

TÜRK  
SANAYİCİLERİ VE İŞ ADAMLARI DERNEĞİ  
TÜSİAD

# TÜSİAD EKONOMİK ARAŞTIRMALARI

1987



TÜRK SANAYİCİLERİ VE İŞ ADAMLARI DERNEĞİ  
TURKISH INDUSTRIALISTS' AND BUSINESSMEN'S ASSOCIATION

---

# TÜSİAD EKONOMİK ARAŞTIRMALARI

---

1987



TÜRK SANAYİCİLERİ VE İŞ ADAMLARI DERNEĞİ  
TURKISH INDUSTRIALISTS' AND BUSINESSMEN'S ASSOCIATION

Bu raporun tamamı veya bir bölümü referans  
zikredilmek kaydıyla yayınlanabilir.

## Ö N S Ö Z

TOSİAD'ın 1986 yılında birincisini yayınladığı TOSİAD Araştırmaları isimli yayının amacı ülkemizin çeşitli ekonomik sorunları ve genel ekonomik konular üzerinde mümkün olduğunca objektif ve bilimsel bir tartışma platformu sağlamaktır. Geniş ilgi gören bu yayının 1987 sayısında TOSİAD ve ATS (American-Turkish Society)'nin 11-12 Mayıs 1987 tarihleri arasında İstanbul Hilton Oteli'nde "Türk ve Uluslararası Sermaye Piyasaları: İmkanlar ve Eğilimler" konulu sempozyumunda sunulan tebliğlerden bir kısmı da yer almıştır.

TOSİAD Araştırmaları'nda yayınlanan bu yazılar, tamamiyle yazarların kişisel görüşlerini yansıtmakta olup, kesinlikle TOSİAD görüşü olarak kabul edilemez ve yorumlanamaz.



## İ Ç İ N D E K İ L E R

### BÖLÜM I\*

SAKIP SABANCI Turkish and International Financial Markets Opportunities and Trends	1
ÖMER DİNÇKÖK TUSİAD-ATS Türk ve Uluslararası Sermaye Piyasaları: İmkanlar ve Eğilimler	5
OSTÜN SANVER Developments in the International Financial Markets: Practical Suggestions For Turkey	11
ROBERTO TEIXEIRA DA COSTA The Brazilian Experience in the Development of a Capital Market	19
PROF.DR.ÖZER ERTUNA Türk Sermaye Piyasasındaki Son Gelişmeler ve Düzenlemeler	37
DOÇ.DR.ÜNAL BOZKURT Hisse Senedi Piyasası: Gelişmeler ve Sorunlar	51
AYDIN S.ÇAĞINALP Capital Markets and Taxation	67
ALDO PALMERI What Pushes a Company to Want to be Quoted in the Stock Exchange	71
W.FRANK FOUNTAIN Holding Company Structure Treasury Operations	77
GERRY GRIMSTONE Privatisation - The British Approach	95
JOSEPH S.RIZZELLO Globalization of the International Financial Markets and the Philadelphia Stock Exchange	105
ERTUĞRUL İHSAN ÖZOL The Structural Problems of Turkish Capital Market and a Tentative Program for Their Solutions	117

---

\*Bu bölümde Türk ve Uluslararası Sermaye Piyasaları sempozyumunda sunulan tebliğler konuşmacıların konuşma sıralarına göre dizilmiştir.

## BÖLÜM II

DR.OSMAN KUÇUKAHMETOĞLU

Türkiye'nin Avrupa Topluluğu (AT) Ülkelerine Göre Sınai  
Ürünlerdeki Rekabet Gücü

127

DR.OMİT GOCENME

Finansal Kiralama ile Krediyle Satın Almanın  
Yatırımcının Muhasebesi Açısından Mukayesesi

149

DR.M.SERDAR TEPE

Türkiye'de Para Arzı - Enflasyon İlişkisi

163

BÖLÖM I





TURKISH AND INTERNATIONAL FINANCIAL MARKETS  
OPPORTUNITIES AND TRENDS

SAKIP SABANCI\*

Ladies and Gentlemen,

It is a great pleasure for me to welcome you on behalf of TÜSİAD to this Symposium, and to express the hope that all the participants will benefit from the exchanges over the next two days.

It may surprise some of you to know that the first Istanbul Stock Exchange was set up one-hundred-and-fourteen years ago, in eighteen-seventy-three, during the time of the Ottoman Empire. Of course, this was some two centuries after London's 'Exchange began functioning but it nevertheless means that our Stock Exchange has a long history; unfortunately, however, it has a much less active and useful past -and present- than might reasonably be expected.

In nineteen-twenty-nine, soon after the foundation of the Turkish Republic, the Stock Exchange was re-organised and new regulations introduced. The 'Exchange was authorised to deal in foreign exchange, and in international as well as in Turkish securities.

But since there was no foreign exchange and very, very few securities of any kind for the Istanbul Stock Exchange to deal in, it could not play even a minor role in the new Republic's economic development.

It was not the fault of regulations or of the Administration of the Istanbul Stock Exchange. The simple fact is that there were no industrial or commercial firms in Turkey with the sort of capital structure which would allow them to issue shares or bonds to the market, to the public.

---

\* TÜSİAD Yüksek İstişare Konseyi Başkanı

Unfortunately, we took an inordinately long time to begin industrialising. Very little was done in this direction until the nineteen-sixties, and it was not until the later nineteen-seventies that sound, well-organised manufacturing and trading companies started to appear in any sort of number. Some -but not many- of these companies then began to offer their shares to the market and, later on, their bonds and bills, too.

But even today, the volume and aggregate value of the turnover in the capital market is pitifully small.

Personally, I think that it is impossible to over-estimate the importance of a capital market. Of course, an active, well-organised Stock Exchange dealing in a wide range of securities is very important, too. But the Stock Exchange is an instrument of the capital market.

What we have to do is to attract the public's savings into the capital market and create funds for new, much-needed additional investments.

I believe that -perhaps especially in Turkey- the capital market is the only effective channel through which ownership of industry and commerce can be more widely distributed amongst our big, and still fast-growing population. It naturally follows that the capital market must be considered as a primary source of funds for our rapidly expanding army of entrepreneurs.

Recent developments in Turkey will bring new responsibilities for the Stock Exchange in particular and for the Turkish capital market in general.

- The government is shortly to begin selling some of the shares in the State Economic Enterprises to the public. A big volume of new shares will flow on to the market.
- The government is very much in favour of further freeing the foreign exchange system from restrictions. In the quite near future, the Istanbul Stock Exchange will be able to deal in foreign companies' and institutions' shares, commercial paper, and even foreign currency.

Also in line with these fresh advances towards the goal of opening up the whole of the economy to market forces and to the world at large, the Central Bank will soon be selling bills and other commercial paper in foreign markets. (As a matter of fact, at least one of our developments banks has already done this with considerable success).

Brokers and secondary bankers should be given government support in forming a professional organisation on the lines of our TÜSİAD to co-ordinate their activities and further gain the public's confidence in the capital market and Stock Exchange.

I am afraid that we already know that there is a lot to be done. But I am quite sure that we will learn much from this Symposium, and we will also be able to follow up the most recent developments in the international capital markets.

Thank you.



TÜSİAD - ATS  
TÜRK VE ULUSLARARASI SERMAYE PİYASALARI:  
İMKANLAR VE EĞİLİMLER

ÖMER DİNÇKÖK\*

Bayanlar, Baylar,

Bildiğiniz gibi bir süredir uygulanmakta olan "Piyasa Ekonomisi" ekonomik yapıyı oluşturan tüm kesimlerde köklü bazı değişiklikleri gerektirmiştir. Bu ihtiyacın gereği olarak ekonominin yönetiminde ve kısa dönemli yaklaşımlarda sürekli yeni kararlar alınmakta, gerek devlet gerekse özel kesim bunların uygulanması için yapısal değişikliklere ihtiyaç duymaktadır. Cesaretle ifade edebileceğim gerçek şudur ki: Özel kesim "Piyasa Ekonomisi"ne adapte olabilmeye çok başarılı bir performans göstermiştir. Esasında bu gösterge aynı zamanda uygulanan politikanın da başarı grafiğini oluşturmaktadır.

Bugüne kadar ki bu alanda katedilen yol ile amaca ulaşıldığı söylenemez. Daha yapılması ve başarıyla sonuçlandırılması gereken bir dizi önlem ve işlem vardır. Kalkınma yolundaki çabaların sonuç verebilmesi için ekonomi politikalarında hata yapılmaması esastır. Tüm dünya ülkeleri de benzer kalkınma ve toplumlarına refahı yayma gayreti içindedir. Bu durumda kaybedilecek zaman da yoktur.

Katılmanızla bize şeref verdiğiniz bu iki günlük sempozyum ile amacımız bu yönde bir sentez ortamı oluşturabilmektir. Bu vesileyle bu programın TOSİAD ile birlikte düzenlenmesine katkıları olan American Turkish Society yöneticilerine teşekkür etmek isterim.

Biraz önce değindiğim Türkiye'de uygulanan ekonomi politikaları gereği TOSİAD 1987 yılı çalışmalarında iki konuya öncelik vermiştir. Bunlar Türkiye'nin "Avrupa Topluluğu'na tam üyelik" ve "Sermaye Piyasası'nın geliştirilmesi" konularıdır.

---

\* TOSİAD Yönetim Kurulu Başkanı

14 Nisan'daki tam üyelik başvurusu ile bu yönde önemli bir adım atılmıştır. Bu konuda belirlenecek bir takvime göre çalışmalar programlanmalı ve sürdürülmelidir. Bu konuda Türk kamuoyunun da bilinçlendirilmesi gereğine inanıyoruz.

TÜSİAD Avrupa Topluluğu ve Sermaye Piyasası ile ilgili bir kamuoyu araştırması düzenlemiştir. Bu araştırmanın sonuçlarını ilk defa şimdi açıklayacağım. Avrupa Topluluğu ile ilgili kamuoyu'ndaki izlenimleri takip etmek için belirli aralıklarla bu çalışmanın tekrarında fayda olabilir. Başlangıçta şunu belirtmeliyim ki bu araştırma tamamen tarafsız ve anket düzenleme kriterlerine sadık olarak yapılmıştır. Araştırma cinsiyet, yaş, sosyo-ekonomik ve bölgesel yerleşim gruplarına göre düzenlenmiştir. Burada genel sonuçları vermekle yetineceğim. (Ek: Tablo 1, Tablo 2).

Tam üyelik müracaatının çok yeni yapıldığı gözönünde tutulursa bu aşamada alınan sonuçlar kamuoyu'nun konuya çok duyarlı ve olumlu baktığının işaretidir.

Düzenlediğimiz bu anket içinde borsa ve hisse senetleriyle de ilgili iki sualimiz oldu. Alınan cevapları özet olarak sunuyorum (Ek: Tablo 3, Tablo 4).

Borsa ve hisse senetleri ile ilgili daha çok sayıda sual sorulabilir. Hisse senedi yanı sıra özel şirket tahvili, finansman bonosu, devlet tahvili ile ilgili sualler de ilave edilebilir. Elde edilen sonuç Sermaye Piyasası'nın geliştirilmesi için değerlendirilmelidir. Konunu arz ve talep olmak üzere iki tamamlayıcı yönü olduğuna göre anket talep kısmını yansıtmaktadır. Bu konuda tüketici toplum yerine tasarruf yapan toplum olmalıyız. Tasarrufun artması ve tasarrufların ekonomiye aktarılması topluma çarpan etkisiyle geriye dönerek fayda sağlayacaktır.

Şirketlere karşı güvenin de arttığını gözlemekteyiz. Aynı zamanda şirketlerin finans yönetimlerinde bilinçlendiği de bir gerçektir. Geçen yıl ihraç edilen tüm tahvil tutarı 70 milyar TL düzeyinde iken bu yıl dört ay içinde bu rakam aşılmıştır. Bunu güvenin artması ve şirketlerin finans konularında hassas oldukları biçiminde yorumlamak istiyorum. Aynı şekilde hisse senedi hareketlerinde de 1.5 yıllık bir Borsa geçmişimize rağmen iş hacminde önemli artışlar olduğunu bilmekteyiz. "Özelleştirme"nin hisse senedi piyasasına önemli bir canlılık kazandırmasını da bekliyoruz.

İki günlük çalışma programında Türk ve Uluslararası Sermaye Piyasalarında en uzman kişilerin görüşlerini alma fırsatımız olacak. Değişik başlıklar altında bu kişilerin görüşlerini dinleyeceğiz. Huzurunuzda Türk ve başta ABD olmak üzere İngiltere, İtalya, İspanya ve Brezilya'dan toplantımıza katılan tüm konuşmacılara ve misafirlerimize TOSİAD ve ATS adına davetimize katıldıkları için teşekkür ediyor, sizlere saygılar sunuyorum.



TABLO 1

Sual: Türkiye'nin dış ekonomik ilişkilerinde önceliğin ne olması gerektiğini söyler misiniz?

	<u>GENEL</u>
Türkiye Avrupa Ortak Pazarı'na girmelidir.	60.0
Türkiye İslam Ülkeleri ile Ortak Pazarı kurma imkanları aramalıdır.	8.7
Türkiye hiçbir topluluğa katılmayıp tarafsız kalmalıdır (Avusturya, İsviçre gibi)	6.4
Türkiye güney komşuları ile işbirliği yapmalıdır.	1.1
Türkiye Pakistan ve İran'la Ortak Pazar arayışında olmalıdır.	.5
Fikri yok/Cevap yok	23.3
TOPLAM (%)	100.0

TABLO 2

Sual: Sizce Türkiye Avrupa Ortak Pazarı'na hemen mi girmelidir, yoksa acele etmemeli midir?

	<u>GENEL</u>
Hemen girmelidir	58.1
Acele etmemelidir	34.0
Fikri yok/Cevap yok	7.9
TOPLAM (%)	100.0

TABLO 3

Sual: Hiç Borsa'dan hisse senedi aldınız mı?

	<u>GENEL</u>
Evet	9.2
Hayır	90.8
TOPLAM (%)	100.0

TABLO 4

Sual: Neden Borsa'dan hisse senedi satın almıyorsunuz?

Yeterli tasarrufum yok	52.5
Hisse senetleri hakkında bilgim yok	13.3
Paramı gayrimenkule yatırmayı tercih ederim	10.9
Paramı altına yatırmayı tercih ederim	6.7
Hisse senedine güvenim yok	6.4
Banka mevduatı daha emin ve yüksek gelir veriyor	3.3
Gerek duymuyorum	2.8
Devlet tahvili, bono, gelir ortaklığı senetleri hem emin, hem yüksek gelir sağlıyor	2.7
Paramı dövize yatırmayı tercih ederim	2.6
Şirketler hakkında yeterli bilgim yok	2.5
Hiç düşünmedim	2.1
Paramı mala yatırmayı tercih ederim	2.0
Hisseleri istediğim zaman paraya çeviremem	1.1
Henüz oturmamış bir sistem	.4
Bölgemizde bilinmiyor	.3
Cevap yok	4.5
TOPLAM (%)	100.0



## DEVELOPMENTS IN THE INTERNATIONAL FINANCIAL MARKETS: PRACTICAL SUGGESTIONS FOR TURKEY

OSTON SANVER\*

In my address today I will first focus on a brief review of the trends and developments in the international financial markets, then I will try to summarize the major characteristics of the Turkish financial markets and finally I will suggest some practical steps which I believe will help to speed up the capital market development process in Turkey.

### Developments and Trends in the International Financial Markets

Today we are living in an age of rapidly changing financial markets around the world. As a result of deregulation and technological advances, barriers between international and domestic markets are vanishing and the world's financial markets are becoming a huge pool of capital. Financial institutions are increasingly moving out of their traditional role of intermediaries between depositors and borrowers to become financial engineers between investors and users of capital, providing services in a single world market. Emerging institutional investors from economies with huge trade surpluses like Germany, Japan, Canada and other Pacific based countries are investing those surplus funds directly with users of capital instead of depositing it with the commercial banks. This major shift into financial investments has led the trend toward securitisation, which simply is transferring various forms of debt into tradeable securities. Today, capital flow takes place between markets in different time zones at volumes and speed that would not have been possible to imagine ten years ago.

Along with the trend toward "deregulation", "securitisation" and "globalisation" of financial markets, countries all around the world are taking strong measures to improve and internationalize their domestic markets. The United States pioneered the developments in the Seventies with the abolition of Regulation Q - ceiling

---

\* American Turkish Society Başkanı.

on interest rates paid for deposits - followed by the deregulation of various industries including the brokerage business - elimination of minimum commissions and the advent of the money market mutual funds and other investment vehicles and debt securities. The boundaries between banking and other businesses became less clear in the eighties, with the emergence of financial super-markets like Sears and American Express and finance companies like GMAC (General Motors Acceptance Corporation). The rest of the industrialized world followed with the Big-Bang in October of last year in London, the continued liberalisation measures in Japan which started in 1983, the deregulation of the financial sector in Australia and the liberalisation of the capital markets in Netherland, Germany and more recently with the measures taken in France.

The situation among the four tigers, Hong Kong, Singapore, Taiwan and South Korea portray a similar trend toward liberalisation. Taiwan, where there are still exchange controls, has the least developed financial markets -- and the most developed unofficial one for that matter -- among the four, recently began to take some measures allowing the introduction of new vehicles and instruments for investors. Hong Kong with its highly developed financial markets is already a major international banking center and handles a large proportion of the capital market business in the region. Singapore is a well established off-shore banking center which attracts large flows of off-shore interbank funds and deposits from non residents. The government is looking into ways to develop the government securities market as a step towards developing the capital market. Recently, it was announced that a major privatization program of over 40 government-controlled companies will be launched to take place gradually over the next decade. The biggest economic success story of the 1980's, South Korea, is quickly liberalising its financial markets to attract foreign investors. In 1972 owners of closely held companies were encouraged to sell their shares to the public as disincentives were introduced for non-publicly traded companies. The capital market is already quite developed and gradual liberalisation started in 1985. Complete deregulation is expected by the turn of the decade.

Other semi-industrialized and developing countries are taking measures to open up their financial markets to facilitate economic growth. India, which traditionally had a policy of social banking is moving towards a monetary reform which includes the development of the money market to increase the efficiency

of the allocation of savings and other short-term resources within the economy. Malaysia's 1986-1990 five year plan has identified the private sector to be the major source behind economic growth and measures are taken in the financial markets to realize this goal. Indonesia, which has the most liberal foreign exchange regime in the region took steps to deregulate the banking system by removing ceilings on interest rates that can be paid for deposits and by allowing the introduction of new money market instruments. New Zealand allowed for the floating of the New Zealand dollar since 1985 and restrictions are removed over banking activities and foreign exchange movements.

Before closing it is useful to point that very large portions (about 25 per cent of total) of the banking sector's assets are tied up to non-performing loans in the local economies in countries like the Philippines, Indonesia, Singapore, South Korea, Taiwan, United Arab Emirates, Saudi Arabia, Kuwait and many Latin American countries - not to mention the non-performing assets of international banks around the world to LDC's. In order to achieve the larger goals of international competitiveness, low inflation and substantial growth, it is no surprise that many industrialized, semi-industrialized and developing countries are taking steps to improve the efficiency of their financial markets to achieve the narrower goals to channel domestic savings into financial assets, to reduce the cost of capital, to improve investor returns, to slow down the outflow of capital and also to attract foreign capital.

#### Turkey: A Brief Summary of the Current Status of the Financial Markets

There is no doubt that distinguished speakers invited to address the current developments in the Turkish financial markets will present a complete picture of the situation during the conference. I have no intention to duplicate the effort and do not claim to be aware of all the developments. I therefore will try to present a brief summary of what I see as the current status in this section of my address.

The economic stabilization and structural adjustment policies that were introduced on January 24, 1980 aimed to make Turkey internationally competitive and achieve sustained economic growth with low inflation. The adoption of real interest rate policies combined with flexible exchange rate policies, steps towards attracting foreign investment, promotion of exports with the gradual liberalization of imports, the tax reform and the state's investment in major infrastructural projects can be summarized as the major policies employed with the

exception of a few brief interruptions during this period. The degree of success in achieving the broader objectives are being debated but one thing is clear: Turkey has come a long way since 1980. A competitive banking sector and developed financial markets were essential for the successful implementation of these policies. The government took major steps towards improving the efficiency of the financial markets both by measures towards improving the banking sector and through steps initiated by the Central Bank to develop the money market. The establishment of the Capital Markets Board and reactivation of the Istanbul Stock Exchange were aimed towards the development of the capital market which is slowly moving ahead. An interest among investors towards financial assets is developing. Appetite among the saving public is picking up speed towards very selective instruments.

No structural adjustment process has been easy and it may be relaxed from time to time but does not completely end before the desired level of industrialization and technological advancement is achieved. The weaker sectors of the economy that had to operate under conditions of an open market got hurt. Companies that are undercapitalised - which seemed to work well in the 1960s and 70s - are mostly in the red today and restructuring of one form of another seems inevitable for many. SEE's resumed to profitability mainly as a result of price increases and some rehabilitation measures but they are mostly far from what can be called efficient operations. The domestic commercial banking sector has shown great improvements in the areas of trade finance, cash management, trained personnel and technological advancements. However, non-performing loans and inefficiencies resulting from expensive branch banking are still a major headache for many banks and an easy solution does not seem to be near. The borrowing requirements of the government are still substantial and the portion financed through internal borrowings continues to have a crowding out effect on the other sectors of the economy. Finally, inflation continues to be a household problem.

As I said earlier, and I will repeat, there is no doubt that Turkey has shown a remarkable comeback from the late Seventies and compared to semi-industrialized and developing countries, has actually done a better job than many of those countries

Having put things into perspective, one then asks "What next?" I believe the answer to a very large degree lies in the development of the financial markets and for that matter, the capital market. This is a necessity considering the situation that prevails in the economy. For Turkey to be able to make the next big jump ahead towards achieving the greater goals of sustained growth, international competitiveness and low inflation, it is absolutely essential that developed financial markets are in place. Developed financial markets will not only help to channel domestic savings from non-productive way towards more efficient utilization accompanied by improved returns and reduce the cost of capital for both the private sector's and the Government's borrowing needs, but also will serve as an instrument to attract foreign capital and investment. Attracting foreign investment has been one of the highest priorities of the government. Developed financial markets not only will provide an answer to any company - foreign or domestic - operating in Turkey but also will attract foreign institutional investment funds that are looking for diversification and/or funds that are solely established to invest in emerging country securities. Another benefit that can be achieved is that Turkish Treasury securities can be sold or traded in foreign markets if the level of necessary sophistication is achieved in the market and the necessary overseas linkages are established. The presentations that will be made during the conference, I assure will demonstrate once more how broad the opportunities and solutions to problems become once the necessary level of advancement is achieved in the financial markets. The question that comes to my mind and I will ask it to all of us here is "Why wait then?".

#### Some Practical Suggestions

One of the major factors preventing capital market development in Turkey is the very short term emphasis on the part of investors. Uncertainty about the future, lack of investor confidence and high inflation are the three issues contributing to this vicious cycle which continues to feed on itself. It is very difficult for the capital market to develop if these conditions prevail and benefits of developed financial markets can not be enjoyed without the existence of a viable capital market. In this section I will focus on three sets of measures which will be instrumental in establishing investor confidence, channelling domestic savings and foreign institutional investment to the financial markets and finally, measures that will provide the market with a continuous supply of securities. These suggestions by no means represent a complete set of measures to be taken but rather, are some practical steps to facilitate



the development of the financial markets at the shortest possible time. The chances of getting these done is open to debate.

1) Across the board establishment and adoption of accounting standards along generally accepted accounting principles and other financial disclosure requirements.

2) Establishment of a private rating agency formed by participation from all major auditing firms with representation of the state through institutions like the Central Bank and the Capital Markets Board at the Board of Directors.

3) Laws protecting rights of minority shareholders should be revised to establish adequate protection. These three steps are crucial to establish investor confidence in the market.

4) Improvement of the technological level and operating systems of the local stock exchange and linkage to select foreign exchanges.

5) Encouragement of foreign companies to seek listings on the Istanbul Stock Exchange and encouraging Turkish companies to take the necessary measures to seek listings on foreign exchanges. Requirements and measures may vary between different exchanges.

6) Abolition of any withholding and other taxes from the trading of securities. Elimination of any barriers that would prevent the repatriation of earnings and transfer of sales proceeds overseas from securities transactions for foreign investors.

These three steps, coupled with the first three, will be instrumental in attracting foreign investment. There may also be some outflow into foreign securities but I think the benefits from inflows and internationalisation will outweigh this.

7) Government can launch a fund for cheaper financing for preferred investment areas like energy, transportation, tourism and agrobusiness sectors and beneficiaries of these funds may be required to open at least a minimum amount of their shares to the public.

8) Measures to allow for the securitisation of the loan portfolios of the commercial banks should be taken before too long. Legal changes and introduction of new types of securities may be essential to facilitate this process. Initially, good quality loans may have to be sold, but the benefits that will be achieved for the banking sector through improved liquidity, additional fee income and ability to meet regulatory guidelines without the addition of new capital may outweigh the loss of interest income and other negative issues.

9) The development of the residential real estate mortgage market together with measures to securitise mortgage assets might be instrumental in attracting the broader public to the capital market. While providing incentives to the home buyers through this system, higher taxes can be introduced to discourage excessive demand for real estate.

These three measures coupled with the supply that is expected to hit the market as a result of government selling its stake in some major semi-privately owned companies can provide the market with a continuous supply of equity securities for the next couple of years.

Additional incentives to investors coupled with the introduction of new securities might attract their preference to the long term end of the market. The establishment of institutional investors and professional portfolio management will also help improve the efficiency of the market.

Capital market development has historically proven to be a difficult and time consuming process for every country that gave it a try. It is important to keep in mind that developed financial markets and continued political stability will make Turkey very attractive for foreign institutional investors that are looking for diversification in their portfolios and ones that solely invest in securities of emerging countries around the world. This may open a window of new opportunities for Turkey. In closing, I wish to reiterate my confidence in Turkey's ability to close the existing gap with the financial markets of other industrialized or semi-industrialized countries in due course.

Thank you for your attention.



# THE BRAZILIAN EXPERIENCE IN THE DEVELOPMENT OF A CAPITAL MARKET

\*

ROBERTO TEIXEIRA DA COSTA

## 1) The Brazilian Economy - A Brief Overview

Brazil is the eighth largest economy in the non-comunist world in terms of Gross Domestic Product (GDP), after Canada and ahead of Spain. Its GDP reached US \$ 246.800 million in 1986. It is a large country, encompassing an area of 8.500.000 sq.km., half of the continent of South America. Its population was estimated at 140 million inhabitants at the end of 1986.

The Brazilian economy is dynamic, growing at an average rate of almost 7% per year in the last 40 years. Despite this growth, per-capita income was estimated to be only US \$ 1,760 in 1986. There are huge contrasts in the relative development of different regions of the country. The center-south, where 60% of the country's population lives, is the more advanced one. Most of the Brazilian industry is located there and its agriculture is relatively modern and efficient. Other regions are less developed. The Amazon region is still sparsely populated and constitutes almost half the total area of the country.

The service sector contributed with 51.9% of gross domestic product in 1985, while industry contributed with 38.1% and agriculture with the remaining 10.0%. Industrial production is well diversified, the country being self-sufficient in most industrial areas, especially consumer goods. The quality of the output and the cost-competitiveness transformed Brazil in an important exporter of industrial products.

Due to its size, abundance of natural resources and also to strong import substitution programs, Brazil is a relatively inward-looking country, imports

---

\* Brasilpar Yatırım ve Ticaret Firması Başkanı

plus exports representing 14.3% of GDP, in 1986. Exports reached US \$ 22.393 million and imports amounted to US \$ 12.866 million in that year. Primary goods represented 33.3% of exports, semi-manufactured goods another 10.8%, while manufactured goods totalled 54.8%. The five more important items exported in 1985 were: coffee (10.3%); soybeans and its by-products (9.9%); steel, pig-iron and alloys (8.6%); transportation material (6.6%); iron ore (6.5%). The most important categories of imports were oil and refined oil products (43.3%); raw-materials and intermediate goods (26.1%); capital goods (18.8%); food products (7.4%); and consumption goods (6.0%).

The development of Brazil has not been without problems. Inflation has been an uneasy partner of growth for most of our recent economic history, having accelerated to over 200% per year in the recent past. Growth, as mentioned previously has been uneven leaving parts of the country in a situation of poverty.

Brazil is one of the few countries in the world with a frontier to occupy. This process is occurring at a fast pace. Continually new areas are opened to agriculture and frequently new mineral resources are found. The search for oil has been one of the highest priorities of the country in order to eliminate Brazilian dependency on foreign suppliers. Domestic output increased rapidly from the time of the first oil crisis and now supplies some 60% of internal consumption. Self sufficiency, however, is still dependent on new and naturally uncertain developments.

## 2) The Structure of the Capital Markets in Brazil

This presentation assumes capital markets are the market for securities issued by corporations. In Brazil these are capital shares and debentures.

In order to issue securities to the public and have them traded in the market the issuing corporation has to be registered with a government agency patterned after the American Securities and Exchange Commission, called Comissao de Valores Mobiliarios - CVM. There are a little over a thousand companies registered with the Commission and even though their number is small they tend to be big companies and represent an important part of the economy of Brazil. In 1984 they employed 16% of the working population, exported 16% of total exports; paid 55% of the taxes collected by the government and were responsible for 42% of gross capital formation in the country.

The debentures market is unimportant, both in terms of amount issued every year and amount outstanding. Only ten issues were registered during the year of 1986, compared with 154 registered share issues, and private placement of debentures is not usual. The debentures issued tend to have a maturity of three years. There is no organized secondary market for debentures.

The stock exchange constitute the secondary market for shares. There are 9 stock exchanges, of which the ones in Sao Paulo and in Rio de Janeiro traded 97% of the total in 1986. It is uncommon to have securities other than shares traded on the stock exchanges. Trade in securities of financial institutions, of the Central Bank and of the government is done in the over-the-counter market. The amount of shares traded in the over-the counter market, however, is very small. This is due to two factors: first, more than 600 of the publicly held corporations are registered in the stock exchanges and their shares cannot be traded in the over-the-counter market; second, most of the remaining publicly held corporations have either only debentures circulating in the market or if they do have shares in the hands of the public they are not widely dispersed.

The stock exchanges are non-profit organizations which congregate the stock brokers. All stockbrokers must belong to a stock exchange and are organized as brokerage firms. The Sao Paulo Stock Exchange has 84 stockbrokers while the Rio de Janeiro stock Exchange has 72.

All stock exchanges operate in the continuous trading system. Trading goes from 9.30 a.m. to 1.00 p.m., every working day. Besides the spot market, common to all exchanges, the exchanges in Rio de Janeiro and in Sao Paulo operate a term market, a futures market, and an options market in shares. There are two futures market in the stock market index. One is in the Commodities and Futures Exchange in Sao Paulo (based on the Sao Paulo Stock Exchange index) and the other is in the Brazilian Futures Exchange in Rio de Janeiro (based on an index composed of the twelve most important shares).

Securities distributors and investment banks also operate as financial intermediaries in the stock market, next to the stockbrokers. When trading shares in the secondary market of a company registered in a stock exchange they are required to direct the order to a stockbroker (with whom they share the commission).

This stock exchange monopoly does not apply to the selling of new issues which is done through a pool of institutions usually lead by an investment bank. Most of the issues have their placement guaranteed by the underwriters which tend to be numerous, especially if the amount of the issue is large (in the bull market of 1986 issues as large as US \$ 36 million were distributed in the market). Besides securities issued by corporations, all of these intermediaries trade securities issued by financial institutions and by the government and most of them are entitled to make repurchase agreements. The investment banks also operate receiving time deposits and making loans and the stockbrokers intermediate foreign exchange operations.

All intermediaries may operate in the stock market as a broker and as a dealer. They tend to operate on their own account but seldom use their portfolio as a way to make a market for a given stock.

In all, there are 266 stockbrokers, 411 securities distributors and 39 investment banks in Brazil. Not all of them trade in stocks. Even in the case of stockbrokers, some have their main (or sole) activity in the money-market or in the foreign exchange market.

Both common and preferred shares are traded in the market. Our legislation allows that up to two thirds of the number of shares be preferred stock. What distinguishes them in economic terms is a preference either in the payment of dividends or in the reimbursement of capital which is bestowed upon the preferred share. As a compensation, preferred shares usually do not have voting rights.

The majority of the shares traded in the market are preferred shares. Companies prefer to issue them so their control remain firmly in the hands of the controlling group. Investors tend to choose preferred over common shares. They usually pay the same dividend but preferred shares tend to enjoy higher degree of liquidity than common shares, due to their wider ownership. As a consequence, for most companies, preferred shares tend to fetch higher prices than the common ones. Almost all the publicly held corporations are under the absolute control of a group of stockholders, which own more than half of the voting shares. It is common to have family-controlled companies, a few of which are professionally managed.

The market capitalization represents the broadest indicator of the size of the stock market since it values all shares by their market price. Based on the 300 more actively traded companies in the stock exchanges it amounted to US \$ 17.700 million at the end of 1984. Considering only the shares in the hands of the public the market capitalization was around US \$ 10.000 million. The exclusion of the remaining publicly held corporations from the calculation was due to lack of data on market price and does not affect substantially the results, especially for the statistic based on stocks circulating in the market. These companies do not have large amount of equity in the hands of the public. Market capitalization is estimated nowadays to be around US \$ 20.000 million.

Half of the market capitalization comes from Brazilian privately owned companies, some 40% from government controlled enterprises and the remaining 10% are from foreign controlled corporations.

New share issues registered with the Comission in the year of 1986 amounted to US \$ 1.180 million of which almost half was actually distributed in the market, the remainder being subscriber by current stockholders. As said before, 1986 was an exceptionally good year for the stock market.

Several kinds of institutional investors are active in the stock market. Pension funds are the most important, holding over half the total stock portfolio of all institutionals. Mutual funds are next in order of importance followed by the insurance companies.

Institutional investors are required by government regulation to invest part of their portfolio in stocks. For pension funds and insurance companies the minimum amount is 25%, while stock mutual funds have to have a minimum of 50%.

Capital market regulation is in the hands of the Comissao de Valores Mobiliarios, a federal government agency subordinated to the Ministry of Finance, and working under the guidelines set by the Monetary Council, in which its president participate as a member. The Comission has under its jurisdiction the stock exchanges, the market intermediaries, the publicly owned corporations, the investors and the professionals that work in the market. The Comission's powers come from both the capital market law (Law Nr. 6385/76) and the corporate



law (Law Nr.6404/76). The stock exchange have regulatory power over the brokerage firms which are their members and are recognized by the law as an auxiliary arm of the Comission. Their decisions are subject to review by the Comission.

The year of 1986 market the end of a "boom" period which started in 1983. The number of shares traded in the spot market in that year reached 11.282.013 million in all exchanges. This large number is a consequence of the preference of the Brazilian investor to own a large number of shares of small unit value. It terms of value, the amount traded in the spot market amounted to Cz \$ 255.631 million, some US \$ 70 million dollars a day. At its peak in the month of April, daily volume reached US \$ 150 million dollars. By contrast, trading this year up to the end of March amounted to only US \$ 25 million a day.

Trading of shares in the spot market represented 62.6% of trade in the exchanges during last year. Transactions in the options market amounted to 24.8% while the term market contributed with 11.7%.

Sao Paulo Stock Exchange traded 59.8% of the total of all exchanges in 1986, while Rio de Janeiro Exchange traded 37.2%, the remaining three percent representing the trading of the other seven exchanges. Rio de Janeiro lead Sao Paulo only in the trade of options. In the near past Sao Paulo and Rio have alternated as the main stock exchange in the country. At present, Sao Paulo seems to have acquired a firm grasp on the leading position.

The stock market presents a high degree of concentration. A few companies are big relative to the size of the market and present large dispersion of stocks in the hands of the public. The market capitalization data shows that the four largest companies add to 40% of total market capitalization. This is reflected in the actual trade. During 1985, the five most important stocks represented 54.4% of total trade in the spot market while for the ten most important, the participation reached 61.2%.

### 3) The Strategy of Market Development

The development of the stock market was part of a government effort to strengthen the capitalist system in the country and to create new ways for the companies to finance their growth. The stock market had been in operation for a long time, trading in the Rio Stock Exchange having started in 1876. Trading

however was restricted to a reduced number of stocks and capitalization through new share issued to the public was small.

To have a market one needs to have sellers, buyers and a mechanism to make the two sides meet at a low cost. Unless all these components are present at the same time in the right amount, the task of developing a market fails. That was the challenge faced in Brazil in the Middle of the decade of the sixties: how to transform an incipient market into an efficient mechanism for raising capital to finance companies' growth.

The strategy followed three pronged: to give a new institutional base to the market, to stimulate the demand for stocks and to stimulate the supply of new shares.

The exchanges and the stock brokers were under government regulation since the beginning of their activities. However, government interest was then geared not to stock transactions but to the determination of the exchange rate and to the control of foreign exchange operations. The Law nr.4728, of July 14, 1965, known as the capital market law, for the first time regulated the stock market with an aim at investor protection and the development of a modern operational structure for the market. The regulation of the market was further improved by Law nr. 6385, of Dec.7, 1976, which replaced the previous capital market law, and by the new corporate law, Law nr.6404, of Dec. 15, 1976.

Demand for stocks was stimulated through the granting of fiscal incentives for those buying stocks and the directioning of institutional investors to the stock market.

The supply of new shares was stimulated by the granting of fiscal incentives to companies and by the compulsory destination of funds to the buying of new shares.

The general objective was the development of the capital market. But it was also the intention of the government to direct the benefits of that development mainly to private companies controlled by Brazilian private capital. To do that, institutional investors were directed preferentially to buy their securities.

#### 4) The Initial Period: 1965 to 1971

The first action of the government was to give the stock market a new institutional foundation. That was done through Law 47 8/65 which had two main objectives: first, to give the market conditions to make the investments required by an active and efficient market; and, second, to transform the stock market in a safer place for investors' money, subject only to the risks inherent in the investment in stocks.

According to that law, stockbrokers (which up to then worked as individuals) were required to operate as brokerage firms. The stock exchanges were put under the supervision of the Central Bank (the Comissao de Valores Mobiliarios) was created only in 1976), even though maintaining their managerial and financial autonomy. The law also defined the institutions allowed to negotiate with company shares both in the secondary and in the new issues markets. To complement the activity of the brokerage firms, two new kinds of institutions were created: the securities distributors and the investment banks. Investment banks represented the outgrowth of some already existing financial institutions and were entitled to operate in both the credit and the capital market. The securities distributors, on the other hand, performed functions which were previously the realm of small unregulated firms, most of which grew to become securities distributors. The institutionalization of the market (and Central Bank requirements) forced the increase in the capital base of the participant institutions giving them a firmer ground on which to grow.

The law also anchored investor protection in several measures. Companies which issued securities to the public were required to register themselves and their issuing of securities with the Central Bank. The main objective of the registration was the prompt disclosure of relevant information about the companies and their securities to the general public. Financial information was required to be reviewed by an external auditor and made widely available to the public. A minimum of protection was created for the investor in the stock market. Artificial market conditions (including manipulation of market prices) and insider trading were defined and made illegal. The Central Bank was entrusted with the enforcement of the law and with the power to punish those who disobeyed it.

At that time, mutual funds were the only institutional investor active in the market. They were small, since investor interest in buying stock was also small. In order to create strong institutional investors, the government in 1967 instituted a kind of mutual fund, based on income tax deductions. All taxpayers were allowed to use part of their income tax liability to buy shares of the Fiscal Funds. Since it was a giveaway almost everyone invested in the funds, which became known as Fiscal Funds of Decree-law 157 or as Funds 157 after the number of the decree-law which instituted them (Decree-law nr. 157, or Febr. 10, 1967). At the beginning, both individuals and businesses were entitled to the deductions. Individual taxpayers could deduct 10% of their income tax liability and business, 5%. Deduction by business concerns got reduced in 1969 and were ended in 1970. Individual taxpayers had their deduction increased to 12% in 1969.

The government aimed at several goals with the creation of the fiscal funds: to capitalize the companies, especially private companies of Brazilian ownership; to stimulate people to invest voluntarily in stocks by making them familiar with the stock market, and to develop the stock market.

The fiscal funds were managed by investment banks, finance companies or brokerage firms and were subject to the same rules which applied to mutual funds. Funds had to be invested for a minimum period of two years initially. Later on the period of investment was lengthened.

The portfolio of the fiscal funds could be composed only of shares and convertible debentures. For a company to be eligible to have its securities bought by the fiscal fund it had to agree to raise additional funds and use the proceeds to increase its working capital. These funds would be raised through either the issuing of new shares or convertible bonds to the public or the selling of real estate corresponding to at least 15% of the company's capital. If securities were issued, current stockholders were required to buy at least 20% of the issue.

The eligible companies were also granted a fiscal incentive allowing them to deduct from taxable income the amount paid as dividends up to a limit of 6% of the nominal value of their shares.

Fiscal incentives were already granted to companies that respected guidelines set by the government concerning the increased dispersion of voting shares among the public. These companies were called Open Capital Companies (sociedades ano-

nimas de capitalaberto). According to the Law 4728/65, income tax on dividends paid by these companies were reduced from 40% to 25%. That was a big advantage since dividends were subject to a double tax burden, taxed as company profits and again taxed when distributed. Income tax was also not retained at the source if the stockholder was identified. Also in the case of identified individual stockholder dividends were free of tax up to an annual amount of Cr \$ 600.000.00 (around US \$ 300.000). Finally, individual stockholders were allowed to deduct 30% of the amount invested in nominative stocks from their gross income, provided the stocks were kept for at least two years. All these incentives were available only to stockholders of open capital companies. These companies benefited additionally from a reduced taxation of their profits, from the standard 30% to a 25% rate. Not every publicly held corporation was interested in fulfilling the guidelines and only those which did were entitled to these incentives.

The impact of these measures was very positive. A growing number of individual investors came to the market. Stock prices went up, the Rio de Janeiro stock market index going from 107.6 at the end of 1967 to 3.501.2 at the end of 1971, showing a compounded annual growth of 138.8%. Volume traded increased substantially. Between 1966 and 1971 the total amount (in real terms) traded in the stock exchanges of Rio de Janeiro and Sao Paulo increased 63 times.

Wider opportunities were open to companies to raise capital in the market. Between 1965 and 1971, capital issued increased at an average annual rate of 53% in real terms. The number of companies with shares traded in the exchanges went from 70 in 1964 to 226 in 1970.

As share prices went up a wave of speculation took over the market attracting unexperienced investors. From July 1970 to June 1971 the market index in the Rio Stock Exchange went up 350%. Volume increased almost nine times, in real terms, in the same period and the price/earnings ratio went from 12.9 to 33.0.

The height of the boom was reached in June 1971. In the violent fall that followed much of the previous growth in prices and volume was lost. In July 1972, volume traded was hardly double the amount registered two years before and price appreciation was reduced to 110%, again in relation to the number two years prior. Price/earnings ratio were back to a level of all. Those investors who came to the market during the last year of the boom and kept their holdings incurred in severe losses.

#### 6) The Period 1971 to 1976

The next few years were lean years for the market. Investors lost confidence in stocks as investments and directed their savings away from the stock exchanges. The government tried to shore up the market through the granting of new fiscal incentives and especially through the channeling of institutional money to the market. The idea was that a larger participation of institutional investors would contribute to reduce market instability both in terms of share prices and volumes traded.

Starting in the fiscal year of 1972, the deduction from the income tax used to buy quotas in the fiscal funds began to vary from 12 to 24% of the amount of the tax due, the higher percentages applying to those taxpayers with the lower gross income. The length of the mandatory investment in the fiscal funds had already increased to an average of three years, since the middle of 1970. Further increases were made, pushing the length of the investment to an average of 5.5 years, in order to allow for a larger accumulation of funds.

Funds from a compulsory saving scheme created at the end of the previous decade and used up to then only to fund loans made by a development bank were diverted, on a small scale, to the stock market.

Insurance companies were required to direct part of their reserves to the buying of shares and debentures issued by publicly held corporations.

Foreign investors were for the first time allowed to invest in the stock market. Decree-law nr.1401, of May 7, 1975, created investment companies to serve as a vehicle for those investments. Some US \$ 60 million were invested in 1975 and 1976.

The system of fiscal incentives to financial investments was completely revamped by Decree-law 1338, of July 23, 1974.

Every kind of investment got its share of incentives. In general, some percentage of the investment made was deductible from the amount of income tax due by individual taxpayers. In the case of debentures, the percentage was 5%. For convertible debentures, it was 6%. Buying shares in a mutual fund allowed a deduction of 9%. Buying shares through a stock exchange permitted a deduction

of 6% of the amount invested. The subscription of new shares of eligible companies (open capital companies) would allow a deduction of 12%. For shares of eligible companies in the tourism sector the incentive was 20% while in the case of companies located in the Northeast or in the Amazon region the percentage was 42%. Even investment in fixed income securities issued by financial institutions and the government gave rise to deductions, usually from 3% to 4% of the amount invested. In every case, the investment had to be kept for at least two years.

Taxation of dividends paid by open capital companies was reduced to 15% while the general rate was set at 25%. If the amount of dividends received from an open capital company was reinvested in new shares issued by the same or another open capital company the dividends were exempt from taxation. Small investors received a special treatment since the first Cr \$ 4.000.00 (approximately US \$ 450.00) of dividends received by any stockholder was also exempt from taxation.

The channeling of institutional investors money to the market at a time which individual investors were still retrenching produced a significant rise in the participation of institutional investors in the market. The accumulation of money in the fiscal funds transformed them in the main institutional investor, surpassing the mutual funds which were net losers of funds for all of that period.

#### 7) The Period From 1977 on

Despite all the government efforts, the performance of the market was still not satisfactory. Except for the year of 1974 in which the market responded favorably to measures adopted, the market continued its downhill course. The stock market index, volume traded and volume of new issues all continued to show that the market still resented the consequences of the "crash" of 1971.

In order to restore public confidence in the market the government shifted back to the process of institutional changes. Two new laws were enacted at the end of 1976.

Law nr. 6385/76 replaced Law 4728/65. The Comissao de Valores Mobiliarios was created taking the place of the Central Bank as the overseer of the market for securities issued by companies. The Comissao was committed not only to the regulation but also to the development of the market. The experience of the previous years was used to improve several aspects of the legislation. A completely new front of regulation was opened with the new corporate law, Law nr

6404/76. Since most companies are tightly controlled by a few stockholders the need was felt to regulate the relationship between controlling stockholders and minority stockholders. With the new legislation, the rights of minority stockholders were strengthened, the flow of information to prospective investors was improved and the curbing of unfair market prices made easier.

The emphasis on institutional investors remained, and on Febr. 2nd, 1978 the investment of pension funds reserves was regulated requiring a minimum allocation of 20% of their reserves to stock and debentures of publicly held corporations.

Pension funds reserves grew very fast and they soon were to become the most important institutional investor in our market, holding nowadays more than half of the shares in the portfolios of all institutional investors.

Money invested in the Fiscal Funds were subject to increasing retention periods. Before new contributions to the funds were eliminated, funds were supposed to stay invested for up to 10 years.

It was during this period that the government started doing away with the system of fiscal incentives. Several activities and sectors of the economy had become entitled over time to fiscal incentives. The costs in terms of lost revenues made the government more critical of these schemes and questioning started about the maintenance of measures that were intended to be short lived. They were phased out slowly and presently do not have any relevance for the stock or debenture market. At that time, the Comission had done away with the concept of open capital companies, extending the fiscal advantages still in force to all publicly held corporations defined by the new legislation as being those with securities in the hands of the public.

The market did not respond to these changes for some years. Its reaction was further hindered by a recession which lasted from 1981 to 1983. It was only in the middle of 1983 that the market started a new phase of growth in anticipation of the end of the recession. Share prices, volume traded in the exchanges and new issues increased substantially until the middle of 1986. After going up too much, the market went through another adjustment process which is still going on.



### 8) An Appraisal of the Brazilian Experience

Even though a bear market tends to tone down the appraisal one tries to make, it is undeniable that a lot was accomplished:

a) The capital market became a relevant part of our economy conquering space in the newspapers, magazines and television. It is not only of interest to a few as before;

b) It became clear that the market can be an important source of funds for our private corporations and a viable instrument for the privatization of state owned enterprises;

c) Our stock exchanges are modern institutions capable of trading large volume of shares and offering several alternative to investors like futures and options markets;

d) The professional level of the persons which work in the market improved markedly even though further improvements still are required. As an indication of the level of development reached it is though to say that the financial analysts associations have more than 100 members;

e) The number of publicly owned corporations increased substantially and they now congregate an important segment of our economy;

f) Ownership of shares became more widespread. It is may estimate that the number of individual stockholders in all publicly owned corporations reaches over 5 million even though several of them still see investing in stocks as a speculative short term endeavor;

g) The level of disclosure of relevant information to the public improved substantially in the recent past. It can always be improved but I think that Brazil reached a level which is compatible with advanced international standards.

This list of accomplishments should not be interpreted as meaning that there are no deficiencies in our capital market:

a) The Brazilian financial system presents a high degree of concentration and this implies that the number of independent decision making centers is not very large;

b) The number of shares with high degree of liquidity is small and stock prices may show wide changes in a single day. Speculation is widespread;

c) It is important to facilitate the access of more companies to the stock exchanges along the lines of the Unlisted Securities Market of the London Stock Exchange and of the "Second Marche" of the Paris Exchange

d) It is necessary to improve the clearing system of our stock exchanges probably evolving towards a unified system for all exchanges

e) We need to develop a market for long term debt issued by corporations. Our debentures market is still incipient

f) The regulation of foreign portfolio investment has to be improved in order to allow for a larger inflow of funds

g) It is important to stimulate the creation of venture capital companies not only for their own merits but because they function as nursery for small companies with potential for growth allowing them to reach a size compatible with the requirements of the capital market.

#### 9) The Lessons to be Learned

Brazil presents a rich experience in capital market development. The measures taken were all-encompassing and more than 20 years have passed since the government started its efforts allowing us to witness the market through a complete cycle. Moreover, the size and degree of development of the Brazilian economy constitute a base to build a market few countries have.

The first point to emphasize is that a capital market is a complex mechanism. It is not enough to build an exchange, a government agency to regulate the market, and market intermediaries. It is necessary to convince owners of the companies that they need stockholders and convince investors that the variable income provided by shares is a worthwhile choice. But the smaller the market, the smaller the advantages to the companies that sell securities to the public. The more incipient the market, the more difficult it will be to impose on the companies the costs associated with adequate disclosure. And what about liquidity for the investors to trade their shares? How will they come to believe that they will

get a fair deal in their trading? A capital market is as much culture as technology. It is necessary to build a respect for the rights of investors in the market and stockholders in the companies. That requires adequate legislation, time and effort to convince everyone that this is the best course of action, and it requires the enforcement of the law to get the message across. Naturally one does not expect compliance to be perfect. It will never be. But the degree of imperfection remaining will be fundamental in defining the success of the development effort.

Two lessons that come clearly from the Brazilian case are first the importance of keeping the stimulation of supply and demand balanced and second how difficult it is to accomplish this. It is much easier, and faster, to obtain responses from the demand side, starting a process of price increases. It is well known that a boom in the stock market has a momentum of its own, drawing new investors and building on their resources to reach new heights. It is very difficult for a government agency to interfere in the process, which goes on naturally. Everyone is happy with a bull market and government interference will generate losses for some investors, maybe to all if the market crashes through the floor as a consequence of the actions. Another danger is the accumulation of stimuli. Sometimes the economic conditions are not favorable to the growth of the market and government actions do not obtain adequate response. With the advent of new conditions after added stimuli have been enacted, a bull market may start which will be very difficult to control.

A question that usually comes to the forefront is where to direct the development effort: to the secondary market or to the new issues market? Obviously the interest of government planners is to make new capital available to the companies and to stimulate the secondary market may seem to be a waste of scarce resources. But it does not take long to realize that a primary market will flourish only if there is an active secondary market that gives liquidity to the security issued.

Another relevant point is the economic environment. In any country the capital market will grow only in prosperous times. Recession depresses the market and restricts raising of capital by the companies. Economic instability is also negative to the market as the level of risk perceived by the economy increases. On the other hand, companies will voluntarily go to the market only if it is for their advantage. An economy dominated by a few economic groups needs a capital market less than an economic in which wealth is less concentrated.

The availability of cheap government credit for investment also hinders the development of the market. On the other hand, when the government keeps interest rates too low investors flock to the capital market. This is however an artificial situation which will be reverted as soon as the financial market is let free to find its equilibrium level.

Each country has its own particularities and culture and that means that no foreign experience can simply be transplanted and expected to work. It can be of help however if one studies them critically, hoping to learn from other peoples mistakes in order to reduce the costs of the learning-by-doing-process inevitably associated with the development of a capital market.



## TÜRK SERMAYE PİYASASINDAKİ SON GELİŞMELER VE DÜZENLEMELER

PROF.DR.ÖZER ERTUNA\*

Türkiye'de sermaye piyasalarındaki son gelişmeleri incelemekten önce, bir çerçeve teşkil etmesi için, mali piyasaların gelişmişlik düzeyine kısaca değinmek istiyorum.

Türkiye Cumhuriyet döneminde birçok alanda çok önemli başarılar elde etmiş olmasına rağmen, mali piyasalarını geliştirme konusunda başarılı olamamıştır. Kaynak yetersizliği nedeniyle devletçiliğin hakim olduğu 1950 öncesi döneminde olsun, özel teşebbüsün kalkınma hamlelerine katıldığı 1950 sonrası döneminde olsun mali piyasaların hakim ve temel kurumu ticari bankalar olmuştur. Bankalar hanehalkının tasarruflarını tarım, ticaret ve sanayi başta olmak üzere ekonomik faaliyetlere aktarmaya çaba göstermişlerdir. Hanehalkına sunulan mali araç mevduat olmuş, hanehalkının çeşitli mali araçlarla varlık biriktirmelerine ve mülkiyete katılmalarına imkan yaratılamamıştır.

1960'lı ve 1970'li yıllarda mali piyasaların geliştirilmesi, sermaye piyasalarının geliştirilmesi olarak anlaşılmış ve sermaye piyasalarını geliştirme yönünde çeşitli hukuki, mali ve ekonomik çalışmalar gerçekleştirilmiştir. Ancak, bu çalışmalar, bir hukuki düzenlemeye dönüştürülebilmiştir.

Mali piyasaların hukuki düzenlemeleri 1980 sonrası dönemde hızlandırılmıştır. Bu düzenlemelerin ve oluşturulan kurumların sermaye piyasasıyla ilgili olan başlıcaları şunlardır:

- 1981 yılında kabul edilen sermaye piyasası kanunu,
- 1982 yılında oluşturulan sermaye piyasası kurulu,
- 1985 yılında düzenlenip Ocak 1986'da faaliyete geçen İstanbul menkul kıymet borsası,

---

\* Boğaziçi Üniversitesi Öğretim Üyesi.

- 1987 yılı başında sermaye piyasasını ve mülkiyetin halka yayılmasını teşvik amacıyla çıkartılan kanun.

Bu konuşmamda daha çok sermaye piyasasının gelişmesi konusunu ele almak istiyorum. Bu inceleme sırasında, hukuki düzenlemelerin gelişmelere olumlu ve olumsuz etkilerine, yeri geldikçe değineceğim.

#### 1) MALİ PİYASALARIN BÖTÖNLOĞÖ

Bilindiğı gibi, mali piyasalar para ve sermaye piyasalarından oluşur. Para piyasaları kısa vadeli finansal araçların alış verişinin yapıldığı, sermaye piyasaları ise hisse senedi ve tahvil gibi uzun vadeli araçların alınıp satıldığı pazarlardır. Ancak, bu ayırım piyasaların birbirlerinden bağımsız oldukları anlamına gelmez. Mali piyasalar bir bütündür. Bu bütünlük iki açıdan ele alınabilir. Ortam olumlu olduğunda para ve sermaye piyasaları beraberce gelişirler. Yani, piyasalardan birinin gelişmesi diğerinin de gelişmesine yardımcı olur. Diğer açıdan bakıldığında, iki piyasa arasında fon gidiş gelişleri olmaktadır. Bu gidiş gelişler ekonomik koşullardan ve tasarrufçuların tercihlerinden etkilenmektedir. Değişen ekonomik koşullarda tasarrufçular para veya sermaye piyasalarına kayabilmektedir.

Bugün Türkiye'nin içinde bulunduğu koşullar sermaye piyasalarına kıyasla para piyasalarının gelişmesine daha müsaittir. Bugün Türkiye'nin içinde bulunduğu koşullar yüksek faiz ve enflasyonla mücadele koşullarıdır. Bu koşullar altında, hisse senedi ve tahvil cazibelerini yitirmektedir. Enflasyon ortamında hisse senetleri küçük yatırımcıları enflasyona karşı koruyamayan ve riski yüksek araçlardır. Böyle bir ortamda yatırımcılar doğrudan doğruya hisse senedi almaktansa, riski dengelenmiş menkul kıymet yatırım fonlarının senetlerini almayı yeğlemektedir. Türkiye'de henüz menkul kıymet yatırım fonları gelişmemiştir. Tahvillerin ise enflasyonist ortamda faiz riskinin azalması için, dalgalanan faizli türlerinin kullanılması gerekir. Aksi halde, enflasyon yavaşlatıldığında şirketler çok yüksek reel faiz yükünü kaldıramayacaklardır. Değişken, dalgalanan veya endekslenmiş tahviller kullanılmadığında kısa vadeli, yani para piyasası borç araçlarını kullanmak daha doğru bir yol olmaktadır.

Öte yandan Türkiye'de para piyasası araçlarında önemli gelişmeler beklenebilir. Devlet tahvili ve hazine bonoları satışları önemli gelişmeler kaydetmiştir. Finansman bonolarının kullanımı çok önemli bir potansiyel oluşturmaktadır.

özellikle, para piyasası araçlarına yönelik, yani finansman bonosu, banka garantili bono, devlet tahvili ve hazine bonosuna yatırım yapan menkul kıymet yatırım fonları kurulduğunda para piyasası süratle gelişecektir.

Para piyasasının gelişmesi, öbür yandan, Türkiye'de sermaye piyasalarının gelişmesine de olumlu katkılarda bulunacaktır. Para piyasalarının gelişmesiyle underwriting şirketleri, yönetim şirketleri, istihbarat şirketleri, değerlendirme (rating) şirketleri, muhasebe denetim şirketleri gibi mali piyasa yardımcı kurumlarına talep doğacaktır. Doğru talep karşısında ülke şartlarına uygun kurumlar da gelişecektir. Bu gelişmeler birincil (primary) piyasalarda kurumlaşmayı sağlarken, artan iş hacmi nedeniyle ikincil (secondary) piyasaların, yani menkul kıymet borsalarının da gelişmesine katkıda bulunacaktır.

## 2) SERMAYE PİYASASI KURUMLARI

Sermaye piyasası kurumlarını yatırımcı kurumlar, menkul kıymet yatırım fonları, gayri menkul yatırım fonları ve borsalar olarak ele alacağız.

a) Yatırımcı Kurumlar: Gelişmiş sermaye piyasalarında sosyal güvenlik kurumları ve sigorta şirketlerinin önemi büyüktür. Örneğin ABD'de sosyal güvenlik kurumları varlıklarının üçte ikisini hisse senedi ve tahvile yatırmakta, sigorta şirketleri ise bu piyasaya yılda 50 milyar dolar kaynak akıtmaktadır. Türkiye'de bu iki kuruluş da sermaye piyasasında önemli bir rol oynamamaktadır. Sosyal güvenlik kurumlarının fonlarını yatırabilecekleri alanlar tahdit edilmiştir. Sigortacılık dalında ise hayat sigortacılığı yeterince gelişemediğinden kaynak birikimi yetersizdir.

Sosyal güvenlik kurumlarının yatırım alanlarına getirilen tahditlerin kaldırılması sermaye piyasalarının gelişmesine katkıda bulunacaktır. Hem sosyal güvenlik kurumlarının, hem de sigorta şirketlerinin sermaye piyasalarına çekilmelerine çaba gösterilmelidir.

b) Menkul Kıymet Yatırım Fonları: Sermaye piyasası kanunuyla beraber Türkiye'de menkul kıymetler yatırım ortaklıkları ve yatırım fonlarının kurulmasına olanak sağlandığı halde henüz yatırım ortaklıkları ve yatırım fonları kurulamamıştır. Bu tür kuruluşlar gelişmiş mali piyasalarda çok önemli bir yer tutmaktadır. Bu kuruluşlar yatırımcılara risk ayarlaması, portföy yönetimi ve likidite gibi çok önemli hizmetler vermektedir. Türkiye'de sermaye piyasası alt yapısının yeterli olmaması, yatırımcılara yatırım danışmanlığı verebilecek



kuruluşların bulunmaması, mali bilgilerin tarafsız denetçilerce denetlenmemesi gibi nedenlerden bu tür hizmetlerin önemi daha da büyüktür. Türkiye'de sermaye piyasalarının gelişmesi için menkul kıymet yatırım fonlarının geliştirilmesi şarttır.

Türkiye'de menkul kıymetler yatırım fonu oluşturma yetkisi bankaların teke-line bırakılmıştır. Yani menkul kıymetler yatırım fonu kurma yetkisi yalnızca bankalara tanınmıştır. Bankalar bu fonları mevduat hesaplarına rakip gördüklerinden henüz bu fonlara rağbet etmemişlerdir. Ayrıca fon kazançlarıyla ilgili vergileme sorunları da bulunmaktadır.

Menkul kıymet yatırım fonlarının önceleri, finansman bonusu, devlet tahvili, hazine bonusu ve mevduat sertifikası gibi para piyasası araçlarından kurulması beklenmelidir. Bu fonlar şirketlerden büyük kupürler şeklinde alacakları finansman bonolarını, devlet tahvillerini, kalkınma bankalarının çıkardığı banka garantili bonoları portföylerine koyarak portföy katılma belgelerini tasarrufçulara küçük kupürler halinde satabileceklerdir. Böylece bu fonlar hem piyasada miktar ayarlaması, hem risk dağılımı hem de portföy yönetimi sağlayacaklardır. Daha sonra piyasa koşulları elverince bu fonlar sermaye piyasası araçlarına da yönelecektir.

Yatırım fonlarıyla ilgili bazı hususları açıklamak yararlı olacaktır. Türkiye'de menkul kıymet yatırım fonları bu fonların önemli gelişme gösterdiği ABD'dekilerinden farklı ancak açık uçlulara benzer bir şekilde düzenlenmiştir. ABD'de portföy oluşturma, portföy yönetimi, portföy varlıklarının korunması ve portföy değerlendirme görevleri ayrı gerçek veya hükmi şahıslarca yürütülmektedir. Ayrıca ABD'de bankaların menkul kıymet yatırım fonu kurma yetkileri bulunmamaktadır. Oysa, Türkiye'de yukarıda sayılan görevlerin tümü bankalara verilmiştir. Türkiye'de yönetim şirketlerinin, menkul değerleme şirketlerinin bulunmaması, bankaların fon kurulmasında öncülük yapmasını gerektirmektedir. Ancak bu durum da bazı hususlara dikkat etmek gerekecektir.

Fonların bankalara rakip kuruluşlar olarak geliştirilmesinde yarar vardır. Mali piyasalarda kurumlar ve araçlar arası rekabet piyasanın gelişmesine katkıda bulunur. Bu nedenle fon kurma yetkisinin bankaların inhisarında bırakılmaması gerekir. Sigorta şirketleri ve mali aracı kuruluşlar da fon kurabilmelidir. Ancak, bu durumda ABD'dekine benzer bir şekilde yönetim, değerlendirme, mali varlıkları koruma ve denetim gibi yetkiler ayrılabilmelidir. Türkiye'de bu hizmetleri

vereabilecek kurumların oluşmasının teşvik edilmesi gerekecektir. Bugünkü durumda yatırımcılara bir güvence olarak, fonların bağımsız muhasebe denetim kuruluşlarınca denetlenmesi uygun olacaktır.

Türkiye'de, açık uçlu fonlarda olduğu gibi, katılım belgelerinin fon tarafından geri alınması zorunluluğu da getirilmiştir. Kanımızca Türkiye'de fonla ilgili tüm yetki ve görevler banka bünyesinde toplandığından, altyapı kuruluşları gelişene ve fon kurma yetkisi yaygınlaştırılana kadar, kapalı uçlu fonların kurulması daha uygun olur. Kapalı uçlu fonların katılım belgeleri borsalarda işlem göreceğinden bu fonlar borsaya hacim de kazandıracaktır.

Bugün için, bankaların kuracakları fonların tavanı kurucu bankanın özsermayesi tutarıyla limitlenmiştir. Bu durum büyük bankalara avantaj yaratmakta ve toplam kurulabilecek fon tutarını kısıtlamaktadır. Menkul kıymet yatırım fonlarının mal varlıkları banka mevcutlarından ayrı tutulduğundan, bu fonların bankaların özsermayeleriyle sınırlandırılması anlam taşımamaktadır. Fon tavanının sermaye ile sınırlandırılmasının nedeni katılımcıların korunması ise, bu korumanın ABD'dekine benzer yönetim tedbirleriyle sağlanması daha uygun olacaktır.

c) Gayri Menkul Yatırım Fonları: Gayri menkul yatırım fonları (Real Estate Investment Trusts veya Property Trusts) gayri menkul satın alarak oluşturdukları portföylerin katılım belgelerini tasarrufçulara satarak tasarrufçuların kira ve değer artışı şeklinde gayri menkul kazancı elde etmelerini sağlayan kuruluşlardır. Bu kuruluşların bir kısmı da ipotekle borç verme işlemleri yapmaktadır. Enflasyon ortamında gayri menkuller reel kazanç sağlayan en güvenli yatırım araçlarıdır. Ancak, gayri menkul yatırımları çok büyük birikimler gerektirmektedir. Gayri menkul yatırım fonları küçük tasarrufçulara bu imkanı tanıyarak hem gayri menkul pazarına anlamlı bir rekabet getirerek pazarın gelişmesini sağlayacak, hem de katılım belgeleri ikincil piyasalarda işlem göreceğinden sermaye piyasalarının gelişmesine katkıda bulunacaktır. Şu noktayı belirtmekte yarar görüyorum. Türkiye'de küçük tasarrufçuları kârlı yatırımlara ortak etmeden sermaye piyasalarının gelişmesi beklenmemelidir. Bildiğimiz kadarıyla, gayri menkul yatırım fonları kurulması konusunda önemli bir çalışma bulunmamaktadır. Bu fonların kurularak tasarrufçulara hizmet etmesi için çalışmalara hemen başlanması yerinde olacaktır.

d) Menkul Kıymet Borsası: Bir seneyi biraz aşan kısa bir sürede İstanbul menkul kıymet borsası önemli bir gelişme göstermiştir. Bu sürede edinilen tecrübe borsanın gelişmesi için çok yararlı olacaktır. Şu anda borsanın temel sorununu iş hacmi olarak görülmektedir. Mali piyasalar geliştikçe, tasarrufcuların servetleri mali araçlara dönüştükçe iş hacmi doğacaktır. Borsalara iş hacmi yaratılırken iki hususa önemle dikkat etmek gerekecektir. Borsada iş hacminin gelişmesi zorlamayla sağlanmamalıdır. Böyle bir zorlama ilgili mali araçların cazibesini azaltacaktır. İkinci husus, borsa geliştirilirken diğer ikincil piyasalar, öncelikle tezgah üstü satış piyasası ihmal edilmemelidir. İkincil piyasalarda da kurumlar arası rekabet piyasanın gelişmesine hizmet edecektir. Son yıllarda borsa dışı elektronik alışveriş sistemleri borsalara iyi rakip olabilmekte ve hızla gelişmektedir. ABD'de NASDAQ (National Association of Security Dealers Automated Quotations) buna iyi bir örnektir. Bugün tezgah üstü piyasasına hizmet eden NASDAQ, dolar iş hacmi açısından, New York ve Tokyo borsalarından sonra, dünyanın üçüncü büyük borsasıdır. Türkiye'de de elektronik ortamda geliştirilen interbank işlemleri son derece başarılı olmuştur. Benzer tecrübelerin tüm mali piyasalara yansıtılması gerekir.

### 3) SERMAYE PİYASASI ARAÇLARI

Mali piyasaların geliştirilebilmesi için yaratıcı bir yaklaşımla mali araçların çeşitlendirilmesi gerekmektedir. Çeşitlendirmenin nedeni fon arzedenlerle fon kullananların farklılaşan tercihlerine cevap verebilmektir. Türkiye'de mali piyasalarda araç çeşitliliğinin çok yetersiz olduğunu söylemeye gerek dahi yoktur. Burada yalnızca Türkiye'nin enflasyonla mücadele ortamına uygun bir çeşitlendirmeden, dalgalanan veya değişken faizle ve endekslenmiş mali araçlardan söz etmek istiyoruz.

Enflasyonla mücadele dönemlerinde sabit faizli mali araçlar hem ihraçeden hem de alan için fazla risklidir. Enflasyon kontrol edilse satıcı, edilmezse alıcı zarar görebilir. Enflasyon ne kadar yüksekse zararlar okadar yüksek olabilir. Bu nedenle enflasyonla mücadele ortamlarında sabit faizli borçlanma araçları (tahviller gibi) cazibesini kaybetmektedir. Bu ortamlarda dalgalanan faizli araçların kullanılması yararlıdır. Bugün için Avrupa piyasalarında genel olarak FRN (Floating Rate Notes) diye adlandırılan bu araçlar yaygın kullanılmaktadır.

Dalgalanan faizli araçların kullanılmasında önemli ve can alıcı konu, faizin hangi baza göre dalgalanacağını saptanmasıdır. Türkiye'de işletmeler dış

borçlanmalarda LIBOR+SPREAD formülüne alışmıştır. Türkiye'de böyle bir baz bulunması zor olabilir. Kanımca yaratıcılık ve rekabet ortamında piyasalarda alıcı ve satıcıların tercihlerine cevap veren bazlar bulunabilir. Mesele ilkenin benimsenmesi ve yaratıcılık ortamının oluşturulmasıdır. Örnek vermek gerekirse döviz paketi para biriminden borçlanmaya gidilebilir veya, hazine bonosu ve devlet tahvili üzerinde tatminkar boyutlarda açık piyasa işlemleri gerçekleştirildiğinde, bu bono ve tahvillerin faizleri baz olarak alınabilir.

Türkiye'de dalgalanan faizli araçların kullanılması sabit faizlileri elimine etmek anlamına gelmeyecektir. Piyasada hem sabit hem de dalgalanan faizli araçlara yer vardır. Hatta, gelişen şartlara göre yatırımcılar sabit faizli araçları değişen faizlilerle veya diğer yönde değiştirmeyi arzulayacaktır. Bu durum Türkiye'de de, gelişmiş piyasalarda olduğu gibi, sabit faizli araçlar ve dalgalanan faizli araçlar arasında SWAP işlemleri için pazar oluşturacak ve piyasanın gelişmesine katkıda bulunacaktır. 1985 Aralığında Merkez Bankası'nca yapılan düzenlemeye göre anonim şirketlerin değişken faizli tahvil çıkarmalarına olanak tanınmıştır. Ancak uygulama yaygınlaşmamış durumdadır.

Yüksek enflasyon dönemlerinde dalgalanan faizli finansal araçlar yeterli olamamaktadır. Dalgalanan faizli araçlarda faiz geliri enflasyona karşı korunabilmekte ancak ana para enflasyon altında eridiğinden yeterli çözüm olamamaktadır. Endekslenmiş finansal araçlar hem ana parayı hem de faizi geçim endeksi gibi bir endekse bağlayarak, ana parayı da korumayı hedef almaktadır. Pek tabii, bu araçlarda ana para enflasyona karşı korunduğundan, faiz çok düşük olmaktadır. Endekslenmiş finansal araçlar, aynı zamanda, borçlanan için borcun ilk yıllarında servis yükünü (faiz + borç amortizasyonu) azaltarak borçtan yararlanma olanaklarını arttırmaktadır. Bu araçların riski azaltmaları nedeniyle borç maliyetini de azaltmaları beklenmektedir. Enflasyon ortamında endekslenmiş borç araçları mali piyasaları canlandırabilir. Wilson komisyonu raporu (1980) tavsiyesiyle İngiltere, endekslenmiş tahvilleri, enflasyon altında ölmek üzere olan tahvil piyasasını canlandırmak için kullanmıştır.

Finansal araçların endekslenmesine gidildiğinde başarı, genellikle, vergi kanunlarında uyum sağlanmasına bağlı olmaktadır. Sabit faizli tahvillerde, kısmen ana para ödemesi olan nominal faizler, ihraçeden kurumca vergiye tabii kazançtan düşülebilmektedir. Endekslenmiş tahvillerde ise ana para ile faiz ayrıldığından vergi avantajı azalmakta, bu da endekslenenin çekiciliğini azaltmaktadır.

Finansal araçların bir tür endekslenmesi ana para ve faizin altının değerine bağlanmasıdır. Bu tür endeksleme altın fiyatlarının çok dalgalanması nedeniyle riskli bir endekslemedir. Riski ayarlayamadıkları sürece, şirketlerin bu tür endekslemeye gitmemeleri gerekir. Öbür yandan Merkez Bankası iyi bir risk ayarlamasıyla altın değerine bağlı altın sertifikaları ihraç edebilir. Altın sertifikaları Türkiye'de tasarrufçular için çok cazip finansal araç olabilir. Bu sertifikaların ikincil piyasalarda işlem görmesi ikinci piyasaları da canlandıracaktır.

Kanımda Türkiye'de enflasyon hala önemini koruduğundan dalgalanan veya ayarlanan faizli ve endeksli mali araçların geliştirilmesi için çaba gösterilmelidir.

#### 4) HALKA AÇILMA

Sermaye piyasalarının geliştirilmesinde aile türü anonim şirketlerin halka açılması önemli bir yer tutmaktadır. Sermaye piyasası kanununda açıkça tanımlanmış olmasa da "HALKA AÇIK ANONİM ŞİRKETLER" şeklinde bir tanımlamaya gidilmiştir. Bu tanımlamaya göre hisse senetlerini halka arzetmiş olan veya 100'den fazla hissedara sahip olan şirketler halka açık şirketlerdir. Ancak bu tür şirketler, işçi şirketleri dışında, yaygın değildir.

Şirketlerin hisse senetlerinin mülkiyetinin halk kitlelerine yaygınlaştırılması, kalkınmakta olan birçok ülkede ekonomik bir amaç olarak benimsenmiştir. Bu yolla, bir taraftan kalkınmanın gerektirdiği sermaye birikimi sağlanırken, öbür yandan mülkiyetin daha adil dağılmasının sağlanacağına inanılmıştır. Türkiye'de hem ekonomik kalkınmanın hızlandırılması, hem de şirketlerin mali bünyelerini güçlendirmeleri için halkın sermaye birikimine katılmasının sağlanması gerekmektedir.

Halkın sermaye birikimine katılmasının sağlanması sermaye piyasasının gelişmesini de hızlandıracaktır. Yaygınlaşan hisse senedi mülkiyeti ve likidite arzusu menkul kıymet borsalarında hacim yaratacak, bunun gibi sermaye piyasasının altyapısını oluşturan kurumların hizmetlerine talep doğacaktır. Yaratılan hacim ve talep, sermaye piyasasının tüm kurumlarıyla gelişmesine yardımcı olacaktır.

Diğer kalkınmakta olan ülkelerde olduğu gibi, Türkiye'de de halkın sermaye birikimine katılması ve hisse senedi mülkiyetinin yaygınlaştırılması, halka açılma olayıyla gerçekleştirilebilir. Halka açılma olayı ise, Türkiye'de özel

kuruluşların halka direkt veya dolaylı olarak açılması ve kamu kuruluşlarının özelleştirilmesi şeklinde cereyan edebilir. Bu iki konuda da Türkiye'de çalışmalar bulunmaktadır.

a) Özel Kuruluşların Halka Açılması: Özel kuruluşların halka açılmasının hem hisse senedini arzedecek olanlar için, hem de, hisse senedini satınalacak olanlar için cazip olması gerekmektedir. Türkiye'de halka açılmanın gerçekleştirilmesi için ne yapılması gerektiği kararlaştırılırken hem ülkenin özel şartlarının gözönünde tutulması hem de (Güney Kore gibi) benzer ülkelerin tecrübelerinden yararlanılması gerekmektedir.

Özel kuruluşların halka açılmasını koşulların olumlu hale getirilmesi, hukuki düzenlemeler, arza yönelik tedbirler ve talebe yönelik teşvikler başlıkları altında inceleyelim.

1) Koşulların Olumlu Hale Getirilmesi: Hisse senetlerine talebin arttırılabilmesi için enflasyonun kontrol altına alınması gerekmektedir. Çünkü, enflasyon dönemlerinde, kısa vadeli finansal araçların getirilerinin aşırı yükselmesi hisse senetlerine yapılacak yatırımların cazibesini yok etmektedir.

Gelişmiş mali piyasalarda dahi, yatırımcılar hisse senetlerine doğrudan doğruya sahip olma yerine, dolaylı sahip olmayı tercih etmektedirler. Yani, hisse senedi yerine yatırım ortaklıklarının iştirak belgelerini almaktadırlar. Yatırım fonları ve yatırım ortaklıkları, yatırımcılara portföy yönetimi, risk ayarlaması gibi hizmetler vermektedir. Bu hizmetler gelişmemiş mali piyasalarda daha da önemlidir. Türkiye'de yatırım ortaklıkları ve fonlarının kurulup yaygınlaştırılması gerekmektedir.

Güney Kore tecrübesinde, şirketlerin muhasebe sistemlerinin geliştirilmesi ve mali tabloların bağımsız denetçiler tarafından denetlenmesinin yatırımcılara güvenilir bilgiler sağlayarak sermaye piyasasının gelişmesine katkıda bulunduğu saptanmıştır. Türkiye'de genel kabul görmüş muhasebe ilkeleri üzerinde çalışmaları yok denecek kadar azdır. Bağımsız dış denetim faaliyetleri de yabancı kuruluşların önderliği altında gelişme kaydetmektedir. Dış denetim hizmetlerinin müesseseselleşmesi gibi, yatırım danışmanlığı, yatırım yöneticiliği, yatırım değerlendirme ve menkul kıymet sınıflandırma (Rating) hizmetlerinin kurumlaşması da sermaye piyasalarının gelişmesine katkıda bulunacaktır. Türkiye'de bu tür hizmetlerin gelişmesi gerekecektir. Ancak, bu hizmetler sermaye piyasasındaki gelişmelere paralel olarak geli-

2) Hukuki Düzenlemeler: Türkiye'de sermaye piyasası hukuki düzenlemelerle geliştirilmeye çalışılmıştır. Daha doğrusu, hukuki düzenlemeler gerçekleştiğinde sermaye piyasasının kendiliğinden gelişeceği sanılmıştır. Oysa, sermaye piyasasında gelişmeler daha çok ekonomik ve sosyal koşullara bağlıdır. Hukuki düzen ne kadar iyi olsa da, ekonomik ve sosyal koşullar uygun değilse sermaye piyasaları gelişemeyecektir. Ancak, ekonomik koşullar uygun olduğunda da hukuki düzenlemelerin yetersizliği veya yanlışlıkları gelişmeleri engelleyebilir.

Uzmanlar sermaye piyasalarının geliştirilmesi için, hukuki düzenlemeler açısından uygun olan stratejiyi şöyle tanımlamaktadır:

- Hukuki çerçevede varsa gelişmeyi önleyici hükümlerin kaldırılması,
- Yeniliğe, yapıcılığa müsait bir ortamın yaratılması ve
- Piyasada güven sarsıcı, rekabet kırıcı hareketlerin ve yanıltma, aldatma yoluyla haksız kazanç sağlamanın önlenmesi.

Burada, hukuki düzenlemeler hakkında ayrıntıya girmeden, halka açılmayı etkileyen birkaç husus üzerinde duracağız. Halka açık şirketlerin belirli bir orandan az olmamak şartıyla temettü dağıtma mecburiyetinin bulunmasının halka açılmayı caydırıcı olduğu ileri sürülmektedir. Bu mecburiyet şirketlerin finansal işlemlerinde hareket kabiliyetlerini kısımtadır. Tasarrufçuların beklentileriyle ilgili varsayımlar altında hukuki düzenlemeler yapılacağına tercihleri rekabet koşullarına bırakmak daha anlamlı olabilir. Rekabet koşullarında en iyi hizmet verebilecek araçlar geliştirilecektir.

Sermaye piyasalarında halka yanıltıcı bilgi verilmemesi için verilen bilgilerin denetlenmesinin yararlı olduğu bilinmektedir. Ancak, Türkiye'de dış denetim imkanları yeterince gelişmediğinden Sermaye Piyasası Kuruluna alışılmışın üstünde denetim yetkileri verilmiştir. Burada da halka açık ve açık olmayan şirketler arasında bir ayrıcalık vardır. Bu durumun halka açılmayı caydırıcı olduğu ileri sürülmektedir.

3) Arza Yönelik Tedbirler: Halka açılmayı cazip kılacak tedbirlerin başında halka açık şirketlerin kârlılığını arttıracak tedbirler ve vergi avantajları sağlanması gelmektedir.

Türkiye'de birçok konuda, özellikle yatırımlarda ve ihracatta teşvik tedbirleri kullanılmaktadır. Bu teşvik tedbirleri, ayrıcalıklı olarak, halka açık

anonim şirketler lehine kullanılmaktadır. Bu uygulamanın geliştirilmesi düşünülebilir. Hatta, halka açık olmayan şirketlerin bazı imkanlardan yararlanmaları kısıtlanabilir. Bu tür kısıtlamalar yatırım kredilerinden, banka kredilerinden yararlanma, veya finansman bonusu çıkarma konularında getirilebilecek kısıtlamalar olabilir. Güney Kore sermaye piyasalarının geliştirilmesinde bu tür kısıtlamalardan başarıyla yararlanmıştır.

Halka açık anonim şirketleri teşvik etmenin en etkili olabilecek türü bu şirketlerin tercihli vergi tarifelerinden yararlandırılmasıdır. Bu tür teşviklerin uygulanmasında hayali halka açık şirketler doğmaması için halka açıklık kıstaslarının daha kapsamlı bir şekilde tanımlanması gerekir. Kısa bir süre önce çıkan, başında şirket kurtarma kanunu olarak adlandırılan, sermaye piyasasındaki gelişmeleri destekleme kanunu bu tür teşvikler getirmekte ve halka açıklık kıstasını yeniden tanımlamaktadır. Bilindiği gibi kanun, halka açılan şirketlerin halka açılma oranlarına göre vergi avantajından yararlanmalarını öngörmektedir. Halka yüzde 25 oranında açılan şirketlerin yüzde 46 yerine yüzde 40, yüzde 51 oranında açılan şirketlerin yüzde 35 ve yüzde 80 oranında açılan şirketlerin ise yüzde 30 kurumlar vergisi ödemeleri esası getirilmektedir. Halka açıklık kıstasına göre, hisselerin enaz yüzde 80'ninin isme kayıtlı olması, enaz 200 ortak bulunması ve ortakların hiçbirinin payının yüzde 1'in üzerinde olmaması gerekmektedir.

Yapılan çeşitli görüşmelerde işadamları halka açılmada şirketlere yönelik teşvikleri fazla desteklememişlerdir. Hatta, bu tür teşviklerin hayali halka açık şirketleri oluşturabileceğine de dikkat çekmişlerdir. Bu tür teşvikleri uygulamış olan ülkeler de bu uygulamaların geçici olmasını, kalıcı çarpıklıklar yaratılmamasını önemle öğütlemektedirler.

4) Talebe Yönelik Teşvikler: Halkın sermaye piyasasında yatırım yapması için yararlandığı teşviklere talebe yönelik teşvikler diyoruz. Bu teşviklerin başında çeşitli vergi avantajları sağlanması gelmektedir. Vergi avantajı sağlama yönelik teşvikler özellikle gelişmiş ülkelerde sermaye piyasasını canlandırmak için çok kullanılmaktadır. Fransa'da sermaye piyasasının gelişmesini hızlandırmak için 1978 yılında çıkartılan MONORY kanunu ve 1983 yılında çıkartılan DELOR kanunu bu tür teşvikler için iyi örnekler vermektedir. Fransa'daki teşvikler bazı finansal araçlardan sağlanan gelirlerin vergiden muaf tutulması, menkul kıymet artışlarının düşük oranlarda vergilendirilmesi, Fransız şirketleri hisse senetlerine yapılan yatırımların (bir tavana kadar) vergilendirilebilir kazançtan



düşülmesi ve Fransız şirketlerinin hisse senetlerine yapılan yatırımların bir kısmının ödenecek vergi tutarından düşülmesi olarak özetlenebilir.

Vergiye yönelik teşvikler vergi tahsilatlarının muntazam yürüdüğü ülkelerde olumlu sonuç verebilir. Vergi sistemi gelişmemiş, gelir vergisi toplanmasında sıkıntı çekilen ortamlarda bu tür teşvikler hem etkin olmayacak hem de bazı kişilere avantaj sağlamaktan ileri gidemeyecektir.

Türkiye'de gelir vergisi toplamada stopaj yoluyla toplama sistemi beyan usulüne kıyasla daha fazla gelişmiştir. Bu durumda vergi avantajları sağlanacaksa bu avantajların stopaj usulüyle toplanan vergilere sağlanması gerekmektedir. Türkiye'de kurumlar ve gelir vergileri ayrılarak yalnızca küçük tasarrufçuların temettülerden elde ettikleri gelirler gelir vergisinden muaf tutulabilir. Veya, küçük tasarrufçulara gelir vergisi iadesi yapılabilir. Ancak bunun için hisse senetlerinin hamiline değil nama kayıtlı olması gerekir. Hisse senetleri gelirlerine vergi muafiyeti uygulandığı takdirde aynı uygulama diğer benzeri mali araçlara da yaygınlaştırılmasıdır. Çünkü mali piyasaların iyi çalışması için araçlar arasında suni ayrıcalıklar yaratılmaması gerekir.

Türkiye'de menkul kıymet yatırım fonlarının gelişmesi halka açılma olayında da önemli katkılarda bulunabilir. Halkın, hisse senetlerini doğrudan doğruya almayıp, menkul kıymet yatırım fonlarından katılım belgesi alarak dolaylı bir şekilde aldıklarında, teşvik uygulaması daha kolay yürütülebilir. Bu durumda, menkul kıymet yatırım fonlarına, temettü gelirleriyle ilgili olarak, vergi iadesi yapılabilir. Bu vergi iadeleri doğal olarak katılım belgelerine yansıtacaktır. Böyle bir uygulama sermaye piyasalarının gelişmesine önemli katkılarda bulunacaktır.

Halkın mali piyasalara aktif bir şekilde girmesini sağlamanın en önemli yolu halkı mali piyasalar ve mali araçlar konusunda eğitmektir. Halk mali piyasalardaki, özellikle, risk ve getiri arasındaki ilişkiler konusunda eğitilmeli, danışman ve aracı kuruluşlardan ne şekilde yararlanabileceği gösterilmelidir. Halkın eğitiminde televizyon için hazırlanmış programlar etkili olabilecektir.

b) Kamu Kuruluşlarının Özelleştirilmesi: Türkiye'de 1980 sonrası ekonomik stratejinin bir parçası olarak kamu iktisadi kuruluşlarının özelleştirilmesi yolunda çalışmalar sürdürülmektedir. Özelleştirme çok kapsamlı ve politik yönleri ağır basan bir olaydır. Ekonomik siyaset olarak, rekabet şartlarının geliştirilmesinin özelleştirmeden daha önemli olduğu, özelleştirmenin amaçlarına ulaşamayıp küçük bir sermayedar grubuna açıktan kazanç sağladığı konusunda makaleler bulunmaktadır. Burada bu konular üzerinde durmayıp, yalnızca özelleştirme ile sermaye piyasaları arasındaki ilişkileri incelemeye çalışacağız.

Özelleştirme doğru yapıldığında, sermaye piyasalarını çok olumlu bir yönde etkileme potansiyeline sahiptir. Özelleştirmenin sermaye piyasalarına etkisi halka açılmanın etkisi gibi olacaktır. Özelleştirme sürecinde kontrol hisselerinin kimin elinde kalacağı en önemli hususlardan biridir. Eğer kontrol hisseleri devletin elinde kalacaksa, halkın özelleştirme hareketine katılması, kapalı şirketlerin halka açılmasında öne sürülen teşviklerin sağlanmasıyla kolaylaştırılabilir. Bu durumda, ilave olarak, halka satılan hisse senetleri için, devletin elinde kalan hisselerin payından karşılanmak üzere, kâr garantisi de verilebilir.

Kamu kuruluşlarının mülkiyeti tamamen özel sektöre devredilecekse, halkın mülkiyete katılımı ve sermaye piyasalarının gelişmesi açısından kuruluşların küçük tasarruflara satılması uygun olacaktır. Ancak, Türkiye deneyimleri, kuvvetli bir müteşebbis grubu kontrolünden yoksun yaygın ortaklı şirketlerin yönetim sorunlarıyla karşı karşıya kaldıklarını göstermektedir. Hemşehri şirketleri ve işçi şirketlerinin sorunları örnek olarak gösterilebilir. Kuruluşların yaygın tasarruflu kitlelerine satılabilmesi ve yönetim sorunlarının çözümlenebilmesi için hisse senetleri halka dolaylı olarak intikal ettirilebilir. Yani, kuruluşların hisse senetleri yatırım fonlarına satılarak, yatırım fonlarının katılım belgeleri halka satılabilir. Yatırım fonlarının yönetimini yönetim şirketleri üstlenecektir. Yatırım fonları özelleştirilen kamu kuruluşlarının hisseleriyle beraber başka kuruluşların mali araçlarını da portföylerine koyarak risk ayarlaması da yapacaktır.

##### 5) ÖZET

Türkiye'de sermaye piyasalarının gelişmesi yalnızca hukuki düzenlemelerle sağlanabilecek bir husus değildir. Sermaye piyasaları yapıcı ve yaratıcı bir ortamda, müsait ekonomik koşullar altında gelişebilecektir.

Bugün Türkiye'de para piyasalarının gelişme şansı daha fazladır. Ancak para piyasasının gelişmesi mali piyasalarda alt yapı kuruluşlarının gelişmesine yapacağı katkılarla sermaye piyasalarının gelişmesine de yardımcı olacaktır.

Bugün Türkiye'nin koşullarına uygun sermaye piyasası kurum ve araçlarının geliştirilmesi yönünde çaba harcanmalıdır. Önemle geliştirilmesi gereken kurum menkul kıymet yatırım fonlarıdır. Bu fonları kurma yetkisi yaygınlaştırılmalı ve fonların büyüklükleri kurucu kuruluşun sermayesiyle limitli olmamalıdır. Fonlarda yönetim, varlıkların korunması ve varlık değerinin saptanması sorumlulukları iyi tanımlanmalıdır. Türkiye'de enflasyon önemini korumaktadır. Bu durumda, değişken faizli, dalgalanan faizli ve indeksli araçların gelişmesine çaba harcanmalıdır.

Kapalı kuruluşların halka açılması ve Kamu İktisadi Teşebbüslerinin özelleştirilmesi Türkiye'de sermaye piyasalarının gelişmesi için önemli bir potansiyel oluşturmaktadır. Bu hareketlerde arza yönelik teşvikler yerine tasarruflara yönelik teşvikler ve tasarrufluların eğitilmesi başarı şansını arttıracaktır. Halka açılma ve özelleştirme hareketlerinde de hisse senetlerinin halka menkul kıymet yatırım fonları aracılığıyla satılması daha olumlu sonuçlar verebilecektir. Menkul kıymet yatırım fonları tasarruflulara portföy yönetimi, risk ayarlaması ve likidite konularında çok önemli hizmetler verecektir.

Türkiye'de sermaye piyasalarının gelişmesi için hukuki düzenlemelerin kısıtlayıcı olmaktan çıkarılması, yapıcı ve yaratıcılığı teşvik edici yönde geliştirilmesi gerekmektedir.

## HISSE SENEDİ PIYASASI: GELİŞMELER VE SORUNLAR

DOÇ.DR. UNAL BOZKURT\*

### Giriş

24 Ocak kararlarının uygulanmasından sonra ekonomide en hızlı değişme gösteren ve dinamizm kazanan sektör, şüphesiz finans kesimi olmuştur. Bu gelişmede bankacılık sisteminde rekabetin artması ve öte yandan uzun yıllardan beri kurulup geliştirilmesine çalışılan sermaye piyasası konusunda alınan önlemler ve nihayet kamu oyunun artan ilgisi gibi faktörler etkili olmuştur. Nitekim sadece İstanbul'da bir yıllık bir süre içinde finans pazarları ve özellikle sermaye piyasası ile ilgili uluslararası nitelikte üçüncü bir seminerin yapılıyor olması ilgili çevrelerin bu konuya verdikleri önemin iyi bir göstergesi olmaktadır.

Sermaye piyasasının geliştirilmesi konusunda son iki yılda birçok önlemin ele alınmasına karşın piyasanın ekonomik gelişmeye katkıda bulunacak bir büyüklüğe ulaştığını söylemek mümkün değildir. Gerek kurumsal yapı ile ilgili gerekse arz ve talep yanı ile ilgili bir takım sorunların olduğu muhakkaktır. Nitekim bu seminerde de bu sorunlar ele alınacak, ayrıntılı bir biçimde tartışılacaktır. Bu tebliğin amacı sermaye piyasasında son yıllardaki gelişmeleri çok kısa olarak özetlemek ve hisse senedi arz ve talebiyle ilgili bazı önemli sorunlara işaret etmek ve çözümü için bazı önerilerde bulunmaktır. Finansal piyasalar ve araçlarla ilgili yasal düzenlemeler ve sorunlar bu tebliğ konusu dışında kaldığından burada ele alınmamıştır. Sairim bu iki günlük seminerde bu konu diğer konuşmacılar tarafından tartışmaya açılacaktır.

### Son Yıllardaki Gelişmeler

Son üç yılda sermaye piyasasındaki gelişmeleri üç grupta toplamak mümkündür:

- Yeni finansal araç türlerinin düzenlenmesi ve geliştirilmesine yönelik girişimler,

---

\* İstanbul Üniversitesi Öğretim Üyesi

- İkinci el piyasasının kurulması ve işleyişi ile ilgili düzenlemeler
- Menkul değerlere talebi ve arzı arttırmaya yönelik teşvik önlemleri.

1982 yılında 2499 sayılı Sermaye Piyasası Kanunu ile kurulan Sermaye Piyasası Kurulu yeni menkul değer türlerinin geliştirilmesi için düzenlemeler yapmaktadır. Sadece 1986 yılında Banka bonosu, Banka Garantili bono, Finansman bonosu ve Menkul Kıymet Yatırım Fonu Katılma Belgeleri gibi yatırım araçlarının ihracına ilişkin tebliğleri yayınlamıştır. Basında yer alan haberlere göre yakında ipotekli borç senetlerinin çıkarılması ile ilgili tebliğ yayınlanacaktır. Baha önceki yıllarda hisse senediyle değiştirilebilir tahvil, kâr zarar ortaklığı ve katılma intifa senetlerinin çıkarılmasına ilişkin tebliğ yayınlanmış olmasına rağmen bugüne kadar işletmelerin geleneksel finansman araçlarından vazgeçemedikleri görülmektedir. Nitekim 1981-1986 döneminde işletmelerin Sermaye Piyasası Kurulu'ndan aldıkları ihrac izinlerinin tutarı yıllar itibariyle Tablo 1'de gösterilmiştir. Özel kesim menkul değer ihracı son yedi yıl içinde dört misli artarak 1986 yılı sonunda 153 milyar TL.'ye ulaşmıştır.

İkinci el piyasası ile ilgili olarak ve sermaye piyasasına kamuoyunun son bir yılda belki de ilgisinin artmasında tek başına etkili olan husus, İstanbul Menkul Kıymetler Borsası'nın kurulup faaliyete geçmesidir. Borsalardaki gelişmeler aşağıda ele alınacaktır.

Menkul değer talep ve arzını arttırıcı önlemler, sağlanan vergi teşvikleri şeklindedir. Bu konuda son birbuçuk yılda kabul edilen iki yasanın ilgili maddelerini belirtmek yeterlidir. Özellikle menkul değer talebini arttırmak için 1.1.1986 tarihinde yürürlüğe giren ve 3239 sayılı Bazı Vergi Kanunlarında Değişiklik yapan yasa ile temettü gelirlerinin ve sermaye kazançlarının vergilendirilmesinde değişiklik yapılmıştır. Yeni düzenlemeye göre temettü gelirlerinden stopaj kesintisi kaldırılmıştır. Kurumlar vergisi, fon kesintileri nihai vergi olmaktadır. Ayrıca mükelleflerin temettü gelirleri nedeniyle beyanname verme zorunluluğu da yoktur. Fakat esas önemli olan, borsaya kote edilmiş hisse senetlerinin elden çıkarılması nedeniyle sağlanan sermaye kazançlarının herhangi bir vergiye tabi olmamasıdır. Halbuki eskiden 100.000 TL.lık bir sınır vardı veya yatırımcı vergiden kurtulmak için bir yıl beklemek zorunda kalıyordu. Şüphesiz bu vergi teşviki, işlem hacmini arttırmada oldukça etkili olmuştur.

Menkul değer arzını arttırmaya yönelik olarak yine 3239 sayılı yasa ve bu

yıl Mart ayında kabul edilen ve kamuoyunda Şirket Kurtarma Yasası olarak bilinen 3332 sayılı yasa, bazı teşvik edici maddeler içermektedir. Örneğin 3239 sayılı yasa ile nominal değerinde bir bedel ile ihraç edilen hisse senetlerinin ihraç primleri, dağıtılmaması ve hisselerin borsaya kayıtlı olması koşuluyla kurumlar vergisinden muaf tutulmuştur. 3332 sayılı yasa ile sermaye yapısı bozuk şirketlere bankaların iştiraki öngörülmekte ve belli bir süre sonra bu iştiraklerin halka satılması öngörülmektedir. Yine bankaların mevcut iştirakleri ile ilgili olarak bu iştirakler halka arz edildiği takdirde gerek GV, gerekse KV bakımından bazı koşullarla istisnalar tanınmaktadır.

TABLO 1  
SERMAYE PİYASASINDA ÖZEL VE KAMU KESİMLERİNİN PAYLARI  
(Milyon TL)

	1980	1981	1982	1983	1984	1985	1986
Kamu Kesimi							
Dev.Tahvilleri	50.000	70.000	69.730	239.010	225.000	1.191.347	1.034.300
Haz.Bonoları	10.000	65.000			793.986	1.415.786	1.218.750
Dev.Yat.Ba.Tah.	15.000						
T.E.K.Bank.Tah.	800		5.000	10.000			
Gel.Ort.Senet.					10.000	140.000	220.000
T o p l a m	75.800	135.000	74.730	249.010	1.028.986	2.747.133	2.473.050
Özel Kesim							
Tahvil	18.011	15.981	13.245	16.343	11.778	36.185	110.982
Hisse Senedi	21.915	25.307	109.423	95.899	63.844	75.578	101.979
KOB						450	850
T o p l a m	39.926	41.288	122.668	112.242	75.622	112.213	212.961
Genel Toplam	115.726	176.288	197.398	361.252	1.104.608	2.859.346	2.686.011

Not: 1986 yılında 60.2 milyar TL'lik banka bonusu ihraç edilmiştir.

Kaynak: TC Merkez Bankası ve Sermaye Piyasası Kurulu Raporları

Son olarak Kanun, Bakanlar Kurulu'na halka açık anonim şirketler için vergi oranlarında değişiklik yapma hakkını vererek halka açık anonim şirketler için belirli koşullarla Kurumlar Vergisi oranını yüzde 30'a kadar indirmektedir.

Hisse Senedi İkincil Pazarı: İstanbul Menkul Kıymetler Borsası (İMKB)

Son bir yıl içinde menkul değerlere kamuoyunun ilgisinin artmasında şüphesiz İMKB'nın faaliyete geçmesi önemli bir rol oynamıştır. Bugün artık günlük basın organlarında borsada işlem gören hisse senetleri fiyatı ve işlem hacmi düzenli olarak yayınlanmaktadır.

Borsaya artan ilginin nedeni, faaliyet sonuçlarının tahminlerin üstünde yüksek olmasıdır. İlk yıl işlem hacmi 1.1 trilyon TL olmakla birlikte bu rakam, hazine bonosu ve devlet tahvili para piyasası aracı niteliğindeki kamu menkul değerlerini içermektedir. Bu miktar içinde sermaye piyasası esas aracı olan hisse senetleri işlem hacmi çok küçük bir miktar olup, toplam işlem hacminin yüzde .07 oranındadır. (Tablo 2)

TABLO 2  
İMKB'NİN İŞLEM HACMI  
(1986 Yılı)

	İşlem Tutarı (Milyon TL.)	İşlem Hacmi (+ 000)
Hisse Senedi	8.703	3.273
Özel Sektör Tahvili	84.218	83.179
Gelir Ortaklığı Senedi	59.932	59.305
Hazine Bonosu-Dev.Tah.	965.821	1.158.381
T O P L A M	1.118.674	

Kaynak: İMKB Yıllık Faaliyet Raporu

Daha önceki yıllarda hisse senedi piyasası tezgah üstü piyasası şeklinde çalıştığından yıllar itibariyle bir karşılaştırma yapmak mümkün değildir. Buna karşın Sermaye Piyasası Araştırma Bölümü bu piyasada ve borsada yapılan işlemlerin toplam hacmini 1983 yılı için 2.2 milyar TL ve 1984 yılı için 2.7 milyar TL olarak tahmin etmektedir. Şu halde iki yıllık bir sürede işlem hacminin yaklaşık 3 misli arttığını söyleyebiliriz.

Hisse senedi piyasası, GSMH içinde oldukça küçük bir paya sahiptir. Sadece gelişmiş ülkeler değil, gelişmekte olan bazı ülkelerle bile karşılaştırıldığında bu oranın ne kadar küçük olduğu görülmektedir. Piyasa büyüklüğü, 1986 yılında dolar olarak 0.9 milyar dolar olmuştur ve GSMH'nin içinde yüzde 1.8'lik bir paya sahiptir. Aynı göstergeler örneğin G.Kore için 14.5 milyar dolar ve yüzde 16.5'dir (Tablo 3).

TABLO 3  
ÇEŞİTLİ ÜLKELERDE HİSSE SENEDİ  
PAZAR BÜYÜKLÜĞÜ

	Hisse Senedi Pazar Büyüklüğü (Milyar \$)	GSMH'ya Oranı (%)
GELİŞMİŞ ÜLKELER		
A.B.D.	2.203.0	52.3
Japonya	651.0	58.0
İngiltere	245.0	65.0
Fransa	48.0	13.0
ASYA ÜLKELERİ		
Güney Kore	14.0	16.5
Tayvan	13.2	22.3
Filipinler	2.0	6.2
Tayland	2.9	7.5
Malezya ve Singapur	32.6	68.6
Endonezya	0.5	0.6
Hindistan	20.0	12.2
LATİN AMERİKA		
Brezilya	44.0	21.5
Meksika	6.0	3.9
Arjantin	1.6	2.4
Şili	2.7	13.5
AFRİKA VE ORTA DOĞU		
Nijerya	2.5	3.0
Zimbabve	0.4	7.4
Ürdün	2.6	57.8
TÜRKİYE	0.9	1.8

Kaynak: Wall Street Journal 18 Mart 1987, S.10

Borsanın faaliyete geçtiği ilk yıl olmakla birlikte piyasada yeterli talebin olduğu hatta bu talebi karşılayacak miktarda arzın olmaması nedeniyle fiyatların yükseldiği ilgili çevrelerce ifade edilmektedir. Gerçekten sorunun talepten çok arz olduğu şeklindeki kani kuvvetlidir. Pazar potansiyeli yüksek olduğuna göre amaç, piyasa ve araçlarına güven kaybolmadan bu potansiyelin borsaya kazandırılması olmalıdır.

Bir yıllık geçmişe rağmen borsada hisse senedi fiyat belirleme mekanizması eleştiriye uğramaya başlamıştır. Hatta bu eleştiriler bizzat borsa yöneticileri tarafından yapılmaktadır. Mevcut sistemin aksaklıklarını şu şekilde sıralayabiliriz:



1) Borsada fiyat belirlenmesi yazılı emirlere ve oldukça karışık bir hesaplama tekniğine dayanmaktadır. Bu sistem zaman alıcı olup her hisse senedi için işlemlerde oldukça sınırlı bir zamanın ayrılması sonucunu doğurmaktadır. Yani hisse senetleri için devamlı işlem yapma (continuous auction) imkanı yoktur. Bu sakıncaları nedeniyle sistemin etkin bir pazar yaratması mümkün değildir.

2) Borsada pazar yapıcı (market maker) üye yoktur. Geniş fon kaynakları nedeniyle bu işlevin borsa üyesi bankalar tarafından yerine getirilmesi beklenebilir. Bu işlevin yerine getirilmemesi, fiyat dalgalanmalarını hızlandırmakta ve spekülatif hareketlere neden olmaktadır.

İMKB'da borsa üyelerinin pazarı bölümlendirdikleri görülmektedir. Örneğin bankalar, daha çok kamu menkul değerleri ve özel kesim tahvilleri üzerine işlem görürken borsa bankerleri ve borsa komisyoncuları daha çok hisse senedi üzerine işlem yapmaktadırlar. Hatta öyle ki bankalar kamu menkul değerlerinin satışında müşteriyi bulmakta, fiyatı kararlaştırmakta ve işlem gerçekleştikten sonra bu işlemi borsada tescil ettirmektedirler. Böylece Menkul Kıymetler Tanzim Fonuna yüzde.01 oranında pay ödemek yerine çok daha küçük oranda pay ödeyerek işlemleri gerçekleştirmektedirler. Kısacası bankaların Sermaye Piyasası Kanunu ile kendilerine sermaye piyasasının gelişmesinde verilen imtiyazlarla beklenen görevleri yerine getirdiklerini, bugün için söylemek mümkün değildir. Tahmin ediyorum ki yatırım fonlarının faaliyete geçip gelişmesi ile bankalar hisse senedi piyasasında daha aktif rol almaya başlayacaklardır.

3) Aynı konu ile ilişkili olarak bankaların ayrı bir şirket kurmaksızın ve sermaye tahsis etmeksizin menkul değer bölümleri ile piyasada faaliyette bulunmalarının, Kurul'un daha sıkı denetimine tabi banker kuruluşları aleyhine bir durum yarattığı ileri sürülmektedir. Piyasanın gelişmesi döneminde bankaların lokomotif görevi görmesi beklendiğinden bu imtiyaz belki anlayışla karşılanabilir. Fakat kısa bir süre içinde örneğin 1-2 yıllık bir sürede bankaların menkul değer faaliyetlerini sermaye tahsis ederek kurdukları ayrı aracı kuruluşlarla sürdürmeleri daha doğru olacaktır.

### Talep Yönü ile İlgili Sorunlar

1) Finansal kesim para ve sermaye piyasası olarak iki alt kesime (piyasaya) ayrılmaktadır. Günümüz ekonomilerinin dinamik yapısı içinde belki böylesine bir kategorik ayırım yapmak doğru değildir. Gerçekte her iki piyasa arasında organik bir bağlantı vardır. Bu nedenle salt sermaye piyasasının geliştirilmesine yönelik politika ve önlemlerin genel ekonomi ve para politikası ile bir bütünlük göstermesi ve tamamlayıcı olması gerekir. Bu genel açıklamadan sonra sermaye piyasasında menkul değer talebinin artmasını engelleyen en önemli faktörün faiz politikasındaki çarpıklık olduğunu belirtmek istiyorum.

Bilindiği gibi finansal varlıkların getirileri ile riski arasında doğrusal olarak bir ilişki vardır. Risk arttıkça getiri de artar. Bu riske girmenin ödülüdür. Risk denince de finansal varlığı ihraç eden kuruluşun katlandığı yükümlülükleri yerine getirememesi olasılığı anlaşılmaktadır. Benzer şekilde vade de bir risk unsurudur. Vade uzadıkça belirsizlik artmakta ve bundan ötürü yatırımcılar o finansal varlıktan daha yüksek kârlılık beklemektedirler. Fonların en verimli şekilde dağılımı da ancak finans pazarlarında menkul değer getirileri ile riski arasında bu ilişki kurulduğu takdirde mümkün olacaktır. Halbuki kamu kesimi kaynak temini için finans pazarlarındaki fonlardan daha çok pay almaktadır. Bunu da kendi ihraç ettiği menkul değerlerin faizlerini yüksek tutmak suretiyle gerçekleştirmektedir. Nitekim kamunun ihraç ettiği menkul değerler son yedi yıl içinde 76 milyar TL.'den 2.473 milyara çıkarak 33 misli artmış ve toplam menkul değer ihraçları içindeki payı yüzde 90'na yükselmiştir (Tablo 1).

Yukarda belirtilen kamu menkul değer faizlerinin yarattığı çarpıklık daha açık bir şekilde aşağıdaki tabloda görülmektedir. Sadece 1986 yılı verileri üzerinden hesaplanan reel getiri oranları kamu menkul değerleri lehine durumu açıkça sergilemektedir. Örneğin 1986 yıllarında hazine bonosu ve devlet tahvili getirileri reel olarak hisse senedi ve altın dışındaki tüm yatırım araçlarından daha yüksek olmuştur. 1985 yılında ise reel performansı en yüksek olan, yine kamu menkul değerleridir.

Çarpık olan husus da budur. Gerçekte kamu menkul değerleri risksiz finansal varlıklardır. Kamu zorunlu kaldığı takdirde kaynak bulamazsa para makinelerini çalıştırır, para basar ve faiz ve ana para ödemelerini yerine getirir. Yatırımcı açısından kamu menkul değerlerini aldığı vakit karşılaşılabileceği risk unsuru, enflasyonun sebep olacağı satın alma gücünün azalmasıdır. Dolayısıyla bu getirinin diğer yatırım alternatiflerine kıyasla en düşük olması gerekir.

TABLO 4  
ÇEŞİTLİ YATIRIM ALTERNATİFLERİNİN  
YILLAR İTİBARIYLA REEL GETİRİ ORANLARI  
(%)

	1983	1984	1985	1986
Devlet Tah.ve Hazine Bonosu	-5.6	5.3	7.6	14.0
Gelir Ortaklığı Senedi			-2/8.2	7.4/35.0
Vadeli Mevduat	-3.5	4.9	6.9	9.6
Özel Tahvil	-5.2	2.6	0.7/4.8	8.0/12.5
Hisse Senedi	45.8	-36.6	-11.0	24.4
Cumhuriyet Altını	-12.3	-21.9	- 6.8	21.5
Dolar	5.0	6.4	-10.3	- 2.9

Not: Hisse senedi getirileri sadece fiyat endeksindeki (Banka ve Ekonomik Yorumlar Dergisi Hisse Senedi Fiyat Endeksi) değişimleri yansıtmakta, temettü gelirlerini içermemektedir.

Yüksek faizle iç borçlanma finans piyasalarında dengeyi bozmaktadır. Şu halde faiz hadlerinin düşürülmesinden çok, finansal varlık getirileri arasında risk-kârlılık dengesinin kurulmasını sağlayacak bir faiz politikasının izlenmesi gerekir. Fakat son aylardaki gelişmeler bu düzeltmenin en azından şimdilik imkansız olacağını işaret etmektedir. Son aylarda hazine bonolarında faiz ortalaması yüzde 45-47 kadar olmuştur. Yatırımcı açısından daha riskli olan bir yıl vadeli mevduat faizi ise brüt yüzde 43'dür. Bu ilişki devam ettiği sürece yatırımcının sermaye piyasasının esas aracı olan hisse senetlerine yönelmesi beklenemez.

2) Sermaye piyasası araçlarına talebi engelleyen bir diğer faktör, enflasyonun düşürülememiş olmasıdır. Faiz hadleri nedeniyle yukarıda değinildiği gibi enflasyon, gelecekle ilgili belirsizliği arttırmakta ve yatırımcılar kısa vadeli finansal araçları tercih etmektedirler. Ayrıca enflasyonun finansal araçlarda neden olduğu satın alma gücü aşınması, menkul değer getirisindeki artış ile telafi edilemezse tasarruflar finansal sistem dışına kaymaktadır. Bu konuda bir fikir vermek üzere enflasyondan arındırılmadan çeşitli elde tutma dönemlerine göre nominal getiriler aşağıdaki tabloda verilmiştir. Tablodan görüleceği gibi 1986 yılı hariç diğer yıllar hisse senetleri alternatif bazı yatırım araçlarına kıyasla genel olarak en düşük getiriyi sağlamıştır. Hisse senedi reel getirileri, sadece 1985-1986 yıllarından oluşan iki ve 1986 yılından oluşan bir yıllık elde tutma dönemlerinde pozitif olmuştur.

TABLO 5  
ÇEŞİTLİ ELDE TUTMA DÖNEMLERİNE GÖRE  
YATIRIMLARIN YILLIK GETİRİSİ  
(%)

Elde Tutma Dönemi	Hisse Senedi	Vadeli Mevduat	Cumhuriyet Altını	Mark	Dolar
1981-1986	29.1	49.7	35.1	43.2	42.7
1982-1986	36.0	49.8	35.0	46.1	41.6
1983-1986	34.7	49.8	22.4	49.3	42.1
1984-1986	21.9	52.3	28.6	56.4	39.1
1985-1986	47.4	51.9	49.0	66.0	30.6
1986-	68.0	48.0	63.9	66.4	31.1

Not: Yukarıdaki verimler yıllık ortalama fiyatlar kullanılarak hesaplanmıştır. Hisse senedi verimi, Banka ve Ekonomik Yorumlar Dergisi Hisse Senedi Fiyat Endeksindeki değişmelere göre hesaplanmıştır.

Ekonomik yapının istikrarsızlığı, işletmelerin karlarında da yıldan yıla dalgalanmalara neden olmaktadır. Böylesine bir ortam içinde yatırımcılar riski göze alamadıklarından daha kısa süreli ve gelirleri sabit menkul değerlere yatırım veya kendilerini enflasyona karşı koruyacak alternatiflere yatırım tercih etmektedirler.

3) Bir diğer önemli faktör, piyasada güvenin sağlanması açısından yatırımcıların şirketlerle ilgili olarak düzenli ve güvenilir bilgi elde etme olanaklarının olmamasıdır. Şirketlerin muhasebe kayıtlarının genel kabul görmüş muhasebe standartlarına göre düzenlenmesini sağlayacak denetim mekanizmasının en kısa zamanda kurulması şarttır. Bu ise yeminli mali müşavirlik sisteminin kurulması ile mümkün olabilir. Borsada işlemler hız kazanmış ve yatırımcıların menkul değerlere ilgisi giderek artmasına karşın henüz yeminli mali müşavirlik sisteminin bir yasal çerçeveye yerleştirilememiş olması önemli bir eksikliktir.

4) Sermaye piyasasında potansiyel talebi harekete geçirecek önemli bir faktör, kurumsal yatırımcıların bugün piyasa dışında kalmış olmasıdır. Örneğin Emekli Sandığı, Sosyal Sigortalar gibi güvenlik kuruluşları tabi oldukları mevzuatın yeterli olmaması nedeniyle daha çok kamu menkul değerlerini tercih etmektedirler. Bu kuruluşlar fonlarını hiçte verimli olmayan bir şekilde kullanmaktadırlar. Bu konuda yine etkili olabilecek diğer finansal kuruluşlar sigorta şirketleridir. Sigorta şirketlerinin portföylerinin büyük bir kısmı yine hazine bonosu ve devlet tahvilinden oluşmaktadır. Bankaların özel emeklilik sandıkları ise daha çok ilişkili oldukları bankaların iştiraklerine yatırım tercih etmektedirler.

5) Sermaye piyasasında önemli talep yaratabilecek bir diğer kurumsal yatırımcı kuruluş, Sermaye Piyasası Kanununda yardımcı kuruluş olarak kabul edilen yatırım fonlarıdır. Yatırım fonları yatırımcıya direkt olarak değil fakat dolaylı olarak menkul değer sahipliği sağlamaktadır. 1986 yılında dört banka, yatırım fonu kurmak üzere müracaat etmiştir. Fakat bu fonlar vergi problemleri nedeniyle henüz faaliyete geçmemişlerdir. Yatırım fonları, yatırımcılara finansal varlık çeşitlendirmesi yolu ile riskin bölüştürülmesi olanağı sağlar. Aynı zamanda katılma belgelerini yatırımcı istediği takdirde cari fiyattan nakde çevirebileceğinden pazara güveni daha çok artar. Son olarak yatırım fonları ile küçük tasarrufların toplanarak yatırımlara dönüşmesi mümkün olur.

2499 Sayılı Sermaye Piyasası Kanununda yatırım fonlarını kurma hakkı sadece bankalara verilmiştir. Kanununda genel olarak başlangıçta bankalara piyasanın geliştirilmesi amacıyla geniş bir rol verilmekle birlikte bu hak, diğer finans kurumlarına örneğin sigorta şirketlerine de tanınmalıdır.

Yatırım fonları konusunda girişim olmakla birlikte katılma belgelerinin stopaja tabi olması nedeniyle henüz faaliyete geçemedikleri yukarda belirtilmişti. Katılma belgeleri karşılığı elde edilen gelirlerin stopaja tabi olmasını anlamak gerçekten güçtür. Şöyle ki eğer hanehalkı olarak nitelendirilen kişi yatırımcılar kendileri direkt olarak borsadaki hisse senetlerine yatırım yapsalar temettü geliri ve sermaye kazançları için hiçbir vergi ödemeyeceklerdir. Katılma belgelerinin vergiye tabi olması sermaye piyasasının kurumsallaşmasını engelleyici bir etkidir. Ayrıca sermaye piyasasında menkul değerlere gerçek talep, ancak kollektif yatırım kuruluşlarının gelişip yaygınlaşması ile artabilir. Nitekim gelişmiş ülkelerde de sermaye piyasasında en büyük pay sahibi bu kurumsal yatırımcılardır. Yatırım fonları konusu aşağıda başka bir açıdan tekrar ele alınacaktır.

#### Arz Yanı ile İlgili Sorunlar

1) Hisse senetleri arzı ile ilgili en önemli sorun, yeteri kadar halka arz edilecek hisse senedinin olmamasıdır. Bunun en önemli nedeni işletmelerin halka kapalı olmalarıdır. Hatta halka açık, menkul değerlerini halka arz etmiş ve borsaya kote edilmiş olan şirketlerin bile hisse senetlerinin çok küçük bir kısmı piyasada işlem konusu olmaktadır. Örneğin 1986 yılında piyasa işlem hacminin piyasa büyüklüğüne oranı yüzde 1.2 olmuştur. 1984 yılı itibariyle bu oran Malezya'da yüzde 8.3, G.Kore'de yüzde 63, Tayland'da ise yüzde 26.35'dir.

Burada sorun sadece işletmelerin halka açılmasını değil, aynı zamanda hisse senedi sahipliğinin mümkün olduğu kadar yaygınlaştırılmasını sağlamaktır. Halka açılmak suretiyle arzı arttırmak için şüphesiz vergi önlemleri etkili olabilir. Tebliğin başlangıcında da belirtildiği gibi 31 Mart 1987 tarihinde yürürlüğe giren 3332 sayılı yasa halka açılmayı teşvik etmek amacıyla düzenlenmiştir. Söz konusu yasa ödenmiş sermayenin belli miktarının sermayedeki payları yüzde 1'in altında olan 200 kişiye ait olması ve bu hisselerin nama yazılı olması halinde Kurumlar Vergisi oranını en çok yüzde 30'a kadar indirmektedir. Bu vergi teşviklerinin halka açılmada ne derece etkili olacağı hakkında bir şey söylemek için vakit henüz erkendir. Bununla birlikte kârlı aile şirketlerinin bu yolla halka açılmaları da beklenmemelidir.

3332 sayılı yasa, banka iştiraklerinin de halka arzedilmesini teşvik edecek vergi hükümleri taşımaktadır. Banka iştirakleri 1998 yılı sonuna kadar halka arz edildiğinde bu kazançlar kurumlar vergisinden istisna edilmektedir. İstisnadan faydalanabilmek için hisselerin bu yıl sonuna kadar nama yazılı hale getirilmesi ve borsaya kote ettirilmesi şarttır. Bankaların kârlı olan iştiraklerini bu şekilde elden çıkaracaklarını ve halka arzedeceklerini beklenmemelidir. Herşeyden önce bu kuruluşlar da bankalara kâr sağlamaktadırlar. Kârlı olan bir iştiraki elden çıkartarak bankaların iştirak gelirlerini azaltmaları beklenmemelidir.

2) Talep yönünde olduğu gibi halka açılma da belli ölçüde bilgi birimini gerektirir. Özellikle işletme sahip ve yöneticilerinin işletmeye en ucuz şekilde finansman sağlayabilmek için alternatif araçlar ve maliyetleri, getirecekleri külfetler konusunda belli bir bilgi düzeyine sahip olmaları şarttır. Örneğin Sermaye Piyasası Kurulu 1982 yılında düzenlenmiş olmasına rağmen hisse senediyle değiştirilebilir tahvil bugüne kadar hiçbir işletme tarafından ihraç edilmemiştir.

HDT, ancak hisse senedi borsası geliştiği takdirde yatırımcılar için bir anlam ifade etmekle birlikte geçen bir buçuk yıllık sürede bile işletmeler eskiden olduğu gibi tek tip tahvil ihraçlarına devam etmişler ve devam etmektedirler. Örneğin faiz hadlerindeki düşmelere karşı (geçen yıl sonunda görüldüğü gibi) işletmeyi gereksiz faiz yükü altına sokmayı önleyebilecek değişken faizli tahvil çıkarılabileceğinin birçok firma yöneticisi henüz farkında değildir.

3) Piyasadaki hisse senedi sıkıntısını karşılamada belki de en etkili olabilecek yol KİT'lerin özelleştirilmesidir. Ancak bu şekilde hisse senedi sahipliğinin geniş tabana yayılması mümkün olabilir. Kârlı KİT kuruluşlarının özelleştirilmesi ile tasarruf sahiplerine hisse senetlerine yatırım yapma alışkanlığı kazandırılması ve bu suretle sermaye piyasasının gelişiminin hızlandırılması mümkündür. Bu konuda gelir ortaklığı gibi oldukça iyi bir tecrübe de vardır. Ayrıca KİT'lerin özelleştirilmesindeki başarı, piyasadan fon temin etme konusundaki rekabeti arttırabilir ve özel kesim şirketlerinin de halka açılmasında etkili olabilir.

#### Sermaye Piyasası ve Yabancı Sermaye

Sermaye piyasasının geliştirilmesi konusunda önemli bir potansiyel de yabancı sermaye portföy yatırımlarını teşvik etmektir. Bugün dünyada portföy yatırımları, sadece gelişmiş ülkeler arasında değildir. Bu ülkelerden gelişmekte olan ülkelere doğru portföy yatırımları giderek artmaktadır. Bu eğilimin bir nedeni, ABD ve Japonya gibi sanayileşmiş ülkelerdeki likidite fazlalığıdır. Bu fazlalığın sisteme absorbe edilmesi, borsalarda büyük spekülatif hareketlere neden olabilir. Nitekim bu likidite fazlalığını sisteme emdiremeyen Japon piyasasında Nippon Telgraf Telefon gibi dev şirketlerin fiyat kazanç oranı 250'lere yükselmiştir.

Gelişmekte olan ülkelerin bu açıdan bir üstünlüğü, bu ülkelerin ekonomilerinin daha hızlı büyüme potansiyeline sahip olmasıdır. Böylece, yabancı yatırımcılar bu ülkelere yaptıkları yatırımlardan daha yüksek getiri sağlayabilirler. Çoğu Latin Amerika ülkelerinin dahil olduğu 11 gelişmekte olan ülke hisse senetlerinden oluşan IFC fiyat endeksi, 1976-1983 döneminde yıllık yüzde 25 oranında artış göstermiştir. Aynı dönemde sanayileşmiş ülkelerdeki hisse senedi yıllık getirisi yüzde 13.5 olmuştur. Sonuç olarak, gelişmekte olan ülkelere hisse senedi yatırımı daha riskli olmasına karşın getiriler de bu riski telafi edecek ölçüde yüksek olabilmektedir. Ayrıca bu ülkelere yatırım, sanayileşmiş ülkelerdeki yatırımcılar için riski uluslararası bir platformda dağıtma olanağı sağlayacağı için de avantajlıdır.

Soruna gelişmekte olan ülkelerin ekonomisi açısından bakıldığında, bu tür portföy yatırımları uluslararası bankalardan borçlanmaya bir alternatif olmakta ve ödemeler dengesi üzerinde daha olumlu bir etki yaratmaktadır. Üçüncü Dünya ülkelerine uluslararası ticaret bankaları tarafından yılda 35-40 milyar dolarlık

kredi açıldığı hatırlanacak olursa, portföy yatırımları ile sağlanacak kaynakların hiçbir zaman bu boyutlara ulaşamayacağı iddia edilebilir. Bununla birlikte yüzde 6 büyüme hızı varsayımı ile gelişmekte olan ülkelerde hisse senedi pazarının önümüzdeki beş yıl içinde bugünkü 145 milyar dolardan 400 milyara yükseleceği ve böylece gelişmekte olan ülkelerin sanayileşmiş ülkelere yaklaşık 80 milyar dolarlık bir kaynak aktarabileceği tahmin edilmektedir.

Gelişen ülkeler portföy yatırımlarını ülkelere çekmek için son yıllarda oldukça popüler bir araç kullanmaktadırlar. Bunlar yatırım fonlarıdır. Bu suretle yabancı yatırımcıların direkt değil dolaylı olarak hisse senetlerine sahip olmaları sağlanmaktadır. Döviz karşılığı çıkarılan katılma belgeleri Londra, New York gibi finans pazarlarında (borsalarda) işlem görmektedir. Bu fonlar ilk önce Brezilya'da kurulmuştur. İlk fon açık sonlu (open end) kurulmuş ise de yatırımcılar katılma belgelerini nakde çevirmede bir takım formaliteleri yerine getirmek zorunda kalmışlardır. Yatırım fonu bir Brezilya şirketi olmakla birlikte, katılma belgeleri Londra Borsasına kote edilmişti. Bu model, borsalarını yabancı sermayeye açmak isteyen diğer gelişmekte olan ülkelere örnek olmuş ve son yıllarda yaygın bir şekilde kullanılmıştır.

Daha sonra Meksika ve G.Kore aynı şekilde yabancı sermayeden faydalanmışlardır. Hisse senedi fiyatlarındaki yükselmeye Meksika 120 milyon değerindeki Meksika Fonu'nu 1981'de kurmuştur. Daha sonra uluslararası bankerlik kuruluşlarının aracılığı ile Meksika Fonları kurulup katılma belgeleri ABD'de yatırımcılara satılmıştır.

Yatırım fonları konusunda en başarılı olan ülke, G.Kore'dir. Başlangıçta IFC'nin yardımı ile 1981 yılında ilk yatırım fonunu kuran G.Kore, bugüne kadar uluslararası nitelikte ve 200 milyon dolar değerinde 6 yatırım fonu kurmuştur. G.Kore ilk önce fonları ülke içinde kurup, belgeleri yabancı yatırımcılara satmıştır. Daha sonraki yıllarda offshore yatırım fonları kurup SEC'e tescil ettirmiş ve Amerikalı yatırımcılara satmıştır. Hatta G.Kore hükümeti bu konuda daha da ileri giderek Koreli şirketlerin hisse senedine çevrilebilir tahvil (Eurobond) çıkartıp uluslararası pazarlarda satmalarını teşvik etmiştir.

Uluslararası yatırım fonu kurarak yabancı sermayeye borsalarını açan diğer ülkeler, Taiwan ve Tayland'dır. Taiwan 1983'de 81 milyon dolarlık fon kurmuştur. Hükümet, üç yeni fonun kurulmasına da izin vermiştir. Tayland ise Bangkok ile



ile 10 milyon dolar sağlamıştır. Borsalara kote edilmiş şirket sayısı 3000 olan Hindistan ise Merrill Lynch'in aracılık ettiği 110 milyon değerindeki fonu geçen yıl faaliyete geçirmiştir. Hindistan'da geçen yıla kadar yabancıların hisse senedi satın almaları yasak olduğu hatırlanacak olursa bu önemli bir gelişme olarak görülmelidir.

Gerek arz (likidite fazlalığı ve yüksek kârlılık), gerekse fon talebi açısından koşulların uygun olduğu ve gelişmekte olan ülkelerin menkul değer pazarlarını yabancı sermayeye açarak gelişmiş finans pazarları ile bütünleşme yoluna gitme eğilimi giderek artmaktadır.

Ülkemiz de bu eğilimden yararlanarak sermaye piyasasının daha hızlı gelişmesini sağlayabilir. İlk önce soruna yasal düzenleme açısından bakıldığında, DPT Yabancı Sermaye Başkanlığı tarafından yayınlanan Yabancı Sermaye Çerçeve Kararnamesi ile ilgili 1 no.lu tebliğe göre, yabancı yatırımcıların portföy yatırımı yapmaları mümkündür.

Gerçekte tebliğde portföy yatırımı, yabancıların Türkiye'de mevcut bir tesise yatırım yapmaları şeklinde tanımlanmıştır. Buna karşılık Türkiye'deki yabancı yatırımcıların kurulu veya kurulacak bir işletmeye yatırımı ise iştirak olarak nitelendirilmiştir. Yine tebliğe göre yatırımcıların kâr, temettü ve ana para transferi kolaylıkla yapılacaktır. Tebliğin 9.maddesine göre de borsaya kote olmuş hisse senetleri için sermaye payının transferinde borsa değerinin esas alınacağı ve transferin bekletilmeksizin Merkez Bankası tarafından yapılacağı belirtilmektedir. Kısacası, yabancı sermaye mevzuatımız yukarda bahsi geçen birçok ülkenin mevzuatından daha liberaldir. Örneğin hisse senedi sahipliği konusunda bir sınırlama yoktur. Hem direkt hem dolaylı olarak hisse senedi sahibi olmak mümkündür. Bu avantaja rağmen portföy yatırımlarında bugüne kadar başarılı olunduğu söylenemez.

Bununla birlikte diğer ülkelerde olduğu gibi uluslararası nitelikli yatırım fonları kurarak yabancı sermayeyi ülkemize bu şekilde de çekmek için koşullar oldukça uygundur. Bu gerçekleştirildiğinde yabancı sermaye, hem işletmelerin özvarlıklarının kuvvetlenmesine ve borsaların etkinliğinin artmasına katkıda bulunabilir. Hatta uzun vadede hisse senedi sahipliğini yaygınlaştıracak bir etki de yaratabilir. Şu anda elimizde yabancı sermayeyi çekmek için çok önemli bir olanak da vardır: Bu da KİT'lerin özelleştirilmesidir. KİT hisseleri ile yatırım portföyüne menkul değer arzı sağlanabileceği gibi, kredi itibarımızın uluslararası pazarlarda yüksek olduğu bu ortamda kurulacak bu tür fonun ve portföyüne dahil edi-

Tecek KİT hisselerinin yabancı yatırımcıların ilgisini çekeceği muhakkaktır.

Henüz kurulalı beri çok yeni olmasına rağmen IMKB'daki hisse senetlerinin performansı yabancı yatırımcıların ilgisini çekecek kadar yüksektir. Fonların kurulup, belgelerin satışı konusunda diğer ülkelerde tecrübesi olan IFC gibi uluslararası kuruluşlarla işbirliği yolları da aranabilir. Yine belgelerin yabancı yatırımcılara satışında uluslararası bankerlik kuruluşlarını devreye sokmak düşünülebilir.

### Sonuç

Bu tebliğde ülkemizde sermaye piyasası ile ilgili gelişmeler ve bazı sorunlar incelenmeye çalışılmıştır. Birbuçuk yıllık borsa deneyimi, tasarruf sahiplerinin hisse senetlerine ilgi duymaya başladığını ortaya koymuştur. Talep yönü ile ilgili belli başlı sorunlar, enflasyon, kamu menkul değerlerinin gerçekçi olmayan faiz oranları ve nihayet kurumsal tasarrufların piyasada henüz bir rol almamış olmasıdır. Yatırım fonları gibi kollektif tasarruf kurumlarının faaliyete geçmesi, piyasanın gelişmesini ve menkul değer sahipliğinin yaygınlaşmasını sağlayacaktır.

Bugün için esas sorun, arz yönü ile ilgilidir. Teşvik önlemleri halka açılmada etkili olabilirse de bu tek başına yeterli değildir. Halka açılma, aynı zamanda bir eğitim ve birikim meselesidir. Piyasada hisse senedi arz açığını gidermede en önemli araç, KİT'lerin özelleştirilmesidir. Özelleştirme, arz sorununa kısa sürede çözüm olabileceği gibi hisse senedi talebinin artması ve tasarrufların sermaye piyasasına mobilize edilmesinde de oldukça etkili olabilir.

Sermaye piyasasının gelişmesinde katkısı olabilecek bir diğer araç, yabancı sermayedir. Bazı gelişmekte olan ülkelerin uyguladıkları gibi yatırım fonları aracılığı ile uluslararası pazarlara açılma, hem sermaye piyasasına, hem de yurt ekonomisine yararlar sağlar. Bu girişim için şu anda eldeki en kuvvetli koz da özelleştirmedir. Özelleştirilecek KİT hisse senetlerinin de dahil olduğu portföyleri yabancı yatırımcılara satma olanakları muhakkak araştırılmalıdır.

Bununla birlikte bir ülkeye yabancı sermaye yatırımının ve sermaye piyasasının, dolayısıyla borsaların gelişmesinin istikrarlı bir ekonomik ve politik yapıya bağlı olduğunu bir kere daha önemle vurgulamak gerekir.



## CAPITAL MARKETS AND TAXATION

AYDIN S.ÇAĞINALP\*

The impact of taxation on capital markets has been the subject of debate for several decades. As a source of wealth, capital markets are the natural object of taxation and most easy to justify in a democratic society. The temptation to impose tax on capital market activity has been tempered by the need to maintain economic growth through the availability of capital in the marketplace. While recent economic studies challenge the negative impact of taxation on capital markets, the trend in the international marketplace (insofar as concerns foreign investment) has been to reduce or eliminate the impact of taxation.

In the context of capital market activity, tax is generally imposed on dividends, interest or gain arising from sale of securities. Gain arising from sale of securities attracts the greatest debate in terms of taxation for the following reasons:

- 1) Gain in such cases reflects an increase of value due to inflation
- 2) The annual taxation concept results in accumulation of income accrued over several years into one year and, in the case of progressive tax rate structures, results in imposition of higher tax rates; and
- 3) Imposition of tax on sale of securities creates a disincentive to sale and results in the blocking of capital in established or "mature" corporations.

There is scant empirical evidence to establish the true impact of taxation on capital markets. In a study prepared by the Securities Industry Association ("Comparison of Individual Taxation of Long and Short Term Capital Gains on Portfolio Stock Investments and Dividend and Interest Income in Eleven Countries")

---

Walter, Conston, Alexander and Green ortağı.

(1980)) it is concluded that lower tax rates stimulate capital market activity and investment. More recently, the U.S. Congressional Research Service concluded that a 5 percent stock sales tax would depress U.S. stock exchange volume by 12.7 percent and cause a price decline of 9.3 percent. These findings are in direct conflict with the results of studies comparing capital markets in the U.S., Germany, Sweden and the U.K. on the basis of an in depth tax indexing factor. (King and Fullerton, eds., "The Taxation of Income from Capital: A Comparative Study of the United States, United Kingdom, Sweden and West Germany" (University of Chicago Press, 1984)). This study concluded that the U.S. tax on capital was lower than that of Germany but so was the rate of capital formation. If taxation had been a critical factor, the U.S. should have had a higher rate of capital formation. Thus, the studies do not reflect a clear correlation between tax rates and capital market activity.

The debate on the impact of tax on capital markets will continue in future years, particularly as evidence is developed in the U.S. from the 1987 results. The U.S. increased the capital gains tax rate from 20 percent to 28 percent for individuals in 1987 and the activity of the New York Stock Exchange for the moment at least challenges the commonly held belief that increased tax rates suppress stock market activity. The stock exchange indexes have also reached new high levels during the first quarter of 1987 in terms of price per share and volume of activity. Whether this activity will continue in the face of inflation without reduction of tax rates will have to be seen.

The international investor in capital markets has typically not been affected by tax questions which have an impact on domestic investors. Typically, the international investor is subject to tax on gain from sale of securities only in his country of residence. In the case of dividends or interest, withholding tax rates are applied ranging from zero (typically for interest) to 15 percent (typically for dividends). These tax benefits are most often made available by reason of domestic law as an inducement to foreign investors and are assured by treaties intended for avoidance of double taxation.

In the case of Turkey, the withholding tax obligation for dividends paid by a Turkish enterprise have been eliminated. Interest paid by a Turkish enterprise to a foreign government, international organization, foreign bank or corporation is not subject to withholding tax; all other interest is subject to

withholding tax of 10 percent. Gain from the sale of securities on the stock exchange is also exempt from tax.

Turkey at present is negotiating a tax treaty with the U.S. The draft of the treaty has been initialed at this time but has not been made public. If the model tax treaty typically used by the U.S. in the past is utilized in the case of the treaty with Turkey, the following points may be expected with respect to foreign corporations and nonresidents:

1) Reduction of the U.S. withholding tax in the case of dividends or interest (from 30 percent) and establishment of a similar maximum limit in the case of dividends distributed by Turkish corporations.

2) Elimination of tax in the case of gain from the sale of securities\*

The foreign treaty benefits are generally accorded to foreign individuals or corporations assuming that they do not maintain a permanent establishment in the country in which the investment is made. This would limit the benefits of the treaty to portfolio investment; however, the benefits will not be lost if a related corporation which is subject to tax manages local investments for a separate foreign affiliate that will not maintain a permanent establishment in the foreign country. Even if the treaty benefit is lost, tax exemptions available under local law will be applicable.

The impact of tax rates on domestic investors cannot, on the basis of available evidence, be ascertained with accuracy. Insofar as concerns the foreign investor, taxes imposed on the sale of securities are generally inapplicable either through internal law or tax treaties. On this basis, regardless of the merits of the tax debate, the competition to attract foreign investment into a particular capital market requires elimination of tax on gain from sale securities. Turkey has made great strides in terms of reducing tax barriers to investment by eliminating its withholding tax on dividends, interest and gain from sale of securities. Hopefully, the temptation to increase these levels of tax can be avoided in the future as well when the capital market activity in Turkey is increased.

---

\*It is interesting to note that virtually every tax treaty which the U.S. has entered into contains a provision to eliminate tax on sale of securities. Turkey has followed this pattern in the case of the tax treaty with Austria where gain from sale of securities held for at least one year are exempt from Turkish tax.



## WHAT PUSHES A COMPANY TO WANT TO BE QUOTED IN THE STOCK EXCHANGE

ALDO PALMERI\*

### Introduction

The topic suggested "what pushes a company to want to be quoted in the stock exchange" suggests a very simple answer at first glance. That is, it is simply less costly than recurring to external sources of credit - from banks or other sources.

During the boom recorded in the 1960's, many Italian companies sought credit from sources outside the company itself, particularly from banks. This can be attributed to the ease with which it was possible to find credit at low interest rates owing to the low inflation rate and the government subsidies on bank loans. The above approach and the comparison with the situation in the 1960's lead to the following remarks. The type of indebtedness does not only depend on the interest rates in force. It also depends on the quantity of resources available through the different channels depending upon the needs of the companies. The way individual savings are distributed thus directly influences the choices made by the firm as regards its future plans, type of indebtedness and the share each type of cover fund receives.

To understand what pushes a company to want to be quoted in the Stock Exchange one must know that pushes individuals to invest their savings in the Stock Exchange. In economics, there is the rule of inter-relations. Government actions cannot thus be ignored, particularly when they absorb such a large share of the total available resources - directly at the source, through taxes, the market or the national debt - as is the case in Italy.

---

\* Benetton Genel Müdürü



### Strategic Reasons

I feel that there are not only financial reasons behind a company's decision to be quoted in the Stock Exchange. I do agree that in some cases, the main reason is that of a less expensive form of indebtedness. It does not however constitute the rule. Only those companies which are already quoted on the Stock Exchange choose to recur to the issue of shares rather than to external sources. Their choice can be attributed to a calculation of the comparative costs, available resources being equal.

The latest issue of shares of the larger Italian companies in the Stock Exchange is a case in point. In fact, the objective is that of obtaining as many funds as possible at the lowest possible cost in a market interested prevalently in "capital gains" with very little interest in the dividend per share.

The reasons leading a company to wish to be quoted on the Stock Exchange are quite different and much more complex.

Indeed, I would say that if a company has taken such an important decision simply to obtain much needed funds at a lower cost, I personally believe that it has chosen the least favorable period to do so.

If, as I stated, the financial reasons must not be the dominant ones, the company's decision must be interpreted in a wider context in the medium and long term as part of strategy. The placing of shares on the market, must not be interpreted as the alienation of part of the company so as to be less involved in company affairs, for if this is the case, there are other less expensive and certainly more profitable ways of doing it.

The decision to enter the Stock Exchange must be geared to making the company expand. From this viewpoint, only a healthy company is interested in entering the stock exchange. Those companies which lack innovative thrusts and the capacity to expand, even though they may have a favorable situation as regards the profit and loss account, have no interest in entering the stock market.

I feel that the entrance into the capital market through the stock market is a fundamental step in the growth process of a company when it reaches a

certain stage. The same holds true for the decision to expand one's activities outside the national borders.

A company which is growing, cannot certainly be satisfied with the national market only. However, one cannot expect to extend beyond the national borders without having the necessary resources - both in terms of capital and means to obtain the required capital.

#### Internal Structural Conditions

The decision to enter the stock exchange is the result of a strategic decision. Strategic decisions can't be the result of occasional decisions. They must be carefully planned.

Over the above all the formal rules, there are a series of complex changes both in the way the company is made and in the organizational structure which can be carried out only when the businessman realizes that there is a difference in the way a company acts depending upon whether it is quoted in the stock market or not.

One must realize all the implications the quotation in the stock exchange entail, such as the influence the market can exert on the decisions taken within the company. Over and above the formal rules which are well known, the company must tackle the law of the market which unlike the formal rules, rarely if ever concedes delays or ratifications.

Once this is clear, a series of complex interventions must be carried out:

- an adequate arrangement of the company both as regards the majority share holders and the company's organization and its establishment as a holding. Which company will be quoted must also be determined.

- a change in the organizational structure by placing managers to head the different sections within the company. There must be a clear-cut distinction between the role of the owners and the role of the manager.

The above-mentioned policy must therefore be accompanied by a policy sharing the responsibilities among the different functions and the different levels with at the same time greater control being exerted over all the sections and over the management of the entire company.

Before attempting to modify the organizational structure of the company it is absolutely necessary to have the necessary computers both as regards their data processing potential and the available software. The attempts made to shorten the time necessary to enter the stock market are linked to the wish of entering at the right moment.

When one decides to enter the capital market one must always bear in mind that one will probably do so again in the future whenever it is deemed necessary, for the Stock Exchange is a unique instrument in obtaining the resources necessary to support development processes. From this viewpoint, if one enters the stock exchange for the first time with little or no preparation he jeopardizes from the very outset the possibilities the stock exchange offers.

#### External Structural Conditions

Before a company decides to enter into the stock exchange, there are several conditions which must exist. First and foremost, there must be a stock exchange functioning correctly and I do not mean from the structural point of view only. In other words, there must be a capital market of sufficient size.

The Italian situation as regards the capital market, has had an increase in the number and in the activity of the investment funds. There has been a quantum leap also from the qualitative point of view. After a rather uncertain start, it seems that these investment funds have sought to balance the market and thus avoid speculation which is a threat to medium term investments.

The introduction of new instruments such as pension funds and social security funds will probably allow a large quantity of savings to flow into the market and thus benefit both the industrial and service sectors.

As regards the individual savings which are invested, one must always bear in mind the problem of the huge national debt which is increasing and at present absorbs one half of the resources the market creates. The solution to this problem

requires much time. What's more, it is the credibility of our political system which in the long term comes under attack together with that of our political leaders in planning the future growth of our country. The least they can offer in the short term is no further increase of the percentage of the national debt as a fraction of the GNP. This would allow the productive sector to plan investments and their coverage for the medium term with a certain degree of certainty.

There is also the problem of the adequate legal and operational instruments to make it easier for those companies already presenting the necessary requirements to enter the stock market.

In the framework of the overhaul of the joint stock companies, the fiscal treatment must bear in mind the changes which are taking place and have taken place both within the capital market and the companies themselves.

The establishment of an adequate network of merchant banks is another must if one wishes to strengthen the stock exchange. I would simply like to highlight how the development of merchant banking in general is linked to an in-depth knowledge of the way the different industrial sectors work. Merchant banking can't expand by simply basing itself on funds and know how coming from banks or holdings. There must be co-operation among the largest companies representing the most important sectors of the economy.

#### Why Benetton Sought To Be Quoted In The Stock Exchange

In 1978, Benetton operated on the international market for the first time. It is in that year that it set up a few stores in France. It did so after having strengthened its industrial base by consolidating and expanding its distribution network at home. That date marks the beginning of a slow process which ended last summer. The most important phases in the process are:

- In 1973, wide-scale industrial restructuring was carried out and new technological innovations introduced (CAD-CAM, Automation, computers etc.)
- In 1980, the company structure was modified and it became a holding company.
- In 1982, a new internal organization based on managers each heading a certain sector was introduced. A distinction was drawn between the running of the company and the managers.

- In 1983, the sales network was extended in non-European countries (particularly in the United States and Japan) and foreign production units (in France and Spain) were strengthened.

- In 1984, the diversification process was extended and new companies operating in the banking and financial service sectors established.

In 1985, a feasibility study on the possibilities of being time, a global transformation of the group into a multinational apparel company operating worldwide was carried out together with the development of a polycentric productive system divided into vast geographical areas.

## HOLDING COMPANY STRUCTURE TREASURY OPERATIONS

W. FRANK FOUNTAIN\*

### Introduction

I'd like to thank the American Turkish Society and the Turkish Industrialists' and Businessmen's Association for the invitation and opportunity to speak to you today.

My presentation this morning will center on the Chrysler corporation's treasurer's office. Its strategies and performance of the past couple of years and specific actions, we have taken in the financial management of the company. But first I'd like to give you a brief overview of Chrysler. How it ranks against other companies, a brief history of its international operations and how it is organized today.

### Top Twenty World Corporations

This is a listing of the 20 largest industrial corporations in the world during 1985, as reported by Fortune Magazine, Chrysler is a member of this elite group, ranking number nineteen, with sales of 21 billion.

When the data for 1986 is compiled and published, we expect to be placed among this group once again.

### Historical Major Businesses

Chrysler has broadened its business in two other major areas since it began manufacturing automobiles back in 1925. In 1964 it entered the financial services industry and in 1985 we entered the aerospace industry by acquiring the world's premier manufacturer of large corporate jets, Gulfstream Aerospace.

---

\* Maliyeci, Chrysler Firması

#### Holding Company Structure

In early 1986, Chrysler reorganized into a holding company to better manage our diverse enterprises and position ourselves for possible future expansion in areas of high technology and high growth.

The holding company is comprised of four major operations: Chrysler motors, Chrysler financial, Gulfstream Aerospace and Chrysler technologies.

I'd like to take just a few minutes and acquaint you with each of these major operations.

#### Domestic Sales Divisions

Chrysler motors is known by the public through its dealership network or sales arms.

Chrysler/Plymouth dealerships sell up-scale, luxurious vehicles under the Chrysler brand, while the Plymouth nameplates are known for their affordability and value for the money.

The Dodge division is responsible for marketing our sporty and performance oriented cars.

Dodge truck obviously is the sole distributor of our pick-ups and full-size vans and wagons.

#### International Organization

As I mentioned previously, Chrysler is selectively re-entering the international arena.

Chrysler maintains a strong manufacturing presence in Canada and Mexico through our wholly-owned subsidiaries.

We now have a very visible presence in Italy via Lamborghini and Maserati. And we have an Asian connection via our 24 percent interest in Mitsubishi motors. In addition, Mitsubishi and Chrysler are partners in a 50/50 joint venture known as Diamond-Star Motors, Diamond-Star Motors is currently constructing a new auto plant in the state of Illinois in the United States which will manufacture a sporty car to be sold through the Chrysler and Mitsubishi.

#### Financial Services Organization

Chrysler financial corporation has emerged as a high-growth and profitable business enterprise in the last couple of years.

Only a few short years ago, Chrysler financial was almost exclusively the financial arm of Chrysler motors devoted primarily to providing the necessary financing needs of our dealers and retail customers.

However, several major acquisitions have enabled us to enter into the fields of commercial lending and leasing through Chrysler capital and Chrysler first is involved with direct consumer lending and business inventory financing.

Ultimately, our goal for Chrysler financial is for it to be only 50% auto related as of the end of 1986, it was approximately two-thirds auto-related as measured by the percentage of finance receivables.

#### Term Debt Placements

Of course it takes a lot of funding to fuel the growth experienced by Chrysler financial.

In 1986, Chrysler financial issued 3.5 billion dollars in term debt-making us one of the most active corporate borrowers in the world.

1.3 billion was raised in Europe, in 16 separate issues, underscoring the importance of the European markets to us in terms of added capacity and cost effectiveness for our fund raising activities.

#### G-IV Exterior

This is the newest model plane developed and manufactured by gulfstream aerospace. The gulfstream IV, in terms of range, speed, cabin space and electronic sophistication, this jet leaves its competition in the hanger.

Gulfstream aerospace was acquired by Chrysler in 1985 and is expected to make a solid contribution to the corporate bottom line.



Production of this plane is just beginning, but sales have been phenomenal. In fact, we have the biggest backlog of new orders in business aviation history if you wanted to buy a G-IV today, you'd have to wait until 1989 to take delivery.

#### Treasury Operations

Now that you are more familiar with the new Chrysler corporation, I'd like to get on with the major focus of my presentation, namely the treasury operations of Chrysler.

#### Treasurer's Office Organization

Before we review the types of decisions Chrysler's treasurer's office makes, I'd like to spend a moment on how we're organized.

The organization is headed by my boss, Fred Zuckerman, the vice-president and treasurer. Our organization is broken down into three main areas: corporate investments and banking, treasury planning, and corporate finance which incidentally is my area of responsibility.

I'll review with you each of the main areas and what they do.

#### Corporate Investments and Banking

First, I'll start with the corporate investments and banking area.

The primary responsibilities of this department include monitoring the daily cash positions, managing the corporate cash investments, and developing and maintaining banking relationships and the associated credit facilities.

#### Cash-Objectives and Policies

The level of cash balances is an area that the treasurer's office is acutely sensitive to and monitors on a vigilant basis.

The treasurer's office has developed a set of guidelines that has been approved by top management and will be adhered to under any and all circumstances. After experiencing the trials and tribulations of the cash-poor days of the loan guarantee period, nobody wants a repeat performance.

Therefore, we committed to maintaining a minimum cash level of 2 billion dollars prior to entering a recessionary period. Although this may appear to be a large sum, it must be remembered that the auto industry is capital-intensive and requires large investments for new product development. We believe the 2 billion level is sufficient to get us through a severe recession and still enable us to keep all of our programs on track.

Also, we must ensure that Chrysler has adequate liquidity for its daily and seasonal operating needs. For example: cash usually builds up during the first half of the year due to the constant flow of vehicle shipments. However, a cash run-off is usually experienced during the summer months due to model changeover, cash flow is contracted greatly, but employees and vendors must still be paid.

Last, but not least, our objectives and policies are not completely defensive in nature, we want to be able to react quickly and capitalize on opportunities that may present themselves in the area of acquisitions.

#### Portfolio Objectives

Since Chrysler has enjoyed the luxury of having these large cash balance, objectives and policies for the investment of these funds were developed to safeguard our assets.

Our primary portfolio objectives are:

- 1) Maximize the return on surplus cash
- 2) Provide the liquidity required for the operational needs of the company
- 3) And minimize the risk exposure of the portfolio

#### Investment Policies

Investment policies have been established to enable us to accomplish those objectives.

The purchase of securities is restricted to investment grade instruments. Non-government debt securities are limited to those having a maturity of five years or less, while the purchase of government securities are allowed to have maturities of up to ten years.

The types of investments permitted include: government and agency securities, commercial paper, certificates of deposit, corporate bonds, municipals, preferred stock, hedged equity investments and other similar investment vehicles that adhere to the aforementioned guidelines.

These policies allow us to maintain the required liquidity and minimize risk without restricting our ability to realize substantial returns on our invested funds.

#### Credit Agreement

Although Chrysler has managed to maintain sizeable cash levels and invested wisely to produce outstanding returns, it is still cognizant of the fact that it must have access to other sources of funds

One such source of additional funds for Chrysler is its credit agreement, commonly referred to inside corporate walls as our "rainy day" fund. These lines have not been used by Chrysler, but is viewed as insurance to be used under unforeseen economic circumstances.

A credit agreement is a bank commitment to lend a fixed amount of funds at a rate that has been predetermined and mutually agreed upon, for a short-term period.

Basically it is a working capital loan to help maintain liquidity during the normal course of business throughout the year.

A credit agreement the size of Chrysler's 2.5 billion, is an excellent indicator of the financial community's confidence in a company.

Typically, the banks charge a small fee for maintaining a credit agreement, in Chrysler's case the fee is three-tenths of one percent.

#### Pension Fund Administration

Chrysler currently has in excess of 3 billion dollars in pension fund assets, with cash flows to retirees of almost 400 million on an annual basis.

A portion of these funds is actively managed internally, while the remainder is in the hands of outside money managers whose activities are directed and closely monitored by Chrysler. During 1986, Chrysler employed 7 investment managers for bonds, 3 for stocks and 4 for real estate.

Chrysler constantly monitors the marketplace for new investment opportunities. This is accomplished primarily through close contact with money management professionals employed by the large investment houses.

In addition, our pension plan people are responsible for working closely with the actuaries and recommending the funding policy to be employed by the company.

#### Asset Allocation

Asset allocation is an important concept of pension fund management.

Asset allocation simply refers to the process by which all or a portion of a portfolio's funds are channeled into an investment product belonging to one of four generic asset classes: stocks, bonds, cash equivalents and other types of investment, such as real estate.

The retirement funds review committee has established asset mix limits which you see at the bottom of the slide. The limits permit pension fund assets to be invested at the maximum allowable percentage for a single category and not violate the minimum investment limits for the remaining categories.

As you'll see on the next slide, the mix limits may be modified, but only after securing permission from the retirement funds review committee, obviously, to obtain permission one must have a compelling case.

Asset allocation should be a two-step process. First, the appropriate mix of the generic asset classes is determined, then the appropriate mix "within" each generic asset is established.

The mix decision should be based on three key ingredients: 1) Projection of plan demographics i.e. , type of workforce (old vs. young) 2) Assessment of tolerance for risk and 3) Assessment of the investment outlook over the time frame of interest.

At Chrysler corporation these decisions are made by our asset mix committee (composed primarily of treasury personnel and chaired by the treasurer) and reviewed and approved by the retirement funds review committee (composed of outside board of directors' members).

#### Dedicated Bond Portfolio

And in July 1984 our pension people did have a persuasive case.

As a result of the financial difficulties of the near brush with bankruptcy, Chrysler had a large unfunded vested pension liability and an asset-to-liability coverage ratio of 60 percent.

The only way to significantly decrease the unfunded liability quickly, short of a major cash infusion by Chrysler, would be to increase the asset earning rate for the long term.

In July 1984, we negotiated the purchase of a dedicated bond portfolio which locked in a 14% return for 40 years, a significant increase in the earnings rate over undedicated portfolios. As a result, our unfunded liability improved dramatically and our asset-to-liability coverage rose to 90% as shown on the slide, bonds constituted 85% of the pension plan investments.

We started with about 1.2 billion dollars committed to this program. Adding in the income earned of 385 million and the change in market value of 617 million we ended with almost 2.3 billion dollars. This was certainly a very successful program.

#### Strategy Update

Although our dedicated bond portfolio performed magnificently. Our pension fund people believe we need to change our asset allocation if we are to continue to maximize our return.

We plan on reducing our bond mix from 85% to 35% and committing 50% to stocks.

Other investments, comprised of real estate and specialty funds, will account for 12%.

Cash equivalents will be 3% and will be used to make benefit payments and when asset mix changes are made.

#### Debt and Equity Management

The next major area I'd like to review with you is debt and equity management.

First, I'll speak about our funding policies, followed by our approach to equity management and finish with dividend policy.

#### Public Debt Funding

Treasury management perceives the public debt market as viewing Chrysler and all of its subsidiaries as a single entity for purposes of defining exposure limits. Lending institutions exercise a great deal of caution and prudent management in defining their exposure limits. Therefore, it is important for Chrysler and its subsidiaries to avoid competing with each other in the public debt markets.

Chrysler employs a strategy of segmenting the debt markets. The market for short-term maturities is the domain of Chrysler financial. Their assets, consisting primarily of car loans are short-term in nature and should be matched with liabilities of the same duration.

Chrysler motors, on the other hand, invests primarily in long-term projects needing longer-term financing.

Chrysler has strong beliefs on the timing of the use of the debt markets. Obviously companies go to the debt markets when they have an immediate need for additional funds. We believe that well-managed firms should anticipate their needs far in advance and then time the transaction to correspond to favorable market conditions.

Finally, Chrysler is committed to raising funds in a manner that is consistent with maintaining and enhancing our investment grade credit rating.

### Debentures

In November 1985, Chrysler issued 30 year debentures at an interest rate of 12% in the amount of 800 million dollars at the time. This was the largest single tranche, non-governmental issue.

Chrysler relied heavily on its syndicate managers, led by Salomon brothers, to:

- 1) Gauge the demand for Chrysler debt
- 2) Determine the best timing
- 3) Develop the most favorable pricing structure
- 4) and finally execute the transaction and distribute the securities

The importance of a strong syndicate of investment bankers cannot be over-emphasized.

Initially, Chrysler had planned to issue debentures in the amount of 500 million dollars. However, the syndicate managers felt that demand for Chrysler notes was strong and more funds could be raised. Chrysler concurred and an additional 300 million was raised.

### Equity Management

Now I'd like to talk about equity management and management approaches to stock exchange listings, share purchase programs, stock splits, and dividend policy.

### Funding Position

Chrysler's management is currently opposed to the issuance of new equity for some very fundamental reasons.

First and foremost, we believe that Chrysler's stock is currently undervalued. The market has not yet perceived the inherent earning power of the company and is not convinced of its ability to remain profitable and healthy during a recession. Eventually the market will come this realization and accord a p/e multiple to Chrysler that is in line with the market multiple until this occurrence takes place issuing equity doesn't make sense.

Second, management is concerned with the earning per share dilution arising from additional shares.

Finally, we want to maintain the flexibility to use the issuance of new shares to help finance any potential acquisitions.

#### Stock Exchange Listings

Chrysler is currently listed on 14 stock exchanges throughout the world.

Four of the listings are in the United States and two in Canada.

Europe is well represented with Chrysler being listed on 7 exchanges.

And in the last half of 1986 Chrysler was accepted on the Tokyo stock exchange, the second largest exchange in the world after New York.

Chrysler is not listed on these exchanges just so we can fly the corporate flag around the world. We believe Chrysler receives tangible benefits from these multiple listings.

#### Benefits of Listings

Although we don't expect a great number of our shares to be traded on these exchanges. These listings will yield several benefits.

First, they will provide improvement in the accessibility of our shares to European and Asian investors.

Second, the listings provide an avenue to further improve our relationships with banks world-wide.

Third, the additional listings provide increased name recognition for Chrysler and Chrysler financial in major capital markets.

Finally, and most importantly, there is an opportunity for increased access to new sources of capital for Chrysler and its subsidiaries.

#### Share Purchase Program-Overview

A share purchase program is a device employed by many companies in the United States in the last few years as a means to buy back their own stock on the open market.



In fact, Chrysler has had one of the largest share purchase programs in operation. We have been a strong advocate of this program for several reasons.

First and foremost, management believes the companys' shares are undervalued and represent a good investment. Buying back shares now and re-issuing them in the future may provide a higher return on invested funds than other projects considered for funding.

It also offsets potential dilution arising from the exercise of stock options and employee stock purchase plans.

Depending on the tax laws, it may be a preferable approach in providing a return to shareholders in the form of capital appreciation rather than increasing dividends.

And finally, a share purchase program increases the amount of undistributed shares held by the company which can then be used for funding the purchase of future acquisitions.

#### Stock Splits-Overview

Another Chrysler approach to equity management has been the use of stock splits. We have found them to be very effective and have several reasons for their use.

Institutional holdings of Chrysler stock has increased on a continual basis since 1982. Chrysler has used the stock split to encourage retail ownership. We feel the resulting lower price per share will allow retail investors to more easily afford the purchase of round lots. Increasing retail ownership is important to Chrysler for several reasons. We have found that shareholders are more likely to buy Chrysler cars and trucks, which will result in increasing sales and profitability. Secondly, broad retain ownership helps support the stock price and thus reduces the possibility of a successful takeover bid.

Investors have a perceived hierarchy of stock prices for the big three, historically, GM has had the highest stock price followed by Ford with Chrysler having the lowest price. In recent years, however, Chrysler has out-performed the other auto companies but there was a perception that our stock price was somewhat repressed by the stock prices for GM and Ford.

Stock splits have also been helpful in breaking down significant psychological hurdles for the stock price. In our case, \$50 per share seemed to have represented a barrier.

In addition, the stock split signals to the market that management has continued confidence in the company's future prospects.

#### Common Stock Actions

In fact, Chrysler's stock has performed so well in the last year and a half that we've had two stock splits.

Both were on a three-for-two basis with the first one affecting shareholders of record on February 20, 1986 and the second on March 23 of this year.

#### Dividend Policy

Another important facet on equity management is dividend policy.

At Chrysler the cornerstone of our dividend policy is to maintain a sustainable dividend. Under only the most dire of circumstances would we want to reduce our dividend. Obviously, given the highly cyclical nature of the auto industry we have been prudent in deciding to raise our dividend.

We also want to generate a dividend yield closer to that of GM and Ford. GM's yield is currently above 5 percent due to its depressed stock price. Ford is slightly above 3 percent, not that far ahead of Chrysler's 2.5 percent yield.

Also, we would like to attract investors that may be restricted from holding lower yielding stocks

#### Dividend History

This slide shows the annual rate of Chrysler's dividend for each quarter since the beginning of 1984.

The dividend we've paid is consistent with our policies. The dividend was increased in each quarter of the first three quarters of 1984 reflecting our quantum leap in earnings.

We then had 6 consecutive quarters of an annual dividend rate of 45 cents per share. We wanted to make sure that rate could be sustained, before it was increased.

The dividend was raised to 67 cents per share in the first quarter of 86 and then to 93 cents in the third quarter of that year.

In the first quarter of this year it was increased to one dollar per share on annual basis.

#### FX Exposure Management

I am sure that most of you follow the developments in the currency markets very closely. This has been an extremely active and quite volatile market recently and has influenced the direction of the world's capital markets.

Chrysler also has a stake in this market since it has a considerable foreign exchange exposure which arises from the purchase of components from European and Asian suppliers.

#### Foreign Exchange Exposure

Chrysler's exposure is concentrated in four currencies; the Japanese Yen, German Deutschemark, British Pound sterling and the Italian Lira.

Since we do have a significant amount of exposure, it has been necessary to have an actively managed hedging program.

As all of you are probably aware, another large automobile manufacturer was in the news recently because of its dealings in the foreign exchange markets.

Let me assure you that Chrysler's program is strictly a hedging program and is not involved to any extent in speculation, clearly, our foreign exchange department is not a profit center.

I'd like to take just a moment to very briefly describe our program.

#### FX Objective

Chrysler's objective is to manage our foreign exchange risk and minimize the

adverse effects exchange rate fluctuations have on our transaction exposure.

Our foreign exchange exposure management program is directed by the foreign exchange hedging committee. The committee is chaired by the treasurer and includes two outside consultants (with whom we do not trade), the corporate economist, myself and members of my staff, and representatives from the controller's staff.

The committee meets regularly each month and develops the strategies to be implemented by our foreign exchange traders.

Chrysler monitors developments in the foreign exchange markets on a 24 hour basis and deals with major banks around the world.

#### International Projects

Another area I am responsible for is the international projects department within corporate finance.

This department has several duties and responsibilities. One is trade financing which involves obtaining financing for imports through subsidized foreign government export programs or third party financing.

Secondly, this activity analyzes all of the various international projects and secures the financing necessary to get the international ventures off the ground.

Also, the international department acts as a financial liaison to areas within the corporation and to potential business partners and various financial institutions.

#### Debt/Equity Conversion

One of the recent major accomplishments of the international projects department was their participation in the increased equity infusion into Chrysler de Mexico by Chrysler Motors. Chrysler de Mexico's equity position was increased by 100 million dollars effected by a cash investment of only 64 million.

This was accomplished by entering into a debt for equity conversion program sponsored by the Mexican government. This program was instituted by the Mexican government with a dual purpose. The program was designed to: 1) Attract new private

investment in Mexico and 2) Ease the debt crisis by requiring the purchase and redemption of discounted Mexican government debt in foreign capital markets.

Chrysler's debt/equity conversion was the biggest deal of its kind in 1986. The next largest was a 54 million dollar deal by Nissan.

The 9% discount rate obtained by Chrysler on the government redemption was much more favorable than rates negotiated by other auto manufacturers.

Also, our application was approved four days following submission. Previous applications were requiring an approval period from four to six weeks.

#### Types of Trade Financing

There are two basic categories of trade financing --- government sponsored and non-government or private.

Government sponsored trade financing may be subsidized or non-subsidized. Under the subsidized arrangement, the government of the exporting country will subsidize the interest rate charged the buyer by the lending bank. Mexico and Brazil operate programs of this nature called fomex and finex respectively, Chrysler has utilized both of these programs with favorable results.

Under the non-subsidized arrangement, the government makes financing available through guarantees extended to the lending bank, coface in France is an example of this type of program.

Non-government financing falls into three categories--- secured, unsecured and credit facilities.

Secured financing can be accomplished through the use of cash deposits, insurance, letter of credit or bank guarantee.

Unsecured financing is obviously the easiest method. The seller finances the purchase and the buyer pays at the end of the period.

Credit facilities are a third option, a bank may provide a credit line to the buyer and issue a letter of credit or guarantee to the seller.

### Treasury Planning

The third major area of the treasurer's office is treasury planning, which is the department involved in the mergers and acquisitions area.

Treasury planning is responsible for identifying and evaluating potential acquisition candidates. Once the identification and evaluation process is complete, recommendations are made to senior management.

If senior management is intent on acquiring a company, the process is then put into high gear. Negotiations are begun between the two companies to structure the deal.

Once a public announcement is made of an impending acquisition, the due diligence process starts, which includes legal investigatory procedures to ensure. There are no reasons to not complete the deal.

### AMC Acquisition

As you are all probably aware, Chrysler's latest effort in this area is our acquisition of American motors.

We are very excited about the future projects for AMC and believe they will further strengthen Chrysler in the car and truck markets.

### AMC Profile

I'd like to give you a quick overview of American motors.

AMC manufactures and sells cars and jeep vehicles, along with importing some cars from Renault of France.

AMC employs about 22,500 people and has 17 manufacturing facilities including:

- 1) Three existing assembly plants
- 2) A new, state-of-the-art assembly plant located in Canada
- 3) And several engine, stamping and component plants

AMC is headquartered in Southfield Michigan.

Summary

My presentation this morning covered the treasury activities at Chrysler and our approaches to financial management consistent with our corporate priorities.

Obviously, other companies may take different approaches to the same type of issues based on their set of priorities.

I'd like to thank you for your attention and I'll entertain any questions you may have.

## PRIVATISATION - THE BRITISH APPROACH

GERRY GRIMSTONE\*

When the Conservative Government led by Margaret Thatcher came to power in 1979, the state-owned industrial sector in Britain accounted for just over 10 percent, of the country's gross domestic product. Nationalised industries employed around 1.75 million people and they dominated the transport, energy, communications, steel, and shipbuilding sectors of the British economy. Their turnover amounted to £ 55 billion and their annual investment was around £ 7.5 billion. Eight years later, nearly half of the previously state-owned industrial sector has been privatised. More than £ 12 billion has been raised for the Exchequer, over 500.000 workers have been moved to the private sector and the proportion of people in Britain who own shares has trebled.

I intend today to examine the background to privatisation in Britain and elsewhere, to set out the objectives which have been followed, to describe how the programme was organised and implemented and its impact on capital markets, and to give some pointers for the future. Whether or not the British approach carries any pointers for Turkey, is for yourselves to decide. What cannot be denied however is that privatisation has proved a vastly more popular success in Britain than its originators expected and that, to date, it has had a startling effect on the performance of the companies which have been privatised, the London capital market, and the overall British economy.

### Historical Background

In order to understand the development of the British privatisation programme, it is important to appreciate the historical background. The nationalised industry sector in Britain was largely created forty years ago. If the Cabinet papers of that period are examined, it will be seen that the industries' founders

---

\* J. Henry Schroeder, Wagg and Co. Başkanı



had high hopes for their progeny. It was believed that bringing industries into the public sector would imbue management and employees with a sense of the public good. It was thought that productivity and efficiency would increase, and that wage demands and price increases would be moderated. Because of this belief, the industries were given a surprisingly light statutory framework. It was generally thought sufficient to provide for a body of good and true men to run the industries, to place some overall controls on borrowings and investment, and to require the industries to break-even taking one year with another. If the theories had worked it is clear that nationalisation would have been a startling success.

However, in practice, the performance of British nationalised industries, like others elsewhere in the world, was generally disappointing. Criticisms were continually voiced about their low return on capital employed, their record on prices, productivity and manpower costs, and about the low level of customer satisfaction that they provided.

The reasons for these shortcomings are complex. In many cases it could be seen that the fault lay not with management and workers, but with the system. The industries' were constantly open to political and bureaucratic interference. Social and commercial objectives tended to intertwine to the detriment of both. The industries' finances were underwritten by the Government and success was not a necessary condition for the industries to survive.

The needs of individual state industries were constantly subordinated to overall macro-economic requirements. The industries' investment programmes often seemed to owe more to the exigencies of Government financing than the realities of the market place. Depending on the state of the economy, feast or famine alternated with the result that investment at times was too little, too late, and in the wrong place.

As it became apparent during the 1950's and early 1960's that the industries could not be left to their own devices, a generally non-political approach to control developed. The light legal framework was supplemented, stage by stage, by the introduction of an increasingly stringent administrative control framework. By 1978 investment approvals, financial targets, performance aims, external financing limits, corporate plans, strategic objectives, and regular monitoring

had all been woven together in a complex framework. The cumulative effect was intended to create a set of external stimuli that tried to provide pressure similar to that normally provided by market mechanisms.

### The Programmes' Objectives

When Mrs. Thatcher's Government first came to power in 1979, their starting point was that no surrogate market can be as effective as the real market when it came to determining efficiency. They took the view that the only long-term way to improve the efficiency of nationalised industries was to subject them to the rigours of the market-place which implied privatisation, de-regulation, reduction of monopoly, and increased competition. The driving force for the programme in its early days was thus basically economic and directed at improving efficiency.

It eventually became clear, however, that a privatisation programme could fulfil other objectives than purely that of increasing efficiency. As presently organised, the British programme, in common with other programmes elsewhere, has five key objectives:

- to increase efficiency through competition, de-regulation, or other means
- to raise finance which can be used to fund other expenditure priorities, to reduce borrowing, to reduce taxation, or any combination of these
- to encourage employees to own shares in the company in which they work
- to boost the level of share ownership in the general economy and to strengthen the capital market
- to gain domestic and international prestige.

Judged by these objectives, the programme has clearly been successful.

### Organising a Programme

Achieving successful privatisations is a long and complex process. Three separate strands of activity can be identified:

- legal and constitutional changes
- re-orienting the company's business, systems and management towards the private sector
- selling the company.

It must never be forgotten that unlike nationalisation, privatisation is a two-way process: governments may want to sell but someone must also want to buy.

The necessary steps may take 2-3 years to complete and tight central control and co-ordination is necessary if a series of sales is to be completed successfully. Within the United Kingdom, this control and co-ordination has been a responsibility of the Treasury although day-to-day responsibility for the conduct of sales generally rests with the relevant sponsor department. Many obstacles and problems need to be overcome if sales are to be achieved and a high degree of political and administrative commitment is necessary if the programme is to proceed.

An important initial task is to identify candidates, to ascertain what changes are necessary if they are to operate as successful private businesses, and to decide how and when they should be sold. The credibility of the programme must be established early on if momentum is to be sustained and investor interest generated. This points to doing the easiest sales first e.g. selling companies trading on the fringes of the public sector who already have the necessary private sector orientation. To take industries out of the heart of the public sector and to re-orient them is a lengthy process.

Methods of sale in the British privatisation programme have been determined by the programme's overall objectives and by practicalities. Because of the current desire to spread ownership widely, public offerings of shares are the preferred choice if they can be achieved. Failing this - and a public offering is a severe test for a company - employee buy-outs have been welcomed provided that the funds are available and the company's cash flow can support the necessary leverage. The most difficult sales to bring to a popular conclusion are sales to corporate purchasers particularly if overseas buyers are involved. The politics of privatisation are such that domestic investors normally have to be given preference although minority sales overseas can be an important factor in bringing an otherwise domestic sale to a successful conclusion.

### Capital Market Effects

Turning now to the capital market effects of privatisation, two main positive impacts can be distinguished:

- privatisation can lead to a widening of the capital market by introducing new investors both domestic and international; and
- privatisation can lead to a deepening of the market by introducing mature companies with a strong market position.

Both these effects, which are inter-related, are clearly advantageous.

As an illustration of the first effect, privatisation in the United Kingdom together with related policies, has trebled the number of individual shareholders. Personal savings have clearly been switched into the stock market from other forms of investment. A recent survey suggests that the number of shareholders in the UK has risen in the last eight years from about 3 million people in 1979 to 8.5 million, or just under 20 percent of the adult population. The sale of British Telecom in 1984 was the first privatisation anywhere in the world specifically designed to have widespread popular appeal. Prior to then, there were many who doubted that the British general public could be taught to buy shares via privatisation. The proportion of shares owned by the general public was decreasing and attracting even 50,000 people into a privatisation offering was reckoned to be good going. Yet the British Telecom sale attracted around 2.2 million applicants of which around half had never before owned shares.

Why was it so popular? British Telecom combined features of both a utility and a high-technology business which made it ideally suited to inexperienced shareholders. The sale was advertised widely in both the press and television, and generous commissions were paid to financial intermediaries. Small shareholders were, at the Government's expense, given the added attraction of a one for ten loyalty bonus if they held their shares for more than three years or, alternatively, were given discounts off their telephone bills. The sale captured the public's imagination, proved with the benefit of hindsight to be significantly under-priced, and was both a popular and political success. It marked the emergence of popular capitalism in the UK and showed that the largest privatisations, if properly handled, could be successfully absorbed by the capital market. Previously in London, to raise £ 500 million in a single transaction was reckoned to be good going. The British Telecom sale raised nearly £ 4,000 million paid by instalments over a three year period.

I said earlier that privatisation can deepen as well as widen a country's capital market. This arises because it is often a country's dominant businesses that were previously nationalised and brought into state ownership. They were brought into the public sector because of their position in the economy, their strategic importance, or their size and market dominance. It is these very characteristics which, on privatisation, enable them to give depth to a stock market and to provide ballast to what may have otherwise been an unduly speculative environment. Some speculative interest is a necessary component of all capital markets: too much deters the serious investor.

The experience of Britain and other countries is that privatisation - contrary to the original expectations of economists and others - can create its own market capacity. There are a number of reasons for this. Firstly, the equity that is being sold is normally of good quality and represents an attractive investment opportunity. Purchasers gain comfort from the fact that the vendor is a Government and have learnt by experience that Governments are risk-averse when it comes to privatisations. Success is valued highly which is no wonder given privatisations' invariably high profile.

Second, a Government that is raising finance by selling equities will borrow less for a given public sector financial deficit than it would do otherwise. A Government's total demand on the capital market may therefore be unchanged by a privatisation programme. The equity of utilities that hold a dominant market share either via operating a natural monopoly or otherwise can closely resemble debt in its financial characteristics and thus may be accommodated in that portion of an investor's portfolio previously reserved for sovereign debt. Thirdly, and this point is often overlooked, even a single privatisation may be a material component of a stock market's index. Those investors who attempt to match their portfolios to the main constituents of a country's capital market must buy privatised equity if they are to maintain their relative position. Some privatised equity - for example that of a national electricity or telecommunications equity - also gives good exposure to the totality of economic development in a particular country and this may be valued by an investor.

Despite the large proceeds raised from privatisation sales in Britain in the last five years, the total net issues of ordinary shares in London has

reached record levels. The latter figure relates only to new money raised by companies and thus excludes sales of existing shares whether or not the vendor was the Government. It is clear that despite the heavy demands that privatisation has placed on the London market, private issuers have not suffered. New capital-raising has reached record levels. There has been no crowding-out of private investment by Government sales and this is important if the overall success of a privatisation policy is to be maximised.

In order to achieve these capital market benefits, a sophisticated marketing programme must be created to maximise interest from all classes of investors. This will normally be extremely cost-effective. Not only can such a campaign benefit proceeds and the commercial image of the company that is being sold but it can also provide an opportunity to project a country's general economic development and financial status. Many countries would like to have a privatisation programme. Few can assemble sufficient determination, expertise, and credibility to achieve one.

#### Protecting the National Interest

The significance of some of the companies which have been sold by the British Government was such that privatisation would not have been possible if steps had not been taken to secure the national interest. Determining the national interest has to be done on a case-by-case basis but, for example, the government has wanted in some cases to ensure that companies' continued independence is guaranteed, to require chief executives to be British, and to restrict foreign ownership in companies where defence or security interests are at stake. In the case of natural monopolies which have been privatised, it has been important also to ensure that customers' interests are fully protected.

It has proved possible to build in safeguards to protect these important requirements in ways that are fully compatible with United Kingdom and European law. No special legal framework has needed to be created in order to do this. Where necessary, specific restrictions have been written into privatised companies' Articles of Association and in order to ensure that these restrictions cannot be varied after-privatisation a "special" or "golden" share has been created to protect those Articles regarded as essential. These special shares, which are similar in virtually all respects to a single £ 1 share in the companies, carry no rights other than in relation to the specified Articles. They

are held by the relevant Minister and the practical effect is that the protected Articles cannot be changed in future except with the Government's consent. It is a technique which has since been copied by other countries world-wide.

The privatisation of "natural monopolies" such as domestic telecommunications, gas, and water services would not be possible without the development of specific regulatory regimes designed to encourage efficient operations and protect customers from exploitation. Licensing systems have been developed that aim to encourage competition where this is practical and, by imposing controls on prices, to increase productive efficiency. Licensing requirements or specific subsidy arrangements may also impose specific social obligations on companies. For example, British Telecom is required by its licence to maintain the 999 emergency service and to provide rural phone-services and call-boxes. These services are then cross-subsidised by British Telecom's other services and are the quid pro quo for British Telecom being allowed to run a monopoly.

#### Other Routes to Private Participation

Although selling shares to employees, the general public, and financial institutions has been the most visible manifestation of the British privatisation programme, other routes have also been followed to increase private participation in what would traditionally have been public sector activities. Of most significance have been contracting-out and franchise financing.

Contracting-out involves the private sector taking the operational responsibility on a contractual basis for providing services previously provided by the public sector. It can lead to valuable cost savings and efficiency gains; and, in Britain, is being pursued in central government, local authorities, and the National Health Service in respect of services such as cleaning, catering, security guards, and laundry services. Progress has been slower than the Government would have liked but steps are being taken to speed up the process.

Franchise or concession financing, of which Turkey is one of the world's leading proponents, involves infrastructure facilities (e.g. tolled roads, tunnels, bridges, power generation facilities) being designed, built and operated by private sector consortia. In return for providing and financing the facility, the consortia are given the franchise to operate it for a set number of years. At the end of the franchise period, provision can be made for the facility to

revert to the public sector or for the franchise to be renewed on a competitive basis. Not only can this approach allow infrastructure developments to be implemented earlier than would otherwise be the case, it can create major efficiency savings and reduce claims on public sector funds.

Because it was seen initially as a back-door route of increasing public expenditure off-balance sheet, the British Treasury has resisted the development of such projects unless it could be clearly seen that cost-savings would result and risk would be transferred to the private sector. Ways of doing this have now been found and it was agreed last Autumn that the new River Thames crossing at Dartford should be provided via franchise financing. Schrodgers advised the British Government on both this transaction and on the Anglo-French Channel Tunnel, and other examples will certainly follow.

#### Lessons to be Learnt

Although the British privatisation programme is a popular success, mistakes have been made and lessons have been learnt by experience. In the early days of the programme, sales were treated as one-off individual market transactions and no real attempt was made to co-ordinate the programme nor to capture the public's imagination. Market professionals consistently under-estimated the power of privatisation to attract retail interest and persisted in offering too few shares too cheaply to the British public. Shades of that still exist to this day as the privatisation of British Airways recently demonstrated. Although there have been developments in offer techniques - particularly led by Schrodgers - there was sometimes reluctance in the City of London to introduce innovations even where these would clearly benefit the vendor.

Because demand for privatisation can be an order of magnitude greater than is commonly found in private sector sales and is not always easy to predict in advance, offer structures are needed which can cope with unexpected demand that materialises in the offer period. The Cable and Wireless sale in December 1985 which was conducted by Schrodgers for the British Treasury and which was at the time the world's second-largest ever equity sale pioneered a new technique - flexible clawback - designed to do this and subsequent sales have followed suit.

Privatisations differ from all other public offerings, particularly in terms of political sensitivities, size, investor interest, and complexity of objectives. The luxury of treating them as purely financial transactions is simply not available



If a privatisation programme is to be pursued, it is important that the case for doing it is deployed publicly. Whether or not increasing efficiency, spreading ownership, or raising finance are the objectives, the intellectual and economic justification for the programme must be coherently presented. If the emphasis for the programme is seen as being primarily political, problems will result. Not enough attention was paid to this aspect in the early days of the British programme.

It is also important that the critical participants in the programme are identified early on and dealt with in the most satisfactory fashion. Key groups normally include the following:

- the general public as taxpayers, customers and voters
- the employees of the firm being privatised
- the management of the firm being privatised
- prospective investors
- commentators
- opponents of privatisation

Fair pricing which balances the needs of the taxpayer and the investor, voucher offers for customers, free shares for employees (not least to negate Trade Union opposition), retaining the privatised company's corporate structure, widespread distribution of shares, full disclosure of information, and careful attention to detail may all be necessary if a successful sales is to be achieved.

#### What Next?

The British privatisation programme has gone further and faster in the last three years than even its most ardent supporters expected. The British Gas sale, for example, attracted over 4 million applicants and was the world's largest-ever equity transaction. Already in 1987, two major sales - British Airways and Rolls Royce - have been successfully completed. British Airports (BAA) will soon follow. If the Conservatives are returned to power at the next General Election, the water industry will be privatised and it will surprise no-one if other industries such as electricity, steel, coal, London Regional Transport and the Post Office follow in due course.

Indeed if the programme is pursued to its logical conclusion, the British nationalised industry will cease to exist. Certainly to date, the results of the programme have been beneficial. The long-term effects will be for others to judge.

GLOBALIZATION OF THE INTERNATIONAL  
FINANCIAL MARKETS AND THE  
PHILADELPHIA STOCK EXCHANGE

JOSEPH S. RIZZELLO\*

Introduction

I would like to take this opportunity to express my pleasure in visiting your nation for the first time. This I hope will be the first of many future visits to a country with a panorama rich in history and culture from Homer's Troy to Kemal Atatürk's Modern Republic. Turkey is unique. It represents a gateway spanning the continents of Europe and Asia and a door to the financial markets as yet untapped by the Philadelphia Stock Exchange.

As a senior representative of one of the world's leading international market centers, I feel especially well qualified to share with you my thoughts on why global trading links are taking such an important foothold in today's world of finance.

And in this role, I certainly didn't travel all the way from Philadelphia to regale you with fairy tales. But I'd like, nonetheless, to preface my remarks today with what may seem to you like a real tale of fantasy.

Once upon a time, not that long ago, in fact less than half a century ago, a single well known stock exchange began its operations on the streets of New York. Access to it was limited to a small number of traders who gathered on the curb. Information about stocks was flashed by clerks hanging out from windows of nearby buildings. The exchange was popularly known as the "Curbstone Market", and traders were as "Curbstone".

Now let's set the clock ahead 50 years or so to today's high-tech financial marketplace and take a look at what I call the world of "Global Capital Markets".

---

\* Philadelphia Borsası Başkan Yardımcısı

The key word here is "global". The notion that markets, once limited in scope by geography or even the walls or "Curbs" of their trading floors, have truly become more unified, more homogeneous, indeed more global in scope. And investors-be they individuals or institutions- today are very well aware of the implications of events halfway around the world and seek to take advantage of these events not only in their own markets at home but in markets halfway around the world.

This means, for example, that the Philadelphia Stock Exchange, whose sole purpose in life barely 15 years ago was to be a regional US market for the trading of regional stocks, today competes with exchanges in London, Tokyo and points between and includes as its customers the members of these exchanges and their customers.

Looking at this "global" nation from a personal point of view, today's event is a very good illustration of the point I'm trying to make: here I stand, an Amerikan of Italian descent, representing an exchange based in Philadelphia, which serves investors throughout the world in stocks, options and foreign currencies, speaking before an international audience of influential decision-makers at a conference in Istanbul, Turkey. If that isn't globalism, I don't know what is.

What's behind the increasing globalization of International Financial Markets? In a word, telecommunications. The ability to communicate by electronic means and gain virtually instantaneous access to markets around the world. This allows investors everywhere to be two things: Opportunity-driven and risk-averse.

We're opportunity-driven. In the never-ending search for quality investments, you don't have to look any further than the proliferation of mutual funds specializing in international stocks... No further than the number of pension fund managers researching companies based in other nations that they didn't know existed five years ago... And to the search everywhere for profit opportunity and maximum return on investment to come to the conclusion that "no investor is an island" and neither are the exchanges on which they transact business.

We're risk-driven. For all our protestations of worldliness, we Americans can be very parochial in our view toward other parts of the world. We and others

have slowly come to recognize that it's not just events in our own country that determine the value of our dollar, but political and economic occurrences around the globe over which we have no control, yet which have a tremendous impact on us.

Today's investors are driven to be risk-averse by events as disparate as declining interest rates in England, the sinking of an oil tanker near Karq ("Carq") island, or by the ability of developing nations to meet their outstanding obligations.

Separately or together, these events can effect worldwide interest rates, the value of the dollar or the creditworthiness of a major international bank. Yes, no investor is an island.

Events such as these are forcing exchanges to recognize that if they are to remain viable, they must make their marketplace accessible to investors, irrespective of time and place.

A number of factors have stimulated this global capital market movement.

Last October, London's Financial Markets were deregulated in an event known as "The Big Bang". The net effect has been profound and almost totally positive. A great influx of resources -both human and financial- has entered the marketplace real estate development, employment and perhaps most important world financial attention has been focused on London.

Big Bang has certainly convinced the hidebound London financial community that greater electronic access is required so much so that shortly equities no longer will be traded on the floor of the London Stock Exchange.

In Japan, the Ministry of Finance, which has been much better known for saying "no" than saying "yes", has agreed to allow Japanese Financial Institutions to utilize American Financial Futures and shortly American Options Markets. This development has fueled a whole new kind of interest in serving the needs of investors in the Far East.

Recently, the Chicago Board of Trade began evening trading hours in financial futures contracts, a move aimed at serving traders in Japan, Hong Kong and China

during prime business hours in the Far East. Initial reports are encouraging, particularly to those of us at the Philadelphia Stock Exchange as we prepare to expand our own trading hours this fall.

Other exchanges have taken different approaches. For example, Amsterdam, Sydney, Toronto, Montreal, New York, Chicago and Singapore have set up or are working to establish trading links that will allow traders to open and close positions on any partner exchange.

While we believe the expansion of trading hours is a far more effective way of serving markets in other parts of the world, this alternative, nonetheless, is another illustration of the move toward creation of truly "Global Capital Markets"

A decision by the options clearing corporation, the clearing agent and guarantor of options traded on U.S. exchanges, to devise a system of settlement financial guarantees for international banks that trade currencies on the Interbank markets also has global implications. Heretofore, a bank in Zurich experienced a good deal of difficulty in determining whether its trading partner in Texas or India would meet its obligations. And even if they were met, the problems caused by taking delivery of the currency through various time zones made such trading cumbersome and expensive. This new system will cut through those mechanics.

All of these developments, ladies and gentlemen, mean we have come a long way from the trading days of our "curbstone brokers".

Two hundred years ago, Philadelphia gave birth to the U.S. constitution, today, the city is home to a whole new generation of trading vehicles, trading systems and traders who use them both.

And just as attention was focused on the curbstones of New York during the early days of exchanges there and on London last fall during the "Big Bang", a fair amount of new attention is being lavished on the birthplace of the United States.

Since so much has been written about the Philadelphia stock exchange and its innovative products, in particular the option on foreign currencies, I thought I would take a few minutes to tell you about the exchange in terms of its history, and a brief overview of the mechanics and operations of the exchange, and then finally I will speak to you about the currency option program.

### 1. Historical Background

Although the Philadelphia Stock Exchange is noted as one of the most modern and innovative exchanges in the United States, it is also quite traditional and in fact is the oldest organized stock exchange in the world, founded in 1790.

While our country was growing it was the city of Philadelphia that was at the center of commerce in North America and the second largest English speaking city in the world-second only to London. The Philadelphia Exchange in the meantime, was the largest stock exchange in the U.S. until the mid 1880's. In 1817 the Erie Canal was opened which made it possible for ships from Europe to reach New York city faster than Philadelphia and eventually led to the rise of New York as the country's financial center. But Philadelphia continued to remain a strong exchange.

During the next century the "Philēx", as it became known, principally traded in stocks of local companies. In the mid 1900's, a number of other exchanges located on the eastern seaboard merged with Philadelphia making it one of our country's largest exchanges.

In 1975 we introduced stock options to our marketplace as a listed security. However, it was the introduction of foreign currency options in 1982 that made our exchange the International Financial Center it is today.

### Foreign Currencies

Which now brings me to the product that has brought the name of the Philadelphia stock exchange to every corner of the world.

### Creation

In December of 1982, our exchange introduced to the world for the first time a new concept. We called it the third dimension to foreign exchange, namely the foreign currency option. We began this experiment with the British Pound option. It liberally took an act of the United States Congress for this new investment tool to be labeled as a security. It is, therefore, regulated by the agency known as the Securities and Exchange Commission. Because this option is a security, it is cleared through the facilities of the options clearing corporation, also known as the occ. It is this multibillion dollar organization that facilitates the clearance of these contracts and guarantees their delivery.

There has never been an instance where the Occ guarantee was in jeopardy, and as a practical matter, there never will be. The reason is simple, too much revenue is generated from the options industry in our country to ever allow a default.

In 1983 options on the Deutsch Mark, Swiss Franc, Japanese Yen, and Canadian Dollar were added, in 1984, the option on the French Franc, in 1986 the option on the European currency unit (ECU) and just recently the Australian Dollar.

### Statistics

We are very proud of our accomplishments to date, although, we believe that it is only the beginning. In recent months, currency option trading has averaged more than 45,000 contracts daily, representing approximately 1.575 billion U.S. Dollars in underlying value.

One day trading records have exceeded 100,000 contracts. Our open interest has exceeded 1,000,000 contracts. Approximating 30 billion US Dollars. This open interest statistic may be the most important of all and it should be further noted that in 1986 alone our open interest increased 300 percent. Our closest competitor has reached levels of only 50 percent of this noteworthy statistic. I can also tell you that the largest single option trades ever executed on a stock exchange floor were done in Philadelphia. We have had instances of single transactions involving blocks of 12,000 Japanese Yen contracts representing \$584 million and another trade for 30,100 British Pound contracts representing \$600 million US Dollars in underlying value. Again both of these transactions

were accomplished with one trade. The reason to cite these statistics is simple liquidity. You can deal in any size on the phlx.

### Marketing

Because the Philadelphia Stock Exchange introduced this new concept to the Foreign Exchange Community, it was incumbent upon us to educate and market it on the international scene, our immediate task was to identify and educate potential users. The educational process was further complicated because we had to bridge two trading disciplines the options trader and the forex trader. To the options trader, the Foreign Exchange Markets were unfamiliar. To the forex trader, the option was truly foreign to him. We faced a further challenge the sheer size of this market! Fifty times the daily dollar volume of the New York Stock Exchange traded every day in Foreign Exchange Markets around the world!

And in fact, educational efforts had to be directed more to the non US market than the US market. We chose not to allocate our resources to massive advertising. We believed this to be a waste, reaching well beyond the audiences we were attempting to identify. We also knew that this new vehicle had to be customer driven because the brokers and bankers would not of themselves commit their resources to the marketing of this product, unless their customers forced them to do so. It was our goal. Therefore, to ignite the vast marketing reserves of the US Brokerage Community and international banks. We also encouraged the banking community to facilitate their customers' needs with their own so called over-the-counter options.

We knew that if customers became accustomed to the uses of these options they would wonder how they ever did without them and that ultimately they would find their way to our marketplace.

Because the London Community is such a significant participant in the foreign exchange marketplace, we needed a presence there. So, in 1984, our exchange opened the first office ever opened by a US securities exchange outside its country. That office was responsible for training our members as well as our members' customers, conducting seminars in London and throughout Europe; answering questions from that part of the world; provide daily information and be our eyes and ears in the European Community

We have also spent millions of dollars on educational material which includes



films, video tapes, high quality brochures for the various types of users, monthly newsletters, technical information, and on and on. Our marketing staff conducts seminars throughout our country, Europe and Asia. These seminars educate potential customers about the uses of the Philadelphia currency option as well as the mechanics, the rules, and regulations governing trading. In 1984, we sponsored the first International Foreign Currency Options Symposium in Philadelphia, at which Dr. Henry Kissinger was the featured speaker. Representatives from 21 countries attended that Seminar. In addition to Dr. Kissinger, they heard academics, corporate treasurers and bankers lecture on the various uses and techniques available with this option.

This year, our fourth Annual Symposium will be held in October and again promises to be a valuable learning experience for anyone involved in the management of foreign exchange risk.

#### Utilitarian Nature of the FCO

The list of new options products introduced over the last five years includes interest rate options, and index options of many varieties. But none can claim the utilitarian characteristic of the foreign currency option.

Bankers, corporate treasurers of multi-national corporations, and import/exporters of course all have an indirect interest in the appreciation or depreciation of the value of stocks and bonds, or in the value of various indices. But for these people, an Australian Dollar rise against the US Dollar can bring them more than indigestion. The Dollar's fluctuation can have a direct and significant negative impact on their income statement and balance sheet. The listed foreign currency option created in Philadelphia adds a third dimension to foreign exchange risk management, allowing users to protect themselves against adverse currency movements while retaining the opportunity to profit if exchange rates move in a favorable direction. The need for this kind of flexibility is clearly the reason for the remarkable growth of this market.

#### Uses

The uses of foreign currency exchange options fall generally into three categories.

- A. Insurance - or the safeguarding of assets
- B. Hedging
- C. Speculation

#### Uses

##### A. Insurance

One strategy which attracted corporations initially was the situation of a tender or in other words, the bidding on a foreign business venture. When a corporation is bidding on such a contract, it has faces (2) risks:

- (1) The classic foreign exchange risk
- (2) the uncertainty of winning the bid.

Prior to currency options, there was no way of protecting yourself against both risks in this type of bidding process.

In this example, the worst possible scenario would be where a corporation hedged its foreign exchange risk with a forward contract at the time the bid is made, then losing the bid and having the foreign exchange move against the bidder. With an option, the most exposure that the corporation has is the premium of the option and that cost can easily be included into the cost of making the proposal. Corporations began asking their bankers to provide this kind of protection after the Philadelphia stock exchange introduced currency options, and the bankers quickly realized that currency options were a product that they would have to include among their services.

##### B. Hedging

As banks and corporations began accepting currency options, in such scenarios where two (2) risks exist, they then began to realize that options could actually be used as a substitute for the traditional forward contract.

For example, let us examine a real business experience. The case of Lufthansa to purchase 20 Boeing 737's in early 1985 payable in US Dollars in 1986. As prudent management is apt to do in such a case, they hedged half their debt in the forward market, leaving the balance exposed. So they at least protected themselves against 50 percent of their dollar commitment. What happened? The Deutsch Mark increased against the Dollar from \$.31 to \$.43 or from 3.20 Marks to 2.30 Marks to the Dollar. Result an \$80 million opportunity lost! Why? Some

critics suggest than no hedge was prudent. But what if the deutsch Mark depreciated that 28 percent instead of appreciated against the US Dollar.

Instead of \$500 million, the cost to Lufthansa would have been \$680 million what would those critics have said about that? This dilemma is solved with the use of currency options. If Lufthansa had purchased Deutsch Mark puts with a life of 12 months, they would have been in the position of looking in a Deutsch Mark/\$ rate no worse than 3.20 plus the option cost. But with no penalty to a favorable move in the deutsch Mark/\$ rate, that is, the option is used if advantageous, and allowed to elapse if more favorable spot market conditions are available. So, again, the "option" is literally as stated an option -use it if it favors you- ignore it if it does not.

### C. Speculation

When any marketplace is created, regardless of the trading products of that marketplace, there is always drawn to it the speculator and arbitrageur. So too with currency options. As the volatility of exchange rates goes unabated, speculators around the world will participate in our market as they attempt to predict the next movement. They also serve our market and our customers well because they add yet another element of liquidity and pricing discipline.

### 5. New Developments

The exchange is not content with enjoying its success. But rather continues to develop and innovate, so as to further enhance and further assure the success of this product. Now that currency option trading in Philadelphia is thriving and the market possesses substantial liquidity we must turn our sights so the global nature of foreign exchange markets, recognizing that forex markets are a 24 hour business, we have announced our plans to proceed with a pilot program for extended trading hours in Philadelphia to accomodate market participants in the far eastern time zones. At present currency options trade in Philadelphia between the hours of 8:00 AM and 2:30 PM or 4:00 PM and 10:30 PM your time. Preparations are now underway for a second trading session between the hours of 7:00 PM and 11:00 PM Philadelphia time or 3:00 AM and 7:00 AM your time.

We expect to be operational by the beginning of the third quarter of this year and assuming that this pilot program is successful, we will then proceed to move the currency option program in Philadelphia to the next step closer to 24 hour trading.

This dramatic move by the Philadelphia Stock Exchange will set a major precedent in the US-it will be the first securities exchange to establish trading hours to meet the business hours of the Far Eastern time zone.

In order to properly support the growing interest in currency options (and other Phlx products) in the Far East, we have established our second international office. The goal and objectives of this office are the same as our London office - to educate, train, respond to questions and be the eyes and ears of the world. At present the Far Eastern regional office is located in Hong Kong and we hope to have a representative office established here in Tokyo by the end of the third quarter in order to more directly and exclusively serve the needs of the Japanese Foreign Exchange Community.

#### Ending

Our optimism on the future growth of the currency options market is difficult to restrain. Five years from now we will all be amazed at our underestimation of that growth. I am sure of this simply by the reactions I receive and our exchange receives as we meet investors in all parts of the world. It is clear that as the concept is understood, and the variety of uses appreciated-the corporate treasurer, banker, investment manager, speculator or the small businessman with international needs will all be drawn forever into the marketplace. The process is slow -from introduction/to education/to acceptance/to limited use/and finally- to full commitment.

Many have arrived at this final stage, but only a few in relation to the vast number of institutions exposed to foreign exchange risk.

From Kuwait to Kansas, from Frankfurt to France, from Holland to Hong Kong. And still today many of these governments impose difficult and what I would consider anticompetitive restrictions on its country's multinational corporations, banks and investment institutions in their use of currency options.

Our President, Nicholas Giordano has met with representatives of the governments of Japan, France and Kuwait, to name a few, with the stated purpose of discussing the lifting of those restrictions, not to mention my own country's federal reserve board's objection to foreign banks acting as specialist. Although most of the government agencies do not object, it does take time for a country

to change its policies and laws. So when you consider all of this, you can understand my optimism for the future growth of currency options as a worldwide tool of international commerce.

The Philadelphia exchange is the world leader in currency options, with more than double the open interest of our next largest competitor. We expect to continue to dominate this market in the future because the forex world looks to Philadelphia for pricing discipline; for education; for policy; and for further innovation. We accept that responsibility and will continue to earn it.

#### Closing

Finally, I would like to invite you to visit the city of Philadelphia. I believe you will find our city most hospitable, enjoyable and cultural. It is, after all, the birthplace of our country and, in fact, this year the city of Philadelphia will be celebrating the 200th anniversary of the writing of the constitution of the United States of America, a celebration of worldwide significance.

Thank you.

THE STRUCTURAL PROBLEMS OF  
TURKISH CAPITAL MARKET  
AND  
A TENTATIVE PROGRAM FOR THEIR SOLUTIONS

ERTUĞRUL İHSAN ÖZOL\*

Ladies and Gentlemen,

I must begin by confessing that I am a down-to-earth economist and have little real understanding of the sophisticated path of evolution of the fully-fledged stock markets in advanced industrial economies. Nor, I am afraid, can I pretend to be a judge of the financial aspects of the mature economies which we have to emulate if we are to accelerate the rate of development of our capital market in general, and of our stock market in particular.

At the same time, I consider it to be an indisputable fact that the stock market is the shortest and most effective route through which the general public's savings can be channelled into business and industry to the benefit of the national economy as well as of the parties directly concerned. Serious capitalization problems are bound to inhibit the industrial development of any country which has no stock exchanged or only an ineffective one: I am afraid that Turkey falls into this category.

I know that you will all agree with me, too, when I say that industrial democracy in the modern context cannot be achieved until ownership of the means of production has been spread through the great mass of the population.

Today, I intend to approach the question of capital market development from a general rather than a particular point of view. I think that this is more appropriate at the present stage of development of the system of financial intermediaries in Turkey.

---

\* TUSİAD Genel Sekreteri

To put my anxiety about the state of the stock market in Turkey into proper perspective, I felt that I should quote a few figures boring as figures usually are!

In 1983 - the latest year for which details are available - the overall stocks of bonds and shares represented, respectively, only 0.03 percent and 0.02 percent of GNP: the comparable percentages for the USA and the United Kingdom were well over 0.5 percent in both cases; and even Jordan, for example, boasted a much better performance than we did. The resources of leading non-financial companies during the period 1970 to 1983 averaged only 26 percent in paid-up capital, 2.8 percent in bonds and no less than 71.2 percent in bank credits. The Istanbul Chamber of Industry's list of "The Top 500 Industrial Enterprises, 1985", shows that shareholders' funds of the 404 private sector companies included in the list aggregated TL 1,055 bn., whilst the capital total for the remaining 96 - public sector - concerns was some 2 1/2 times this amount - TL 2,595 bn. Overall, securities valued at TL 2,787 bn., were issued in 1986, but the private sector's share was only TL 231 bn. In 1986, securities valued at TL 2,405 bn. were traded in the secondary market, and the re-organised Istanbul Stock Exchange, which opened for business at the beginning of that year, handled less than half this total - including a mere TL 93 bn. in private sector bonds and shares.

So much for statistics; I think they speak for themselves.

First, let us consider the cultural and psychological obstacles which stand in the way of financial intermediaries in Turkey today.

Here, it is generally considered that it is up to the State to solve, or at least to look for solutions to, every problem which arises within the community. Sometimes, even the intending beneficiaries of the ideal solution endeavour to convince the government that it should study the problem and solve it with its own resources and money!

However, the two parties, those who have identified the problem, and the government, never get together to look for the solution. This, on the face of it, altogether unreasonable lack of joint endeavour perhaps explains why TOSIAD

has sponsored this Conference. This Gordian's knot in the capital market situation simply must be cut if Turkey is to attain its rightful place in the industrialised world.

I would hasten to emphasise, however, that the State should certainly not be excluded from the process of stock market development. On the contrary, in some instances official intervention by the State is essential.

Unfortunately, the statements made by the bureaucrats this morning seem to indicate that the State is not always prepared - or able - to take action because they - the bureaucrats - do not know exactly what has to be done or how far their powers permit them to go. I am quite sure that they fully understand the problem, but they lack the necessary budget and, perhaps, authority, to do what is required

It may be that this explains why so little progress has been made during the past thirty years in establishing an active, viable stock market handling a range of securities which in diversity and volume is compatible with this country's daily more widespread and more buoyant economic activity.

I am sure that the lack of progress is not because of a lack of seminars, with and without the participation of acknowledged foreign experts. As G. Myrdal very rightly pointed out in one of his books in the 1950's, the solution of the economic problem of the less developed countries lies more in those countries themselves than in the textbooks written by foreign experts who have usually never visited or lived in a less developed country in all their lives! This message is still critically important to Turkey today! Our own economists must try to devise solutions to the problem and not simply repeat the theories laid down by foreign experts in textbooks which are often out of date in any case!

So, as a long-time student of the Turkish economy, I will suggest solutions which may be - and probably are - appropriate only for this country. They are certainly not universally applicable solutions - anyway, the problem are not universal, either.

In the first place, we need an inventory of the positive work done so far and of that work which needs to be done but which could not be tackled up to now.



Secondly, we must decide upon the quickest, but at the same time most effective, way to accelerate the stock market development process. And, thirdly, we must find ways and means of consolidating that which has been achieved so far into the transition from Stage 1 to Stage 2.

Let me outline a few simple realities about the market.

As the figures I have already quoted show only too well, in Turkey, the stock market has always been a marginal in so far as the saver's preferences are concerned: Treasury bills and bonds, bank deposits, gold, and foreign exchange all have precedence as a matter of course. The reason is two-fold: - firstly security, secondly the desire for maximum liquidity. This latter applies especially, of course, to the smaller investor and is a perfectly legitimate and understandable consideration. But it is a deterrent to investment which could certainly be overcome in an active, well-ordered stock market backed by a liquid secondary market.

Security is a matter of confidence and the way to secure the potential investor's confidence is to provide him with reliable and complete data regarding the operations and financial situation of the companies issuing bonds, shares or other securities to the public. And new enterprises should be required to put out a proper, detailed prospectus - a document which, today, is but rarely seen in Turkey.

A clear, competitive atmosphere is a prime requisite for any stock market. Independent auditors, working to accepted international standards, must be used to check and certify the veracity of all the data which is put before potential investors. Recently, primary banking institutions have been required by law to engage auditor which measure up to international standards, and it is certainly the case that a small but growing number of non-financial companies, too, are using such auditors of their own volition. But it is imperative that this requirement as regards auditing be extended to all joint stock companies. To make this entirely practical, it is essential that the government should delay no longer in finalising its plan for the establishment of an officially recognised Turkish institution of public accountants; tentative proposals in this respect were first made more than twenty years ago! This institution would also act as a check on the fiscal control mechanism and help prevent tax evasion. The extension of independent audits by recognised accountants would probably also have the effect of giving

the hundreds of profitable but mostly under-capitalised private, family companies an incentive to "go public". Credit-rating institutions are virtually non-existent in Turkey today and this is another gap in the financial system which should be bridged in the early future. There are no legislative barriers to their establishment and banks and other financial establishments as well as intending investors would benefit from the use of their services, as they do elsewhere.

But even when the question of security and liquidity are solved, most people prefer to invest their money in a house of their own rather in the shares or bonds of a company which will remain little more than a name to them. I don't think that this behaviour differs greatly from that of people in other countries. I certainly do not put the blame on the Turkish public.

The savings of people who are not already house-owners may perhaps go into the stock market but I am sure that their money will not stay there for very long; sooner rather than later, it will be channelled into housing or into one of the other more popular fields of investment.

This simple fact, and it is a fact, indicates that the measures to develop the Turkish capital market should be concentrated upon those in the higher and upper income brackets, those who already own a home of their own. Thus, the answers to the question "Who are these relatively well-off home owners?" and "What do they need to know to convince them to put their money into shares and bonds?" are much more important than general considerations of overall problem. The Capital Market Board should already have made the surveys necessary to supply answers to these questions; such surveys, I regret to say, would have been far more useful than the politely worded but firm, carefully detailed and highly restrictive stream of instructions and circulars which the Board has devised for brokers, and companies seeking finance.

Having discovered who are the most likely stock market clients, it will be necessary to study the composition of their savings, their division as between bank deposits, gold, foreign exchange, real estate, and so on. Then, ways and means of attracting such savings into the stock market must be devised. In general, however, the aim should not be to attract savings in the form of bank deposits; we do not want to swap one bird for another, but catch as many birds as possible in the same net. It would therefore seem that our objective should be

to attract the savings which go into gold, foreign exchange, real estate, consumer durables and last, but by no means least in Turkey today, into a whole variety of forms of gambling.

There is another point which I would like to make as regards the operations of the capital market authorities; they tend to concern themselves more or less exclusively with the supply side; that is to say with the regulation of companies share and bond issues. They pay very little attention to the demand side and do not study the size and structure of the present market for securities. They do nothing whatever to inform the public of the merits, advantages and potential offered by shares and bonds and other securities. There are no advertisements to compete with those continually appearing in the Press and on TV about the national lotteries, football pools, and other forms of gambling.

I am quite certain that this situation has not arisen accidentally, the result of an oversight, or even because of lack of funds to meet the cost of advertising. It results from a policy decision by the authorities; if the stock market becomes markedly more active and shows the sort of growth which has been advocated here today as essential to Turkey's industrial development, the government would not find the ready market for its own high interest-bearing bills, bonds and other instruments of domestic borrowing which have become the haven of far too big a proportion of the public's savings today.

This leads me to the all-important question of interest rate policies, policies which have traditionally ignored the elementary principle that interest rates on financial resources should differ from the linear connection between risks and profitability. What is more, interest rates in the money market, and even in the capital market, too, have generally been determined by bureaucrats, with the result that high rates of interest have been fixed for certain financial instruments quite independently of the risks involved.

Although most government securities are now marketed against tender submissions and interest rates have thus been pared down somewhat, Treasury bills are an outstanding example of the lack of relationship between interest rates and the risks involved. These bills carry no financial risk for their holders yet, when calculated on an annual basis, they provide a better return than do the more risk-prone bank deposits. If we are to enjoy the advantages of a modern,

active stock exchange and capital market, all interest rates must definitely be determined by market forces and not by bureaucratic decisions. This will mean that the market's rate for Treasury bills can be accepted as the market rate and other interest rates fixed in relation to the risks involved.

The Capital Market Board, and the other authorities concerned, should more carefully co-ordinate their activities and devote their attention to safeguarding the investing public's interests and to the prevention of such unfair competition as insider trading (this latter no easy task, judging by recent events in the USA and elsewhere!). Competition must be encouraged rather than restricted, as tends to be the case today; legislative restrictions must be reduced to the minimum compatible with the public's interests. The terms for which bonds and bills may be issued should not be regulated by the OMB but by market forces of supply and demand.

If we are to see the rapid development of the capital market which is so badly needed, the OMB and other authorities must also remove the present inequalities of treatment in so far as it exists between private and public sector entities, between banks and brokers, and so on. For example, securities may be freely issued by General or Annexed Budget administrations, by local governments, and by State Economic Enterprises, whereas all other would-be issuers of securities must obtain a permit from the OMB; only the banks have the right to establish investment funds, and the banks also have a number of privileges concerning the marketing of private sector securities.

Equal treatment for all parties and all types of securities must be assured without delay. The authorities must also remove the present restrictions on brokers' commissions, and on the establishment of savings and investment banks if the capital market and stock market are to become a truly integral part of the market economy to which Turkey has been committed since 1980.

Under this heading of present restrictions must also be mentioned the curbs on the investment of institutional funds; in particular, the vast sums held by such institutions as The Civil Service Pensions' Fund and The Social Insurance Board which are held in current accounts at the banks. Mobilization of such money - much of which is being held at call by tradition rather than because of economic or legislative necessity - would play a big part in instilling the public's confidence in the capital market.

The government's plan for the privatisation of some forty State Economic Enterprises - the first of them will probably go to the market this year - should give a welcome fillip to the stock market, if only because the placing of such assets will entail a considerable amount of publicity for the stock market per se. It should also mean that proper attention will be given to the urgently needed legislative and regulatory changes which I have mentioned today.

There is certainly a lot to be done by the authorities.

But in any event, the overall situation will remain complex for a long time to come and private industry, and the private sector as a whole, must play its part, too. It simply cannot afford to sit back and wait for the authorities to act, and for the potential investors to present themselves! If the private sector wishes to sell its shares, bonds, bills and other securities to an ever-bigger cadre of savers, it must make it self known and draw attention to the advantages it has to offer to the public at large. It must organise promotion campaigns and adopt modern marketing techniques; it is clear that neither the Capital Market Board nor any of the other government agencies will do this on the private sector's behalf. It would also seem essential that licenced brokers - of which there are as yet only a modest number - should set up a professional organisation to represent that vis-a-vis the authorities and to work out and put into effect a nation-wide campaign make the general public securities' conscious.

LESS legislation, restrictions, and inequalities, and  
MORE information, publicity, and attention to market forces  
will inspire the confidence which will set the Turkish stock market on its feet.

To summarise, I firmly believe that the following action programme must be adopted - not necessarily in this order - if Turkey is indeed to develop a viable, active stock market with the minimum possible delay: -

- 1) Acceptance by both government and the private sector of the need for a realistic, joint approach to the problem:
- 2) Revision of all relevant legislation and regulations governing the capital market generally and the stock market in particular, with a view to:

Eliminating: Unreasonable restrictions on the issue of and dealing in securities,

Inequalities as between the public and private sectors,  
and Restrictions on the investment of institutional funds.  
and granting Greater autonomy and room for initiative on the part of the Capital  
Market Board and the bureaucrats directly concerned:

3) Urgent legislation of Bills providing for -

The establishment of a recognised body of public accountants,

The obligation of all joint stock companies to employ

recognised, independent auditors,

The raising of the minimum capitalisation of all joint stock  
companies to a realistic level.

The better definition of a joint stock company which is in fact a  
bona fide public company, along with incentives for the conversion  
of what are in fact private, family concerns, into public companies:

4) Re-alignment of government interest rate policies to allow of a better  
balance as between risks and returns:

5) Commissioning of surveys of discover:

Who are the relatively well-off home owners - i.e. actual/potential  
investors,

and The make-up of their investments, as between bank deposits, gold,  
foreign exchange, etc.

6) Identification of the positive action taken so far and of the action,  
other than suggested here, which needs to be taken:

7) Propagation jointly by the public and private sectors of the benefits  
of the capital and stock markets to the individual and to the nation:

and

8) Establishment of a brokers' professional association to promote their  
activities and the stock market in general.

Thank you.



B Ø L Ø M    II



## TÜRKİYE'NİN AVRUPA TOPLULUĞU (AT) ÜLKELERİNE GÖRE SİNAİ ÜRÜNLERDEKİ REKABET GÜCÜ

DR. OSMAN KOÇUKAHMETOĞLU\*

### 1. Kapsam ve Yöntem

İçinde bulunduğumuz dönemde Türkiye'nin AT'ye tam üye olarak girmesi konusunda toplumun çeşitli kesimlerinde geniş ölçüde görüş birliği bulunmaktadır. AT'ye girmek için farklı nedenlere dayalı tercihler gündemdedir. Kuşkusuz ekonomik, siyasal, toplumsal tercihler ayrı ayrı önem taşımaktadır. Burada Türkiye ile AT ülkeleri arasında iktisadi açıdan karşılaştırma yapılacaktır. Böylece AT'ye girişte ekonomik nitelikteki tercihlere bir ışık getirilmeye çalışılacaktır.

Bu çalışmada Türkiye ve AT ülkeleri arasındaki iktisadi karşılaştırmalar sınai ürünlerdeki rekabetçilik düzeylerini kapsamaktadır. Çeşitli ürünlerdeki rekabetçilik düzeyleri ortaya konulurken, aynı zamanda AT ülkeleri ile Türkiye arasındaki mevcut uluslararası işbölümünün ne yönde olduğu gösterilmeye çalışılmıştır.

Bu çalışmanın amacı, Türkiye'nin AT ülkelerine göre sınai ürünlerdeki karşılaştırmalı üstünlük ve dezavantajlarını ürün bazında hesaplamaktır. Bu amaca yönelik olarak önce karşılaştırmalı üstünlükler kuramsal olarak ele alınmış ve değerlendirilmiştir. Daha sonra çalışmanın temelini oluşturan açıklanmış karşılaştırmalı üstünlükler analizi ortaya konulmuş ve uygulama aşamasına geçilmiştir. Ürün düzeyinde elde edilen sayısal karşılaştırmalı üstünlükler istatistiksel olarak değerlendirilmiş ve elde edilen sonuçların geçerliliği test edilmiştir.

Türkiye'nin AT ülkelerine göre karşılaştırmalı üstünlüğe sahip olduğu ürünler uluslararası işbölümünün niteliği, katma değer oranları, teknoloji yoğunluğu ve

---

\* Marmara Üniversitesi Öğretim Üyesi

Bu çalışma daha sonra yayınlanacak "Türkiye'nin Avrupa Topluluğu ülkelerine göre Rekabet Gücü:Sınai ve İlkel ürünlerde Karşılaştırmalı Üstünlükler" adlı çalışmanın özeti niteliğindedir.

araştırma geliştirme harcamaları bakımından değerlendirilmiştir. Böylece mevcut işbölümünün yapısına açıklık getirilmeye çalışılmıştır. Sonuçta Türkiye'nin AT' nin hangi ülkelerine benzer, hangi ülkelerinden farklı konumda olduğu ortaya konulmuştur.

İki ülkeli ve iki ürünlü klasik model çerçevesinde karşılaştırmalı üstünlüklerin emek faktörüne dayalı olarak açıklanması görece olarak kolay bir işlemdir. Ricardo tipi karşılaştırmalı üstünlükler G.D.A. Mac Dougal tarafından ele alınmıştır. Mac Dougal 1937 yılı verilerine göre ABD ve İngiltere'de 25 sektörde emek verimliliklerini hesaplamıştır. İşgücü başına üretimi gösteren emek verimliliği iki ülke arasında karşılaştırmalı olarak ele alınıp sektörel değerlendirmeler yapılmıştır<sup>1)</sup>. Elde edilen sonuçlara göre ABD ve İngiltere'de emek verimliliği ile ihracat arasında doğrusal bir ilişki ortaya çıkmıştır.

B.Balassa tarafından gerçekleştirilen ampirik bir araştırmada 1950 ve 1951 yılları verilerine göre 28 sanayi dalında ABD ve İngiltere'de verimlilik, ücretler, birim maliyetler ile ihracat arasındaki ilişkiler araştırılmıştır. Elde edilen sonuçlara göre verimlilik ile ihracat arasında yüksek düzeyde korelasyon ortaya çıkmıştır. Buna karşılık endüstrilerdeki ücret düzeyi ile birim üretim için gerekli olan sermaye maliyeti değişkenleri ile ihracat arasında yetersiz bir ilişki ortaya çıkmıştır<sup>2)</sup>.

J.Bhagwati'nin yapmış olduğu istatistiksel bir çalışmada ise birim emek maliyeti ile ihracat fiyatları arasındaki korelasyon katsayısı oldukça düşük düzeyde çıkmıştır<sup>3)</sup>. Karşılaştırmalı üstünlükleri dinamik olarak inceleyen bir çalışmada araştırma geliştirme harcamaları ve emek faktörü karşılaştırmalı üstünlükleri be-

---

1) G.D.A. Mac Dougal, "British and American Exports: A Study Suggested by the Theory of Comparative Cost", Part I, Economic Journal, December 1951, S.698.

2) Bela Balassa; "An Empirical Demonstration of Classical Comparative Cost Theory", Review of Economics and Statistics, Vol. 65 No:3, Ağust 1963, S.237.

3) Jagdish Bhagwati, "The Pure Theory of International Trade: A Survey", Economic Journal, March 1964, S.15-16.

lirleyen temel etkenler olarak ele alınmaktadır<sup>1)</sup>. H.B. Chenery'e göre ise tam rekabet ve tam istihdam varsayımları altında, mal ve faktörlerin piyasa fiyatları karşılaştırılmalı üstünlüklerin belirlenmesinde temel olarak alınır<sup>2)</sup>.

Anlaşılabacağı gibi karşılaştırmalı üstünlükleri ölçmeye yönelik araştırmalar birbirini doğrulayan sonuçlar ortaya koymamaktadır. Karşılaştırmalı üstünlükler fiyat ve fiyat dışı birçok faktörden etkilenmektedir. Bu nedenle uygulamalı çalışmalarda güçlükler ortaya çıkabilmektedir. Deneysel nitelikteki çalışmalar 25-28 sanayi dalı ile sınırlı kalmaktadır. Daha ayrıntılı ve ürün bazında yapılacak çalışmalar için karşılaştırma yapılacak ülkelere ait emek verimliliği, sermaye verimliliği, ücret düzeyi gibi alanlara da veri bulmakta zorluklar ortaya çıkmaktadır.

Karşılaştırmalı üstünlüklerin çok ülke ve çok ürün için hesaplanmasında analitik zorluklar ortaya çıkabilir. Bu zorlukları ortadan kaldırmak için "açıklanmış" (revealed) karşılaştırmalı üstünlükler kavramı ortaya konulmuştur<sup>3)</sup>. Balassa'nın ortaya koyduğu bu yaklaşımda açıklanmış karşılaştırmalı üstünlükler üretim maliyetleri yanısıra fiyat dışı faktörleri de kapsamaktadır. Ülkeler arasındaki karşılaştırmalı üstünlükler fiziki ve beşeri sermaye donanımı, teknoloji ve doğal kaynaklara dayalı olarak değişik düzeylerde oluşabilir. Açıklanmış karşılaştırmalı üstünlükler sektörlerin rekabet güçlerini açıkça ortaya koymaktadır. Balassa'ya göre açıklanmış karşılaştırmalı üstünlükler iki biçimde hesaplanabilmektedir<sup>4)</sup>.

---

1) Roger W. Klein, "A Dynamic Theory of Comparative Advantage", American Economic Review, Vol. 63, March 1973, S. 183.

2) Hollis B. Chenery, "Comparative Advantage and Development Policy", American Economic Review, Vol. 51, March 1961, S.19.

3) Bela Balassa, "Trade Liberalisation and 'Revealed' Comparative Advantage", Manchester School of Economic and Social Studies, Vol. 33, May 1965 No:2, S.106-107.

4) a.g.e. , S.106-107.

1. Ülkenin belirli bir ürünündeki ihracat payının dünya ihracat payına oranı.
2. Belirli bir sanayi dalındaki ihracat-ithalat oranı.

İkinci yöntemdeki ihracat-ithalat oranı yaklaşımı gümrük tarifeleri ve diğer koruyucu önlemlerden etkilenmektedir. Ancak bu etkilenme ülkeden ülkeye farklılık gösterebilmektedir. Bu nedenle Balassa açıklanmış karşılaştırmalı üstünlüklerle ilgili ikinci çalışmada ihracat-ithalat oranları ile ilgili hesaplamaları bir yana bırakmış, yalnızca birinci yöntemdeki göreceli ihracat payları üzerinde durmuştur<sup>1)</sup>. Göreceli ihracat paylarının birbirine oranı ihracat başarımını (Export Performance) vermektedir. İhracat başarımı ise karşılaştırmalı üstünlüklerin bir göstergesi olarak ele alınmaktadır<sup>2)</sup>. Aşağıda ihracat başarımı tanımlanmıştır.

$$EP_{ij} = \frac{X_{ij}}{X_{nj}} + \frac{X_{it}}{X_{nt}} \quad \begin{array}{l} i: \text{Ülke} \\ j: \text{Mal} \end{array}$$

$EP_{ij}$  : i ülkesinin j malındaki ihracat başarımı  
 $X_{ij}$  : i ülkesinin j malı ihracatı  
 $X_{nj}$  : i ülkesinin imalat sanayii ihracatı  
 $X_{it}$  : Tüm ülkelerin j malı ihracatı  
 $X_{nt}$  : Tüm ülkelerin imalat sanayii ihracatı

Açıklanmış karşılaştırmalı üstünlükler herhangi bir ürünündeki ülke ihracat payının o ürünün dünya ihracat payına oranlanmasından elde edilmektedir. Ele alınan bir ürün için elde edilen katsayının 1 olması o üründe ülke payının dünya payına eşit olduğunu gösterir. Katsayının 1.1 olması ise ülke ihracat payının dünya ihracat payından %10 daha yüksek olduğunu gösterir.

Balassa açıklanmış karşılaştırmalı üstünlükleri sınai ürünlerin rekabetçilik durumlarını ölçmek için kullanmıştır. Balassa'nın analizi temel alınarak yapılan çalışmalarda da sınai ürünlerin yanısıra benzer biçimde ilksel ürünler için de

- 
- 1) Bela Balassa, "'Revealed' Comparative Advantage Revisited: An Analysis of Relative Export Shares of the Industrial Countries, 1953-1971", Manchester School of Economic and Social Studies, Vol. 45. No: 4, December 1977, S.327.
  - 2) Bela Balassa, A "'Stages" Approach To Comparative Advantage, World Bank Staff Paper, No: 256, May 1977, S.15.

açıklanmış karşılaştırmalı üstünlükler hesaplanmıştır<sup>1)</sup>).

Çalışmada Türkiye ve AT ülkelerinin açıklanmış karşılaştırmalı üstünlüklerini ürün bazında hesaplayabilmek için Birleşmiş Milletlerin geliştirmiş olduğu Standart Uluslararası Ticaret Sınıflandırması (SITC) sistemi temel alınmıştır. SITC sistemin sınai ürünler ticaretine ilişkin verileri ayrıntılı bir biçimde göstermesi nedeni ile bu yol izlenmiştir.

## 2. Sınai Ürünlerde Karşılaştırmalı Üstünlükler

Karşılaştırmalı üstünlükleri hesaplamada kullanılan veriler 1983 ve 1984 yıllarının ortalama ihracat değerlerinden oluşmaktadır. Burada Türkiye'nin AT ülkelerine göre karşılaştırmalı üstünlüğe sahip olduğu sınai ürünler bir tablo olarak ortaya konulmuştur. Bu tablo yardımı ile AT ülkeleri ve Türkiye arasında çeşitli ürünlere göre karşılaştırmalar yapılabilir.

Elde edilen sayısal karşılaştırmalı üstünlükler daha sonra sıra korelasyonu yönünden incelenmiştir. Böylece Türkiye'nin sınai ürünlerdeki karşılaştırmalı üstünlük sıralamasının AT ülkelerinin hangisine daha çok benzer durumda olduğu ortaya konulmuştur. Çalışmada kullanılan Standart Uluslararası Ticaret Sınıflandırması (SITC) sisteminde sınai ürünler aşağıdaki gibi tanımlanmaktadır <sup>2)</sup>.

- SITC-5 Kimya sanayii
- SITC-6 Mamül ürünler sanayii
- SITC-7 Makina ve ulaşım araçları sanayii
- SITC-8 Çeşitli sınai ürünler
- SITC-5-8 Sınai ürünler

- 
- 1) Jurgen B. Donges-James Riedel, "The Expansion of Manufactured Exports in Developing Countries: An Empirical Assessment of Supply and Demand Issues, "Weltwirtschaftliches Archiv, Band 113 Heft I, 1977, S. 70-72.  
UNIDO, Word Industry In 1980, ID/269, New York 1981, S.103-108.
  - 2) United Nations, Standart International Trade Classification, Revision 2, Statistical Papers, Series M.No: 34, New York, 1975.

TABLO: 1  
TÜRKİYE'NİN AT ÜLKELERİNE GÖRE KARŞILAŞTIRMALI ÜSTÜNLÜĞE  
SAHİP OLDUĞU SINAI ÜRÜNLER

SITC	Bel-Lux	Danim.	Fransa	B.Almanya	İtalya	Hollanda	İngiltere	İspanya	İrlanda	Portekiz	Yunanistan	TÜRKİYE
523 Diğer İnorganik Maddeler	0.53	0.16	0.49	1.17	1.08	1.83	1.19	1.34	0.17	0.36	1.23	1.36
554 Sabunlar, Temizleyiciler	1.38	1.57	0.93	1.05	0.31	1.46	1.27	0.96	0.77	0.72	0.32	1.60
562 Kimyasal Gübreler	2.58	1.57	0.62	0.68	0.52	3.72	0.28	1.22	0.77	0.94	0.55	1.25
635 Ağaçtan Yapılmış Ürünler	0.74	9.83	0.83	0.62	1.25	1.00	0.51	2.68	0.77	2.11	0.22	1.25
651 Dokuma ipliği	1.13	0.66	1.02	0.76	1.20	1.01	0.70	1.22	0.95	1.35	7.97	7.83
652 Pamuklu Dokuma	1.14	0.60	1.15	0.97	0.97	1.19	0.43	0.33	1.96	4.49	3.92	5.15
653 Dokuma Ürünleri	1.55	0.58	0.79	0.89	1.99	0.66	0.31	0.32	1.22	3.05	0.76	3.19
656 Tül, Dantel, Şerit	0.71	0.36	2.09	7.77	0.78	0.75	0.79	1.41	1.73	1.88	2.29	1.26
658 Tekstilden Yapılmış Eşyalar	1.20	1.58	0.69	0.48	0.91	0.70	0.55	2.89	1.00	19.23	5.43	7.71
659 Halı ve Halıcılık Ürünleri	5.19	2.39	0.20	0.40	0.12	1.97	0.70	0.39	0.90	0.61	1.89	9.95
661 Kireç, Çimento, İnşaat Malz.	1.17	0.97	0.67	0.24	2.34	0.33	0.23	5.24	0.30	1.76	19.93	4.21
664 Camlar	2.77	0.74	1.05	0.89	0.81	0.68	0.69	0.89	0.87	0.26	0.18	2.71
665 Cam Ürünleri	0.84	0.59	2.26	0.70	1.07	0.52	0.54	0.83	2.45	1.87	0.41	28.20
671 Fontlar, Aynalı Demirler	1.54	0.0	2.18	0.85	0.32	0.09	0.42	1.05	0.03	3.58	13.58	3.82
672 Demir ve Çelik Külçeler	2.50	0.03	1.39	0.86	0.52	1.58	0.42	1.16	0.0	0.04	1.65	1.87
673 Demir ve Çelik Çubuklar	1.94	0.29	1.08	0.60	1.06	0.37	0.62	4.97	0.40	0.51	1.20	5.56
678 Demir ve Çelik Borular	0.72	1.26	0.58	1.14	1.54	0.61	0.56	1.18	0.04	0.12	1.49	1.48
679 Demir ve Çelik Dökmeler	0.33	3.69	1.10	1.21	0.72	0.60	1.02	1.11	0.03	1.78	0.10	2.65
684 Alüminyum	1.28	0.92	1.10	0.99	0.47	2.00	0.63	1.78	0.09	0.12	5.95	1.12
697 Metal Ev Aletleri	0.46	1.10	1.02	0.82	2.29	0.66	0.49	2.04	0.52	1.29	1.05	1.33
722 Traktörler	0.20	0.14	0.74	1.03	1.65	0.06	2.05	0.53	0.08	0.02	0.0	1.97
773 Elektrik Dağıtım İçin Teçhizat	0.73	1.78	1.23	0.85	1.03	0.90	1.21	1.38	1.26	1.54	2.10	2.56
7831 Otobüsler	17.95	3.15	4.51	11.07	4.40	3.32	2.50	4.17	0.82	2.84	5.67	31.33
842 Erkek Giysisi	1.48	0.49	0.60	0.46	2.51	0.76	0.62	0.64	1.24	7.13	3.59	4.31
843 Kadın Giysisi	0.57	1.68	1.11	0.73	1.56	0.67	0.63	0.22	0.95	3.02	5.93	12.54
844 İç Çamaşırı	0.58	0.39	0.75	0.47	1.34	0.86	0.80	0.66	1.00	21.65	2.73	11.50
845 Örne Giysi	0.29	2.31	0.53	0.41	3.32	0.42	0.77	0.46	0.46	6.38	6.84	3.11
847 Dokuma Eşya	0.36	0.41	0.75	0.49	3.53	0.47	0.84	0.53	0.38	2.91	1.17	1.49
848 Başlık	0.31	1.11	0.59	0.54	1.75	0.65	0.44	1.48	0.30	0.69	17.61	25.09

Kaynak: United Nations, Yearbook of International Trade Statistics 1984, Vol.II, Trade by Commodity, New York 1986, s.116-265 ve 743-746'daki verilerin derlenmiş biçiminden hesaplandı.

\* Sayısal değerler karşılaştırmalı üstünlük düzeyini göstermektedir.

Tablo 1'de Türkiye'nin AT ülkelerine göre yüksek düzeyde karşılaştırmalı üstünlüğe sahip olduğu sınai ürünler gösterilmiştir. Sınai ürünlerdeki karşılaştırmalı üstünlüklerin ürün kesimlerine göre dağıtımını farklılıklar göstermektedir. Türkiye, kimya sanayiinde; SITC 523 diğer inorganik maddeler, SITC 554 sabunlar ve temizleyiciler ve SITC 562 kimyasal gübreler gibi ürünlerde AT ülkelerine göre karşılaştırmalı üstünlüğe sahiptir.

Mamul ürünler sanayiinde SITC 635 ağaçtan yapılmış ürünler, SITC 651 dokuma ipliği, SITC 652 pamuklu dokuma, SITC 653 dokuma ürünleri, SITC 656 tül, dantel, şerit, SITC 658 tekstilden yapılmış eşyalar, SITC 659 halı ve halıcılık ürünleri, SITC 661 kireç, çimento, inşaat malzemeleri, SITC 664 camlar, SITC 665 cam ürünleri, SITC 671 fontlar aynalı demirler, SITC 672 demir ve çelik külçeler, SITC 673 demir ve çelik çubuklar, SITC 678 demir ve çelik borular, SITC 679 demir ve çelik dökmeler, SITC 684 alüminyum ve SITC 697 metal ev aletlerinde Türkiye AT ülkelerine göre karşılaştırmalı üstünlüğe sahiptir. Anlaşılacağı gibi mamul ürünler sanayii karşılaştırmalı üstünlüklerin yoğunlaştığı ürün kesimidir.

Makina ve ulaşım araçları kesiminde SITC 722 traktörler, SITC 773 elektrik dağıtımını için teçizat, SITC 7831 gibi ürünlerde Türkiye karşılaştırmalı üstünlüğe sahiptir. Çeşitli sınai ürünler kesiminde SITC 842 erkek giysisi, SITC 843 kadın giysisi, SITC 844 iç çamaşırı, SITC 845 örme giysi, SITC 847 dokuma eşya, SITC 848 başlık gibi ürünlerde Türkiye AT ülkelerine göre karşılaştırmalı üstünlüğe sahiptir.

Türkiye'nin AT ülkelerine göre karşılaştırmalı üstünlüğe sahip olduğu ürünlerde AT'nin bazı ülkeleri de rekabet gücüne sahiptir. Türkiye'nin karşılaştırmalı üstünlüğe sahip olduğu ürünlerin SITC 6 ve SITC 8 ürün kesimlerinde yoğunlaşması nedeni ile öncelikle bu iki ürün kesiminde sperman sıra korelasyonları hesaplanmıştır. Hesaplamalar sonucunda Türkiye'nin karşılaştırmalı üstünlüğe sahip olduğu sınai ürünlerde AT ülkelerinden hangilerinin Türkiye ile yüksek düzeyde rekabetçi ülke durumunda olduğu ortaya çıkacaktır.

TABLO I  
TÜRKİYE'NİN AT ÜLKELERİNE GÖRE KARŞILAŞTIRMALI ÜSTÜNLÜĞE  
SAHİP OLDUĞU SİNAİ ÜRÜNLERDE SPERMAN SIRA KORELASYON  
KATSAYILARI

	SITC 6 + 8	İstatistik- sel Anlam- lılık Düzeyi (%)	SITC 5 - 8	İstatistik- sel Anlam- lılık Düzeyi (%)
Türkiye-Portekiz	0.796	1	0.819	1
Türkiye-Yunanistan	0.786	1	0.830	1
Türkiye-İtalya	0.752	1	0.806	1
Türkiye-İspanya	0.699	1	0.823	1
Türkiye-Fransa	0.694	1	0.802	1
Türkiye-Belçika-Lük.	0.629	1	0.766	1
Türkiye-İrlanda	0.549	1	0.689	1
Türkiye-Hollanda	0.543	1	0.721	1
Türkiye-B.Almanya	0.497	1	0.708	1
Türkiye-Danimarka	0.491	1	0.693	1
Türkiye-İngiltere	0.398	5	0.641	1

Kaynak: Sperman sıra korelasyon katsayıları Tablo 1'den hesaplandı.

Türkiye'nin, SITC 6+8 ürün kesimlerinde karşılaştırmalı üstünlük sıralaması açısından benzer durumda olduğu ülkeler sırası ile Portekiz, Yunanistan ve İtalya'dır. Çünkü bu ülkeler ile Türkiye arasındaki sperman sıra korelasyonu oldukça yüksek düzeydedir. Sonuç olarak belirtilen ülkelerin Türkiye ile SITC 6 ve SITC 8 ürün kesimlerinde rekabetçilik açısından benzer durumda olduğu söylenebilir.

Türkiye'nin, SITC 6+8 ürün kesimlerinde sperman sıra korelasyonunun oldukça düşük olduğu ülkeler ise sırasıyla İngiltere, Danimarka, B.Almanya ve Hollanda gibi görece gelişmiş ülkelerdir. Bu ülkeler ile Türkiye arasında SITC 6+8 ürün kesimlerinde rekabet gücü benzerliği düşük düzeydedir.

Bir bütün olarak sınai ürünler (SITC 5-8) ele alınarak hesaplanan sıra korelasyonları Tablo 2'nin ikinci bölümünde görülmektedir. SITC 6+8 ürün kesimleri



için elde edilen sonuçlar benzer bir biçimde tüm sınai ürünler için de geçerliliğini korumaktadır. Türkiye'nin, AT ülkelerine göre karşılaştırmalı üstünlüğe sahip olduğu ürünlerde en önemli rakipleri sırası ile Yunanistan, İspanya, Portekiz, İtalya ve Fransa'dır.

### 2.1. İşbölümünün Niteliği

Türkiye'nin AT ülkelerine göre karşılaştırmalı üstünlüğe sahip olduğu ürünleri özellikleri açısından değerlendirecek olursak uluslararası işbölümünün ne yönde biçimlendiğini daha iyi görebiliriz. Literatürde uluslararası ticarete konu olan ürünler üç bölümde ele alınmaktadır<sup>1)</sup>.

1. Ricardo ürünleri
2. Heckscher-Ohlin ürünleri
3. Ürün Devresi ürünleri

Ricardo ürünleri doğal kaynağa dayalı olan ürünlerdir. Örneğin, mineraller, tarımsal ürünler ve madenler Ricardo ürünü olarak kabul edileceği gibi imalat sanayii ürünleri; içki, tütün, odun, gübre, kağıt ve temel kimyasal maddeler de bu gruba giren ürünlerdir<sup>2)</sup>. Gıda, petrol ürünleri, doğal gaz, demir dışı metaller Ricardo ürünleri kapsamındadır<sup>3)</sup>.

Heckscher-Ohlin ürünleri ülke içindeki üretim faktörlerinin yoğunluğuna bağlı olarak üretilen ürünlerdir. Tekstil ürünleri, metaller ve inşaat malzemesi gibi ürünler bu gruba girmektedir. Ancak tüm imalat sanayii ürünlerinin Heckscher-

- 
- 1) Seev Hirsch, "Hypotheses Regarding Trade Between Developing and Industrial Countries", The International Division of Labour Problems and Prospects içinde, Ed. H.Giersch, Institut Für Weltwirtschaft Kiel, J.C.B. Mohr (Paul Siebeck), Tübingen 1974, S.79.
  - 2) Seev Hirsh, "Capital or Technology? Confronting the Neo Factor Proportions and Neo-Technology Accounts of the International Trade", Weltwirtschaftliches Archiv, Band 110, Heft 4, 1974, S.543.
  - 3) L.L. Soete, "A General Test of Technological Gap Trade Theory", Weltwirtschaftliches Archiv, Band 117, Heft 4, 1981, S.640.

Ohlin ürünleri özelliğini gösterdiğini söyleyemeyiz<sup>1)</sup>. Heckscher-Ohlin ürünleri teknolojisi sabitleşmiş ve tüm ülkelerce bilinen ürünlerdir. Bu ürünlerin üretim fonksiyonları tüm ülkelerde hemen hemen birbirine benzer bir yapıdadır.

Ürün devresi ürünleri teknolojisi değişken bir yapıda olan ve başlangıçta üretim tekniği tüm ülkelerce bilinmeyen ürünlerdir. Bu ürünler niteliği gereği yüksek düzeyde araştırma geliştirme harcaması gerektirirler. Ürün devresi ürünlerinde temel özellik ürün ya da üretim sürecinin geliştirilmesidir. Kimyasal maddeler, çeşitli makineler, motorlu yol araçları ve mühendislik ürünleri ürün Devresi Ürünleri olarak adlandırılabilir. Elektronik eşyalar, çeşitli bilimsel tıbbi optik ölçü ve kontrol aletleri bu gruba giren ürünlerdir<sup>2)</sup>.

Tablo 1'de gösterilen Türkiye'nin AT ülkelerine göre karşılaştırmalı üstünlüğe sahip olduğu ürünleri yukarıdaki tanımlar çerçevesinde değerlendirecek olursak bu ürünlerin çoğunun teknolojisi sabitleşmiş Heckscher-Ohlin ürünleri olduğunu söyleyebiliriz. Bununla birlikte elektrik dağıtım için teçhizat, otobüs ve traktör gibi karşılaştırmalı üstünlüğü yüksek ürünler ise ürün devresi ürünleri kapsamına girmektedir. Bu durumda Türkiye'nin genel olarak AT ülkelerine teknoloji-si sabitleşmiş Heckscher-Ohlin ürünleri ve az sayıda ürün devresi ürünleri ihraç etmesi buna karşılık genel olarak ürün devresi ürünleri ithal etmesi beklenir. Çünkü Türkiye genellikle yüksek teknoloji gerektiren ürünlerde karşılaştırmalı üstünlüğe sahip değildir. Türkiye'nin sınai ürün ihracatında teknolojisi sabitleşmiş Heckscher-Ohlin ürünleri yüksek düzeyde, yeni teknoloji gerektiren standartlaşmış ürün devresi ürünleri ise düşük düzeydedir. Sınai ürün ithalatında ise standartlaşmış ve standartlaşmamış ürün devresi ürünleri büyük bir yer tutmaktadır<sup>3)</sup>. "İhracatın en dinamik bölümünü oluşturan sınai ürün ihracatında emek yoğun mallar lehine aşırı bir sapma olduğu saptanmaktadır. Bu saptamayı yatırım malları ve ara mallar lehine düzelterek mekanizmaların geliştirilmesi gereklidir<sup>4)</sup>.

1) Seev Hirsch, Hypotheses Regarding Trade.....S.67.

2) L.L.Soete , "A General Test of Technological .....S.640.

3) Osman Küçükahmetoğlu, Ürün Devreleri Analizi ve Türkiye Üzerine Bir Deneme, Yayınlanmamış Doktora Tezi, İstanbul 1986, S.137-140.

4) Korkut Boratav, "Dünya Ekonomisi, Türkiye ve İktisat Politikaları", Türkiye'de ve Dünya'da Yaşanan Ekonomik Bunalım, Yurt Yayınevi, Ankara 1984, S.268.

Türkiye'nin karşılaştırmalı üstünlüğe sahip olduğu ürünler çerçevesinde AT ülkeleri ile geliştireceği işbölümünün ülke ekonomisinde yapısal bir dönüşüm ortaya çıkarmayacağı söylenebilir. Bu nedenle mevcut karşılaştırmalı üstünlüklerin yanısıra yeni teknoloji gerektiren ihracat gelirlerini arttıracak ürünlerin hedeflenmesi gerekmektedir. "Türkiye gibi ülkeler Dünya ekonomisi ile eklemlenme biçimlerine özel bir önem vermelidirler. Bu konuda kendi ekonomilerinin çıkarları açısından seçmeci olmaları gerekiyor"<sup>1)</sup>. "Uzun dönemde Türkiye'nin karşılaştırmalı üstünlüğü elektrikli ve elektriksiz makineler, çeşitli aletler ve elektronikte yatmaktadır"<sup>2)</sup>.

Türkiye'nin göreceli üstünlüğe sahip olduğu sektörlerle kayması sonucu, elde edilebilecek statik kazançların ve dinamik kayıpların tüm etkilerinin karşılaştırmasını yapmadan liberal ve korumacı dış ticaret politikalarının değerlendirilmesine gidilemez<sup>3)</sup>. Bu nedenle aşağıda önce araştırma geliştirme faaliyetine dayalı ürünlerin karşılaştırmalı üstünlük durumu daha sonra da karşılaştırmalı üstünlük ve dezavantaj gösteren ürünlerin katma değer oranları yönünden bir değerlendirmesi yapılacaktır.

## 2.2. Araştırma Geliştirme Harcamaları

Bir ülkenin teknolojik açıdan ilerlemesi araştırma geliştirme harcamalarının yoğunluğuna bağlıdır. Araştırma geliştirme harcamalarının yoğun olduğu sektörlerde belirli bir süre sonunda maliyetlerin azalması söz konusudur. Maliyet azalması ise uluslararası piyasalarda rekabet üstünlüğü yaratarak ihracat artışına yol açar.

Araştırma geliştirme harcamalarının yoğunluğu ile ihracat arasında olumlu bir ilişki bulunduğu tezi çeşitli çalışmalarda ortaya konulmaya çalışılmıştır. ABD ekonomisi üzerine yapılan araştırmalar bu tezi doğrular niteliktedir. W. Gruber, D. Metha ve R.Vernon yapmış oldukları ortak bir çalışmada çeşitli sanayi dalları-

---

1) İlhan Tekeli, Sunuş Yazısı, Türkiye'de ve Dünya'da Yaşanan Ekonomik Bunalım, Yurt Yayınevi, Ankara 1984 içinde S.12.

2) Bela Balassa, Turkey Industrialization and Trade Strategy, World Bank, 1981, S.22.

3) Okan H.Aktan-Tercan Baysan, Türk Ekonomisinin Dünya Ekonomisine Entegrasyonu: Liberasyon, Karşılaştırmalı Üstünlük ve Optimum Politikalar, ODTÜ Gelişme Dergisi 12(1-2) 1984, S.103.

nı iki ölçüte göre değerlendirmişlerdir. Elde edilen sonuçlara göre toplam araştırma geliştirme harcamalarının satışlara oranı, Bilim Adamı ve mühendislerin toplam işgücüne oranı ile söz konusu sanayi dallarında yapılan ihracat arasında pozitif korelasyon vardır<sup>1)</sup>. Başka bir çalışma da ABD sanayi dallarındaki araştırma geliştirme harcamalarının yokluğu ile bu sanayi dallarının ihracatı arasında güçlü bir korelasyon ilişkisi bulunduğu gösterilmiştir<sup>2)</sup>.

Türkiye'nin sınai ürün ihracatında teknolojik yeniliklere bağlı ürünlerin payının düşük düzeyde olmasının nedeni araştırma geliştirme harcamalarının Milli Gelir içindeki payının yetersiz olmasına ve araştırma geliştirme faaliyetlerinde bulunan bilim adamı ve teknik eleman sayısının yeterli düzeyde olmamasına bağlayabiliriz. Aşağıda Türkiye ve AT ülkelerinde araştırma geliştirme faaliyetlerinde bulunan bilim adamı ve teknisyen sayıları görülmektedir.

TABLO 3  
TÜRKİYE VE AT ÜLKELERİNDE ARAŞTIRMA GELİŞTİRME  
HARCAMALARININ MİLLİ GELİR İÇİNDEKİ PAYI (%)

	1975	1978	1980	1983
B.Almanya	2.2	2.1	2.4	2.5
İngiltere	2.1	2.2	2.1	-
Hollanda	2.1	2.0	1.9	2.0
Fransa	1.8	1.8	1.8	-
Belçika	1.3	1.4	1.4	-
İtalya	0.9	0.8	1.0	1.1
Danimarka	0.4	-	1.0	-
İrlanda	0.9	0.8	0.8	0.8
Türkiye	0.6	0.6	-	-
İspanya	0.3	-	0.3	0.5
Portekiz	0.3	0.3	0.3	0.4
Yunanistan	0.2	-	0.2	-

Kaynak: UNESCO, Statistical Digest 1982, S.243-307  
Statistical Digest 1984, S.247-311  
Statistical Digest 1986, S.247-311

- 1) William Gruber, Dileep Metha, Raymond Vernon, "The R-D Factor in International Trade and International Investment of United States Industries", Journal of Political Economy, Vol. 75, Number 1, February 1967, S.22-23.
- 2) Donald B. Keesing, "The Impact of Research and Development on United States Trade", Journal of Political Economy, Vol. 75, Number 1, February 1967, S.45.

TABLO 4  
TÜRKİYE VE AT ÜLKELERİNDE ARAŞTIRMA  
VE GELİŞTİRME FAALİYETİNDE BULUNAN  
BİLİM ADAMI VE TEKNİK ELEMANLAR

		Toplam	Bilim Adamı	Teknisyen
B.Almanya	1981	243.680	128.162	115.518
Fransa	1979	230.766	72.889	157.877
İngiltere	1978	163.100	86.500	76.600
İtalya	1983	91.715	63.021	28.694
Hollanda	1983	57.630	30.530	27.100
Belçika	1977	21.579	13.883	7.696
İspanya	1983	19.369	14.229	5.140
Danimarka	1983	17.759	7.508.	10.251
Türkiye	1983	10.436	7.747	2.689
Portekiz	1982	6.119	3.019	3.100
İrlanda	1982	4.044	2.773	1.271
Yunanistan	1983	3.508	2.441	1.067

Kaynak: UNESCO, Statistical Yearbook 1986, Tablo 5.4.

Araştırma geliştirme harcamalarının yoğunluğu bakımından AT ülkeleri içinde Almanya, İngiltere, Hollanda, Fransa ve Belçika gibi ülkeler ilk sıralarda yer almaktadır. Türkiye'nin yapmış olduğu araştırma geliştirme harcamaları gelişmiş ülkelere göre düşük düzeydedir. Bununla birlikte Türkiye araştırma geliştirme harcamalarının yoğunluğu bakımından İspanya, Portekiz ve Yunanistan'dan daha yüksek durumdadır.

Araştırma geliştirme faaliyetlerinde bulunan Bilim Adamı ve teknik eleman açısından AT ülkeleri arasında B. Almanya, Fransa, İngiltere, İtalya ve Hollanda gibi ülkeler ilk sıralarda yer almaktadır. Türkiye araştırma geliştirme faaliyetinde bulunan Bilim Adamı ve teknik eleman sayısı bakımından Portekiz, İrlanda ve Yunanistan'dan daha yüksek, buna karşılık AT'nin diğer ülkelerinden daha düşük düzeydedir.

Araştırma geliştirme harcamalarının yoğunluğu yeni teknoloji gerektiren ürünlerin ortaya çıkmasına yol açmaktadır. Türkiye, teknolojik açıdan gelişmiş ülkeler düzeyine ulaşamamıştır. Türkiye'de emek-yoğun teknolojilerin ve küçük ölçekli tesislerin giderek egemenlik kazandığı görülmektedir <sup>1)</sup>.

1) Bilsay Kuruç, "Bunalımdan Büyümeğe Geçişte Türkiye Ekonomisi", IMF İstikrar Politikaları ve Türkiye, Ed. Cevdet Erdost, Savaş Yayınları, Ankara 1982, S.200.

Bu nedenle teknoloji alanında atılım yapabilmek için araştırma geliştirme faaliyetlerine daha fazla önem vermek ve teknoloji transferini ülke koşullarına uygun bir biçimde gerçekleştirmek gerekmektedir. Ancak bu durumda Türkiye ile AT ülkeleri arasındaki mevcut karşılaştırmalı üstünlüklerin yapısında Türkiye lehine bir değişiklik ortaya çıkabilir.

Makina, elektronik, ulaşım araçları, haberleşme araçları ve bilgisayar gibi yoğun teknoloji gerektiren ürünlerde Türkiye'nin AT ülkelerine göre rekabet şansı oldukça düşüktür. Bu sanayi dallarında rekabet gücünün arttırılması ve AT'nın gelişmiş ülkeleri düzeyine ulaşılması ülke ekonomisi açısından son derece önemlidir. "Türkiye'nin 1990'lı yıllar için sorunu ileri bilimsel ve teknolojik yatırımların yoğunlaştırılmasıdır"<sup>1)</sup>. "Yeni teknolojilerin değiştirdiği karşılaştırmalı üstünlükler ihracat gelirini arttırabilmek için yeni alanlara kaymayı gerektirmektedir. Bunlar yüksek teknolojili, talebi genişleyen yeni mallar olacaktır. Türk sanayii bu alanda bir atılım yapmalıdır"<sup>2)</sup>.

Gelişmekte olan ülkelere önerilen emek-yoğun olanlarda sanayileşme görüşünün Türkiye açısından çözüm yolu olmayacağı söylenebilir. "Bugün rekabet gücü sağlandığı için ihraç edilebilen ürünlerin yarın rekabet gücü olmadığı görülebilir. İzlenmeyen teknolojik değişme, yarın fakirleşmeyi de birlikte getirebilir"<sup>3)</sup>.

Türkiye sanayileşme alanında belirli aşamaları katetmiş bir ülke olduğundan yatırım mallarında uluslararası işbölümüne katılmanın yollarını aramalıdır. "Türkiye'nin tarıma dayalı endüstriler yanında, ileri mühendislik bilgisi gerektiren bir kısım sermaye malları alanında önemli karşılaştırmalı üstünlük potansiyeli vardır"<sup>4)</sup>. Türkiye sermaye mallarındaki bu potansiyel karşılaştırmalı üstünlüğünü kullanabilirse mevcut ithalat, ihracat farkını ortadan kaldırabilir. Sermaye mallarının ihracat içindeki payının yükselmesi dış ticaret hadlerinin lehte gelişmesine yol açarak döviz kazançlarının artmasına yol açar.

1) Kapital, Besim Östünel ile yapılan söyleşi, Sayı 12, Mayıs 1987, S.22.

2) Gülten Kazgan, "AT'a Tam Üye Olarak Katılma Hazırlığı", ISO Dergisi, Sayı 255, 15 Mayıs 1987, S.14.

3) Gülten Kazgan, "Türkiye'nin Dışa Açılmasında İki Dışsal Etken: Dünya Piyasası ve Yeni Sanayi Devrimi", İktisat Dergisi, Sayı 248-249, Temmuz-Ağus. 85, S:55-56.

4) Halil Seyidoğlu, Türkiye'de Sanayileşme ve Dış Ticaret Politikası, Turhan Kitabevi Yayınları, Ankara 1982, S.176.

### 2.3. Katma Değer Oranları

Türkiye'nin AT'ye tam üye olması durumunda öncelikle ithalat ve ihracatın artış göstereceği söylenebilir. AT'ye tam üyelik aşamasında gümrük duvarları kaldırılacağından AT ve AT dışı ülkelerden yapılacak ithalatta artış ortaya çıkacaktır. Tam üyeliğin diğer bir sonucu da AT'ye yönelik ihracatın artması olabilir. Tam üyelik durumunda Türkiye'nin ihraç ürünlerinin geniş bir piyasaya yönelik olarak daha çok pazar payı elde edebileceği söylenebilir. Ancak Türkiye'nin bugün bile ihracatın doğan sınırlarına ulaştığı ve AT ülkelerince ihracatının çok büyük ölçüde kısıtlamaya tabi tutulmadığı göz önüne alınırsa ihracat artışının önemli boyutlara ulaşmayacağı söylenebilir.

Türkiye'nin AT'ye tam üyelik durumunda mevcut karşılaştırmalı üstünlükler çerçevesinde ithalat artışının ihracat artışından daha yüksek olacağı söylenebilir. Bunun anlamı var olan dış ticaret açığının daha da artması demektir. Böyle bir durumun ortaya çıkmasını önlemek için şimdiden önlem almak ve ihracatın ürün bileşimini gözden geçirmek gerekmektedir. Bunun için ürünlerin katma değer oranlarının<sup>1)</sup> araştırılması öncelik taşımaktadır. Bu amaçla Tablo 5'de Türkiye ve AT ülkelerinde imalat sanayiinde katma değer oranları sektörel olarak büyüklüklerine göre sıralanmıştır.

Türkiye ve AT ülkelerinde sektörel katma değer oranlarının sıralanışları arasındaki sıra korelasyonu  $r_s = 0.750$  olarak hesaplanmıştır. Elde edilen sıra korelasyonunun istatistiksel anlamlılık düzeyi %1'dir. Buna göre sektörel katma değer oranlarının sıralanışı bakımından Türkiye ile AT ülkeleri arasında önemli ölçüde benzerlik olduğu söylenebilir. Türkiye'de sektörel katma değer oranları genel olarak AT ülkelerinden daha düşük düzeydedir. Ancak, çanak, çömlek, çini ve porselen sanayiinde Türkiye'nin katma değer oranı AT ortalamasından yüksek düzeydedir.

Türkiye'de sektörel katma değer oranı sıralaması bakımından çanak, çömlek, çini, porselen sanayii, lastik ürünleri sanayii, taş ve toprağa dayalı sanayii, taşıt sanayii, elektrik makineleri ve aygıtları sanayii, metal eşya sanayii, mesleki ve bilimsel aletler sanayii, ağaç mobilya ve döşeme sanayii, dokuma sanayii,

---

1) Katma değer oranı Katma Değer/Çıktı olarak hesaplanmıştır.

makina sanayii ve basın ve yayın sanayii ilk sıralarda yer almaktadır. Bu sanayi dallarındaki katma değer oranları Türkiye ortalamasının üzerindedir.

TABLO 5

TÜRKİYE VE AT ÜLKELERİNDE İMALAT SANAYİİNDE  
KATMA DEĞER ORANLARI\*

ISIC	Türkiye (1982)%	AT Ülkeleri Ortalaması%
361 Çanak, Çömlek, Çini, Porselen San.	58.3	52.9
355 Lastik Ürünleri Sanayii	44.7	46.8
362 Cam ve Cam Ürünleri Sanayii	43.9	50.3
369 Taş ve Toprağa Dayalı Sanayii	43.4	46.0
384 Taşıt Sanayii	42.3	38.9
383 Elektrik Mak. ve Aygıtlı San.	41.6	47.8
381 Metal Eşya Sanayii	40.9	47.1
385 Mesleki ve Bilimsel Aletler	40.8	53.6
332 Ağaç Mobilya ve Döşeme Sanayii	38.9	47.1
321 Dokuma Sanayii	38.5	38.5
382 Makina Sanayii	37.4	46.7
342 Basım ve Yayın Sanayii	37.3	53.7
322 Giyim Eşyası Sanayii	32.8	44.6
356 Plastik Ürünleri Sanayii	32.7	40.8
352 Diğer Kimyasal Ürünler Sanayii	32.2	42.1
331 Ağaç ve Mantar Ürünleri Sanayii	31.4	39.2
341 Kağıt ve Kağıt Ürünleri Sanayii	29.2	36.1
372 Demir Dışı Metaller	29.1	26.5
324 Ayakkabı	28.7	44.1
323 Deri ve Deri Ürünleri Sanayii	28.0	37.8
371 Demir Çelik Sanayii	27.6	36.3
351 Ana Kimya Sanayii	27.2	31.2
311/2 Gıda Sanayii	21.4	24.2
SEKTÖRLER ORTALAMASI	36.1	42.2

Kaynak: UNIDO, Handbook of Industrial Statistics 1986, Vienna 1986, S. 120-166, Tablo 5'den hesaplandı.

\* Sıralama Türkiye'ye göre yapılmıştır.



Türkiye'de katma değer oranı yüksek olan ürünlerin AT ülkelerine göre karşılaştırmalı üstünlük düzeyini araştırarak söz konusu ülkeler arasındaki işbölümü hakkında bazı ipuçları elde edilebilir. Tablo 1'deki sonuçlara göre çanak, çömlek, çini, porselen sanayiinde karşılaştırmalı üstünlük yoktur. Lastik (Kauçuk) sanayiinde karşılaştırmalı üstünlük olmamakla birlikte önemli bir dezavantajın da bulunmadığı söylenebilir. Cam ve cam ürünleri ve dokuma sanayiinde karşılaştırmalı üstünlük vardır. Taş ve toprağa dayalı sanayiinin bir kolu olan çimento sanayiinde karşılaştırmalı üstünlük durumu vardır.

Taşıt sanayiinde genel olarak karşılaştırmalı üstünlük yoktur. Ancak otobüs üretiminde karşılaştırmalı üstünlük durumunun bulunduğu anlaşılmaktadır. Elektrik makinaları, metal eşya, mesleki ve bilimsel aletler, basım ve yayın, ağaç mobilya ve döşeme sanayii ve makina sanayiinde Türkiye'nin AT ülkelerine göre karşılaştırmalı dezavantaja sahip olduğunu söyleyebiliriz. Sınai ürün ihracat ve ithalatındaki yoğunlaşma düzeyini ortaya koyarak katma değer oranı yüksek ürünlerin sınai ürün ithalat ve ihracatındaki payı değerlendirilebilir. Tablo 6'da sınai ürün ithalat ve ihracatındaki yoğunlaşma düzeyleri gösterilmiştir.

Sınai ürün ihracatında sırası ile SITC 841 giyim eşyası %27.06, SITC 651 pamuk ipliği %10.15, SITC 673 demir ve çelik çubuklar %7.57, SITC 653 Dokuma ürünleri %4.02, SITC 657 Halı ve Halıcılık ürünleri %3.04, SITC 719 makinalar ve cihazlar %2.84, SITC 652 pamuklu dokuma %2.76, SITC 672 demir ve çelik külçeler %2.66, SITC 656 Dokuma eşyalar %2.66, SITC 678 Borular %2.40, SITC 732 Motorlu kara taşıtları %2.22 ile ilk sıralarda yer almaktadırlar. Yukarda sıralanan ürünler sınai ürün ihracatının 2/3'ünü oluşturmaktadırlar.

Sınai ürün ithalatında sırası ile SITC 719 makinalar ve cihazlar %10.21, SITC 512 organik kimyasal maddeler %7.53, SITC 732 motorlu kara taşıtları %6.47, SITC 672 demir ve çelik külçeler %5.80, SITC 513 inorganik kimyasal maddeler %5.22, SITC 718 makinalar %4.74, SITC 729 elektrikli makina ve cihazlar %4.50, SITC 711 jeneratörler (elektriksiz) %4.22, SITC 717 Dokuma sanayii makinaları %4.07, SITC 581 plastik maddeler %3.95, SITC 724 haberleşme cihazları %3.29, SITC 674, levhalar ve saçlar %3.03, SITC 722 elektrikli güç makinaları %2.59 ve SITC 599 kimyasal maddeler ilk sıralarda yer almaktadır.

TABLO 6

SINAI ÜRÜN İHRACATINDA  
YOĞUNLAŞMA  
1984-1985

Sıra	SITC	(%)	Birikimli (%)
1	719	10.21	10.21
2	512	7.53	17.74
3	732	6.47	24.21
4	672	5.80	30.01
5	513	5.22	35.23
6	718	4.74	39.97
7	729	4.50	44.47
8	711	4.22	48.69
9	717	4.07	52.76
10	581	3.95	56.71
11	724	3.29	60.00
12	674	3.03	63.03
13	722	2.59	65.62
14	599	2.24	67.86
15	561	2.21	70.07
16	673	1.66	71.73
17	651	1.63	73.36
18	684	1.63	74.99
19	735	1.57	76.56
20	715	1.53	78.09
21	679	1.37	79.46
22	861	1.30	80.76
23	714	1.26	82.02
24	541	1.17	83.19
25	682	1.10	84.29
26	678	1.05	85.34
27	891	0.93	86.27
28	514	0.83	87.10
29	531	0.79	87.89
30	641	0.79	88.68
31-49		7.72	96.40
50-100		3.60	100.00

SINAI ÜRÜN İTHALATINDA  
YOĞUNLAŞMA  
1984-1985

SITC	(%)	Birikimli(%)
841	27.06	27.06
651	10.15	37.21
673	7.57	44.78
653	4.02	48.80
657	3.04	51.84
719	2.84	54.68
652	2.76	57.44
672	2.66	60.10
656	2.66	62.76
678	2.40	65.16
732	2.22	67.38
674	1.96	69.34
661	1.44	70.78
554	1.18	71.96
684	1.17	73.13
665	1.13	74.26
629	1.09	75.35
664	1.08	76.43
723	1.07	77.50
711	1.05	78.55
717	0.97	79.52
631	0.88	80.40
671	0.83	81.23
842	0.79	82.02
712	0.73	82.75
682	0.71	83.46
514	0.70	84.16
581	0.69	84.85
821	0.68	85.53
512	0.63	86.16
31-49	7.30	93.46
50-100	5.79	99.25

Kaynak: Hazine ve Dış Ticaret Müsteşarlığı Bilgi İşlem Merkezi verilerinden düzenlenmiştir.

Tablo 6'nin incelenmesinden çıkan sonuçlara göre Türkiye'nin sınai ürün ihracatında genel olarak katma değer oranları düşük olan ürünler buna karşılık sınai ürün ithalatında ise katma değer oranı yüksek ürünler daha çok yer tutmaktadır. Türkiye'nin AT'ye tam üyeliği sürecinde katma değer oranı yüksek olan ürünlerin sınai ürün ihracatı içindeki payının yükseltilmesi gerekmektedir. "Yatırım malları ithalatının toplam içinde önemli bir paya sahip olduğu ve genellikle yatırım mallarındaki fiyat artışlarının diğer mallara göre daha yüksek olduğu göz önüne alınırsa, Türkiye'nin yatırım malları sektörüne özel bir öncelik vermesi gereği ortaya çıkar<sup>1)</sup>.

Çalışmada Türkiye ve AT ülkeleri için hesaplanan ürün bazındaki karşılaştırmalı üstünlükler teşvikli ihracat değerlerine dayanmaktadır. Bu nedenle yapılan hesaplamalarda karşılaştırmalı üstünlüklerin gerçek değerinden bir ölçüde sapmış sonuçlar elde edilir. Ancak ihracat teşvikleri yalnız Türkiye için söz konusu olan bir durum değildir. "AT üyesi devletlerin doğrudan ve dolaylı yardımları üye ülkeler arasında ticaretin yönünü saptırdığı ölçüde topluluk felsefesine de aykırı düşmektedir"<sup>2)</sup>. Burada önemli olan ürün bazındaki teşviklerin ülkelere göre ne ölçüde farklı ya da benzer değerlerden oluştuğunun bilinmesidir. Bunun araştırılması, ürün bazında ortaya çıkabilecek yapay rekabet görüntüsünü ortaya koyabilir.

---

1) TUSİAD, Dış Ticaret Raporu - İthalat ve İhracatta Sorunlar ve Öneriler, İstanbul 1986, S.69.

2) TUSİAD, Avrupa Topluluğu ve Türkiye'nin Tam Üyeliği Sorunu\_ Makro Bir Değerlendirme, İstanbul, 1987, S.102.

YARARLANILAN KAYNAKLAR

- Aktan O.H., Baysan T. Türk Ekonomisinin Dünya Ekonomisine Entegrasyonu: Libe-  
rasyon, Karşılaştırmalı Üstünlük ve Optimum Politikalar,  
O.D.T.Ü. Gelişme Dergisi 12 (1-2), 1984.
- Balassa B. Turkey, Industrialization and Trade Strategy, World Bank,  
1981.
- Balassa B. "An Empricial Demonstration of Classical Comparative Cost  
Theory" Review of Economics and Statistics, Vol. 65 No:3  
Ağustos 1963.
- Balassa B. "Trade Liberalization and 'Revealed' Comparative Advantage",  
Manchester School of Economic and Social Studies, Vol. 33  
No: 2, May 1965".
- Balassa B. A Stages Approach to Comparative Advantage, World Bank  
Staff Paper, No: 256 May 1977.
- Balassa B. "'Revealed' Comparative Advantage Revisited: An Analysis  
of Rela-Expprt Shares of Industrial Countries, 1953-1971",  
Manchester School of Economic and Social Studies, Vol. 45  
No: 4, December 1977.
- Bhagwati J. "The Pure Theory of International Trade: A Survey", Eco-  
nomic Journal, March 1964.
- Boratav K. "Dünya Ekonomisi, Türkiye ve İktisat Politikaları", Türki-  
ye de ve Dünya'da Yaşanan Ekonomik Bunalım, Yurt Yayınevi,  
Ankara 1984 içinde.
- Chenery H.B. "Comparative Advantage and Development Policy", American  
Economic Review, Vol. 51 No:1, March 1961.

- Donges J.B., Riedel J. "The Expansion of Manufactured Exports in Developing Countries: An Emprical Assessment of Supply and Demand Issues", Weltwirtschaftliches Archiv, Band 113 Heft 1, 1977.
- Gruber W. Metha D. Vernon "The R-D Factor in International Trade and International Investment of United States Industries", Journal of Political Economy, Vol. 75. No:1, February 1967.
- Hazine ve Dış Ticaret Müsteşarlığı, Bilgi İşlem Merkezi Verileri, 1986.
- Hirsch S. "Hypotheses Regarding Trade Between Developing and Industrial Countries", The International Division of Labour Problems and Prospects içinde, Ed. H. Giersch, Institut Für Weltwirtschaft Kiel, J.C.B. Mohr ( Paul Siebeck), Tübingen 1974.
- Hirsch S. "Capital or Technology? Confronting the Neo Factor Proportions and Neo-Technology Accounts of the International Trade", Weltwirtschaftliches Archiv, Band 110 Heft 4, 1974.
- Kapital Besim Üstünel ile Yapılan Söyleşi, Sayı 12, Mayıs 1987.
- Kazgan G. "AT'a Tam Üye Olarak Katılma Hazırlığı", ISO Dergisi, Sayı: 255, 15 Mayıs 1987.
- Kazgan G. "Türkiye'nin Dışa Açılmasında İki Dışsal Etken: Dünya Piyasası ve Yeni Sanayi Deyrimi", İktisat Dergisi, Sayı 248-249, Temmuz-Ağustos 1985.
- Keesing D.B. "The Impact of Research and Development on United States Trade" Journal of Political Economy, Vol. 75. Number: 1, February 1967.
- Klein R.W. "Dynamic Theory of Comparative Advantage", American Economic Review, Vol, 63. March 1973.

- Kuruç B. "Bunalımdan Büyümeye Geçişte Türkiye Ekonomisi", IMF İstikrar Politikaları ve Türkiye, Ed. Cevdet Erdost, Savaş Yayınları, Ankara 1982.
- Küçükahmetoğlu O. Ürün Devreleri Analizi ve Türkiye Üzerine bir Deneme, Yayınlanmamış Doktora Tezi, İstanbul, 1986.
- Mac Dougal G.D.A. "British and American Exports: A Study Suggested By the Theory of Comparative Cost", Part I, Economic Journal, December 1951.
- Seyidoğlu, H. Türkiye'de Sanayileşme ve Dış Ticaret Politikası, Turhan Kitapevi Yayınları, Ankara 1982.
- Soete L.L. "A General Test of Technological Gap Trade Theory", Weltwirtschaftliches Archiv, Band 117 Heft 4, 1981.
- Tekeli İ. Sunuş Yazısı, Türkiye'de ve Dünya'da Yaşanan Ekonomik Bunalım, Yurt Yayınevi, Ankara 1984.
- TOSİAD Dış Ticaret Raporu- İthalat ve İhracatta Sorunlar ve Öneriler İstanbul 1986.
- TOSİAD Avrupa Topluluğu ve Türkiye'nin Tam Üyeliği Sorunu- Makro Bir Değerlendirme, İstanbul 1987.
- United Nations., Standart International Trade Classification. Revision 2, Statistical Papers, Series M.No:34, New York 1975.
- United Nations, Yearbook of International Trade Statistics 1984, Vo.II, Trade by Commodity, New York 1986.
- UNESCO Statistical Digest, 1982, 1984, 1986.
- UNESCO Statistical Yearbook, 1986.
- UNIDO World Industry in 1980, ID/269, New York 1981.
- UNIDO Handbook of Industrial Statistics, Vienna 1986.



FİNANSAL KİRALAMA İLE KREDİYLE SATIN  
ALMANIN YATIRIMCININ MUHASEBESİ  
AÇISINDAN MUKAYESESİ

DR. OMİT GÜCENME\*

Ölkemizde finansal kiralama sözleşmeleri 10.6.1986 kabul tarihli Finansal Kiralama Kanunu ile hukuki bir niteliğe kavuştuktan sonra daha fazla güncellik kazanmış bir konudur. Çeşitli ülkelerde farklı hukuki düzenlemelerle uygulanan finansal kiralama sözleşmeleri hakkındaki araştırmalar ülkemizde de Finansal Kiralama Kanunu'ndan önce başlamış ve dünyadaki uygulamaları birçok çalışmada aktarılmıştır<sup>1)</sup>.

Finansal kiralama karşılığı olan leasing işlemlerinin muhasebeye aktarılması ABD'de 1976 yılından itibaren Finansal Muhasebe Standartları Komitesi tarafından çıkarılan bildirilerle düzenlenmiştir. Böylece o zamana kadar adi bir kira sözleşmesi gibi muhasebeleştirilen leasing işlemlerine yeni bir muhasebe uygulaması getirilmiştir. Ancak ülkemizdeki yasal düzenleme finansal kiralama sözleşmelerinin muhasebeleştirilmesinin bu son uygulamalar paralelinde gerçekleştirilmesini mümkün kılmaktadır. Östelik ülkemizde her ne kadar hukuki düzenleme 1985 yılında yapıldıysa da uygulanmaya başlanması çok yenidir. Bu nedenle finansal kirala-

---

\* Uludağ Üniversitesi İktisadi ve İdari Bilimler Fakültesi Muhasebe-Finansman Anabilim Dalında öğretim görevlisi

1)Bkz: Özsunay Ergun, "Leasing İşlemleri: Kara Avrupasındaki Finansal Leasing Modellerine Kısa Bir Bakış", İstanbul Ticaret Odası, Finansal Kiralama Semineri, 25 Nisan 1986; Levack Ian, "Brezilya ve İtalya'da Finansal Kiralama", Türkiye Sınai Kalkınma Bankası Finansal Kiralama Semineri, 5-6 Aralık 1985; Giovanoli Mario, "Leasing Sözleşmeleri ve İsviçre Hukuku", (Çev: Köteli, Argun), İstanbul Barosu Dergisi, Sayı:10-11-12, 1982, S. 322-339.



ma sözleşmelerinin yatırımcı (Finansal kiralama sözleşmelerinde kanundaki tanımıyla kiracı) tarafından tercih edilmesinde yapılacak mukayeselere bir açıklık getirilmesi gerekmektedir.

Finansal Kiralama Kanunumuzun 4. maddesinde, sözleşmenin tanımı yapılmıştır. Buna göre finansal kiralama sözleşmesi kiralayanın (Finansal kiralama şirketinin), kiracının talebi ve seçimi üzerine üçüncü kişiden satın aldığı veya başka suretle temin ettiği bir malın zilyetliğini, her türlü faydayı sağlamak üzere ve belli bir süre feshedilmemek şartı ile kira bedeli karşılığında kiracıya bırakmasını öngören bir sözleşmedir. Sözleşmeye taşınır veya taşınmaz mallar konu olabilir. Patent gibi fikri ve sınai haklar bu sözleşmeye konu olamazlar. Finansal kiralama konusu malın mülkiyeti kiralayan şirkete aittir. Ancak taraflar sözleşmede, sözleşme süresi sonunda kiracının malın mülkiyetini satın alma hakkını haiz olacağını kararlaştırabilirler.

#### Muhasebe Açısından Kiralama Sözleşmelerinin Türü

Kiralama uygulaması temel olarak iki ana grupta toplanabilir ve ABD'de sözü edilen bildirilerle muhasebeye aktarılmaları da aşağıdaki gibidir:

1. Faaliyet Kiralaması: Kısa süreli olan kira anlaşması, kira konusu olan malın tüm ekonomik ömrünü kapsamaz. Bu tür kiralamalar muhasebe açısından özel bir sorun yaratmaz, kira ödemeleri kiracı tarafından kira gideri, kiralayan tarafından kira geliri olarak muhasebeleştirilir. Kiracının bilançosunda kiralananmış varlık rapor edilmediği gibi, gelecekteki kira ödemeleriyle ilgili herhangi bir yükümlülük de yer almaz<sup>1)</sup>. Kira konusu varlık kiralayanın bilançosunda yer alır ve amortismanı kiralayan tarafından ayrılır.

2. Finansal Kiralama: Finansal kiralama sözleşmeleri kiracı açısından bir satın alma anlaşması olarak nitelendirilir. Kiralanmış varlık kiracının bilancosunda bir varlık olarak rapor edilir ve taahhüt edilmiş gelecekteki yükümlülükler

---

1) Ercan Yücel, "Leasing ile ilgili Muhasebe ve Finansal Raporlama Sorunları", Para ve Sermaye Piyasası Dergisi, Yıl:7, Sayı: 73, Mart 1985, S.21.

de bilançoda yer alır. Varlığın amortismanı kiracı tarafından ayrılır.

Bir kiralama sözleşmesinin finansal kiralama olarak nitelendirilmesi için aşağıdaki dört kriterden bir veya daha fazlasına sahip olmalıdır<sup>1)</sup>;

- Kira sözleşmesi kiracıya, kira süresinin sonunda, varlığı o tarihte beklenen normal fiyatının oldukça altında bir fiyatla satın alma yetkisi verir.

- Kira süresi kiralanan varlığın tahmini ekonomik ömrünün %75'ini veya daha fazlasını kapsar.

- Asgari kira ödemelerinin (bakım, sigorta ve emlak vergileri gibi dönem giderleri hariç) kira anlaşmasının başlangıcındaki bugünkü değeri, varlığın o tarihteki piyasa değerinden büyük veya bu değere oldukça yakındır.

#### Finansal Kiralama Sözleşmelerinin Kiracı Açısından Muhasebeleştirilmesi

Finansal kiralama sözleşmelerinde, kiracının bilançosunda kira sözleşmesinin başlangıç tarihi itibarıyla varlık ve borç kaydı yapılmalıdır. Kayda konu olan tutar saptanırken ya kiralanan varlığın normal değeri (kiralayanın sağladığı bağış ve vergi iadesi hariç) veya daha düşükse sözleşmedeki minimum ödemelerin bugünkü değeri hesaplanırken, iskonto oranı olarak sözleşmedeki zımnî faiz oranı kullanılmalı, eğer bu oranı hesaplamak pratik değilse o zaman kiracının kullandığı ek borçlanma faiz oranı kullanılmalıdır<sup>2)</sup>.

Zımnî faiz oranı; kira sözleşmesinin başlangıç tarihinde sözleşmedeki minimum ödemelerin bugünkü değeri+garanti edilmemiş bakiye değerinin bugünkü değerini varlığın o tarihteki normal değerine eşitleyen iskonto oranıdır.

Ek borçlanma faiz oranı ise; kiracının kiraladığı varlığa benzer bir varlığı

1) A.g.m., S.21 (FASB Statement, No:13, par. 007-008'den aktarılmıştır);

Pekiner Kamuran, İşletme Denetimi, Fatih Yayınevi Matbaası, İstanbul, 1984, S.529.

2) International Accounting Standart, No:17 (Çev: Ataman Dilek, Muhasebe Dergisi, Yıl: 11, Sayı 41, Ağustos 1985, S.65).

kiralaması halinde ödemeyi kabul edeceği faiz oranıdır. Eğer faiz oranı bu yolla hesaplanamıyorsa, kiracının varlığı borç para bularak satın almak istemesi halinde ödemek durumunda kalacağı faiz oranı esas alınır<sup>1)</sup>. Asgari kira ödemeleri şunlardan oluşur<sup>2)</sup>;

- Kira süresi boyunca kiracının yapmak zorunda olduğu kira ödemeleri (Bakım, sigorta ve emlak vergileri gibi dönem giderleri hariç),

- Kiracı, anlaşma saptanan bir tarihte, sabit varlığı beklenen normal piyasa fiyatının oldukça altında bir fiyata satın alma yetkisine sahipse, bu satın alma fiyatı,

- Anlaşma ucuz satın alma yetkesini içermiyorsa, kiracı tarafından kiralayana varlığın kira süresi sonundaki değeri konusunda verilmiş garanti tutarı.

#### Son Uygulamalara Karşı Görüşler

ABD'de 1976 yılında Finansal Muhasebe Standartları Heyeti ve 1982 yılında Uluslararası Muhasebe Standartları Komitesi kiracının kira konusu malı bilançosuna yansıtmasını geçerli kabul etmişlerdir. Kiralanmış bir malın ekonomik mülkiyetinin kullanıcıda olduğu gerekçeleri ile onun bilançosunda gözükmemesi ve amortismanların onun tarafından düşülmesi görüşüne karşı şunlar söylenebilir. Finansal Kiralama Şirketi uğraşı alanı kiralama işlemleri yapmak olan bir ticari işletmedir. Bu yüzden mali yapısını sürdürmesi, mal varlığını belli bir seviyede tutması gerekmektedir. Bunun için de yaptığı yer yatırımının (Kurduğu kiralama işlemlerinin) amortismanını ayırması zorunludur. Kiralama şirketi, tahsil ettiği kira taksitleri içersindeki kar payını ortaklarına dağıtılabılır. Ancak amortisman payını ayırmak zorundadır zira bu, işletmenin işlemlerini yenileyebilmesi, yaşamını sürdürebilmesi için zorunludur. Amortisman ayırmaksızın bütün gelirlerini kar olarak gösteren kiralama şirketi zorunlu olarak bir dönem sonunda bütün ser-

1) Adı geçen bildiri, S.58.

2) Ercan Yücel, "İşletmelerarası Sabit Varlık Kiralamalarına İlişkin Muhasebe ve Raporlama Sorunları I", Muhasebe Dergisi, Yıl:8, Sayı:29, Ağustos 1982, S.17 (FASB Statement No:13, par.005/j'den aktarılmıştır).

mayesini ortaklarına geri vermiş olur1).

Öte yandan finansal kiralama sözleşmelerinin kiracının bilançosuna yansımaması kiracı firmanın borç/özsermaye oranının daha dengeli gözükmesine olanak verir. Asgari kira ödemelerinin kiracının bilançosunun aktifinde bir varlık, pasifte ise aynı tutarın bir yükümlülük kalemi olarak yer alması halinde;

- Hem uzun, hem de kısa vadeli borçların miktarında artma meydana gelir.
- Varlıkların miktarında artma meydana gelir,
- Kira anlaşmasının ilk yıllarında amortisman nedeniyle (özellikle hızlandırılmış olan amortisman durumunda) daha fazla gider ve daha az dağıtılabilecek kar ortaya çıkar.

Bu yüzden birçok şirket, toplam aktiflerinin getiri oranında azalma ve borçlarda artma meydana getirdiğinden finansal kiralama yönteminin muhasebeleştirilmesindeki son uygulamaya direnç göstermektedirler2)

#### Ülkemizdeki Uygulama

3226 Sayılı Finansal Kiralama Kanunu kira işleminin muhasebeleştiriliş yöntemi ile ilgili herhangi bir hüküm taşımamaktadır. Ancak yukarıda anlatılan son uygulamalar vergi mevzuatımız yönünden bazı güçlüklerle sahiptir. Bu güçlüklerin en önemlisi, işletme tarafından henüz sahip olunmayan bir varlığın işletme bilançosunda rapor edilememesidir. Vergi Usul Kanunu'nun 186. maddesi "Mevcutlar, alacaklar ve borçlar işletmeye dahil iktisadi kıymetleri ifade eder" demektedir, 192. maddesi de "Aktif toplamı ile borçlar arasındaki fark, müteşebbisin işletmeye mevzu varlığını (öz sermayeyi) teşkil eder" hükmünü içermektedir. Böylece "İşletmeye dahil iktisadi kıymetler" ile "İşletmenin sahip olduğu iktisadi kıymetler" kastedilmiş olmaktadır. Aynı kanunun 262., 269. ve 270. maddeleri de bu yargıyı güçlendirmektedir.

---

1) Köteli Argun, "Leasing Sözleşmelerinin Hukuksal ve Mali Yönleri ile Türkiye'de Uygulanabilirliği", Banka ve Ticaret Hukuku Dergisi, Haziran 1983, Cilt: XII, Sayı: 1, S.81.

2) Kieso Donald E. Jerry J. Weygandt, Intermediate Accounting, John Wiley and Sons, New York, 1983, S.986.

Bunlara ek olarak aynı kanunun 281. ve 285. maddesi kiralanan bir varlığın kapitalize edilmesine, gelecekteki kiraların (Senetli değilse) alacak veya borç olarak bugünkü değeriyle raporlanmasına olanak vermemektedir<sup>1)</sup>.

Bu durumda finansal kiralama sözleşmelerinin muhasebeleştirilmesinde kullanılan Türk modeli, faaliyet kiralamasındaki gibidir. Kar üzerinden alınan vergiler (Gelir ve Kurumlar Vergisi) açısından dönemsel karın tespiti şu şekilde özetlenebilir.

- Kiracı ödediği tüm kirayı ödeme dönemlerinde gider yazar,
- Buna karşın kiralayan kirayı ait olduğu dönemler itibarıyla brüt hasılat kaydeder, amortisman ve giderleri bundan düşer<sup>2)</sup>.

Bu durumda Türk modeline kiralanan varlık kiracının bilançosunda aktif bir değer olarak yer almaz. Gelecekteki kira ödemeleri ile ilgili herhangi bir yükümlülük de pasifte yer almamakta ancak bir dipnot olarak verilmektedir. Feshi mümkün olmayan sürede tıpkı orta vadeli kredilerdeki gibi kesin bir borç yükü getirilen ödenecek kira borçlarının bilançoğa alınmaması, firmanın gerçek durumunu tam yansıtmadığından belli sakıncalar yaratabilir<sup>3)</sup>.

Gerekli hukuki değişiklikler yapılmadıkça ülkemizde finansal kiralama sözleşmelerinin son uygulamalara göre muhasebesi mümkün olmadığından bugün için uygulamada önem kazanan konu kira sözleşmelerinin edinim yollarına tercih edilip edilmeyeceği sorusudur.

- 
- 1) Ercan Yücel, "Leasing ile ilgili Muhasebe ve Finansal Raporlama Sorunları"; a.g.m., S.20.
  - 2) Ahıska Aydın, "Finansal Kiralamada Vergi ve Muhasebe Sorunları", Türkiye Sınai Kalkınma Bankası A.Ş. Finansal Kiralama Semineri, 5-6 Aralık 1985, İstanbul, S.9.
  - 3) A.g.m., S.19.

### Kiralama ve Krediyle Satın Almanın Mukayesesi

Bir firma kredi veya kiralama arasında mukayese yaparken, kaynağın maliyeti-ne sadece paranın faizi veya kira olarak bakmayıp sağlanan fonun kendi nakit çıkışları ve vergi mükellefiyeti üzerindeki etkileri de dikkate almak zorundadır. Borç alma ve kiralama arasında tercih yaparken, temel olan iyi yöntem kullanılacaktır. Bunlardan bir tanesi kiralamanın içerdiği gerçek faiz oranını bularak, borçlanma faiz oranı ile mukayese etmek, diğeri ise nakit çıkışlarının bugünkü değerini karşılaştırmaktır. İkincisinde satın alma durumundaki nakit çıkışlarının bugünkü değeri ile kiralamadaki nakit akımlarının bugünkü değeri arasındaki fark bulunur. Ancak bu yöntem, seçilen iskonto haddine göre değişik sonuçlar verebildiğinden sonucun sıhhatliliği seçime bağlı olmaktadır<sup>1)</sup>. Bu nedenle biz burada sadece birinci yönteme göre bir incelemeyi ele alacağız. Kiralamanın içerdiği Gerçek Faiz Oranını bulmak yönteminin amacı, yatırım malının elde edilmesi için yapılan net nakit çıkışlarını malın bedeline eşit kılacak iskonto oranını bulmaktır. Söz konusu net nakit çıkışları;

- = Vergi sonrası net kira ödemeleri,
- = Yatırım malını satın almamakla mahrum kalınan amortismanın sağladığı vergi avantajı;
- = Varlığın kalıntı değeri,
- = Varsa yatırım indiriminin sağladığı vergi avantajıdır.

Borçlanma faiz oranı ile mukayese edebilmek için kiralamanın içerdiği gerçek faiz oranını bulurken şunları yapmak gerekir.

Kiralamanın her yılı için;

a) Vergi Sonrası Kira Ödemelerinin Hesaplanması: Kira ödemeleri firmanın gelir vergisi matrahından indirilebildiğinden vergi sonrası kira ödemelerini bulmak için, kira ödemelerinin sağladığı vergi avantajını kira ödemelerinden düşmek gerekir. Firmanın gelir vergisine (T) dersek, kira ödemelerini  $(1-T)$  ile çarptığımızda vergi sonrası kira ödemelerine ulaşırız. Türkiye'de kurumlar vergisi %46

1) Hamel, Henry, G. "Evaluating the Lease Proposal", Leasing in Industry National Industrial Conference Board, Inc. New York, 1968, S.49.

olduğundan kira ödemeleri ile çarpılacak tutar  $1-0.46=0.54$  olarak bulunur.

b) Yatırım malını satın almamakla mahrum kalınan amortismanın sağladığı vergi avantajını hesaplamak için amortisman tutarları kurumlar vergisi oranı ile çarpılır. Firmanın ayırdığı amortisman tutarı (D) ise vergi avantajı  $0.46 D$  olur. Yatırım indirimi için de aynı durum söz konusudur. Ülkemizdeki uygulamada yatırım indiriminden yararlanılan tutardan kârın dağıtılması halinde %25, dağıtılması halinde ise %20 stopaj ayrılmaktadır. Kârın dağıtılmadığı bir durumu temel alırsak ve yatırım indirimi tutarını (Y) olarak kabul edersek yatırım indiriminden elde edilecek net vergi kazancı  $(0.46-0.20) Y=0.26Y$  olmaktadır.

Bu durumda eğer kira ödemeleri LP ise, vergiyle düzeltilmiş kira ödemeleri =  $0.54 LP + 0.46 D + 0.26 Y$  olmaktadır.

c) Sözleşme süresi sonunda mal halâ bir değer ifade ediyorsa sözleşme sonunda satın alma için ödenecek tutarı nakit çıkışı olarak dikkate almak gerekir. Eğer kiracının satın alma hakkı yoksa, malın o günkü değeri yine nakit çıkışı şeklinde dikkate alınmalıdır.

d) Son olarak ise borçlanma yerine kiralamanın net nakit maliyetlerinin bugünkü değerini varlığın satın alma maliyetine eşitleyen iskonto oranı faiz tablolarından deneme yanılma yoluyla ya da bilgisayar yardımıyla bulunur. Bu oran kiralamanın içerdiği gerçek faiz oranıdır. Gerçek oranın vergi sonrası tutarını bulmak için  $(1-T)$ 'ye bölünür ve böylece bulunan oran borçlanmanın nominal faiz oranıyla mukayese edilecek orandır.

Kanunun açıklığa kavuşması için aşağıya bir örnek alınmış ve bir takım varsayımlar geliştirilmiştir. Buna göre 5 milyon TL'lik bir yatırım yapılmaktadır. Yatırımın ekonomik ömrü 5 yıldır ve hurda değeri sıfırdır. Yatırım teşvik belgelidir ve %30 oranında yatırım indiriminden yararlanabilecektir. KDV, banka muameleleri vergisi, savunma fonu, kaynak kullanımı destekleme fonundan iade dikkate alınmamıştır. Stopaj vergilerini tekdüze almak amacıyla kâr dağıtılmadığı varsayılmıştır. Firmanın ödeyeceği kurumlar vergisi oranı %46, orta vadeli yatırım kredisi faizi %36.3 olarak alınmıştır.

TABLO 1

Yıl Sonu	Kira Ödemeleri (%36.3 Faize Göre)		Yatırım İndirimi (5.000x%30=1.500)		Amortisman		Satın Alma Yerine Kiralama- manın Vergi Sonrası Net M. (0.54 LP + 0.46 D + 0.26Y)		Bugünkü Değer (İskonto Oranı %27.4) (X)	
	(1) Brüt (LP)	(1)x(1-0.46)=(2) Vergi Sonrası	(3) Brüt (X)	(3)x(0.46-0.20)=(4) Vergi Avantajı	(5) Brüt(D) Vergi Avantajı	(5)x(0.46)=(6) Vergi Avantajı	(2)+(4)+(6) = (7)	(8)	(8)	(8)
1	2.305	1.245	1.500	390	2.500	1.500	2.785	2.186		
2	2.305	1.245	-	-	1.250	575	1.820	1.121		
3	2.305	1.245	-	-	625	288	1.533	741		
4	2.305	1.245	-	-	625	287	1.532	581		
5	2.305	1.245	-	-	-	-	1.245	371		
Toplam	11.525	6.225	1.500	390	5.000	2.300	8.195	5.000		

(X) Kiralamamın içerdığı gerçek faiz oranı %27.4 ve buna karşılık gelen nominal faiz oranı  $27.4 + (1 - 0.0.46) = 50.7$ 'dir.

TABLO 2

Yıl Sonu	Kira Ödemeleri (%24.5 Faize Göre)		Yatırım İndirimi (5.000x%30=1.500)		Amortisman		Satın Alma Yerine Kiralama- nın Vergi Sonrası Net Hal. (0.54 LP + 0.46D + 0.26Y)		Bugünkü Değer (İskonto Oranı %19.6) (X)	
	(1) Brüt (LP)	(1)x(1-0.46)=(2) Vergi Sonrası	(3) Brüt (Y)	(3)x(0.46-0.20)=(4) Vergi Avantajı	(5) Brüt(D) Vergi Avantajı	(5)x(0.46)=(6) Vergi Avantajı	(2)+(4)+(6) = (7)	(8)	(8)	(8)
1	1.840	994	1.500	390	2.500	1.500	2.534	2.119		
2	1.840	994	1.500	-	1.250	575	1.569	1.097		
3	1.840	994	1.500	-	625	288	1.282	750		
4	1.840	994	1.500	-	625	287	1.281	626		
5	1.840	994	1.500	-	-	-	994	408		
Toplam	9.200	4.970	1.500	390	5.000	2.300	7.660	5.000		

(X) Kiralamamın içerdığı gerçek faiz oranı %19.6 ve buna karşılık gelen nominal faiz oranı  $19.6 + (1 - 0.46) = 36.3$ 'dür



Tablo 1'den görüldüğü gibi kiralamanın içerdiği gerçek faiz oranı %27.4 ve buna karşılık gelen nominal faiz oranı %50.7 olarak hesaplanmıştır. Bu oran %36.3 tutarındaki borçlanma faiz oranıyla mukayese edildiğinde borçlanmayı seçmenin daha avantajlı olduğu görülür. Fakat kiraya veren firma borçlanma faiz oranıyla rekabet edebilmesi için yararlandığı teşvikleri kiracıya yansıtarak faiz oranını aşağıya düşürebilir. Yukarıdaki örnekte eğer kira ödemeleri %24.5 faize göre tespit edilseydi (Tablo 2'den görüldüğü üzere her yıl kira ödemeleri 2.305.000 TL. yerine 1.840.000 TL olacaktır) kiralamanın içerdiği faiz oranı ile borçlanmanın içerdiği faiz oranları birbirine eşit olmaktadır. %24.5 faiz oranının altında alınan herhangi bir faiz oranına göre tespit edilen bir kiralama anlaşması borçlanmaya göre tercih edilebilir. Kiralama ve krediyle satın almanın mukayesesi yapılırken, kiralama lehine şunlar söylenebilir.

Yatırımların banka kredisiyle finanse edilmesi halinde, bankalar karşılaştıkları risk nedeniyle yüksek oranda teminat istemektedirler. Yatırımcı firma bazen bu teminatı verememekte, verebildiği zaman da kredi maliyeti yükselmektedir. Yatırım için ihtiyacı duyulan makina ve sair malların finansal kiralama yoluyla temininde ise, mülkiyet kiralayana ait olduğundan, kiralayan, malların mülkiyetine sahip olmanın sağladığı teminatla yetinebilmekte veya sınırlı ek bir teminatı yeterli sayabilmektedir<sup>1)</sup>. Öte yandan firma faaliyeti için gerekli teçhizatın bir kısmını satın almak yerine kiralarsa firmanın yabancı kaynak ihtiyacı azalır, likit kaynakların daha karlı yatırımları devir hızı daha yüksek döner değerlere kullanılması mümkün olur. Borçlar içinde gözükmeyen kira sözleşmelerinden doğan yükümlülükler kiracının bilançosunu etkilemeyeceğinden firmanın kredi bulma imkanları da azaltılmamış olur<sup>2)</sup>. Ayrıca kiracı firma, kira bedellerini gider olarak gösterebildiğinden, finansal kiralama, yatırım mallarını satın almaya nazaran bir vergi erteleme avantajı sağlamaktadır. Ülkemizdeki Finansal Kiralama Kanunu kiralayan şirketin teşvik tedbirlerinden yararlanmasını sağlamış, böylece satın alma ile kiralama arasında paralellik sağlanmıştır<sup>3)</sup>. Üstelik yatırımcı fir-

---

1) Reisoğlu Seza, "Hukuki Açıdan Finansal Kiralama Kanunu ve Değerlendirilmesi", İstanbul Ticaret Odası Finansal Kiralama Semineri, 25 Nisan 1986, S. 29.

2) Uzun Vecdi, "Kiralama Lehine ve Aleyhine İleri Sürülen Görüşler", Dünya Gazetesi, 25 Ağustos 1986.

3) Reisoğlu, a.g.e., S. 30.

ma kira sözleşmesinin sonunda yatırım malını satın alma hakkına sahip olduğundan, sözleşme süresi sonunda yüksek bir kalıntı değere sahip olan yatırım mallarının satın alınmasının daha avantajlı olduğu görüşü de ortadan kalkmış olmaktadır.

#### Sonuç

Finansal Kiralama Sözleşmeleri, geleneksel finansman yollarıyla mukayese edildiğinde, her firmanın özel durumuna ve kiralama şartlarına göre daha avantajlı veya dezavantajlı olabilmektedir. Ülkemizde finansal kiralama; kira ödemelerinin kiracının nakit akımlarına uygun olarak tespit edilmesi, mülkiyet hakkının finansal kiralama şirketinde kalması nedeniyle yüksek teminat ve blokaj sorunlarının olmaması, orta ve uzun vadeli finansman olanaklarının kısıtlı olduğu dönemlerde uygun şartlarda finansman yaratması gibi birçok üstünlükleri ile ulusal üretim gücünün gelişmesine katkıda bulunabilecektir.

YARARLANILAN KAYNAKLAR

- Ahıska, Aydın : "Finansal Kiralamada Vergi ve Muhasebe Sorunları", Türkiye Sınai Kalkınma Bankası A.Ş. Finansal Kiralama Semineri, 5-6 Aralık 1985, İstanbul
- Ercan, Yücel : "Leasing ile ilgili Muhasebe ve Finansal Raporlama Sorunları", Para ve Sermaye Piyasası Dergisi, Yıl: 7, Sayı: 73, Mart 1985.
- Ercan, Yücel : "İşletmelerarası Sabit Varlık Kiralamalarına İlişkin Muhasebe ve Raporlama Sorunları I", Muhasebe Dergisi, Yıl:8, Sayı 29, Ağustos 1982.
- Giovanoli, Mario : "Leasing Sözleşmeleri ve İsviçre Hukuku", (Çev: Köteli Argun) İstanbul Barosu Dergisi, Sayı: 10-11-12, 1982.
- Hamel Henry G. : "Evaluating the Lease Proposal", Leasing in Industry, National Industrial Conference Board Inc., New York, 1968.
- International Accounting Standart No: 17 (Çec: Ataman Dilek,) Muhasebe Dergisi, Yıl:11, Sayı: 41, Ağustos 1985.
- Kieso Donald E. : Intermediate Accounting, John Wiley and Sons, New York, 1983.  
Jery J. Weygandt
- Köteli Argun : "Leasing Sözleşmelerinin Hukuksal ve Mali Yönleri ile Türkiye'de Uygulanabilirliği", Banka ve Ticaret Hukuku Dergisi, Haziran 1983, Cilt: XII, Sayı:1.
- Levak Ian : "Brezilya ve İtalya'da Finansal Kiralama", Türkiye Sınai Kalkınma Bankası Finansal Kiralama Semineri, 5-6 Aralık 1985, İstanbul.
- Özsunay Ergun : "Leasing İşlemleri: Kara Avrupasındaki Finansal Leasing Modellerine Kısa Bir Bakış", İstanbul Ticaret Odası Finansal Kiralama Semineri, 25 Nisan 1986.

- Pekiner, Kamuran : İşletme Denetimi, Fatih Yayınevi Matbaası, İstanbul, 1984.
- Reisoğlu Seza : "Hukuki Açıdan Finansal Kiralama Kanunu ve Değerlendirilmesi", İstanbul Ticaret Odası Finansal Kiralama Semineri, 25 Nisan 1986.
- Uzun Vecdi : "Kiralama Lehine ve Aleyhine İleri Sürülen Görüşler", Dünya Gazetesi, 25 Ağustos 1986.



## TÜRKİYE'DE PARA ARZI - ENFLASYON İLİŞKİSİ

DR. M. SERDAR TEPE

### Türkiye'de Para Arzı - Enflasyon ilişkisi

Enflasyon 1970'li yılların başından beri Türkiye'nin en önemli problemlerinden biri haline gelmiş, sürekli yükselmeler kaydetmiştir. 1980 yılını takiben alınan önlemler fiyat seviyesini üç haneli rakamlardan 1983'de %34'e kadar indirmeyi başarmıştır. Bu artış hızı yüzdeleri takip eden yıllarda daha da yavaşlamışsa da, yüzde 35, 40'larda seyreden bir enflasyon oranı hangi açıdan bakılırsa bakılsın yüksek bir rakamdır. Bu oranın düşürülmesi için gerekli olan çabanın sarfedilmesi Türk Lirasının değerini hızlı bir şekilde kaybetmesinden kaynaklanan TL'nin dövize çevrilmesi ve bu çevrilen dövizin yurt dışına transferi şeklinin ortadan kaldırılması, yurt içi tasarrufların enflasyon karşısında erimesinin önlenmesi, bu tasarruf kaynaklarının çoğaltılarak daha fazla yurt içi yatırımlara dönüştürülmesi, halkın enflasyon beklentilerini ve tüketimini azaltması ve de Türkiye'nin dış itibarını daha fazla arttırarak normal ticari ve banka kredilerine daha hızlı geçiş yapabilmesi açısından son derece büyük önem taşımaktadır.

Bu yazı Türkiye'deki fiyatlar ile para arzı arasındaki ilişkinin analizini yapmakta ve bu ilişkinin derecesini çeşitli moneter modeller çerçevesinde açıklamaktadır.

Gelişmekte olan ülkelerde yapılan enflasyon çalışmaları genelde iki değişik yaklaşım üzerine kurulmuştur: Monetarist ve yapısal yaklaşım, ilk monetarist model Harberger tarafından "Şili Enflasyonun Dinamizmi" isimli yazısında formüle ve test edilmiştir.(1963). Daha sonra Vogel (1974) ve Sheeley (1980) Latin Ame-

rika ülkeleri üzerinde bu modeli test etmişlerdir. Vardıkları sonuçlar para arzının büyüme hızı ile enflasyon oranı arasında 1:1 ilişki olduğu şeklindedir. 1980 yılında Dünya Bankası'nın Türkiye üzerine yaptığı bir çalışmada benzer sonuçlar elde edilmiştir:

Dünya Bankası para arzındaki yüzde 1'lik bir değişimin fiyat seviyesi üzerindeki dinamik etkisini araştırmış ve bu ilişki Tablo 1'de gösterilmiştir. Bu tablodan para arzındaki yüzde 1'lik bir artışın aynı ay içerisinde fiyatlar üzerinde yüzde 0.31'lik bir artışa yol açtığını görmekteyiz. Üç ay içerisinde kümülatif etki yüzde 0.67'ye ulaşmakta, böylece, üç ay içerisinde para arzındaki artışın yaklaşık yarısı fiyat seviyesine yansımış olmaktadır. On iki ay içerisinde fiyat seviyesindeki artış yüzde 1.39'a erişmektedir. Dolayısıyla para arzındaki bu artış bir yıl içerisinde fiyatları yüzde 1'den daha fazla artırmaktadır.

Takip eden yılda ise fiyatları düşürücü bir etki (Deflasyon) yapmakta ve 18 ay sonra para arzındaki yüzde 1'lik artışın fiyat seviyesi üzerindeki etkisi yüzde 1.01 olmaktadır; bir başka deyişle, para arzı oksojen olarak artırıldığında, para arzı ile fiyat seviyesi arasındaki bire bir (1:1) ilişki gözükmemektedir.

Aynı tekniği kullanarak Kızılyallı (1978) Harberger denklemini test etmiş, Latin Amerika çalışmalarında gözlenen katsayılara benzer sonuçlar elde etmiştir. Bu moneter modelin hem Türkiye hem de diğer gelişmekte olan ülkelerdeki enflasyon oranını açıklayabilmedeki başarısı istikrar politikalarında esas olarak para arzının kontrol altına alındığı kaba bir moneterizmin uygulanmasına yol açmıştır. Diğer bir açıdan da, para arzı ile enflasyon oranı arasındaki bu kuvvetli ilişki parasal istikrar politikalarının doğurduğu maliyetleri en aza indirmektedir.

TABLO 1  
PARA ARZINDAKİ %1'LİK BİR ARTIŞIN  
FİYATLAR ÜZERİNDEKİ ETKİSİ

Aylar	Marjinal Etki	Kümülatif Etki
0	.31	31
1	.10	41
2	.07	48
3	.19	67
4	.15	82
5	.12	94
6	.03	97
7	.16	1.13
8	.18	1.31
9	-.13	1.18
10	.10	1.28
11	-.03	1.25
12	.14	1.39
13	.02	1.41
14	-.10	1.31
15	-.10	1.21
16	-.01	1.20
17	-.09	1.11
18	-.10	1.01

Kaynak: Dünya Bankası Ülke Çalışması, S.185

#### Moneter Model

Tüm enflasyon çalışmalarında ilk Harberger (1963) tarafından kullanılan aşağıdaki temel model esas alınır:

$$\dot{P}_t = a_0 + a_1 \dot{M}_t + a_2 \dot{M}_{t-1} - a_3 \dot{Y}_t + a_4 \dot{A}_t$$

(.) = ln. değişim, örn., artış oranları

P = Fiyat Endeksi

M = Para Arzı

Y = Reel Üretim

A = Elde para tutma maliyetinin temsili değeri (proksi)

t = Zaman

a = Katsayı



Model, belli bir üretim artışı oranı çerçevesinde, para arzındaki değişikliklerin fiyatları değiştirdiği teorisini ortaya sürmektedir. Fiyat Endeksi (P) GSYH (Gayri Safi Yurtiçi Hasıla) deflatörünü, Reel Üretim (Y) reel GSYH'yi, Para Arzı (M)  $M_2$ 'yi ifade etmektedir.

Türkiye'de nominal faiz oranları çok seyrek değiştiğinden elde para tutma maliyetinin bir ölçüsü olarak kullanılamamaktadır. Buna benzer nedenlerle gelişmekte olan ülkeler üzerinde yapılan çalışmalarda "A" için enflasyon oranının geçmiş yıllardaki değişimi proksi olarak kullanılmaktadır. Bu analizde, elde para tutma maliyetinin temsili değeri,  $(pe_t - pe_{t-1})$ , diğer bir deyişle cari yıl ve geçmiş yıl enflasyon beklentisi oranları farklı olarak tanımlanacaktır. Daha önce yapılan çalışmalarda ithalat fiyatlarının para arzı değişkenleri ile birlikte kullanıldığı istatistiksel olarak belirgin ortaya çıkması nedeniyle modelimiz ithal fiyatları endeksini de içerecektir.

Bu çalışmada kullanılan ithal fiyatları ithalat vergilerini de içeren ithal malların yurtiçi fiyatlarıdır.

$$IMP_d = (IMP_e) (1+tx)$$

$$IMP_d = \text{ithalat fiyat endeksi (ABD doları olarak)}$$

$$e = \text{Kambiyo kuru (ABD \$ / TL)}$$

$$tx = \text{Ortalama ithalat vergi oranı}$$

### Veriler

GSYH deflatörü ve GSYH verileri Devlet İstatistik Enstitüsü Milli Gelir serilerinden alınmıştır. Enflasyon beklentisi rakamları Ticaret Odası'nca toplanmış, DiE aylık raporlarında yayınlanmış İstanbul Tüketici Fiyatları serisine bağlı olarak elde edilmiştir. Para arzı ile ilgili veriler Merkez Bankası aylık raporlarından alınmıştır. İthalat Fiyat Endeksi 1968 ile 1980 arası da DiE kaynaklarından alınmıştır. İthalat vergisi oranı GSMH hesaplarından alınan ithalat vergilerinin DiE aylık raporlarından alınan ithal mallarının TL değerine bölünmesi ile ortaya çıkan rasyodur. Yapılan çalışmalar 1950-1980 dönemini kapsamakta olup, toplanan verilerin bir listesi yazının sonuna eklenmiştir.

### Analiz Sonuçları ve Değerlendirme

İlk olarak denklem (1)'de belirtilen model test edilmiştir. Model (a) ithalat fiyatları değişkenini içermekte, (b) ise bu değişkeni dahil etmemektedir. Parantez içerisindeki rakamlar sırası ile t-statistiğini ve standart sapmayı belirtmektedir. Değişkenin üzerinde bulunan nokta artış oranını göstermektedir.

$$P_t = -7.290 + 1.028M_t - 0.041M_{t-1} - 0.012Y_t + 0.006A_t \quad (a)$$

(1.81)	(4.81)	(0.19)	(0.78)	(0.39)
(3.963)	(0.213)	(0.210)	(0.015)	(0.016)

$$R^2 = 0.68 \quad D.W. = 1.59 \quad F=17.45$$

$$P_t = -6.48 + 0.959M_t - 0.164M_{t-1} + 0.014Y_t + 0.007A_t + 0.176IMP \quad (b)$$

(2.13)	(5.85)	(1.00)	(1.19)	(0.06)	(4.16)
(3.034)	(0.163)	(0.163)	(0.0119)	(0.012)	(0.042)

$$R^2 = 0.82 \quad D.W. = 1.88 \quad F=20.81$$

Açıklanmış değişken açısından sonuçlar belirgin bir ilişki göstermektedirler. Elde edilen  $R^2$ 'ler Kızılyallı (1978)'nin 1950-1974 yılları arası için test ettiği modeldekilerden daha yüksektir.

Sonuçlar cari para arzı değişkeni katsayısını 1.02 modelde kullanılan diğer değişkenlerin katsayılarını ise istatistiksel olarak belirsiz göstermektedir.

Diğer gelişmekte olan ülkelerde olduğu gibi yurtiçi fiyat seviyesinin belirlenmesinde ithal malları fiyatları büyük önem taşımaktadır. Yukarıdaki (a) ve (b) denklemlerinin mukayesesi ithal malları fiyatları değişiminin enflasyon oranı üzerinde etkisi olduğunu ve bu etkinin de para arzı vasıtası ile işlemediğini açıkça ortaya koymaktadır. IMP değişkeninin modele eklenmesi para arzı, M2 değişkeni katsayısını değiştirmemiş olup, para arzı ile ithal malları fiyatları arasında kuvvetli bir ilişki olmadığını belirtmektedir.

Şimdi de para arzındaki değişimleri iki yıl öncesine kadar takip eden bir başka bağımsız değişkeni modelimize ekleyerek bu tip değişkenlerin enflasyon oranı üzerinde etkisinin ne olduğunu araştıracağız:

$$P_t = -9.029 + 0.993M_t - 0.126M_{t-1} - 0.224M_{t-2}$$

$$(2.14) \quad (4.34) \quad (0.55) \quad (0.73)$$

$$(4.219) \quad (0.228) \quad (0.228) \quad (0.304)$$

$$R^2: 0.68 \quad D.W. \ 1.77 \quad F=17.49$$

Burada hem geçmiş yıllardaki para arzı katsayılarının belirgin olmadığını, hem de bu iki değişkenin modele eklenmesinin cari para arzı katsayısını değiştirmeyeceğini görmekteyiz.

Geçmiş yıllardaki para arzı değişkenlerini modelden çıkarıp IMP değişkeninin eklenmesi modelin hem F değerini artırmakta hem de modelde yer alan değişkenlerin enflasyon oranındaki değişkenleri daha iyi açıklamasına yol açmaktadır.

$$P_t = -8.50 + 0.892M_t + 0.170IMP_t$$

$$(3.09) \quad (7.65) \quad (4.17)$$

$$(2.747) \quad (0.116) \quad (0.40)$$

$$R^2 = 0.80 \quad D.W. = 1.61 \quad F = 53.02$$

Özetle, analizleri yapılan çok değişkenli regresyon modellerinin verdiği neticeler gayet açıktır. Öncelikle cari para arzı değişkeni katsayısı modeller arasında değerini korumakta, bir ya da birden fazla değişkenin modele eklenmesi veya modelden çıkartılması cari para arzının eğiminde önemli bir sapma göstermemektedir. Cari para arzı ile enflasyon arasında takriben bire bir oranında bir ilişki izlenmektedir. Yani, para arzındaki değişimler bir yıl içerisinde etkisini tamamlamakta ve kendisini tamamen fiyatlar üzerindeki artışla göstermektedir. (Bu "bire bir"lik ilişkiyi test etmek amacı ile yaptığımız F-testleri sonuçları da varsayımımızı desteklemekte ve Türkiye'deki enflasyonun tamamen moneter nitelikte olduğunu v

vurgulamaktadır. Yukarıda regreşyon analizleri yapılan dört modelin her birine  $H_0: B_1=1$  şeklinde kısıtlama koyalım,  $B_1$ 'i cari para arzı artış hızı katsayısı olarak tanımlayarak her bir modeli çok değişkenli regresyon analizine tabii tutalım. F-statistiklerinin hesaplanması için hem kısıtlanmış, hem de kısıtlanmamış modellerin sapmalarının karelerinin toplamalarını alalım. Bunlar (a), (b), (c). (d) modelleri için sırasıyla 0.018, 0.061, 0,21, 0,877 'dir. Bu sonuçlar doğrultusunda  $B_1=1$  olarak tanımlanan  $H_0$  varsayımını 0.05'lik seviyede red edememekteyiz. Böylelikle eldeki veriler çerçevesinde para arzı ile enflasyon oranı arasında 1:1'lik bir ilişki olduğu sonucuna varmaktayız. Dolayısıyla, elde edilen sonuçlar klasik teoriye uygundur ve Türkiye'deki enflasyonun büyük ölçüde parasal bir olay olduğu varsayımını desteklemektedir.

Burada elde edilen sonuçlar Vogel'in bazı Latin Amerika ülkeleri üzerinde yapmış olduğu çalışmalarla mukayese edildiğinde karşı sonuçlar vermişse de Sheehey'in (1980) yakın zamanda yapmış olduğu çalışmalardan elde ettiği neticele-ri desteklemektedir. Vogel para arzındaki değişmelerin fiyatlar üzerinde etki yapabilmesi için uzun zaman gerektiğini belirtmiş, böylece parasal istikrar politikalarının uygulanmasının zorluğuna dikkati çekmiştir. Sheehey bu analizdekilere benzer veriler kullanarak bulduğu sonuçlardan para politikalarının çoğu zaman oldukça kısa sürede etkisini gösterdiği neticesine varmıştır. Bizim yaptığımız çalışmalarda da bu gözlenmektedir. Para arzındaki artışlar enflasyonun yükselmesine sebebiyet vermektedir. Bu positif ilişkide, yüksek oranda enflasyon ile karşılaşıldığında para arzının daraltılması enflasyon hızının düşmesi ile sonuçlanmasından demektir. Burada varılması gereken sonuç, parasal istikrar politikalarının kısa dönemde enflasyonu aşağıya çekmek için son derece etkili olduğudur.

Enflasyon oranının düşürülmesindeki en önemli faktör para arzının kontrol altına alınmasıdır. Parasal göstergelerin artış hızlarının azaltılması, tam istihdam kapasitesine henüz erişmemiş ülkemizin ekonomik büyüme hızını durdurmadan enflasyon hızının makul bir seviyeye indirilmesine yol açacaktır.

Enflasyonun kontrol altına alınmasını takiben, hedefin dengeli bir şekilde fiyat istikrarının sağlanmasından dış ticaret dengesizliğinin ortadan kaldırılması ve ekonomiyi uzun vadeli sağlam bir yapıya kavuşturması şeklinde olmalıdır. Aynı zamanda Türkiye'nin döviz rezervlerini artırıcı tedbirleri alması gerek-

tedir. Ekonomik gelişmemiz dış ticareti düzeltici, daha fazla teşvik edici bir istikamete yöneltilmeli, etkili bir ihracatı artırıcı ve azaltılmış korumacılık ışığı altında ithal ikamesine yol açacak bir politika ile bütünleşmelidir. Bu tedbirler yetkililer tarafından yalnız daha önceki yıllarda yaşanan krizlerden kaçınmak için değil, aynı zamanda dış ticaret açıklarımızın azaltılması ve toplumumuza daha yüksek bir materyal yaşam seviyesi sağlanması açısından alınmaları gerekmektedir.

ENFLASYON ORANI REGRESYON ANALİZİ SONUÇLARI

Regresyon No	Regresyon Katsayıları Tahminleri								D.W.	F-İstat.	R <sup>2</sup>
	Sabit	$\dot{M}_t$	$\dot{M}_{t-1}$	$\dot{M}_{t-2}$	$\dot{Y}_t$	$\dot{A}_t$	$\dot{IMP}_t$	$\dot{IMP}_{t-1}$			
(1)	-6.482 (2.13)	0.959 (5.85)	-0.164 (1.00)		0.014 (1.19)	0.0007 (0.06)	0.176 (4.16)		1.88	20.81	0.82
(2)	-7.194 (1.81)	1.028 (4.81)	-0.041 (0.19)		0.012 (0.78)	0.0063 (0.39)			1.64	12.66	0.68
(3)	-7.513 (2.63)	0.851 (6.90)			0.014 (1.24)	0.0018 (0.14)	0.169 (4.05)		1.88	25.75	0.81
(4)	-8.52 (3.04)	0.890 (7.38)					0.168 (3.84)	0.005 (0.12)	1.65	34.01	0.80
(5)	-7.553 (2.71)	0.854 (7.16)			0.014 (1.27)		0.169 (4.16)		1.80	35.79	0.81
(6)	-7.298 (1.87)	1.043 (5.07)	-0.047 (0.22)		0.010 (0.71)				1.59	17.45	0.68
(7)	-9.029 (2.14)	0.993 (4.34)	-0.126 (0.55)	0.224 (0.73)					1.77	17.49	0.68
(8)	-7.599 (2.12)	1.011 (6.94)			0.010 (0.73)				1.52	27.19	0.68
(9)	-8.508 (3.09)	0.892 (7.65)					0.170 (4.17)		1.61	53.02	0.80
(10)	-8.550 (2.45)	1.043 (7.42)							1.48	55.05	0.67

1) Parantez içindeki rakamlar t-istatistikleridir.

2) Değişken üzerindeki nokta yüzdelik artış hızını belirtmektedir.

3) Analiz 1950-1980 dönemini içermektedir.

VERİLER

Yıllar	GSYH (Y)	GSYH Deflatörü (P)	İthal Malı Fiyatları (IMP)	Para Arzı (M)	Enflasyon Beklentisi (Pe)
1950	34.79	25.18	16.60	1.59	-
1951	39.18	26.96	18.60	2.02	-.03256
1952	43.34	27.77	18.40	2.42	-.02243
1954	48.39	29.17	17.70	2.95	.05465
1955	46.91	30.54	20.20	3.37	.03220
1956	51.03	33.89	24.60	4.21	.05523
1957	53.24	37.74	24.70	5.36	.09868
1958	60.67	52.97	70.10	7.42	.12785
1959	62.61	63.67	124.10	8.70	.15700
1960	64.66	66.39	94.40	9.27	.21634
1961	65.57	69.25	76.60	10.03	.86666
1962	68.96	76.47	77.30	10.96	.01719
1963	75.72	80.50	78.30	12.17	.03985
1964	78.90	82.19	97.00	14.00	.06005
1965	80.78	84.57	94.50	16.43	.01368
1966	90.35	85.51	93.50	19.79	.06014
1967	93.83	96.47	101.30	22.69	.05394
1968	100.90	100.00	100.00	25.97	.05961
1969	106.89	104.51	99.30	30.13	.04258
1970	112.46	116.59	114.30	35.27	.05330
1971	122.31	137.28	154.00	43.59	.10651
1972	129.32	159.67	158.40	53.25	.18973
1973	135.05	196.72	181.00	70.53	.14572
1974	146.81	251.87	276.40	90.47	.15560
1975	159.94	292.85	319.20	119.09	.20963
1976	173.90	342.28	346.50	152.50	.19355
1977	183.81	433.82	430.19	211.97	.16435
1978	190.49	604.95	697.00	290.45	.22604
1979	189.51	1030.06	1220.80	454.55	.46692
1980	193.46	1184.57	1389.20	612.17	.57483

Kaynak: DİE Milli Gelir Serileri, İstanbul Ticaret Odası, İstanbul Tüketici Fiyatları Serileri, Merkez Bankası, Dünya Bankası.

KAYNAKLAR

"Turkey, Policies and Prospects for Growth", The World Bank Publications Unit,  
(Washington, DC, Mart 1980).

R. Vogel : "Dynamics of Inflation in Latin America, 1950-60". American  
Economic Review, (Mart 1974).

H. Kızılyallı : "Türkiye Ekonomisindeki Gelişmelerin Parasal Faktörlerle  
açıklanması", Boğaziçi Üniversitesi Yayınları (İstanbul,  
1978).

E. Sheehey : "Money, Income and Prices in Latin America" Journal of De-  
velopment Economics, (Eylül 1980)