.27078	0.00599
İMKB → HBFO	4.91174	0.00841
M2 ≠ İMKB	1.572437	0.21257
İMKB ≠ M2	0.77046	0.46549

* İMKB-100 endeksi ve Altın fiyatlarının da karşılıklı etkileşim içinde olduğu görülmektedir. Altını elinde bulunduran yatırımcı hisse senedi fiyatlarında meydana gelecek bir artış ile altını elinden çıkarıp hisse senedine yönelir. Ters bir durumda ise, hisse senedi piyasasından çıkıp altına yönelmektedir.

* İMKB endeksinin dolar fiyatında meydana gelen bir değişimden etkilenmediği, fakat İMKB endeksindeki değişimlerin dolar fiyatındaki değişimlere yol açtığı görülmektedir.

Hisse senedi fiyatları düştüğünde, yatırımcı hisse senetlerini elden çıkarıp dolara yönelir veya hisse senedi fiyatları yükseldiğinde, doları satın borsaya yönelmektedir.

* İMKB endeksi ile para arzı (M2), Sanayi Üretim Endeksi ve TÜFE değişkenleri arasında karşılıklı bir etkileşimin olmadığı görülmektedir. Hisse senedi fiyatlarında yaşanan değişimler bu değişkenler ile açıklanamamaktadır.

5- SONUÇ VE DEĞERLENDİRME

Bu araştırmada, 1990–2004 yıllarını kapsayan makro ekonomik verileri kullanılarak çoklu doğrusal regresyon analizi ve Granger nedensellik testi ile hisse senedi fiyatları ile makro ekonomik faktörler arasındaki ilişki ve sebep sonuç ilişkisinin yönü ortaya konulmaya çalışılmıştır.

Değişkenlerden endeksi etkileyen en önemli faktör Hazine Bonosu Faiz Oranları olduğu görülmüştür. Çoklu Doğrusal Regresyon Modeli'ne göre, Hazine Bonosu Faiz Oranları ile İMKB Endeksi arasında negatif bir ilişki bulunmuştur. Granger Nedensellik Testi'ne göre, İMKB Endeksi'nin Hazine bonosu faiz oranlarının bir sonucu olduğu ve aynı şekilde, hazine bonosu faiz oranlarının İMKB Endeksi'nin bir sonucu olduğu tespit edilmiştir. Her iki değişken arasında nedensellik ilişkisi mevcuttur. Bu, beklenen ve oldukça anlamlı bir sonuçtur. Faiz oranları yükselmeye başladığında, yatırımcı hisse senedi piyasasından Hazine bonosu faiz oranlarına yönelecektir. Faiz oranları düşmeye başladığın da ise, tersi olacaktır.

Altın değişkeni, Çoklu Doğrusal Regresyon Modeli'nde % 10 anlamlılık düzeyine göre, Altın fiyatları ile İMKB Endeksi arasında negatif bir ilişki söz konusudur. Bu, Altın'ın İMKB Endeksi'ne alternatif bir yatırım aracı olması ile açıklanabilir. Granger Nedensellik Testi'ne göre, her iki yönde nedensellik ilişkisi bulunmuştur.

Tüketici Fiyat Endeksi, Çoklu Doğrusal Regresyon Modeli'nde anlamlı çıkmamıştır. Nitekim Granger Nedensellik Testi'ne göre de, her iki yönde de nedensellik ilişkisi yok-

tur. Hisse senedi fiyatlarındaki değişim Tüketici Fiyat Endeksi'ndeki değişimlerle açıklanamamaktadır.

Çoklu Doğrusal Regresyon Modeli'ne göre, Sanayi Üretim Endeksi ile İMKB Endeksi arasında negatif bir ilişki bulunmaktadır. Bu, beklenen bir durum değildir. Üretim artışıyla kârlılığın artması ve İMKB Endeksi'ni pozitif yönde etkilemesi beklenirdi. Granger Nedensellik Testi'ne göre, her iki yönde de nedensellik ilişkisi çıkmamıştır.

Dolar ile İMKB Endeksi arasında pozitif bir ilişki olduğu tespit edilmiştir. Doların İMKB Endeksi'ne alternatif bir yatırım aracı olması yönü ile bu beklenen bir durum değildir. Granger Nedensellik Testi'ne göre, Dolar'da meydana gelen bir değişme İMKB Endeksi'ni etkilememektedir. Fakat İMKB Endeksi'nde meydana gelen bir değişme Doları etkilemektedir. Bu da mantıklı bir sonuçtur, özellikle İMKB'de önemli bir ağırlığa sahip yabancı yatırımcılar, ellerindeki hisse senetlerini satın borsadan çıktıktan sonra kârlarını dolara çevirerek ülkeyi terk etmektedirler.

Regresyon Modeli sonucuna göre, Para arzı (M2) ile İMKB Endeksi arasında çok zayıf bir ilişki söz konusudur. Granger Nedensellik Testi'ne göre, her iki yönde de nedensellik ilişkisi yoktur.

Özetle, 1990–2004 yılları arasında, aylık veriler kullanılarak yapılan bu çalışmada Hazine Bonosu Faiz oranları ile İMKB–100 endeksi arasında negatif bir ilişkinin olmasıdır. Bu durum, faizler düşmeye devam ettikçe, İMKB'nin bundan olumlu etkileneneceği anlamına gelmektedir. Dolar fiyatı ise, İMKB–100 endeksi ile pozitif fakat zayıf, altın fiyatının ise, (% 10 anlamlılık düzeyinde) İMKB–100 endeksi ile negatif ve zayıf ilişki içindedir. Enflasyon oranları ile İMKB–100 endeksi arasında bir ilişki tespit edilememiştir.

KAYNAKÇA

– BLANCHARD, O., "Macro Economics", New Jersey: Prentice Hall, 1996.

– CHAMBERS, N.R., M. İŞLER ve A. ÇİLİNGİRTÜRK, "Makro Ekonomik Göstergeler İMKB Üzerindeki Etkilerini İncelemeye

Yönelik Bir Araştırma", Türkmen Kitapevi, İstanbul, 2003.

– DEMİR, Y., "İMKB'de Hisse Senedi Fiyatını Belirleyen Faktörler ve Mali Sektör Üzerine Bir Uygulama", Yayınlanmamış doktora tezi, Süleyman Demirel Üniversitesi, Sosyal Bilimler Enstitüsü, Isparta, 2001.

– DURACASU, H., "Ekonomik Göstergelerin İMKB'ye Etkisinin Analizi", Anadolu Üniversitesi İ.İ.B.F. İşletme Bölümü Sayısal Yöntemler Anabilim Dalı, Eskişehir, 1996.

– DURUKAN, M.B., "İstanbul Menkul Kıymetler Borsası'nda Makro Ekonomik Değişkenlerin Hisse Senedi Fiyatlarına Etkisi", İMKB Dergisi, ISSN 1301-1650, Yıl: 3, Sayı: 11, Temmuz – Ağustos - Eylül, 1999.

– GONG, F., R.S MARIANO., "Stock Market Returns and Economic Fundamentals In An Emerging Market: The Case of Korea", Financial Engineering and the Japanese Markets, 4, p. 147-169, 1997.

– GRANGER, C., "Causality, Cointegration and Control", Journal of Economic Dynamics and Control, p.551-559, 1988.

– İBRAHİM, M.H., "Macro Economic Variables and Stock Prices in Malaysia: An Empirical Analysis", Asian Economic Journal,

Vol. 13, No. 2, 1999.

– KARAMUSTAFA, O., Y. KÜÇÜKKALE, "Hisse Senedi Getirileri ve Makro Ekonomik Değişkenlerin Koentegrasyon ve Nedensellik İlişkileri", VI. Türkiye Finans eğitim Sempozyumu, Süleyman Demirel Üniversitesi İktisadi ve İdari Bilimler Fakültesi, s. 255-265, Isparta, 2002.

– KARAMUSTAFA, O. ve A. KARAKAYA, "Enflasyonun Borsa Performansı Üzerindeki Etkisi", Kocaeli Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü Dergisi, (7) 2004/1: 23-35.

– KARGI, N., "Ekonomik Kalkınma, Tasarruf ve Sermaye Piyasası İlişkileri: Türkiye Örneği", SPK Yayınları, Yayın No: 115, Ankara, 1998.

– MOOKERJEE, R., Q. YU, "Macro Economic variables and stock prices in a small open economy: The case of Singapore", Pacific-Basin Finance Journal (5), 377-388, 1997.

– ÖNDER, A.Ö., K. METİN ve G. MURADOĞLU, "Hisse Senedi Fiyatlarının Çeşitli Zaman Serisi Modelleriyle Yapılmış Öngörüsü: İstanbul Menkul Kıymetler Borsası Örneği", ODTÜ Gelişme Dergisi, 26 (1-2), s. 163-178, 1999.

Rakamların Dili

Finans – Politik & Ekonomik Yorumlar Dergisi

EKONOMİK GÖSTERGELER DIŞ DÜNYA (ŞUBAT 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.	4.1	3.4	3.1	4.9	- 772.7	- 780.6
Almanya	2.5	2.1	1.0	11.2	203.6	114.0
Avustralya	0.6	2.8	6.1	5.1	- 15.0	- 43.5
Avusturya	2.3	1.6	2.4	5.3	- 1.8	- 0.4
Belçika	1.7	2.9	2.3	12.9	14.2	8.2
Danimarka	5.7	2.2	2.8	5.1	9.2	8.7
Fransa	2.8	1.5	3.2	9.6	- 31.6	- 34.6
Hollanda	2.5	2.0	1.1	6.3	39.3	44.3
İngiltere	2.4	2.0	3.4	5.0	- 116.9	- 40.6
İspanya	3.3	3.7	1.9	8.5	- 95.2	- 80.8
İsveç	3.9	0.9	3.1	5.4	19.3	24.2
İsviçre	4.3	1.0	0.9	3.8	6.4	49.3
İtalya	1.1	2.0	3.0	7.5	- 11.8	- 28.3
Japonya	1.0	- 0.8	- 0.3	4.6	97.6	164.7
Kanada	3.6	2.2	2.8	6.5	52.7	19.6
Euro Bölgesi	2.6	2.2	2.2	8.3	35.9	- 26.3

Açıklamalar: (b.d.) = Belli Değil Kaynak: The Economist, 28 Ocak 2006.

(*) 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 (%) (Ocak - 06) (2.Dönem)	73	0,05	1,30	0,19	0,53	0,50	0,50	0,52
İki Ay Sonrasının TÜFE Beklentisi (Ocak - 06) (2.Dönem)	72	0,01	1,20	0,20	0,43	0,44	0,50	0,41
Yıl Sonu TÜFE Beklentisi (Ocak - 06) (2.Dönem)	74	4,20	7,50	0,61	5,67	5,65	6,00	5,67
Gelecek 12 Aylık Dönemin TÜFE Beklentisi (Ocak - 06) (2.Dönem)	71	4,20	7,50	0,61	5,54	5,50	5,00	5,54
Üç Aylık Hazine İhalesi Yıllık Bileşik Faiz Oranı Beklentisi (%) (Ocak - 06) (2.Dönem)	72	13,00	15,00	0,42	13,93	13,90	14,00	13,93
Yıl Sonu Bileşik Faiz Oranı Beklentisi (Ocak - 06) (2.Dönem)	74	9,00	14,00	0,93	12,19	12,43	12,00	12,19
Para Piyasası Gecelik Yıllık Basit Faiz Oranı Beklentisi (%) (Ocak - 06) (2.Dönem)	73	13,00	14,00	0,14	13,44	13,50	13,50	13,50
Yıl Sonu Basit Faiz Oranı Beklentisi (Ocak - 06) (2.Dönem)	74	10,00	13,50	0,69	11,75	12,00	12,00	11,75
Bankalararası Döviz Piyasası Dolar Kuru Beklentisi (YTL) (Ocak - 06) (2.Dönem)	74	1.3200	1.3750	0,0088	1.3415	1.3400	1.3400	1.3416
Yıl Sonu Dolar Kuru Beklentisi (YTL) (Ocak - 06) (2.Dönem)	75	1.3500	1.5500	0,0414	1.4134	1.4100	1.4000	1.4100
Cari İşlemler Dengesi Beklentisi (Milyon Dolar) (*) (Ocak - 06) (2.Dönem)	70	-32000,0	-17000,0	2740,1	-24555,1	-25000,0	-25000,0	- 24555,1
GSMH Büyüme Beklentisi (%) (Ocak - 06) (2.Dönem)	73	3,5	6,0	0,6	4,9	5,0	5,0	4,9

TEMEL GÖSTERGELER

Konsolide Bütçe (Aralık 2005 Sonu)		Enflasyon	
GELİRLER	134.819.231 Milyar TL	ÜFE YILLIK ARALIK SONU	% 5,89
HARCAMALAR	144.562.290 Milyar TL	TÜFE YILLIK ARALIK SONU	% 8,18
BÜTÇE AÇIĞI	- 9.743.059 Milyar TL	ÜFE AYLIK ARALIK SONU	% - 0,04
FAİZ DIŞI FAZLA	35.936.473 Milyar TL	TÜFE AYLIK ARALIK SONU	% 0,42
İç Borç Stoku (Toplam)		GSMH Büyüme Hızı %	
ARALIK 2005 SONU	244,782 Milyar YTL	2005 3. DÖNEM	7,3
Dış Borç Stoku (Toplam)		GSMH	
ARALIK 2005 SONU	86,473 Milyar YTL	CARİ FİYATLARLA 2005 3. DÖNEM	150,541 Trilyon TL
İhracat Gelirleri (Toplam)		Sanayi Üretim İndeksi (Toplam)	
OCAK - ARALIK 2005	73,122 Milyar Dolar	KASIM 2005	% 130,7
İthalat Giderleri (Toplam)		Kapasite Kullanım Oranı	
OCAK - ARALIK 2005	116,048 Milyar Dolar	ARALIK 2005	% 80,6
Nakit Dengesi		İşsizlik	
KASIM SONU	- 7.771.769 Milyar TL	2005 KASIM SONU	% 10,1

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

YURT DIŞI

- 6 Aylık: 40,00.- YTL
 1 Yıllık: 72,00.- YTL
- 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 makbuzun (ve öğrenci iseniz, öğrenci kimliğinizin) fotokopisini, yukarıdaki abone formu ile birlikte lütfen, **"Finans - Politik & 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>

ŞİRKETE BEDAVA LAPTOP!

Bonus Business kullanan şirkete tabii...

Çalışanlarınıza Bonus Business Card verin, şirket için yaptıkları tüm harcamaları ay sonunda ekstreden rahatça kontrol edin. Kazandığınız bonuslarla da şirketiniz için ne almak isterseniz bedavaya gelsin. Bedavaşı en bol şirket kartı: Bonus Business.

Ayrıntılı bilgi için: Garanti Şubeleri, www.garantiticarikartlar.com

