

iktisat

dergisi

AYLIK DERGİ

NİSAN 2000 SAYI: 400 1.000.000 TL.

Borsanın Gelişiminde Kurumsal Yatırımcılar

Güler Aras • Sedat Aybar • Cem Mehmet Baydur

İlyas Çelikoğlu • Ercan Dikmen • Nuran Durmaz

Çağatay Ergenekon • Ümit Erol • Gündüz Fındıkçioğlu

Mehmet Kahya • Alp Keler • Raif Kutluk

Serdar Sement • Hülya Sirel



İFMC

İÜ İKTİSAT FAKÜLTESİ MEZUNLARI CEMİYETİ
YAYIN ORGANIDIR

Herkes enerji



İpragaz EkoEnerji Sistemi ile:

Herkes,

İster konut, ister sanayi işletmesi...

Isınmadan pişirmeye, sıcak sudan proses ihtiyaçlarınıza kadar, İpragaz EkoEnerji Sistemi herkes için...

güvenli ve konforlu,

Üretimden montaja kadar, İpragaz'ın deneyimli ve uzman personelinin kontrolünde, güvenli ve konforlu bir enerji...

ekonomik,

Kullanım yerine bağlı olarak, İpragaz EkoEnerji Sistemi, alternatif yakıtlardan çok daha ekonomik...

çevreyle dost,

İpragaz EkoEnerji Sistemi, kükürt içermeyen LPG sayesinde çevreyle dost...

kesintisiz enerji...

İpragaz'ın 20 dolun tesisi ve 200 tankeriyle kesintisiz enerji...



 **iPRAGAZ**

1 DC uzmanı

iPRAGA
EXAMEN

KONTROLSÜZ GÜÇ, GÜÇ DEĞİLDİR



P3000 ENERGY™ DÜŞÜK DÖNME DİRENCİ SAYESİNDE DAHA AZ YAKIT TÜKETİMİ... GENİŞ MERKEZİ KANAL VE DALGA DESENİ İLE ISLAK VE KURU ZEMİNDE ÜSTÜN YOL TUTUŞ... TÜRKİYE'DEKİ OTOMOBİLLERİN % 90'INA HEMEN TAKILABİLME ÖZELLİĞİ. EKONOMİK FİYAT... ÜSTELİK 30 GÜNLÜK MÜŞTERİ MEMNUNİYETİ GARANTİSİ İLE!

PIRELLI



Biz

Esnaflar, sanatkarlar ve KOBİ'lere açmış olduğumuz kredilerde verimlilik, kaynak yaratma ve gelişmeyi, ticaretle ve sanayide büyümeyi, yeni yatırım alanlarının açılmasını ve reel ekonominin desteklenmesini hedef alan,

Bir Bankayız



HALKBANK

TÜRKİYE HALK BANKASI

SOSYAL VE
POLİTİK DERGİ

ABONE OLAN HERKESE
%40 İNDİRİM



**Öğrenci ve Öğretim üyelerine
%40 + %50 indirim**

Bilgi için: Kesişim Yayıncılık ve İletişim Hizmetleri

02 312 298 62 36 e-mail: npq@bersay.com.tr

EDİNEBİLECEĞİNİZ SAYILAR

SAYI	KONU
268	Keynes ve Keynesçilik
290	Bunalan Ekonomilerde Ortodoks "Heteredoks" İstikrar
291	Türkiye'de Solun Tarihinden Avusturya İktisadı ve Keynes Sonrası
305,306	Üniversitelerin Özerkliği, Körfez Krizi
313	Kadın Hakları, Avrupa Topluluğu ve Türkiye
314	Değişen Dünya ve Yeni Sağ
331	Türkiye Ekonomisinde Enflasyon İşsizlik İlişkisi, Anwar Shaikh ile söyleşi
332	Dış Ticaret ve Kalkınma Sorunu, Türkiye'de Sendikalaşma ve Bazı Özellikleri
333	Üçüncü Ulusal Sosyal Bilimler Kongresi
341	Sosyal Demokrasi Krizide
342	Büyüyen Asya Şans mı Tehlike mi?
343	İslamcılar Strateji Arayışında
344	Sanayileşme Stratejisi
346	Para Krizi Bir Kez Daha Gösterdi; Çıkış Yok
347	Globalleşme Kıskaçında Türkiye
348	Krizden Çıkış İçin Son Hamle Özelleştirme
349	24 Ocak Kararları İle 12 Eylül'e, 5 Nisan Kararları İle Nereye
350	İslam Ekonomisi
351	Kriz ve Değişim, Medya Kültürü, İç ve Dış Göç (19.İktisatçılar Haftası)
352	Yeni Sağ'da İkinci Perde
353,354	Solun Yeni Ekonomi Politikaları
355	Ekonominin Gerçekleri (94'ten 95'e)
357	Çalışma Hayatında Esneklik ve İstihdama Etkileri
359	Gümrük Birliği mi, İslam Ortak Pazarı mı?
360,361	Sosyal Güvenlik Sistemi: Sorunlar ve Çözümleri
362	Küreselleşme Ulus Devlet ve Kimlik

SAYI	KONU
363	Türkiye'nin 97 Yılı Bütçesi
364	Eğitim Politikaları
365	İktisat Teorisinde Son Gelişmeler
366	Kapitalizm ve Azgelişmişlik: Kalkınma
367	İktisadının Sonu mu?
368	Türkiye'de Sermaye Devlet Siyaset (22.İktisatçılar Haftası)
369	Sendikalar ve Küreselleşme
370,371	İşgücü, Esneklik ve Sermaye
372	Gelişme, İtaat ve Değişim
373	Reel Sosyalizmin Krizi ve Gelecek
374	Seçim Sistemleri, Temsil Krizi ve Türkiye
375	Uluslararası Sistemdeki Değişimler ve Türkiye
376	Üniversiteler Bilim ve İktisat
377	Kadınlar ve Çalışma Yaşamı
378	Finans, Rant, ve Küresel İlişkiler Ağında Türkiye
379	Enflasyon, Eşitsizlikler ve Engeller
380	Türkiye'nin Dinamikleri (23.İktisatçılar Haftası)
381	Küreselleşen Sermayenin Anayasası: MAİ
382	Globalleşme ve Devlet, Genç İktisatçının Meslek Rehberi
383	75. Yılında Cumhuriyet
384	Kriz
385	Konsolide Bütçe: Durum ve Beklentiler
386	Yeni Dünya Düzeninde Türkiye
387	Sermaye Piyasaları ve Bankalar
388	Türkiye'de Siyasetin Boyutları
389	İktisat Metodolojisi
390,391	Yüzyıl Biterken Geleceğe Bakış (24. İktisatçılar Haftası)
392,393	Sosyal Demokrasi
394	Devlet-i Aliyye'nin Mirası
395	Ulaştırma Ekonomisi
396	Seçmeler -İktisat Yazıları-
397,398	Bütçe ve Maliye Politikaları

Sürekli izlemek istiyorsanız ABONE olun.



İ.Ü.İktisat Fakültesi Mezunları Cemiyeti
Cumhuriyet Cd. Ceylan Apt. 27/6 80090 Taksim İstanbul
Tel: (0212) 2505034 - 2356155 Faks: (0212) 2551773

E-posta: ifmc@isbank.net.tr

Uluslararası menkul kıymet ticareti; kurumsal yatırımcıların portföylerini değişik alanlara kaydırarak risklerini yayma ve gelirlerini çeşitlendirme isteği, marjinal piyasalara yönelme, uluslararası yatırım fonlarının kurulması, ülke fonlarının oluşturulması, Menkul Kıymet Borsalarının yabancı yatırımcılara açılması ve sayılabilecek bir çok faktörün de etkisi ile son derece gelişmiş ve çok boyutlu bir yapı içine girmiştir.

Bu yapı içinde önemli bir yere sahip olan Kurumsal Yatırımcılar'ın ekonomik işlevi, küçük tasarrufların fon açığı veren ekonomik ajanların kullanabilecekleri şekilde büyük tutarlar halinde birleştirilmesini ve finansal araçlar kanalıyla yatırımlar arasında daha etkin bir şekilde dağıtılmasını sağlamaktır. Kurumsal yatırımcıların bir diğer önemli fonksiyonu, uzun vadeli kaynakları sayesinde fon talep eden şirketlere uzun vadeli fon sağlayabilmeleri ve menkul kıymet piyasasındaki dalgalanmaları yumuşatabilmeleridir. Fiyat istikrarsızlıkları sonucu hisse

İktisat'tan

senedi yatırımlarına kurumsal fonların yönelememesi, Borsa'nın daha sığ, spekülâtif ve bireysel bir tabana oturmasına neden olmaktadır. Kurumsal yatırımcıların piyasaya katılması, Menkul Kıymet Borsalarında spekülâtif hareketlerden kaçınan, sağlam ve kitlesel bir tabanın oluşmasını sağlayacaktır.

Sermaye piyasasının kalkınması, ülkemizin ekonomik gelişimi için gereklidir. 1980-1990 döneminde gerçekleştirilen reformlar, bu piyasanın temel yapısına ve daha ziyade borç yapısına yönelik reformlardır. 1990'lı yılların başından itibaren günümüze kadar olan süreç içinde gerçekleştirilen reformlar ise özellikle özkaynak piyasası ile bu piyasanın kurumsal iş bölümüne yöneliktir. Reformun amacı, menkul kıymet piyasasının geniş ve sürekli bir tabana oturtulmasıdır. Bu amaç doğrultusunda Sermaye Piyasasının temel rolü, özkaynağın en verimli, en etkin en demokratik şekilde kullanılmasını sağlamaktır. Bu ise, tasarrufçuyu örgütlemek işlevini yürüten; Sigorta Şirketlerini, Sosyal Güvenlik Fonlarını, Yatırım Fonlarını ve Yatırım Ortaklıklarını bir başka anlamda Kurumsal Yatırımcıları, Hisse Senedi Piyasasına özendirmekle gerçekleşecektir.

Finansal Kurumların gelişiminin Sermaye Piyasasına derinlik kazandırmada önemli aşamalardan biri olduğu düşüncesi, çeşitli ülkelerde; Menkul Kıymet Yatırım Fonları, Menkul Kıymet Yatırım Ortaklıkları, Yatırım Şirketleri, Özel Emeklilik Fonları, Sigorta Şirketleri, Özel Hükümet Fonları, Sosyal Katılım Fonları, Yatırım Kulüpleri şeklinde farklı kurumsal yatırımcı sınıflamalarını da beraberinde getirmektedir. Bu sayımızda, ülkemiz kurumsal yatırımcılarının; T.C. Emekli Sandığı, Sosyal Sigortalar Kurumu, Bağ-Kur, Banka ve Sigorta Şirketleri Emekli Sandıkları, Ordu Yardımlaşma Kurumu, Menkul Kıymetler Tanzim Fonu, Kaynak Kullanımı Destekleme Fonu, Tasarruf Mevduatı Sigorta Fonu, Geçici 20. Madde Sandıkları, Menkul Kıymet Yatırım Fonları ve Menkul Kıymet Yatırım Ortaklıkları'nın bünyelerinde biriken fonları Sermaye Piyasamıza kanalize etmede, karşılaştıkları sorunları ve bu sorunların giderilmesinde sağlanabilecek çözüm yollarını uzmanların görüşleriyle vermeyi amaçladık ve bu çalışmalarını konuları itibarıyla sıralamaya çalıştık.

Katkıda bulunanlara teşekkürlerimizi sunar, bu sayının konu ile ilgilenenlere ışık tutmasını umarız.

Prof. Dr. Targan ÜNAL

iktisat

dergisi

AYLIK DERGİ

Sayı: 400 Nisan 2000 Fiyatı:1.000.000.TL.

İ.Ü. İktisat Fakültesi Mezunları Cemiyeti yayın organıdır.
İktisat Dergisi, aylık olarak yayımlanır
Kurucuları:
Nihat Batur, Oktay Emed, Reşad Umur.
Sabibi: İ.Ü. İktisat Fakültesi Mezunları Cemiyeti adına Yönetim Kurulu Başkanı Alpay Biber
Genel Yayın Yönetmeni:
Osman Çetinkaya
Sorumlu Yazı İşleri Müdürü:
Hikmet Akçiçek
Yayın Kurulu:
İlker Aktükün, Kaya Ardiç, Fuat Ercan, Eser Karakaş, Oğuz Oyan, Metin Sarfati, Ümit Şenesen
Özel Sayı Editörü:
Targan Ünal
Danışma Kurulu:
Öztin Akgüç
Erdoğan Alkin
Nihat Falay
Tamer İşgüden
Naci Kepkep
Murat Özyüksel
Yayın Kurulu Sekreteri:
İsmail Azgıt
Reklam Sorumlusu:
Ümmü Uluçay
Yönetim Yeri:
Cumburiyet Cad. Ceylan Apt. No: 27/6
80090 Taksim / İSTANBUL
Tel: (0212) 250 50 34 - 235 61 55
Faks: (0212) 255 17 73
E-posta: ifmc@isbank.net.tr
Dizgi - Baskı:
Yenilik Basımevi - 243 55 72
Dağıtım:
Dünya Süper Dağıtım
Abone Koşulları: Yıllık: 10 milyon TL.
Altı aylık: 5 milyon TL.
Üye, Öğrenci, Arş.-Gör. ve Öğretim Üyesi: (Yıllık) 8 milyon TL.
Yurtdışı: 50\$
Abone Hesap No:
Akbank Taksim 7097-DHU
Dergide yayımlanan yazılar Cemiyeti bağlamaz; görüşler yazarlarına aittir. Yayınlamak amacıyla gönderilen yazıların iki nüsha olarak mümkünse bilgisayar disketiyle birlikte ulaştırılmasını rica ederiz.

İÇİNDEKİLER

7

Sosyal Güvenlik Fonları ve Sermaye Piyasası

Çağatay Ergenekon

14

Emeklilik Fonlarında Portföy Yönetimi ve Türkiye'deki Bazı Uygulamalar

Hülya Sirel

19

Geleceğin Piyasaları

Ümit Erol

23

Türkiye'de Gayrimenkul Yatırım Ortaklıkları

Ercan Dikmen

29

Sigorta Sektörünün Ekonomik Kalkınmadaki Yeri ve Önemi ile Fon Yaratma İşlevi ve Sermaye Piyasalarındaki Etkinliği

Mehmet Kahya

41

Yabancı Kurumsal Yatırımcıların İMKB'deki Rolü

Nuran Durmaz

43

Kurumsal Yatırımcıların Yatırım Kararları

Sedat Aybar

48

Türkiye'de Aktif Yönetimi

Alp Keler

54

Döviz Kuru ve Borsa Getiri Endeksi İlişkisi Üzerine Bir Not

Gündüz Fındıkçıoğlu

59

Kaos, Borsa, Sabit Kur ve Para Programının Riski

Cem Mehmet Baydur

65

Kurumsal Yatırımcılar ve Emeklilik Fonları

Serdar Sement

67

Türk Sermaye Piyasasında Gayrimenkul Yatırım Ortaklıkları Üzerine Bir Değerlendirme

Güler Aras

78

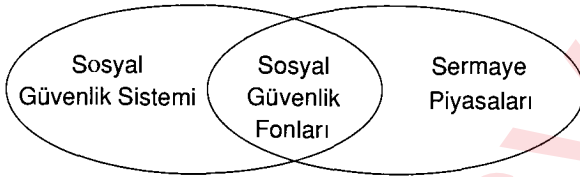
İşsizlik Sigortasına Bir Bakış

Raif Kutluk - İlyas Çelikoğlu

Sosyal Güvenlik Fonları ve Sermaye Piyasası

Çağatay Ergenekon*

Sosyo-ekonomik hayatın iki önemli kurumu olan "sosyal güvenlik sistemi" ile "sermaye piyasası", bugüne kadarki münferit gelişim süreçlerinde kendi sahalalarında ileri derecede uzmanlaşarak kapsamlı birer yasal ve kurumsal yapıya ulaşmışlardır. Konsantrasyon sahaları birbirinden oldukça uzak görünmekle birlikte, her iki kurumun da ortak ilgi konusunu oluşturan bir saha vardır ki, bu ortak payda üzerinde entegrasyonun artırılması hem sosyal güvenlik sistemine hem de sermaye piyasasına fayda sağlamaktadır: Sözkonusu ortak payda, sosyal güvenlik fonlarıdır.



1. Sermaye Piyasasının Sosyal Güvenlik Fonlarına Etkisi

Günümüzün gelişmiş ülkelerinin, kalkınma süreçleri içerisinde kullandıkları sermaye birikiminin önemli bir kaynağını sosyal güvenlik fonları ve sosyal güvenliği tamamlayıcı uzun vadeli planlarda biriken fonlar oluşturmaktadır. Bu noktada, varlıkları erime sürecine girmiş olan sosyal güvenlik fonları ile varlık düzeyi her geçen yıl artış kaydetmekte olan sosyal güvenliği tamamlayıcı fonları ayrı ayrı değerlendirmekte yarar bulunmaktadır.

1.a. Sosyal Güvenlik Kurumlarının Fonları

Sosyal güvenlik fonlarının ekonomiye arzının sermaye piyasası yoluyla gerçekleştiği birçok ülkede sosyal güvenlik, sigortacılık ve özel emeklilik fonları ile sermaye piyasasının karşılıklı etkileşim içerisinde gelişme gösterdiği görülmektedir. Ancak 20. Yüzyılın son çeyreğinden itibaren gelişmiş ve gelişmekte olan ülkelerdeki sosyal güvenlik sistemlerinde ortaya çıkan finansman kriziyle birlikte, sermaye piyasalarında de-

ğerlendirilmekte olan fonları azalma sürecine girmiştir. Sözkonusu finansman krizinin gerekçesi, sosyal güvenlik sisteminin dayandığı "dağıtım" tekniğinin demografik değişime duyarlılığından kaynaklanmaktadır.

İlk kez 1881 yılında Prusya Şansölyesi Otto von Bismarck tarafından ihdas edilip, kısa sürede tüm ülkelerce kabul gören sosyal sigorta sistemi, aktif sigortalılardan toplanan primlerle pasif (yaşlı, özürlü) sigortalıların tazmin edildiği bir finansman yapısı kurmuştur. Sisteme prim ödeyen aktif sigortalıların sayısının yüksek, aylık alanların ise sınırlı olduğu başlangıç döneminde oluşan fonlar, sosyal güvenlik rezervinin temelini oluşturmaktadır. İzleyen yıllarda nema gelirlerinin de etkisiyle katlanarak büyüyen bu rezervin, sistemin aktif/pasif rasyosunun kötüleştiği yıllarda prim gelirlerindeki azalmayı kısmen telafi etmesi planlanmıştır. Ancak özellikle 20. yüzyılın ikinci yarısından itibaren gelişmiş ülkelerde refah devleti ideali çerçevesinde, gelişmekte olan ülkelerde ise bilgi yoksunluğundan dolayı, sosyal güvenlik sistemine yapılan (emeklilik yaşının düşürülmesi, primlerin azaltılması, aylıkların yükseltilmesi gibi) aktüeryal ilkelere aykırı müdahaleler, rezervleri demografik değişimin etkisine duyarlı hale getirmiştir [Ergenekon, 1998c].

Tablo-1'de yer alan İngiltere haricindeki tüm ülkelerde, ikâme oranının seviyesini koruyabilmek için toplanan emeklilik primlerinin 1995-2050 döneminde bir misline yaklaşan oranlarda artırılması gerekmektedir. İngiltere, diğer ülkelerden farklı olarak prim oranı düzeyini 2030 yılına kadar önemli ölçüde düşürmüyüp, 2030-2050 döneminde iki puan azaltarak, emekli aylığı ikâme oranını azaltmayı tercih etmiştir. 2050 yılında ortaya çıkan görüntü yorumlanacak olursa, İngiltere'de emekli olanlara son maaşlarının %10,6'sı oranında aylık bağlamak için çalışanlardan %5 prim toplanırken, Fransa'da emeklilere son maaşlarının %59,5 oranında aylık bağlamak için, çalışanların maaşlarının %41,6'sı kesilecektir. Not edilmesi gereken diğer bir kaydedeğer nokta da, İtalya'da emeklilere %50,8 ikâme oranı uygulayabilmek için aktif kuşaktan maaşlarının %68,2'si oranında prim toplamak

* Dr., İMKB Vakfı Müdürü

Tablo 1. İngiltere, Fransa, Almanya, İtalya, ABD ve Japonya'da Emekli Aylığı ve Prim Oranı Projeksiyonları (1995-2050)

	1995	2000	2010	2030	2050
İngiltere					
• Emekli Aylığı İkame Oranı	17.5	17.4	16.8	14.4	10.6
• Gereken Prim Oranı	6.4	6.4	6.8	6.9	5.0
Fransa					
• Emekli Aylığı İkame Oranı	60.1	59.4	59.5	59.8	59.5
• Gereken Prim Oranı	24.3	23.2	24.2	37.7	41.2
Almanya					
• Emekli Aylığı İkame Oranı	52.0	51.0	49.0	48.8	48.7
• Gereken Prim Oranı	22.6	25.0	24.7	41.1	41.6
İtalya					
• Emekli Aylığı İkame Oranı	53.9	55.8	55.6	53.7	50.8
• Gereken Prim Oranı	42.6	45.5	40.4	61.9	68.2
ABD					
• Emekli Aylığı İkame Oranı	38.5	37.7	35.1	36.8	36.6
• Gereken Prim Oranı	9.1	8.8	8.6	15.0	15.9
Japonya					
• Emekli Aylığı İkame Oranı	19.6	19.8	19.2	19.5	19.3
• Gereken Prim Oranı	7.7	8.7	9.3	10.8	12.7

Kaynak: Jollans, 1994.

gerekeceğidir. Dolayısıyla, sistemin gelir-gider dengesini ihdas eden uygulamalar ya İngiltere'deki gibi sosyal güvenlik kapsamını daraltmakta, ya da onu çok yüksek maliyetlerle sürdürmektedir.

Topal [1999], mevcut emekli aylıklarının devletten yardım alınmaksızın salt prim gelirleriyle karşılanabilmesi için 1996 yılı itibariyle, çalışanlardan gelirlerinin %56'sı oranında prim toplanması gerektiğini tespit etmiştir. Ülke nüfusunun henüz genç olduğu yıllarda sosyal güvenliğin bu kadar ileri derecede krize girmiş olmasının temelinde aktüeryal ilkelere aykırı uygulamalar yer almaktadır. 1999 yılı itibariyle, aylık alan pasif sigortalı başına düşen aktif sigortalı oranı (aktif/pasif rasyosu) SSK'da 1,90 , Emekli Sandığı'nda 1,77 , Bağ-Kur'da 2,63 , Geçici 20. Madde Sandıkları'nda ortalama 1,17'dir [Ergenekon 2000].

Türkiye'deki üç büyük sosyal güvenlik kurumunun geçmişte oluşmuş rezervleri incelendiğinde, istisnai birkaç münferit durum haricinde, yapılan plasmanların enflasyonun altında getiri sağladığı görülmektedir. Buna karşın, her biri SSK'ya muadil birer sosyal güvenlik kurumu niteliğinde olan 21 adet Geçici 20. Madde Sandığı'ndan fon yönetimine gerekli önemi gösterenlerin diğer sandıklardan daha yüksek rezerv yaratabilmiş olmaları, portföy yönetiminde izlenen titiz ve basiretli politikalarla sosyal güvenlik fonlarına reel getiri sağlanabileceğini göstermektedir [8. Beş Yıllık Kalkınma Planı].

Gelecekte yerine getirilecek finansal yükümlülüklerin net şimdiki değerinin karşılık olarak ayrılmasının sosyal güvenlik sisteminin temelini oluşturmasına karşın, mevzuatta yer almasına karşın sözkonusu karşılık kalemlerinin amacına uygun şekilde kurulup işletilmemesinden dolayı Türkiye'nin üç büyük sosyal güvenlik kurumunun rezervleri gelecekteki yükümlülüklerini karşılayabilecek limitlerin çok altına inmiş bulunmaktadır. Tablo-2'de görüldüğü üzere 1995 yılına kadar SSK'nın yükümlülüklerinin üzerinde yer alan kapitalizasyon düzeyi, 1997-98 yıllarında olması gereken düzeyin üçte birine gerilemiştir.

Diğer taraftan, 4447 sayılı Kanun ile kabul edilerek Haziran 2000 itibariyle uygulanmaya başlanacak olan işsizlik sigortaları, gelecekte Türk sosyal güvenlik sistemine diğer uzun vadeli branşlardan daha yüksek düzeyde varlık yaratma potansiyeli taşımaktadır.

1.b. Sosyal Güvenlik Amaçlı Tamamlayıcı Kurumların Fonları

Tamamlayıcı sosyal güvenlik kurumlarına yaklaşım itibariyle dünya ülkelerini ikili bir sınıflandırmaya tabi tutmak mümkündür:

a) Devletçi bir çizgi izleyerek sosyal güvenliğin haricindeki hiçbir oluşuma kolaylık göstermeyen Almanya, Fransa gibi ülkeler

Tablo 2.Yıl Sonu İtibariyle SSK Fonları (Milyon TL)

	Matematik Karşılıklar	Artış (%)	Cari Ayıklar ve Gelecekteki Ödemeler Tutarı	Artış (%)	Yıllık Kapitalizasyon Düzeyi
1993	31.684,6	44	42.371,4	82	1,7
1994	85.527,2	170	80.270,6	89	1,1
1995	195.709,6	129	156.430,0	95	1,3
1996	283.138,2	45	343.561,8	120	0,8
1997	234.292,0	-17	762.295,2	122	0,3
1998	470.128,6	100	1.477.627,5	94	0,3

Kaynak: 8. Beş Yıllık Kalkınma Planı Sosyal Güvenlik Özel İhtisas Raporu.

Not: Matematik Karşılıklar kalemi; halihazırda ödenmekte olan bütün emekli aylıklarının (bugünkü) sermaye değerini göstermektedir.

b) Aslı sosyal güvenlik sistemine ilave olarak, çalışanlara fonlama metodu çerçevesinde işyeri bazlı ya da bireysel hesaplarda tasarruf yapabildiğini mali politikalarla teşvik eden Anglo-Sakson ülkeleri

Tamamlayıcı sosyal güvenlik kurumlarının bu ülkelerdeki gelişimi incelendiğinde, global boyutta ulaşılan münzam sosyal güvenlik birikiminin %90'ını aşan bölümünün ikinci grupta yer alan yönetim anlayışını benimsemiş ülkelerde olduğu görülmektedir. Mensuplarının sosyal güvenliğini arttırmayı hedefleyen işyeri bazlı emeklilik planları, bireysel tasarruf hesapları, dayanışma sandıkları gibi tamamlayıcı kurumlarda biriken varlıkların GSMH'ya oranı İsviçre'de %117, Hollanda'da %87,3, İngiltere'de %74,7, ABD'de %58,2 düzeyinde bulunmaktadır.

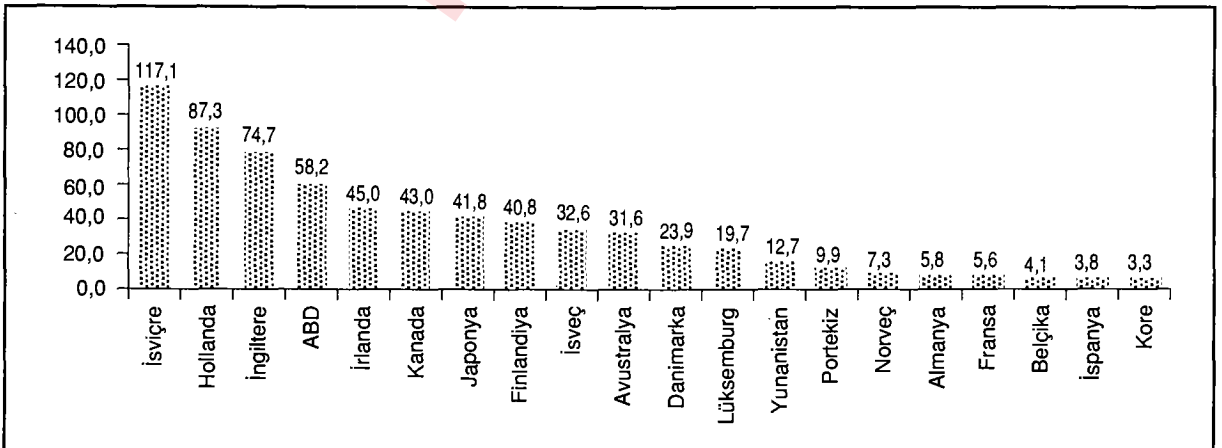
Özel emeklilik fonları olarak tanımladığımız tamamlayıcı sosyal güvenlik varlıklarının farklı ülkelerde değişik hızlarda büyüme göstermiş olması, Türkiye

gibi bu mekanizmayı henüz yeni ihdas etme aşamasında olan ülkelerde başarılı sonuçlar almak için dikkat edilmesi gereken hususlar konusunda önemli ipuçları vermektedir. Bunların en önemlilerini beş başlık altında toplamak mümkündür [Ergenekon, 1998a; Ergenekon, 1998b; Schmidt-Hebbel, 1995b]

1. Sosyal Güvenliğin Birinci Basamağının Boyutları: Öncelikle belirtmek gerekir ki, tamamlayıcı sosyal güvenlik fonlarının ulaşabileceği ölçek, genellikle sosyal güvenliğin birinci (ve eğer varsa ikinci) basamağının kapsamı ile ters orantılıdır. Diğer bir ifade ile, aslı sosyal güvenlik sistemi bireylerin gelirleri içerisinde kapsadığı pay büyüdükçe, münzam tasarruf uygulamalarına tahsis edilebilecek gelir azalmaktadır.

2. Özel Emeklilik Ürünlerine Sağlanan Vergi Teşvikleri: Özel emeklilik varlıklarının GSMH'ya oranı %45'in üzerinde olan ülkelerin istisnasız tümü,

Grafik 1. Özel Emeklilik Varlıklarının GSMH'ya Oranı (%)



emeklilik fonuna yatırılan katkı payı ve emeklilik fonunun plasmanından elde edilen yatırım gelirlerini vergilendirip, emeklilik aylıklarını vergi dışı tutan ülkelerdir. (Hernekadar içerisinde bulunduğumuz 2000 yılı itibarıyla, AB ülkelerindeki uzun vadeli tasarrufların yatırım gelirleri üzerinden %20 oranında vergi kesilmesi yönünde bir direktif çalışması başlatılmış ise de, İngiltere'nin itirazı nedeniyle bu alanda kısa dönemde Birliğe üye ülkeler arasında yeknesaklık sağlanması ihtimali görülmektedir.)

3. Düzenleme ve Denetim: İnsanların gönüllü tercihleriyle uzun dönem düzenli olarak tasarruflarını yönlendirdiği özel emeklilik sisteminde, güven unsuru diğer tüm tasarruf mekanizmalarından daha fazla önem taşımaktadır. Sisteme katkıda bulunan aktörlerin görev ve sorumluluklarının detaylarıyla sıralandığı, risk kontrolü ve fon yönetiminin etkinlikle gerçekleştirilmesine imkân veren bir mevzuatın varlığı ve bu mevzuata riayet edildiğini pro-aktif olarak değerlendiren uzman bir denetim birimi, özel emeklilik sisteminin ciddi krizlerle karşılaşmadan gelişebilmesi açısından elzemdir.

4. Sağlıklı İşleyen Bir Finans Sektörü: Özel emeklilik fonları, tasarruf sandıkları ve hayat sigortalarının önemli bir bölümünü oluşturduğu tamamlayıcı sosyal güvenlik müesseselerinin başarılı olabilmesi için sermaye piyasası, finansal kurumlar ve sigortacılık müesseselerinin sağlıklı bir şekilde işlemekte olması, ya da işlemesine herhangi bir engel bulunmaması gerekmektedir.

5. Makroekonomik İstikrar: Fonlama modeline dayanan özel emeklilik fonlarının başarılı olması son kertede istikrarlı bir makroekonomik ortamı gerekli kılmaktadır. Kısa dönemli konjonktürel dalgalanmalara mukavim olmakla birlikte, bu fonlar, ekonomik geleceğin belirsizlik taşıdığı ve/veya enflasyonist ortamlarda varlıklarını kaybetme riskine maruz kalmaktadır. Bu özelliklerinden dolayı birçok ülkede yeniden yapılanma programları çerçevesinde gündeme gelen özel emeklilik kurumları, zaman içerisinde yeterli varlık birikimine ulaşarak, makroekonomik istikrarın güvencelerinden biri konumuna gelmektedir.

2. Sosyal Güvenlik Fonlarının Sermaye Piyasasına Etkisi

Türkiye'de aslı sosyal güvenlik kurumlarının fonlarının erimiş olması ve mevcut sosyal sigorta branşlarının gelir-gider dengesinin açık vermesine karşın, birkaç gelişme yakın gelecekte aslı ve tamamlayıcı sosyal güvenlik fonlarının sermaye piyasasında önemli roller oynayacağını göstermektedir. Bunlar;

a. 4447 sayılı Kanun çerçevesinde Haziran 2000'de uygulanmaya başlanacak İşsizlik Sigortası branşı sayesinde yaratılacak birikim

b. 8. Beş Yıllık Kalkınma Planı'nda Sosyal Güvenlik - Finansman Özel İhtisas Alt-Komisyonu'nun, sosyal güvenlik kurumlarının atıl alanlara plase edilmiş olan mevcut fonlarının sermaye piyasalarında uzun vadeli rantabl alanlarda değerlendirilmesi önerisi

c. Yasalaşma sürecinde bulunan Özel Emeklilik Kanunu'nun uygulama safhasına geçmesiyle birlikte ortaya çıkacak uzun vadeli tasarruf düzeyi

Bu üç gelişme arasında, sermaye piyasasını en fazla etkileme potansiyelini, özel emeklilik fonları taşımaktadır.

2.a. Emeklilik Fonlarının Sermaye Piyasası Üzerindeki Etkisi

Sermaye piyasasına yönelebilecek aslı ya da tamamlayıcı yurtiçi sosyal güvenlik fonlarının yaratabileceği etki 10 madde altında özetlenebilir [Ergenekon, 1998c; Ergenekon, 2000; OECD, 1997; Schmidt-Hebel, 1995a-b].

1. Kaynak Dağılımında Etkinlik: Emeklilik fonlarının uygulamaya alınmasının, bir ülkedeki sermaye piyasası üzerindeki en önemli etkisi, "kaynak tahsisinin optimizasyonu" alanında görülmektedir. Hesap sahiplerinin tasarruflarını belirli koşullar altında bir emeklilik şirketinden diğerine transfer edebildiği serbest rekabet ortamında, pazar paylarını genişletmek (ya da korumak) isteyen şirketler en iyi risk/getiri kombinasyonunu taşıyan finansal alanlara yönelmektedir. Veri risk koşulları altında getiri maksimizasyonunu sağlamayı hedefleyen bu çabalar sonucunda, atıl alanlardaki plasmanların gelişmeye açık sektörlerle, büyüme potansiyeline sahip şirketlere ve uzun vadede kârlılığı yüksek projelere yönelmesi, hem fon arzedem emeklilik fonlarının, hem de fon gereksinimi duyan kesimlerin elde ettiği faydayı arttırmaktadır.

2. Proje Finansmanı: Verimli alanlarda değerlendirilmek istenen emeklilik fonları, uzun vadede getirisi yüksek, büyük montanlı projelerin finansmanı için ideal bir kaynak teşkil etmektedir. Ciddi kaynak gerektiren baraj, santral, köprü, otoyol, tünel gibi ciddi altyapı projeleri, emeklilik fonlarının sunduğu güçlü ve güvenilir finansman desteğiyle kısa sürede neticelendirilerek, finansör konumundaki emeklilik fonunun orta-uzun vadede rantablitesini arttırmaktadır.

3. Birincil ve İkincil Piyasalarda Derinlik, Etkinlik, Verimlilik: Emeklilik varlıklarının piyasa değeri borsalarda belirlenen menkul kıymetlere yatırım yapmaları, bu kıymetlerin işlem gördüğü borsaların işlem hacmin katlanarak büyümesine yol açmaktadır. Piyasalara 30-40 yıl süreyle net kaynak girişi sağlayan emeklilik fonu plasmanlarının izleyen yıllardaki olgunluk devresinde de piyasalarda kalacak olması, derinliğin, etkinliğin ve verimliliğin sağlanmasında başka hiçbir kurumsal yatırımcının başaramayacağı bir etki yaratmaktadır.

4. Risk-Getiri Koşullarında Normalleşme: Sermaye piyasasında arz ve talebin yeterli derinliğe ulaşması, doğal olarak piyasalarda işlem gören menkul kıymetlerin gerçek değerlerine erişmesini sağlamaktadır. Sığ piyasalara özgü aşırı değerlenmiş ve/veya değerini bulamamış finansal araçların serbest piyasa koşullarında tespit edilen değerlerde işlem görmesi, piyasalara rasyonelliğin hakim olmasına imkân tanımaktadır.

5. Finansal Hizmet Alanlarında Genişleme: Özel emeklilik uygulamalarının yaygınlıkla kullanıldığı ülkelerde, fon varlıklarını idare eden portföy yönetim şirketleri, özellikle belirli fayda (defined benefit) fonları dizayn ve takip eden aktüerler, defter ve kayıtların yasalara uygunluğunu sağlayan muhasebeciler ile bunların denetimini yapan bağımsız denetçiler, çeşitli alanlarda müşavirlik hizmeti veren danışmanlar, hukuki ihtilafların çözümünde uzmanlaşmış avukatlar ve bilgi işlem yazılım şirketleri başta olmak üzere birçok kişi ve kuruluş görev almaktadır. Türkiye'de özel emeklilik fonlarının yönetimindeki varlıklar arttıkça bu alandaki hizmetlerin de yaygınlaşması beklenmelidir.

6. Risk Derecelendirme: Sermaye piyasası faaliyetlerinin şeffaflığı ve işlemlerin isabetliliği açısından büyük önem taşıyan risk derecelendirme faaliyetleri, uzun vadeli varlıkları için yatırım aracı arayışı içerisinde olan emeklilik şirketlerinin önemli bir gereksinmesine yanıt vermektedir. Kaynak ihtiyacı karşılamak üzere borçlanma enstrümanı ihracı gerçekleştirmek isteyen şirketlerin, risk değerlemesi yapma yetkisine sahip kuruluşlardan aldıkları çeşitli kategorilerdeki risklilik puanları, emeklilik şirketlerine belirli kriterler ve standartlar çerçevesinde "kaliteli" plasmanlar yapma fırsatı vermektedir.

7. Araştırma-Geliştirme Faaliyetleri: Gayrimenkule dayalı menkul kıymetler, risk sermayesi gibi ihtisas isteyen alanlardaki yatırımlar, hisse senetlerine ve yabancı ülke menkul kıymetlerine yapılan yatırımlar,

ciddi bir araştırma-tahlil süreci gerektirmektedir. Yasalarca izin verilen bir finansal enstrümana yatırım yapmaya karar veren emeklilik fonunun, o enstrüman grubu içerisinde en verimli olanı tespit edebilmesi ve değişen koşullar çerçevesinde portföy içerisinde çeşitli enstrümanların ağırlıklarını yeniden belirlemesi, sermaye piyasasında araştırma ve danışmanlık hizmeti veren birimlere olan talebi arttırmaktadır. Sermaye piyasasında emeklilik fonları gibi yüksek montanlı varlıkları idare eden kurumsal yatırımcılara hizmet vermek için yaşanan rekabet, araştırma raporlarının kalitesinin ve isabetliliğini artırması, yüksek nitelikli personel istihdamı ve uzmanlaşmaya gidilmesi, bu araştırmalar doğrultusunda gerçekleştirilen yatırımların verimliliğine doğrudan katkıda bulunmaktadır.

8. Menkul kıymetleştirme ve Yeni Finansal Ürünler: Emeklilik fonu portföyü büyüdükçe ortaya çıkan yatırım ve "çeşitlendirme" ihtiyacı, fon arzını da arttırmaktadır. Emeklilik fonları gibi profesyonel kurumsal yatırımcıların fon arzettiği piyasalarda, mevcut ekonomik birimlerin halka açılması, atıl finansal kapasitelerin menkul kıymetleştirilmesi, türev ürünler yaratılması gibi finansal yenilikler hızlı bir gelişim göstermektedir.

9. Özelleştirme Programları: Arz-talep dengesi olgunlaşmamış ya da sığ piyasalarda yeterli talep yaratılamayacağı için fiyat dengesini olumsuz etkileme potansiyeli taşıyan agresif özelleştirme programları, emeklilik fonlarının uygulamaya alınmasına paralel bir takvimle gerçekleştirildiğinde, piyasa istikrarının ve gelişiminin güvencesi haline gelmektedir. Bunun yegane koşulu, emeklilik fonlarının özelleştirme programına katılımının zorunlu tutulmayıp, piyasa koşulları altında kendi değerlendirmeleri çerçevesinde hareket etmelerinin sağlanmasıdır. Özelleştirilen iktisadi birimlerin objektif kriterler çerçevesinde yatırım yapılabilir kârlılıkta görülmesi, verimli yatırım imkânı sunması durumunda, varlıklarını iyi değerlendirme arzundaki emeklilik şirketleri doğal olarak talep cephesinde yer alacaklardır.

10. Özel Tasarruflarda Artış: Bireysel emeklilik hesapları, insanların emeklilik günlerinin finansmanına ilişkin "farkındalıklarının" artmasına yol açmak suretiyle, makro bazda uzun vadeli tasarruf kapasitesini arttırmaktadır. Yeterli ekonomi ve finans bilgisine sahip bireylerin dahi gelecekte karşılaşılabilecekleri risklerin maddi sonuçlarını tam olarak hesaplamaması olarak tanımlanabilecek olan "finansal miyopluk" toplumun geniş kesimlerini birikim yapmak yerine kısa vadeli ihtiyaçlarını karşılamaya yönelt-

mektedir. Emeklilik döneminin finansmanına yönelik akümülyasyon sürecinin başlamasıyla birlikte bireylerin bilinç düzeyindeki artış ve finansal miyopilerindeki azalış, sermaye piyasalarına yönelimin ve net özel tasarruf düzeyindeki artışın arkasındaki temel dinamiği teşkil etmektedir.

2.b. Özel Emeklilik Fonlarının Finansal Enstrümanlar Üzerindeki Etkisi

Emeklilik fonlarının sermaye piyasasında işlem gören menkul kıymetler üzerindeki etkisi üzerinde iki etken belirleyici rol oynamaktadır [Vittas, 1994]:

a) Emeklilik fonlarının plase edildiği finansal enstrümanların varlık dağılımı

b) Menkul kıymet arzının düzeyi

Bu etmenlerden birincisini oluşturan varlık dağılımı konusunda, birkısım ülkelerde emeklilik fonlarının hangi enstrümanlarda ne düzeyde değerlendirileceği tamamiyle portföy yönetiminin ihtiyarına bırakılmaktadır. "Basiretli Yönetim" tarzı varlık yönetimi olarak bilinen bu yaklaşımın alternatifi ise her varlık grubu için bir üst limit (bazen de hem alt, hem üst limit) belirlemektir.

Varlık dağılım limitleri uygulayan ülkelerde hakim olan görüş, sermaye piyasalarındaki menkul kıymet arzının üstünlük ve zayıflıkları dikkate alınarak emeklilik portföyünün yeterli düzeyde çeşitlendirilmesini temin etmektir. Tablo-3'de özel emeklilik fonlarının uygulanmakta olduğu Latin Amerika ülkelerinde portföy yönetim şirketlerinin uymaları gereken portföy limitleri görülmektedir.

Varlık gruplarına limit getiren ülkeler ile portföy yöneticilerinin hangi varlığa ne oranda yatırım yapılacağına piyasa dinamikleri çerçevesinde karar verdiği

"Basiretli Yönetim" ülkelerinde portföy yönetimiyle elde edilen getirilerin karşılaştırıldığı Tablo-4'de, veri dönemler itibariyle getiri oranının Basiretli Yönetim ülkelerinde daha yüksek düzeyde gerçekleşmiş olduğu dikkati çekmektedir.

Liberal nitelikteki Basiretli Yönetim ilkesinin uygulandığı ülkelerde elde edilen getiri oranının yüksekliği kısmen, hisse senetlerine yapılan yüksek oranlı plasmanlardan kaynaklanmaktadır. Tablo-4'de getirisi en yüksek ülkelerden biri olan İngiltere'deki emeklilik fonları portföyünün 2/3'ü hisse senetlerinden oluşmaktadır [OECD, 1999]. Teksöz [1999] tarafından ya-

Tablo 4. Özel Emeklilik Portföylerinin Getiri Oranları (%)

	1984-93	1984-96
ABD*	% 9,7	% 9,0
Almanya	% 7,2	% 7,0
Belçika	% 8,8	% 9,0
Danimarka	% 6,3	% 6,0
Hollanda*	% 7,7	% 8,0
İngiltere*	% 10,2	% 10,0
İrlanda*	% 10,3	% 11,0
İspanya	% 7	-
İsveç	% 8,1	-
İsviçre	% 4,4	% 4,0
Japonya	% 6,5	-
Basiretli Yönetim Ülkeleri	% 9,5	% 9,5
Varlık Limiti Ülkeleri	% 6,9	% 5,2

Kaynak: Blommestein, 1999.

(*) Basiretli Yönetim ilkesinin uygulandığı ülkeler.

Tablo 3. Latin Amerika Ülkelerinde Azami Varlık Limitleri

	Arjantin	Şili	Kolombiya	El Salvador	Peru	Uruguay
Kamu Men. Kıy.	% 50	% 50	% 50	% 30	% 40	% 60
Banka Mevduatı	% 28	% 50	% 50	% 40	% 30	% 30
Özel Sektör Tahvilleri	% 28	% 45	% 20	% 40	% 49	% 15
Hisse Senetleri	% 35	% 37	% 30	% 20	% 35	% 25
Gayrim. Day. Men. Kıy.	% 28	% 50	% 30	% 40	% 40	% 20
Yabancı Yatırımlar	% 10	% 12	-	-	% 10	-
Yatırım Fonları	% 14	% 5	% 10	% 20	% 15	-
Vadeli İşlemler	% 2	% 9	-	-	% 10	-

Kaynak: Iglesias-Palau, 1999.

pılan bir simulasyon, Türkiye'de kurulacak katkı payı esaslı emeklilik fonlarının uzun dönemli plasmanları açısından riski en düşük, getirisi ise en yüksek yatırım aracının hisse senetleri olduğunu ortaya koymaktadır.

Her durumda, sosyal güvenlik fonlarının plasmında dikkat edilen temel husus, genç insanlardan oluşan toplum ve toplulukların emeklilik fonunun uzun ve sonsuz vadeli menkul kıymetlere, yaş ortalaması yüksek grupların emeklilik fonunun likiditesi yüksek sabit getirili menkul kıymetlere yönlendirilmesidir. Böylece, çalışma hayatının ilk dönemlerinde üstlenilen risk karşılığında uzun dönemde yüksek getiri elde edilmekte, emeklilik dönemi yaklaştıkça mevcut birikimi korumak kaygısıyla daha muhafazakar menkul kıymetlere ağırlık verilmektedir.

Sonuç

Görüldüğü gibi, aslı ya da tamamlayıcı sosyal güvenlik fonları sermaye piyasası başta olmak üzere finans piyasasının çeşitli birimlerinden hizmet alıp varlıklarını etkin yönetimini sağlarken, bu varlıkların sağladığı derinlik ve hareketlilik, piyasalardaki tüm aktörlerin etkinliğine ve verimliliğine katkıda bulunmaktadır.

Sermaye piyasasında emeklilik fonları tarafından yaratılan talebin karşılanabileceği bir arz yaratabilmek için, menkul kıymetleştirme (securitization) konusunda yasal altyapıda eksik kalmış alanların tamamlanması, Türkiye'de henüz açılmamış piyasalar ve uygulamaya alınmamış finansal enstrümanların faaliyete geçirilmesi, finansal derecelendirme (rating) müessesesinin sermaye piyasasına yerleşmesi, büyük ve orta ölçekli kuruluşların halka arza teşvik edilmesi, uzun yıllardır borçlanma enstrümanı ihraç edemeyen özel sektörün makroekonomik istikrarla birlikte tekrar sermaye piyasasından borçlanabileceği koşulların sağlanması ve özelleştirme sürecinin sermaye piyasasıyla entegrasyonunun sağlanması büyük önem taşımaktadır.

Emeklilik fonlarının uzun vadeli taahhütlerini güvene altına alan en uygun yöntem menkul kıymetler, devlet tahvilleri, özel sektör tahvilleri, uzun vadeli banka mevduatları ve hisse senetleridir. Piyasa dinamikleri ya da tespit edilecek limitler çerçevesinde uzun vadeli menkul kıymetler ile sonsuz vadeli hisse senetlerine yönelecek talep, yatırımlar için gereken sermaye maliyetini azaltacak, sözkonusu finansal enstrümanların işlem gördüğü piyasalarda derinlik yaratarak bu pazarların gelişime katkıda bulunacak ve nihayet makro boyutta ülkedeki sermaye formasyonunu artırarak istikrarlı ve sürdürülebilir ekonomik büyümenin garantisi olacaktır.

Kaynaklar

Blommestein, H. 1998. Financial Market Implications of Pension Reform, *ODTÜ II. Ekonomi Kongresi*, Ankara, 9-12 Eylül 1998.

Devlet Planlama Teşkilatı, 2000. *VIII. Beş Yıllık Kalkınma Planı (2001-2005)*, Sosyal Güvenlik Özel İhtisas Komisyonu Raporu, Devlet Planlama Teşkilatı, Ankara, Şubat 2000.

Devlet Planlama Teşkilatı, 1997. *Sosyal Güvenlik Reformu*, Ankara, Mayıs 1997.

Ergenekon, Ç., 2000. *Emeklilik Döneminin Finansmanı ve Özel Emeklilik Fonu Modelinin Türkiye'ye Uygulanabilirliği*, Doktora Tezi, İ.T.Ü. Sosyal Bilimler Enstitüsü İşletme A.B.D., İstanbul, Nisan 2000.

Ergenekon, Ç., 1998a. Sosyal Güvenlik Sistemleri Bağlamında Özel Emeklilik Uygulamaları: Türkiye'deki Gelişime Global Perspektifte Bir Bakış, *Milli Reasürans 1998 Yılı Bilimsel Eser Yarışması*, Birincilik Ödülü, Mart 1998.

Ergenekon, Ç., 1998b. Effects of Taxation Regimes on the Development of Private Pension Funds: Reflections on the Capital Markets, *ODTÜ II. İktisat Kongresi*, Ankara, 9-12 Eylül 1998c.

Ergenekon, Ç., 1998c. *Özel Emeklilik Fonları: Şili Örneğinden Alınacak Dersler*, İMKB Yayınları, İstanbul, 1998.

Iglesias Palau, A., 1999. The Impact of Pension Reform on Corporate Governance Practices and Regulations, OECD Advisory Group on Privatization, *Thirteenth Plenary Session on Privatization, Capital Market Development and Pension System Reform*, Paris, September 21-22, 1999.

Jollans, A., 1997. Pensions and Ageing Population, Staple INN Actuarial Society, London, October 1997.

OECD, 1999. Institutional Investors Statistical Yearbook - 1998, Paris.

OECD, 1997. Private Pension Systems, Paris, June 1997.

Schmidt-Hebbel, K., 1995a. Colombia's Pension Reform: Fiscal and Macroeconomic Effects, World Bank Discussion Papers, No: 314, Washington, D.C.

Schmidt-Hebbel, K., 1995b. Pension Reform: Fiscal Options, Macro Consequences, Reform Feasibility, Conference on Social Security, Pension Reforms and Capital Markets, Washington, D.C., June 12, 1995.

Teksöz, A.T., 1999. Simulation of Benefits from Money Purchase Pension Scheme for Turkey, Undersecretariat of Treasury, Ankara, September 1999.

Topal, N., 1999. Is Turkish Social Security System in Need of Reform?, University of Hertfordshire, Employment Studies Paper, 22, 99/1.

Ünal, T., 1995. Gelişen Borsalarda Kurumsal Yatırımcılar: Türkiye Örneği - Sorunlar ve Çözüm Önerileri, İMKB Yayınları, İstanbul, Temmuz 1995.

Vittas, D., 1994. Rebuilding Capital Markets and Institutional Institutions, Draft Contribution to Report on Capital Markets, World Bank, Washington, February 1994.

Dipnot

¹ 1980-95 döneminde Santiago Borsası'nın işlem hacmi dolar bazında %36,9 artmıştır.

Emeklilik Fonlarında Portföy Yönetimi ve Türkiye'deki Bazı Uygulamalar

Hülya Sirel*

Türkiye'de Sosyal Güvenlik Sistemi, bilindiği gibi, istihdam altındaki nüfusu; kamu çalışanları, özel sektör çalışanları ve serbest meslek sahipleri için kurulan ve devlet tarafından yönetilen üç temel sosyal güvenlik kurumunu (Emekli Sandığı, Sosyal Sigortalar Kurumu ve Bağkur) ve sınırlı bir kapsama sahip Geçici 20. madde sandıklarını kapsamaktadır.

Bunlara ilaveten bazı işyerlerinde, Medeni Kanun kapsamında Vakıf hüviyetinde kurulan "Birikirme Sandıkları", o işyerinde çalışanların emeklilik günlerinde ikinci bir maaşa sahip olmalarını mümkün kılmaktadır. Bu vakıflar genelde "munzam vakıflar" adıyla anılmaktadır.

Hayat Sigortası şirketleri de kişilere özel bazı "Hayat Sigortası Paketleri" sunabilmektedir.

Son günlerde yaşamımıza yeni bir kavramın da katılması gündemde: "Bireysel Emeklilik Fonları". Henüz yasalaşmamış olması ve tasarımın kamuoyuna açıklanmamış olması nedeni ile Türkiye'deki uygulamanın nasıl olacağı çok net olmamakla birlikte bu fonlar uluslararası finans piyasalarında oldukça önemli bir yere sahip bulunmaktadır.

Tabii bütün bu saydıklarımızın kendilerine has çalışma kuralları, aktüeryel dengeleri vardır ve birbirlerinden farklılıklar gösterirler. Ama hepsinin birleştiği nokta, topladıkları primlerle önemli bir fon oluşturmaları ve bu fonların, ileride taşıdıkları yükümlülüklerin insan yaşamındaki önemi nedeni ile, çok dikkatli bir şekilde, mümkün olan en optimum risk-getiri dengesinin sağlanarak yönetilmesi gerekliliğidir. Bu kurala dikkat edilmemesi halinde sistemlerin çöküşü gündeme gelebilmektedir ki bunun bazı örnekleriyle karşı karşıyayız.

Bu makalede, bütün bu fonları "Emeklilik Fonları" adıyla tanımlayarak, portföylerinin yönetimindeki

ana kurallara kısaca değindikten sonra, Türkiye'de yıllardır var oldukları halde çok az bilinen, çok küçük bir kitleyi ilgilendiren, ama bazı özellikleri nedeni ile ilginç örnekler oluşturma potansiyeline sahip bulunan Geçici 20. madde sandıklarındaki ve munzam vakıflardaki fonların yönetimine değineceğim.

Emeklilik Fonları

Emeklilik fonları nitelik itibarı ile, kişilerin aktif çalışma hayatlarında kazandıkları gelirlerinin bir bölümünü emekliliklerinde (yani aktif çalışma dönemleri sona erdikten sonra) harcamak amacıyla tasarruf etmeleri ve bu tasarruflarını çeşitli yatırım araçlarında değerlendirme talepleri sonucunda oluşan fonlardır. Bu fonlar hem onu tasarruf eden kişiler açısından, hem de bu tasarrufun yapılmakta olduğu ülke ekonomisi açısından çok önemlidir. Kişiler açısından önemi, esas olarak, aktif çalışma yaşamının sona ermesinden sonra da, hayatın sürdürülebilmesi için düzenli bir gelir sağlamasından kaynaklanmaktadır. Bu birikimler "sabırlı tasarruflar"dır ve düzenli prim ödemeleri ile oldukça önemli meblağlara ulaşırlar. Bu nedenle içinde buldukları ülke ekonomisi açısından da en önemli tasarruf kaynaklarından birini oluşturmaktadır. Vade yapıları nedeniyle girdikleri piyasalarda denge unsuru olabilmekte ve derinlik katabilmektedirler.

Fonların ilk kuruluşunda uzun bir süre (20 yıldan 40 yıla kadar değişen sürelerde) sadece nakit girişi olmakta, süreklilik niteliği taşıyan primler(tasarruflar) birikmektedir. Beklentilerin uzun vadeli olması nedeni ile uzun vadeli yatırım araçlarına yatırım yapılabilen ve kısa vadeli getirisi nisbeten düşük, ama istikrarlı bir gelişime sahip yatırım araçları- eğer riskleri düşük hesaplanabiliyorsa- tercih edilebilmektedir. Bu tür tasarrufların piyasalarda varolmalarının ne denli önemli olduğu, piyasalarımızdaki kısa vadeli işlemlerin hakimiyetini ve spekülatif-manüüpülatif dalgalanmaları yakından izleyenler tarafından daha da iyi değerlendirilebilecektir.

* Türkiye Sınai Kalkınma Bankası A.Ş. Emekli Vakıfları Portföy Yöneticisi

Sosyal güvenlik sistemleri ülkeden ülkeye pek çok farklılıklar gösterir. Kimi ülkede zorunlu katılım sözkonusudur, kimi ülkede katılım tümüyle kişilerin kendi tercihlerine bırakılmıştır. Bazı ülkelerde ise herkesin kapsam içerisinde olduğu bir baz sistemin yanı sıra zorunlu olmayan bir ikincil sistemin birlikte bulunduğu karma sistemler geçerlidir.

Emeklilik fonları maaş esaslı (defined benefit) veya prim esaslı (defined contribution) olabilmektedir. Maaş esaslı programlarda fona yapılan katkıların (primlerin) tutarı ile sağlanan emeklilik gelirleri (maaşlar ve ikramiyeler) arasındaki ilişki aktüeryal hesaplar yoluyla izlenir ve gerekli görüldüğünde primlerde ya da maaşlarda değişiklik yapılarak sistem revize edilir. Bu revizyon yapılamadığı takdirde fonların yükümlülükleri karşılayamaması yani fonun zor duruma düşmesi, ya da tam tersine üyeler sınırlı bir maaş alırken fonun gereğinden fazla zenginleşerek büyümesi sonucunu doğurabilir. Prim esaslı programlarda ise sabit ya da değişken esaslarla kesilen primler ve o primlerin nemalandırılmasından elde edilen getiriler (masraf ve komisyonlar düşüldükten sonra) kişinin hesabında izlenir. Emeklilik döneminde kişiye ödenen maaş ya da diğer yükümlülükler kişinin hesabında birikenlerle sınırlıdır. Bu sistemin zayıf tarafı ise portföy yönetimindeki ya da sistemin kuruluşundaki tüm riskleri o sisteme dahil olanların üstlenmesidir.

Gelişmiş ülkelerin önemli bir bölümünde sosyal güvenlik tamamen özelleşmiş durumdadır. Çalışılan firmalardakilerin yanı sıra çok sayıda aracı şirket çeşitli emeklilik fonları (pension funds) seçenekleri oluşturmuştur. Kişiler tamamen kendi beklentileri doğrultusunda bunlardan birini ya da birkaçını seçer. Bu fonların ne nitelikler taşıması gerektiği, vergi kanunları karşısındaki durumları, hangi kurallara uymaları gerektiği, fonlarını ne şekilde değerlendirecekleri ve ne şekilde denetlenecekleri çok açıkça düzenlenmiş durumdadır.

Bu fonlarda iç ve dış denetim çok büyük bir önem taşımaktadır. Kurumların kendi yaptıkları denetimin yanı sıra devletin görevlendirdiği denetim elemanları mali tabloların düzeni, vergi denetimi gibi konuların yanı sıra aktüeryal konularda ve portföy yönetimi gibi konularda da denetim yapabilecek kapasitededir. Yani bu nitelikteki bir fonun kapsayabileceği tüm unsurları denetleyebilecek eğitime sahiptirler.

Yıllar önce Amerika Birleşik Devletleri'nin önde gelen üniversitelerinden birinde katılmış olduğum Emekli Fonları ve Para Yönetimi (Pension Funds and Money Management) seminerine katılanların önemli bir bölümü çeşitli eyaletlerdeki bu denetim kurullarının uzmanları ya da yöneticileri idiler. Seminer, bu tür portföylerin risk yönetimleri ve performans ölçümleri üzerinde yoğunlaşmış olan ileri düzeyde bir programdı ve katılan denetim elemanlarının bu konudaki bilgi düzeylerinin bende hayranlığın yanı sıra "Niçin bizim ülkemizde işini bu kadar bilinçli yapan denetim elemanları olamıyor" diye biraz da kıskançlık uyandırdığını itiraf etmeliyim.

Emeklilik Fonlarında Portföy Yönetimi

Portföy yönetimi emeklilik fonlarında en önemli yere sahip olan unsurdur. Portföy yönetimi kurum içindeki portföy yöneticileri ya da kurum dışındaki bu konuda uzman kuruluşlar tarafından gerçekleştirilebilir.

Maaş esaslı bir emeklilik sisteminde, aktüer yapı doğru kurulmuş dahi olsa, portföy yönetiminin zayıf olması, yani sağlanan verimin yetersiz olması, sistemin zayıflamasına, hatta yükümlülüklerin yerine getirilememesine yol açar ve bu emeklilik fonunun iflasına kadar gidebilecek sonuçlar doğurabilir. Prim esaslı bir sistemde ise yetersiz verim, sisteme yeni girişleri kısıtlayacağı ve sistemden çıkışları artırabileceği için fon açısından kötü sonuçlar doğurabilir.

Emeklilik sistemlerinin özelleşmiş bulunduğu ülkelerde kişiler, öncelikle emeklilik günlerinde sağlamak istedikleri gelirin ne olduğunu ve bunun için ne düzeyde bir riske katlanabileceklerini saptarlar. Kendileri, ya da (çoğunlukla) bu konuda uzmanlaşmış yatırım danışmanlarının yardımları ile, sağlamak istedikleri bu geliri elde edebilmek için, hangi emeklilik fonuna ya da fonlarına, ne düzeyde ve ne süreyle prim ödeyerek katılmaları gerektiğini saptarlar.

Emeklilik sistemlerinin özelleşmiş bulunduğu ülkelerde kişiler, öncelikle emeklilik günlerinde sağlamak istedikleri gelirin ne olduğunu ve bunun için ne düzeyde bir riske katlanabileceklerini saptarlar. Kendileri, ya da (çoğunlukla) bu konuda uzmanlaşmış yatırım danışmanlarının yardımları ile, sağlamak istedikleri bu geliri elde edebilmek için, hangi emeklilik fonuna ya da fonlarına, ne düzeyde ve ne süreyle prim ödeyerek katılmaları gerektiğini saptarlar.

Fonların yatırım yaptığı kıymetler şu şekilde sınıflandırılabilir:

- Hisse senetleri (yurt içi veya yurt dışı piyasalardan)
- Yerli veya yabancı para cinsinden sabit getirili yatırım araçları
- Gayrimenkul yatırımları

Gelişmiş ülkelerin önemli bir bölümünde sosyal güvenlik tamamen özelleşmiş durumdadır.



Bunların herbirinin beklenen getirilerini ve beklenen risklerini ölçebilecek değişik teorik yöntemler bulunmaktadır. Ancak bütün bunların uygulanabilmesi için piyasalara ait güvenilir istatistiklerin hesaplanması gerekmektedir.

Bu araçları sırası ile incelersek:

- Hisse senetleri: Fonların en önde gelen yatırım aracı hiç şüphesiz ki hisse senetleridir. Fonlar hisse senetlerine uzun vadeli yatırım yaparlar. Bu nedenle fonlar için şirketlerin karlılık potansiyeli, düzenli temettü dağıtması ve istikrarlı olması çok büyük bir önem taşır. Uzun vadeli bir portföye seçilecek hisse senedinin doğru bir şekilde analiz edilmesi gereklidir. Gelişmiş piyasalarda bu analiz için çok önemli bir sistem vardır. Bu piyasalarda hisseleri işlem gören şirketler genelde derecelendirme (rating) kuruluşları tarafından her türlü özellikleri dikkate alınmak sureti ile sınıflandırılırlar. Tarafsız ve genelde uluslararası saygınlığı olan bu derecelendirme kuruluşları, değerlendirilen şirketle ilgili her türlü faktörü objektif kriterlere göre incelerler ve şirkete bu incelemelerinin sonucunu aksettirecek bir not verirler. Şirketin; ortaklık yapısı, yönetim şekli ve yöneticilerinin kapasitesi, mali yapısı, alacaklarının, borçlarının, sabit kıymetlerinin yapısı, yaptığı satışların veya verdiği hizmetlerin kompozisyonu, faaliyetlerinin sektör içerisindeki yeri ve o sektörün koşulları, ileriye dönük beklentileri gibi daha pek çok faktör verilen nihai nota etki eder. Dolayısı ise portföy yöneticisi, kendisine verilen hedeflere uygun olarak saptanan "rating"e sahip hisse senetleri arasından, fiyatların düzeyini dikkate alan oranları (fiyat/kazanç oranı gibi) ve sektörel dağılımları da dikkate alarak bir portföy oluşturur. Oluşturulan bu portföyün riski, şirketin kendi standart sapması ve sektörüne ve piyasaya olan tepkilerine göre hesaplanmış bulunan beta katsayıları yoluyla hesaplanabilir. Ge-

lişmiş piyasaların olduğu ülkelerde, bu veriler de güvenilir şirketler tarafından hesaplanır ve isteyen portföy yöneticisi satın alarak bu verileri kolayca kullanabilir.

-Sabit getirili kıymetler: Emeklilik fonlarının diğer bir yatırım aracı da sabit getirili menkul kıymetlerdir. Uzun vadeli tahviller ve kısa vadeli borçlanma senetleri devlet tarafından veya firmalar tarafından ihraç edilebilirler. Bunların da sahip oldukları bazı riskler vardır. Bu riskler

bunu ihraç eden firma ya da devletten kaynaklanan riskler ve piyasa riski olarak sayılabilir. Bu risklerin de çeşitli hesaplanma yöntemleri vardır. Bu kıymetlerin verimi de çeşitli formüller yardımıyla kolayca hesaplanır. Bu kıymetlere yatırım yapan portföy yöneticisinin istediği vade ve risk yapısına göre en yüksek verimi sağlayabilecek kompozisyonu oluşturması gereklidir.

Portföy yöneticisi kendi ülkesinin dışındaki ülkelerde de hisse senedi veya sabit getirili kıymet yatırımları yapabilir. Bu durumda, yatırım yapılan ülkenin ve o ülkenin parasının taşıdığı risklerin de gözönüne alınması gereklidir.

- Gayrimenkul yatırımları: Emeklilik fonları düzenli bir kira gelirinden yararlanmak amacı ile gayrimenkul yatırımları da yaparlar. Birçok ülkede emeklilik fonlarının gayrimenkullere ayırabileceği pay kesin oranlarla sınırlandırılmıştır. Kira getirisi oldukça yüksek "prestij binalarına" yatırım yapmak fonlar açısından oldukça verimli olabilir. Ama gayrimenkul yatırımları, özellikle yönetimleri açısından problemler doğurduğu için, son zamanlarda gayrimenkule dayalı bazı yatırım araçları piyasaya çıkmıştır. Ülkemizde de "gayrimenkul yatırım ortaklıkları" bu düşüncenin yarattığı bir yatırım aracıdır. Yabancı ülkelerdeki "gayrimenkul sertifikaları" diye adlandırabileceğimiz araçlar daha değişik nitelikler taşırlar.

Özetlemek gerekirse, emeklilik fonunu yöneten portföy yöneticileri, yönettikleri fonun özelliklerine göre bu yatırım araçlarından bir portföy oluştururlar. Bu portföyde yukarıdaki yatırım araçlarının hepsine ya da bir kısmına yer verebilirler ve portföylerinin beklenen verimlerini ve risk derecesini, kolayca erişebildikleri verilerin yardımı ile rahatlıkla hesaplayabilirler.

Türkiye'deki Durum

Sosyal Sigortalar Kurumu, Emekli Sandığı ve Bağkur devlet tarafından kurulmuş bulunan ve yönetilen sosyal güvenlik kurumlarıdır. İçinde buldukları mali durum ve yönetim biçimleri bu kurumlarda bilimsel anlamda bir portföy yönetimi yapılabilmesine olanak vermemektedir.

İlk bölümde bahsettiğimiz Geçici 20. madde vakıfları ve bazı munzam vakıflar bu konuda daha önemli bir şansa sahiptir. Özellikle geçici 20. madde vakıfları bankalar ve sigorta şirketleri tarafından kuruldukları için yönetim açısından daha değişik şartlara ve bu vakıfların önemli bir bölümü modern anlamda bir portföy yönetimi sistemine sahiptirler. Bu vakıflardaki portföy yönetiminin esaslarını Vakıflar Genel Müdürlüğü çıkardığı genelgelerle belirler. Vakıflar bu genelgelerde belirlenen kurallara uymak koşulu ile yatırımlarını yönlendirirler. Bu kurallar modern anlamda bir portföy yönetiminin yapılabilmesine olanak vermekte, hatta teşvik etmektedir.

Özel emeklilik fonlarının yönetilmesi konusunda bu vakıflarda oldukça önemli bir bilgi birikimi oluşmuş durumdadır. Bu vakıflar da diğer ülkelerde kullanılan tüm yatırım araçlarını kullanabilme şansına sahiptir. Genelgede yeralan koşulları yerine getirmek kaydıyla yurtdışındaki yatırım araçlarına da sahip olabilirler.

Önceki bölümde bahsi geçen yatırım araçlarının Türkiye'deki durumunu bu açıdan incelersek özet olarak şu yorumları yapabiliriz:

- Hisse senetleri: Türkiye'de vakıflar İstanbul Menkul Kıymetler Borsası'nda kote edilmiş bulunan veya yurtdışı borsalarda işlem gören AAA ratinge sahip hisse senetlerine yatırım yapabilmektedirler. İMKB'nin ve bu borsada işlem gören senetlerin şu anda taşıdığı şartlar uzun vadeli yatırım yapan kurumsal yatırımcılar açısından bazı dezavantajlara sahiptir. İMKB henüz derinlik ve yatırımcı çeşitliliği açısından eksiklikleri olan bir pazardır. Çok kısa vadeli düşünen yatırımcılar piyasaya hakim durumdadır ki bu da piyasayı çok volatil ve riskli bir duruma sokmaktadır.

Buna rağmen doğru bir zamanlama içerisinde doğru şirketlere ait hisse senetleri seçilerek bir portföy oluşturulduğunda getiri oranı uzun vadede çok yüksek olabilmektedir. Ancak Türkiye'de portföy yöneticilerinin bu şirketleri objektif kriterlere göre değerlendirilmeleri yapılarak not verilmiş şirketler arasından seçebilme şansları bulunmamaktadır.

Çünkü Türkiye'de böyle bir zorunluluk veya özendirme bulunmamaktadır. Bu değerlendirmeyi kurumların kendilerinin yapması gerekmektedir ki bu sistemin en büyük eksikliklerinden biridir.

Yukarıdaki paragrafta bahsedilen Vakıflar genelgesinde bile bu ayırımın yapılamamasından dolayı, yurtdışında işlem gören şirketler için çok belirgin bir kısıtlama getirilmiş, ama yurtiçinde senetlerin Borsa'ya kote olması yeterli görülmüştür. Borsa'ya kote olmayan hisse senetlerinin alınıp satılması ayrı bir prosedüre tabidir. Bunun portföy yöneticisine serbestlik kazandırabileceği düşünülse de, bir emeklilik fonunun yönetiminde alınabilecek riskin bu derece serbest bırakılmasının çok önemli sakıncaları vardır.

Bunların yanısıra hisse senedine yatırım yapan uzun vadeli kurumsal yatırımcılar için en önemli konu hissenin nakit temettü getirisidir. Emekli fonları bu temettü getirisine yıllık giderlerini karşılayabilmesi açısından gereksinim duymaktadır. Ama tam tersine Ülkemizdeki vergi kanunları ve mevcut yatırımcı profili, şirketlerin nakit temettü dağıtmamasını teşvik eder niteliktedir.

Ayrıca Türkiye'de güvenilir veri değerlendirme şirketlerinin risk ölçmekte kullanılan verileri hesaplayarak pazarlaması da söz konusu değildir. Bu istatistiki verileri her kurumun kendi başına hesaplayabilmesi ve değişimleri takip etmesi bir anlamda olanaksızdır ve gereksiz zaman kaybıdır. Bu nedenle portföy yöneticileri, risk ölçmede kullanılan teorik yöntemleri de kullanma şansına pek sahip değildirlir.

Bu tür vakıfların yakınma konularının başında gelen vergiler konusundaki belirsizlik hisse senetlerine yatırım konusunda da geçerliliğini korumaktadır.

Bütün bu sayılanlara rağmen İMKB, kurulduğundan bu yana çok büyük gelişmeler göstermiş, tespit edilen eksiklikleri kısa sürelerde gidermiş, modern teknolojinin nimetlerinden de yararlanarak çok önemli bir noktaya gelebilmiş bir kurumumuzdur. Örneğin geçmişte çok zor ve gecikmeli elde edebildiğimiz mali tablolar ve ekleri, üç ayda bir, hatta altışar aylık dönemlerde Bağımsız Denetim'e de tabi tutularak, makul bir takvim içerisinde açıklanmaktadır. Tüm bu bilgilere internet vasıtası ile anında ulaşabilmek mümkün olabilmektedir. Bu gibi gelişmeleri gözönüne aldığımızda Türkiye'deki portföy yöneticilerinin de bir süre sonra gelişmiş ülke piyasalarındaki yöntemleri kullanmaya başlayabileceklerini rahatlıkla düşünebiliriz.

- Sabit getirili menkul kıymetler: Türkiye'de borçlanma sisteminin yapısı nedeni ile uzun yıllardan bu yana şirketler tahvil ya da bono ihraç edememiştir. Kamu maliyesindeki iç borç ihtiyacı nedeni ile bu konudaki tüm araçlar devlet tarafından ihraç edilmiştir. Piyasalarda devletin ihraç ettiği borçlanma araçlarında teorik olarak risk olmadığı düşünülür. Söz konusu menkul kıymetlerin veriminin hesaplanması ise formüller aracılığı ile kolaylıkla yapılabilir. Bu konudaki sorun yatırım araçları çeşitliliğinin çok kısıtlı olmasıdır.

Vakıflar Vakıfbank, Ziraat Bankası gibi devlet bankalarında vadeli mevduat ta açabilirler. Bu da sabit getirili bir yatırım aracıdır.

Yurtdışındaki sabit getirili menkul kıymetler de belli dönemlerde tercih edilebilmektedirler.

- Gayrimenkul: Hemen hemen tüm emekli vakıfları gayrimenkul yatırımlarına sahiptirler. Ancak gayrimenkul almak Vakıflar Genel Müdürlüğü'nden, satmak ise Vakıflar Genel Müdürlüğü'nden ve mahkemen izin alınması ön şartına bağlıdır. Bu bazı darboğazların yaşanmasına neden olabilmektedir.

Ayrıca Vakıfların kiraladığı gayrimenkullerde kiracının stopaj ödeme zorunluluğu vardır. Bu vakıf gayrimenkullerinin kiralanmasında önemli bir engel teşkil etmektedir. En azından SSK'ya paralel yükümlülükleri yerine getirmekte olan geçici 20. madde vakıflarının stopajdan muaf tutulmasında yarar vardır.

Bunların yanısıra hisse senedine yatırım yapan uzun vadeli kurumsal yatırımcılar için en önemli konu hissenin nakit temettü getirisidir. Emekli fonları bu temettü getirisine yıllık giderlerini karşılayabilmesi açısından gereksinim duymaktadır. Ama tam tersine Ülkemizdeki vergi kanunları ve mevcut yatırımcı profili, şirketlerin nakit temettü dağıtmamasını teşvik eder niteliktedir.

Özet olarak Türkiye'de kurulu geçici 20. madde vakıfları ve munzam vakıflar fonlarını geliştirmiş piyasalardaki portföy yönetimi koşullarına yakın koşullarda yönetme şansına sahiptir. Özel emeklilik fonlarının da kısa bir sürede hayata geçirilmesi ile ekonomimiz açısından çok önem taşıyan bu tasarrufların tutarı büyük tutarlara ulaşabilecektir. Bu fonlar sermaye piyasalarında değerlendirilebilir nitelikte fonlardır ve önümüzdeki dönemde piyasalarımızda çok önemli bir yere sahip olabileceklerdir. Bu makalede bu fonlarımızın gerektiği şekilde sermaye piyasalarına yönel-

melerine engel olan bazı unsurları kısaca belirlemeye çalıştık.

Kaynaklar

- Yedinci Beş Yıllık Kalkınma Planı SOSYAL GÜVENLİK Özel İhtisas Komisyonu Raporu (Ankara 1995)

- Sekizinci Beş Yıllık Kalkınma Planı SOSYAL GÜVENLİK Özel İhtisas Komisyonu Raporu Taslağı

- Özel Emeklilik Fonları-Şili Örneği'nden Alınacak Dersler - Çağatay ERGENEKON - İMKB Yayınları 1998

- The Complete Guide to 401(k) Plans - Wayne G. BOGOSIAN and Dee LEE - Alpha Books 1998 Newyork

- The Complete Guide to Investment Opportunities - Marshall E. BLUME and Jack P. FRIEDMAN - The Free Press 1982 Newyork

- Fundamentals of Private Pensions - Dan M. GILL, Kyle N. BROWN, John J. HALEY and Sylvester J. SCHIEBER - Wharton School Publications- 1996 Philadelphia

- Security Analysis and Portfolio Management - Donald E. FISHER and Ronald J. JORDAN - Prentice-Hall 1975 New Jersey

Makaleler

- Pension reform, the stock market, capital formation and economic growth: A critical commentary on the World Bank's proposals- SINGH Ajit- International Social Security Review- Vol.49 3/96

- Wharton Executive School - Pension Funds And Money Management Seminar- Seminer notları- Haziran 1998- Philadelphia

- Investment Management: Only Perform - David Altshuler - The Economist, Kasım 1993

- Sosyal Güvenlik ve Banka-Sigorta Şirketleri Sandıkları Sempozyumu Notları - Marmara Üniversitesi Bankacılık ve Sigortacılık Enstitüsü- İstanbul 1990

Geleceğin Piyasaları

Ümit Erol*

Bu konu başlığının ne kadar uygun olup olmadığı konusunda bir an tereddütlerim oldu. A.B.D de 80'lerin ilk yarısında finans konusunda master yaparken gerçekten de vadeli işlem piyasaları geleceğin finans dünyası olarak tanıtılıyordu. Piyasalar o zaman henüz A.B.D'de bile çok yeniydi. Master konum olan opsiyonlar ise birkaç teknisyen dışında pek bilinmeyen konulardı.

O zamandan beri köprülerin altından çok sular aktı. Gelecek bir anda geçmiş oldu. Vadeli işlem piyasaları 20. asrın sonunda Batı dünyasında ve A.B.D'de artık günlük hayatın bir parçası oldu, hatta denebilir ki finans dünyasının en önemli aracı haline geldi. Buna karşın Türkiyede pek işlemeyen bir altın vadeli işlem borsası dışında şu an hala bir vadeli işlem borsası yok. Dolayısıyla geleceğin piyasası başlığı herhalde sadece Türkiye için anlamlı bir başlık. Ama bizim geleceğimiz çoktandır başkalarının geçmişi oldu bile.

Vadeli piyasalar yani futures, forward ve opsiyon piyasaları (buna swap'ları da ekleyebilirsiniz) niye Batı'da bu kadar popüler ve niye hala Türkiye'de yok?

Geçtiğimiz aylarda pamuk fiyatlarında ciddi bir artış oldu ve bu artış tekstil sektörünü zora soktu. Bu da anlaşılabilir bir şey. Ham pamuğun fiyatının libre başına 50 sentten 60 sente çıkması; hammadde olarak pamuk kullanan bir tekstilci için hammadde maliyetinin bir anda %20 artması demek. Bu da firmanın kar ve maliyet hesaplarını altüst edebilecek bir gelişme. Özellikle rekabetin giderek arttığı ve kar marjlarının giderek daraldığı bir dünyada.

Biraz da borsaya göz atalım. Diyelim ki bir yatırımcı toplam 60 milyar yatırımla güzel bir portföy oluşturdu. Elindeki hisselerin kısa dönemde değilse bile bir yıl içinde üç misli fiyata çıkacağını düşünüyor. Diyelim ki hisseleri endeks 20 000 düzeyinde iken aldı. Ama birden bir hükümet krizi doğdu (Türkiyede alışık olduğumuz bir olgu) ve endeks bir anda %25 değer kaybederek 20 000 seviyesinden 15 000 seviyesine düştü. Türkiyede çoğunlukla tek tek hisse senetleri de endeks düştüğünde yaklaşık endeks kadar değer kaybeder. Yani bizim yatırımcımız 60 milyar

ödeyerek oluşturduğu hisse senedi portföyünün birkaç gün içinde %25 değer kaybederek 45 milyarlık bir değere gerilediğini görebilir. Yani kağıt üstünde de olsa kısa sürede 15 milyar kaybettiğini görebilir.

Böyle tatsız bir gelişmeye karşın yatırımcının yapabileceği tek şey düşüş başladığında tüm hisse senetlerini satmak olabilirdi. Ama 60 milyarlık senedi hemen satmak kolay olmadığı gibi; düşüşün başlangıcında bunun ne denli önemli bir düşüş olduğunu anlamakta da geç kalabilirdi. Portföyünde 10 tane değişik senet varsa bunların hepsini tek tek satması; daha sonra endeks 15 000'e düştüğünde tekrar bu 10 senedi geri alması gerekirdi. Ya da hiçbir şey yapmadan endeksin ve portföy değerinin düşmesini seyredirdi. Endeks eski seviyesine yani 20 000'e belki dört ay sonra geleceği için de; dört ay hiçbir şey kazanmadan beklemiş olurdu. Enflasyonun yüksek olduğu bir ülkede 60 milyarlık portföyünüzün dört ay sonra gene 60 milyarda saydığını görmek ise pek sevindirici olmasa gerek.

Batı dünyasında şanslı sanayiciler ve yatırımcılar ise, bizim Türkiyede yaşadığımız tüm bu sorunları yaşama zorunda değiller. Çünkü onların vadeli işlem piyasaları var.

Amerikalı bir tekstil fabrikatörünü ele alalım. Diyelim ki bu şahsın üç ay sonra 200 000 libre ham pamuğa ihtiyacı var ve şu an spot piyasada ham pamuğun fiyatı libre başına 55 sent. Bu fabrikatör üç ay içinde pamuk fiyatlarının 70 sente gideceğinden endişeli. Bu olursa bir anda hammadde maliyeti şu an planladığından %30 daha fazla olacak. Bir alternatif ham pamuğu şu an 55 sentten almak olabilir ama pamuğa üç ay sonra ihtiyacı olduğuna göre; 200 000 libre (yaklaşık 100 000 kg. Ya da 100 ton) pamuğu üç ay boyunca depolaması ve ekstra depolama ve sigorta maliyetlerine katlanması gerekir.

Amerikalı tekstilcinin gerçekten tüm bunlarla uğraşması gerekmiyor. Ülkesinde oturmuş bir vadeli işlem piyasası olduğu için önünde çeşitli alternatifler duruyor. Bunlardan biri 200 000 librelik bir forward kontratı yapmak. Forward kontratları bugünden belirlenen fiyatlardan gelecekte hammadde teslimini sağlayan kontratlar. Örneğin üç ay sonrasına dönük olarak, bir satıcı ile libresi 60 sentten bir forward kontratı ya-

* Prof. Dr., Bahçeşehir Üniversitesi

pabilir. Bunun anlamı ise üç ay sonra kontrat yaptığı karşı tarafın kendisine 60 sentten 200 000 libre pamuk teslim etmesi demek. Yani pamuk fiyatları 70 sente bile çıksa, Amerikalı tekstil fabrikatörü pamuğu ihtiyacı olduğu zaman (yani üç ay sonra) karşı taraftan 60 sente almayı bugünden garantilemiş oluyor. Burada tek problem karşı tarafın sözünde durmaması yani pamuğu üç ay sonra anlaşılardan fiyattan teslim etmemesi. Maalesef buna karşın yapacak fazla bir şey yok; en fazla yazılı kontratı alıp bir mahkemeye gidebilir.

Ama batı dünyasında bunun da çaresi var. Tekstil fabrikatörü mal teslimatını garantiye almak için futures kontratı satın alabilir. Futures piyasasında kontratlar standartize edilmiş durumda. Belli vadeler (aylar) ve belli miktarlar için standart kontratlar var. Örneğin bir pamuk kontratı 50 000 libre pamuk üstüne yapılıyor. Keza Mayıs; Temmuz; Eylül gibi değişik vadeler var. Amerikalı tekstil fabrikatörünün pamuğa üç ay sonra yani Temmuz ayında ihtiyacı var. Bir Temmuz kontratı satın aldığı anda, bu kontrat ona 50 000 librelik pamuğun Temmuz ayında teslimini sağlıyor. 200 000 libre pamuğa ihtiyacı olduğuna göre toplam 4 tane Temmuz kontratı alması yeterli.

Kontrat almak için gerekli para miktarı fazla değil. Bugün bir pamuk kontratı almak için yaklaşık 1500 dolar parayı bir aracı kurum vasıtasıyla futures borsasına yatırmanız yeterli. Esasında bu para da bir nevi kapora. Yani Temmuz ayında kontrat süresi bittiğinde ve pamuklar teslim alındığında, yatırılan bu 1500 dolar Amerikalı tekstilciye geri veriliyor. Bizim örneğimizde Amerikalı yatırımcının dört kontrat almak için 6000 dolar yatırması yeterli ve bu 6000 dolarda Temmuzda geri alınıyor (istenirse bu bedel faizi sahibine ait olmak üzere Hazine Bonosu cinsinden de yatırılabilir yani Amerikalı tekstilcinin bir zaman maliyeti de söz konusu olmayabiliyor).

Bu işlemlerin Amerikalı tekstilciye yararı ne? 10 Nisan'da A.B.D'de ham pamuk fiyatı libre başına 55 sent iken; Temmuz futures kontratları 58 sentten işlem görüyordu. Yani Amerikalı 4 futures kontratını 58 sentten almakla, kendisine Temmuz'da 58 sentten 200 000 libre pamuk teslim edilmesini bugünden garanti altına almış oluyordu. Bu arada meraklı okuyucular futures fiyatının neye göre belirlendiğini bilmek isteyebilirler. Basit olarak futures fiyatı spot fiyat artışına maliyeti demek. Şu anki spot fiyat 55 sent ve bir libre pamuğu üç ay depolayıp saklamanın maliyeti ise 3 sent. Bu ikisinin toplamı ise şu anki (10 Nisan'daki) futures fiyatı olan 58 senti veriyor. Tabii spot fiyatlar ve buna bağlı olarak futures fiyatları arz ve talebe gö-

re günbegün değişiyor. Ama kontratları aldıktan sonra Amerikalı tekstilcinin kaygılanması için neden yok. Spot ve futures fiyatları nereye giderse gitsin, isterse ham pamuk fiyatı 1 dolara çıksın, Amerikalı kendi açısından 58 sentten pamuk almayı garantilemiş durumda. Peki mal teslimatı garanti mi? Evet; çünkü burada futures borsasıyla çalışan bir takas odasının ek garantisi söz konusu. Temmuz geldiğinde takas odası kontrat satmış olanlardan birini seçiyor. Takas odasının seçtiği bu kişi veya kurum tekstilciye 58 sentten 200 000 libre pamuğu teslim etmekle yükümlü. Eğer teslim etmezse devreye takas odası giriyor ve 200 000 libre pamuğu bize takas odası 58 sentten teslim ediyor (takas odalarının genellikle kendilerine ait depoları ve büyük ölçüde ham pamuk stokları var).

Amerikalı tekstilcinin pamuk öyküsü böyle. Şimdi borsaya geri dönelim. Bir ara IMKB'de bir endeks futures borsası kurulması gündemdedi. Bu borsa 1998'de açılacaktı. Ama o sırada Rusya krizi başladı ve SPK bu borsayı Türkiye için erken gördü. Sonuçta proje belirsiz bir geleceğe ertelendi. O zaman düşünülen Endeks 30 kağıtları üstüne yazılacak bir kontrattı. Bu kontrat için gerekli teminatın 500 milyon TL olması ve endeksin (IMKB 30 endeksinin) 1 puan karşılığının 1 milyon TL olması düşünülüyordu. Peki bunların anlamı ne?

Diyelim ki ilk sayfada değindiğimiz endeks 20 000 iken 60 milyarlık senet alan kişi; aldığı senetleri IMKB 30 senetleri içinden seçiyor (IMKB 30 kısaca derinliği ve işlem hacmi en yüksek 30 IMKB senedi demek). Bu arada politik kriz patlak verdi ve endeks aşağıya gitmeye başladı. Eğer bir endeks futures borsası olsaydı; yatırımcının bütün yapması gereken aracı kurumuna telefon açarak; ben endeks futures kontratı satıyorum demesiydi. Hisse senedi piyasasından farklı olarak, endeks kontratları aynı rahatlıkla hem alınıyor, hem de satılıyor (endeks kontratının satılması bir ölçüde hisse senedi piyasasındaki açığa satışı andran bir işlem).

Peki yatırımcı kaç tane kontrat satacaktı? Endeksin bir puanı 1 milyon TL olduğuna göre; 20 000 puanın karşılığı 20 000 x 1 000 000 yani 20 milyar demek. Yani ben bir tane endeks satsaydım (gerçi endeks fiziken satılan bir şey değil ama öyle olduğunu varsayalım), bir tane endeksi 20 milyardan satmam gerekirdi. Eğer portföyüm 20 milyarlık olsaydı, o zaman bir tane endeks satmak yeterli olurdu. Ama benim portföyüm 60 milyarlık; yani 3 tane endeks başka deyişle 3 tane futures kontratı satmam gerekir.



Bunun için yatırımcı olarak bütün yapmam gereken şeydi. Aracı kurumuma beher kontrat için 500 milyon TL ve üç kontrat için toplam 1.5 milyar TL yatıracaktım (Bu ilk bakışta çok görünebilir ama bizi neden koruduğunu görünce bu maliyete birçok yatırımcının katlanmak isteyeğine eminim. Ayrıca bu kaybedilmiş bir para da değil. İlerki bir tarihte kontratlar kapanınca bu 1.5 milyar yatırımcı yukarda da değiştiğimiz gibi geri alınıyor).

Söz konusu parayı yatırıyorum ve aracı kurumuma 3 tane endeks kontratı için short'um yani bunları sattım diyorsunuz. Bütün yapmanız gereken bu. Endeks futures borsasında eğer bir kontratı aldım diyorsanız; futures fiyatları arttıkça para kazanıyorsunuz. Kontratı sattım dersanız; futures fiyatları düştükçe para kazanıyorsunuz. Diyelim ki endeks 20 000 iken; endeksin üstüne yazılı futures kontratının fiyatı da 20 000 olsun (normal olarak endeks futures fiyatları spot endeks değerinin biraz üstünde olur ama örneği basit tutmak için şu an ikisinin eşit olduğunu varsayalım).

Endeks futures fiyatı üstüne yazıldığı endekisle aynı yönde ve yaklaşık paralel biçimde hareket ediyor. Yani endeks 20 000'den 15 000'e düşüp %25 değer kaybederse; endeks futures fiyatının da yaklaşık aynı oranda (yani %25) değer kaybetmesini bekliyoruz. Bizim basit örneğimizde endeks futures fiyatı da endekisle birlikte 15 000'e düşüyor. Endeks futures

kontratı satan biri; endeks futures kontratının her 1 puanlık düşüşünden 1 milyon TL kazanıyor. Endeks futures fiyatı 20000'den 15000'e düşerse; bu 5000 puanlık bir hareket olduğu için bir kontratda toplam $5000 \times 1000000 = 5$ milyar TL. kazanıyor. Üç tane kontrat satıldığına göre; yatırımcımız toplam 15 milyar kazanıyor. Peki bu kontratları ona kim sattı ve bize bu parayı kim ödeyecek? Bunun basit bir yanıtı var. Endeks 20 000 iken endeksin daha da yukarı gideceğini düşünen ve endeksin yukarı gidişyle futures kontratları olarak kar etmek isteyen başka birisi (yani bizim örneğimizde göre endeksin yönü konusunda yanlış tahmin yapan biri).

Endeks ve onunla birlikte futures fiyatları 15 000'e düştüğünde; daha fazla bir düşüş beklenmiyorsa; yatırımcı tekrar aracı kuruma telefon açıyor. Futures pozisyonlarını kapattım diyor. Yani daha önce 20 000'den sattığı üç kontratı daha düşük seviyeden (15000'den) geri alıyor. Bunu yaptığında artık futures piyasasıyla bir ilgisi kalmıyor (satışı alışla kapattığı için pozisyonu kapanıyor) ve birkaç gün önce teminat olarak yatırdığı 1.5 milyar TL.'yi geri alıyor.

Dikkat edilirse; burada yatırımcının bütün yapması gereken aracı kurumuna açacağı iki telefon. Birinci telefonda (endeks ve futures fiyatı 20000 düzeyindeyken) 3 tane kontrat sattım diyecek. Ardından ikinci telefonda (endeks ve futures fiyatı 15000 düzeyindeyken) 3 tane kontrat aldım diyecek. Tabii bir de

yatırması gereken 1.5 milyar teminat var ama onu da belirttiğimiz gibi birkaç gün sonra pozisyon kapatınca geri alıyor.

Bu iki telefon konuşmasının size ne sağladığına gelince; daha önce endeks 20000 düzeyindeyken almış olduğunuz 60 milyarlık senet gene elinizde kalıyor. Tabii endeks 15000'e düştüğü için; aldığımız senetlerin değeri de düştü ve şu an senetlerinizin piyasa değeri 45 milyar oldu. Ama öte yandan iki telefonla futures piyasasında 15 milyar kazandınız. Kazandığınız bu 15 milyar aracı kurumdan istediğiniz zaman çekebilirsiniz. İsterseniz bu 15 milyarla şimdi düşmüş olan fiyatlardan yeni senetlerde alabilirsiniz. Şu anki varlığımız ise 45 milyarlık portföye kazandığımız 15 milyar eklersek; gene 60 milyar. Yani endeks düşmeye başlamadan önceki varlığınızı endeks futures kontratları kullanarak (bu pratikte iki telefon konuşması demek) korumuş oluyorsunuz.

Şimdi şu gündeme gelebilir. Ya yönü yanlış tahmin ettiyseniz? Yani endeks 20000'den aşağı düşer gibi yapıp, birden geri döndüyse? Siz düşecek korkusuyla 3 tane kontrat sattım dediniz ve endeks birden yukarı dönüp 25000'e çıktı. Bu durumu da irdeliyelim.

Endeks 20000'den 25000'e giderek %25 değer kazanırsa; büyük olasılıkla sizin almış olduğunuz senetler de değer kazanır. Yani 60 milyara aldığımız senetlerin değeri %25 artışla 75 milyara çıkar. Ama bu kez 3 tane kontrat sattım dediğiniz için ve satılan futures kontratları endeks yukarı gittikçe değer kaybettiğinden; beher futures kontratında $1\ 000\ 000 \times 5000 = 5$ milyar TL ve üç tane kontratta 15 milyar kaybedersiniz. Şimdi portföyünüzün değeri 75 milyar ve siz futures pozisyonlarından 15 milyar kaybettiniz. Sonuçta varlığınız gene 60 milyar. Yönü yanlış tahmin ettiğinizde sadece bir fırsat maliyetine katlanmış oluyorsunuz (yani endeks arttığı halde varlığınız artmamış oluyor). Ama gerçek anlamda bir zararınız da yok. Senetlere 60 milyar yatırmıştınız; şu an elinizde gene 60 milyar var. Kuşkusuz endeksin yukarıya döndüğünü gördüğünüzde; futures pozisyonlarınızı hemen kapatıydınız (örneğin 25000'e kadar beklemeden daha 21000'de kapatsaydınız), bu fırsat maliyeti bile sözkonusu olmayacaktı. Fakat bu küçük örneğin de gösterdiği gibi; futures kontratı kullanmak biraz profesyonel ve sürekli piyasa takibi gerektiren bir iş. Bu açıdan da yukarıda anlattığımız işlemleri piyasada uygulayanlar küçük yatırımcılardan ziyade büyük ve profesyonel oyuncular (örneğin yatırım fonları ve aracı kurumlar). Gene de küçük yatırımcı açısından bir teselli noktası var.

Bugün birçok küçük yatırımcı kendi başına senet almaktansa; A tipi yatırım fonlarına girmeyi tercih ediyor (piyasayı pek iyi bilmeyen küçük bir yatırımcının yapması gereken de bu). Türkiye'de endeks futures piyasası olmadığı için; küçük yatırımcının almış olduğu fon katılım payları endeks düştüğünde değer yitiriyor. Eğer endeks futures borsası Türkiye'de olsaydı; bu olmayacaktı. Birçok küçük yatırımcı endeks düştüğünde bile; ellerindeki katılım paylarının değer yitmediğini görecekti (çünkü fonun yöneticileri yukarıdaki operasyonları uygulayarak; portföy değerini koruyabilecekti).

Vadeli işlemler şu anki boyutlarında çok kapsamlı bir konu. Burada yer darlığı nedeniyle değinemediğimiz opsiyonlar veya futures üstüne yazılı opsiyonlar gibi çok daha değişik enstrümanlar da bu piyasalarda mevcut. Ancak bu enstrümanlar (araçlar) çok daha teknik özelliklere sahip ve bu yazının boyutunu aşılıyor.

Şu an için vadeli işlem kontratları dünyada çok geniş bir alanda yapılıyor. Hemen hemen tüm tarımsal mallar ve madenler için vadeli işlem piyasaları mevcut. Ayrıca döviz ve tahviller üstünde de vadeli işlemler yapılıyor. Aday olduğumuz AB üyelerinin (Yunanistan dahil) hemen tümünde bu piyasalar mevcut olduğu gibi, Brezilya gibi bazı gelişen ülkelerde de oturmuş ve büyük vadeli işlem piyasaları var. Görüldüğü kadarıyla daha önce televizyon gibi birçok şeyde olduğu gibi, bu konuda da Türkiye olarak çok geç kalmış durumdayız. Geçmiş 10 yıldaki politik sorumsuzlukların; yaşadığımız sağlıksız yüksek enflasyon ve yüksek faiz ortamının görünmeyen bir maliyeti de dünyada artık standart hale gelen ve finans dünyasının belkemiğini oluşturmaya başlayan uygulamalarla Türkiye'nin daha tanışmamış bile olması.



Türkiye'de Gayrimenkul Yatırım Ortaklıkları

Ercan Dikmen*

Giriş

Türkiye'de hisse senetleri halka arz edilen gayrimenkul yatırım ortaklıklarının (GMYO) gelişim sürecine bakıldığında geçen yıl beş olan ortaklık sayısının bu yıl itibariyle sekize yükseldiği görülmektedir. Son yıllarda ilerleme kaydeden yatırım ortaklığı sektörünün özellikle bankalar ve inşaat sektöründe yer alan şirketler tarafından dikkatle izlenmektedir.

Gayrimenkullere ve gayrimenkule dayalı sermaye piyasası araçları ile gayrimenkul projelerine yatırım yapan bu özel tip yatırım ortaklıkları için tabii ki inşaat şirketlerinin ve finansal kesimin teşvik edici bulunduğu unsurlar oldukça farklıdır. İnşaat şirketleri için gayrimenkul yatırım ortaklığı, gayrimenkule dayalı projelerini finanse edebilecekleri vergisel yönden avantajlı bir kaynak sağlama yolu iken, mali kesim için bilançolarındaki gayrimenkulleri nakde dönüştürme olanağı sağlayan özel bir şirket tipidir.

Türkiye'de konut sektörü finansmanı uzun yıllar boyunca kamu mülkiyetindeki kuruluşlar tarafından karşılanmıştır. Gelişmiş Batı ülkelerinde olduğu gibi mali piyasalar içinde faaliyet gösteren uzmanlaşmış konut kredisi kurumları ortaya çıkmamış, ticari bankalar 1990 yılların neredeyse ortalarına kadar konut kredisi alanına girmemişlerdir. 1926 yılında kurulan ve Kamu İktisadi Teşekkülü niteliğinde bir kurum olan Emlak Kredi Bankası'nın yanısıra 1950 yılından itibaren SSK, 1976 - 1980 yılları arasında BAĞ-KUR ve 1963 yılından bu yana OYAK konut kredisi vermiştir. Ayrıca 1984 yılında çıkarılan 2985 No'lu Toplu Konut Kanunu konut sektörünün finansmanına yeni bir boyut kazandırmıştır.

Amerika ve İngiltere gibi gelişmiş ülkelerde, ufak ve orta ölçekli gayrimenkul finansmanı problemi büyük ölçüde finansal sistem içinde çözümlenmiştir. Büyük çaplı gayrimenkul projelerinin finansmanında ise bazı sorunlar yaşanmaktadır. Gelişmiş şehirlerde arsaların azalması ve arsa fiyatlarının artması, daha yük-

sek binaların daha küçük alanlarda yapılması sonucunu getirmiştir. Bu yapıların maliyetleri oldukça yüksek olup, finansman sorununun aşılmasında yalnız ülkenin değil, dünyanın büyük finansal kuruluşlarının da devreye girmeleri gerekmiştir. Genellikle konut finansmanı ve orta çaplı projeler kredi piyasalarından finanse edilirken, büyük projelerin finansmanının sermaye piyasaları yolu ile yapılması daha az maliyetli olabilmektedir.

Sermaye piyasası mevzuatı çerçevesinde gayrimenkule dayalı portföy işletmeciliği faaliyeti, inşaat şirketlerinin yani faaliyet konusu inşaat yapmak olan ve bu amaçla personel ve ekipman edinene şirketlerin yürütebileceği bir faaliyet değildir.

Gayrimenkul piyasasında önemli bir ilke, yatırımcıların kendi paralarıyla yüksek rant sağlayabilecek bir gayrimenkul yatırımı yapmalarının çoğu kez mümkün olmadığıdır. Bu nedenledir ki gelişmiş ülkelerde, kısıtlı mali kaynaklar, gayrimenkul finansmanı amaçlı finansal kuruluşların devreye girmesine yol açmıştır. Sermaye piyasalarının gayrimenkul piyasalarıyla bir araya gelmesinin asıl nedeni budur.

Konut finansmanın sağlanabilmesi için izlenen bir yöntem de kredi kullanılmasıdır. Yeterli kaynağa sahip olamayan firmaların finansör şirketlere (bankalar veya devlet kuruluşları olabilir) başvurarak kredi kullanmaları söz konusudur. Ancak bu yöntem maliyet açısından yüksek olmakla beraber, bankaların kredi karşılığında ipotek veya buna benzer garantiler istemelerine yol açmaktadır.

Diğer yandan bankaların 2985 sayılı kanun ve bu kanuna dayalı mevzuat çerçevesinde, Toplu Konut İdaresi ile yapılan anlaşma hükümlerine göre kendi kaynaklarından açtıkları ipotek dayalı konut kredileri ile konut sektörünü kredilendiren kendi mevzuatları çerçevesinde yetkili kılınmış bankaların açtıkları gayrimenkul kredilerinin varlığa dayalı menkul kıymetler (asset backed securities) yoluyla sermaye piyasasında menkul kıymetleştirilmesi imkanını yine Sermaye Piyasası Kurulu Seri:3, No:14 sayılı Tebliği ile sağlamıştır. Ancak bu yöntem de kredi kullanan inşaat şir-

* Doktora Öğrencisi, İ.Ü. İktisat Fakültesi, İktisat Bölümü

ketleri için kredi faizlerinde beklenen ucuzlamayı sağlayamamıştır.

Gayrimenkul yatırım ortaklıkları yoluyla gayrimenkullerin menkul kıymetleştirilmesi daha büyük bir hızla kabul görmüş ve uygulamaya geçmiştir. Bu yolla yatırımcılar için, gayrimenkul yatırım ortaklığının hisse senetlerini satın almak suretiyle hisse senedine dönüştürülen gayrimenkullere yani ortaklık portföyüne küçük oranlarda iştirak etmek, portföydeki kıymetlerin yüksek rantından yararlanmak, istenildiği zaman ortaklık hisse senetlerini borsada nakde dönüştürebilmek, hisse senetlerinin ikincil piyasadaki fiyat dalgalanmalarından yararlanmak, ortaklığın gayrimenkul portföyü yönetiminin uzmanlığından faydalanmak mümkün olmaktadır.

Günümüzde gelişmiş finansal piyasalarda uzun süredir uygulama alanı bulan gayrimenkul yatırım ortaklıklarına ülkemizde 1996 yılı sonlarından itibaren artan bir talep gözlenmesinin arkasında gayrimenkul finansmanı dışında farklı sebepler yatmaktadır. Taleplerin kaynağı incelendiğinde görülmektedir ki, özellikle finansal kesimin önde gelen temsilcisi bankalar, bilançolarının aktifinde taşıdıkları yüksek tutardaki gayrimenkulleri bilanço dışına alabilecek ancak aynı zamanda gelirinin bir bölümünü ve yönetimini kaybettirmeyecek bir gayrimenkul yönetimi aracı olarak gayrimenkul yatırım ortaklığına rağbet etmektedir. Hemen görülebileceği üzere bu husus aslında yasa koyucunun gayrimenkul projelerinin finansmanında bir alternatif yaratma amacıyla pek de uyuşmamaktadır. Diğer taraftan mevcut vergisel düzenlemeler de gayrimenkullerin satışını destekler mahiyette olduğundan gayrimenkul yatırım ortaklığı kurucusu olan finansal kuruluşlar kendi aktiflerine kayıtlı bu gayrimenkulleri satın - kiralamak yoluyla hem ilgili yıl bilançolarına gayrimenkul satış karı yazmaktadır hem de ortağı oldukları gayrimenkul yatırım ortaklığından da bu gayrimenkulleri kiralamak suretiyle kullanımına devam edebilmektedir. Sonuç olarak gayrimenkülü alan, satan, kiralayan aynı grup içinde kalmakta ve amaçlanan ekonomik faydaya ulaşılamamaktadır.

Mevzuat Çerçevesinde Gayrimenkul Yatırım Ortaklığı:

Kollektif yatırım kuruluşlarının iki çeşidi olan Yatırım Ortaklıkları ile Yatırım Fonları arasında hareket noktası ve ana prensipler itibariyle önemli bir fark yoktur. Fark, kurulan müşterek portföyün mülkiyet ve yönetim modelinde ortaya çıkmaktadır.

- Ortaklığa dayalı model (Yatırım Ortaklıkları)

- Güvenilir kişi (uzman kuruluş) eliyle yönetim modeli (Yatırım Fonu)

Batı Dünyasındaki gelişmelere paralel olarak bu iki modeli benimsemiş ve ana hatları ile düzenlemiştir. 13.05.1992 tarihli Resmi Gazete'de yayımlanarak uygulamaya konulan 3794 sayılı Kanun'la değişik 2499 sayılı Sermaye Piyasası Kanunu (SPKn.), 35. Maddesinde yatırım ortaklıkları tanımlanarak gayrimenkul yatırım ortaklıklarının kuruluşuna imkan tanınmıştır.

2499 sayılı SPKn, 35. Maddesine göre yatırım ortaklıkları, sermaye piyasası araçları, gayrimenkul, altın ve diğer kıymetli madenler portföylerini işletmek amacıyla kurulan anonim ortaklıklardır. Sermaye Piyasası Kurulu'nun "Gayrimenkul Yatırım Ortaklıklarına İlişkin Esaslar Tebliği'ne" göre gayrimenkul yatırım ortaklıklar (GYO), tebliğ esasları dahilinde, gayrimenkullere, gayrimenkule dayalı sermaye piyasası araçlarına, gayrimenkul projelerine gayrimenkule dayalı haklara yatırım yapabilen, belirli projeleri gerçekleştirmek üzere adi ortaklık kurabilen, tebliğde izin verilen diğer faaliyetlerde bulunabilen sermaye piyasası kurumlarıdır.

Türk Ticaret Kanunu Çerçevesinde Gayrimenkul Yatırım Ortaklıkları

GYO'nun anonim şirket şeklinde kurulması öngörülmüş olup tebliği ile belirlenmiş şartları taşıyan herhangi beş gerçek veya tüzel kişi gayrimenkul yatırım ortaklığı kurucusu olabilir. Ancak bunlardan en az birisinin lider girişimci olması zorunludur.

Gerçek kişi veya tüzel kişi olan lider girişimcilerden;

- Yıllık 100 milyar TL brüt gelire
- 1 trilyon TL'lık menkul ve gayrimenkul varlığına
- Faaliyet konusu ile ilgili yeterli bilgi ve tecrübe, sahip olması şartı aranır.

Gayrimenkul Yatırım Ortaklıklarının Amacı Nedir?

Gayrimenkul yatırım ortaklığının amacı, getiri potansiyeli yüksek gayrimenkullere, gayrimenkule dayalı projelere yatırım yapmak, portföyündeki gayrimenkullerden kira geliri elde etmek ve bu şekilde kira ve alım satım kazançları yoluyla gayrimenkullerin yüksek gelirine ulaşmaktır. Gayrimenkul yatırım ortaklığının hisse senedini alarak ortak olan bir yatırım-

cı, yüksek getirili gayrimenkullerden dolayı olarak yararlanmış olmaktadır. Portföyündeki gayrimenkullerden kar sağlayan GYO'ları, dönem sonunda bu karı ortaklarına temettü olarak dağıtacak ve gayrimenkul gelirini ortaklarına aktaracaktır. Gayrimenkulün kendisinin değil, ona yatırım yapan bir şirketin hisse senetlerinin satın alınması, gayrimenkul yatırımının likidite edilmesi sorununu ortadan kaldırmaktadır.

Diğer taraftan GYO'ların ekonomiye sağladığı katkıda önemli boyuttadır. İş merkezleri veya alışveriş merkezleri gibi, büyük ölçekli gayrimenkul projelerinin finansmanına kaynak sağlar. Olağan şartlarda bu tür büyük projeleri gerçekleştirmeyi hedefleyen bir şirketin tüm finansman yükünü üstlenmesi gerekir. Bu durum çoğu kez kendi öz kaynakları yetersiz olan şirketler için kredi yoluyla finansman, bir başka ifade ile faiz yükü demektir. Ayrıca öz kaynakları yeterli bile olsa şirket için bir öz kaynak maliyeti söz konusudur. Halbuki bu tür projeler, halktan gayrimenkul yatırım ortaklığı hisse senetleri karşılığında toplanacak paralarla finanse edilebilir ve böylece finansman yükü inşaatçı şirketin üzerinden alınmış olur.

Gayrimenkul Yatırım Ortaklığına Ortak Olmanın Yatırımcılara Sağladığı Haklar Nelerdir?

Bir GYO'nun hisse senedine yatırım yapan yatırımcı, kaynağı Türk Ticaret Kanunu olan aşağıda sıralanan haklara sahip olmaktadır. Söz konusu haklar;

- Ortaklığın elde ettiği kardan payına düşen kısmını alma hakkı,
- Ortaklığın tasfiyesi halinde tasfiye payı hakkı,
- İç kaynaklardan yapılacak sermaye artırımını nedeniyle çıkarılacak hisse senetlerini bedelsiz olarak alma hakkı,
- Ortaklığın sermaye artırımında yeni payları edinmede öncelik (rüçhan) hakkı,
- Genel kurul toplantılarına katılma, konuşma ve öneride bulunma hakkı,
- Genel kurul toplantılarında oy kullanma hakkı,
- Ortaklığın faaliyetleri ve hesapları hakkında bilgi alma, inceleme ve denetleme hakkı, olarak sıralanabilir.

Gayrimenkul Yatırım Ortaklığı Türleri

Gayrimenkul yatırım ortaklıkları;

1. Herhangi bir alışveriş merkezi gibi belirli bir projeyi gerçekleştirmek amacıyla süreli,
2. Turizm, sağlık vb. gibi belirli alanlarda yatırım yapmak amacıyla süreli veya süresiz,
3. Belirli bir proje veya yatırım alanına yatırım yapmak gibi amaçlarında sınırlama olmaksızın, süreli veya süresiz, olarak kurulabilirler. Gayrimenkul Yatırım Ortaklığının Kurumsal Çevresi Nasıldır?

Lider Girişimci: Lider girişimci, gayrimenkul yatırım ortaklıklarında sermayenin asgari %25'i oranında pay sahibi olan gerçek ya da tüzel kişi ortak ya da ortaklarıdır. Lider girişimci asgari %25 oranında sermaye payına sahip tek bir gerçek veya tüzel kişi olabileceği gibi, sermayenin asgari %25'ine sahip birden fazla ortağın biraraya gelerek lider girişimci olmaları da mümkündür.

Müteahhit: Müteahhit, gayrimenkul yatırım ortaklıkları portföyünde yer alan gayrimenkul projelerinin inşaat işlerini gerçekleştirmeyi taahhüt eden gerçek ya da tüzel kişilerdir.

İşletmeciler Şirket: İşletmeciler şirket, ortaklığın mülkiyetinde bulunan veya kiralamış olduğu otel, hastane, alışveriş merkezi, iş merkezi, ticari parklar, ticari depolar, konut siteleri, süper marketler ve bunlara benzer nitelikteki gayrimenkulleri ticari maksatla işleten şirketlerdir.

Danışman Şirket: Gayrimenkul yatırım ortaklıkları, danışman şirketlerden proje geliştirme ve kontrol hizmetleri de dahil olmak üzere ortaklık portföyünün geliştirilmesi ve alternatif yatırım imkanlarının araştırılmasına yönelik hizmetler sunulması amacıyla ortaklık dışından, bu konularda yardımcı olan şirketlerdir.

Ekspertiz Şirketi: Ortaklık portföyünde yer alan gayrimenkullerin, gayrimenkul projelerinin ve gayrimenkule dayalı hakların rayiç değerlerini tespit etmek konusunda hizmet veren şirketlerdir.

Bağımsızlık : Taraflar arasında son 2 yıl içerisinde istihdam, sermaye veya ticari anlamda doğrudan veya dolaylı bir ilişki kurulmamış olması ve eş dahil üçüncü dereceye kadar kan veya sıhrî hısımlık bulunmaması halidir.

Öz sermaye: 29/1/1989 tarihli ve 20064 sayılı Resmi Gazete'de yayımlanan Seri:XI, No:1 sayılı "Sermaye Piyasasında Mali Tablo ve Raporlara İlişkin İlke ve Kurallar Hakkında Tebliğ" in 3 numaralı ekinde tanımlanmış olan öz sermaye tutarıdır.

Portföy değeri: Ortaklığın aktifinde yatırım amacıyla bulundurulmuş gayrimenkuller, gayrimenkul projeleri, haklar, sermaye piyasası araçları ve ters repo işlemlerinin rayiç değerleri toplamıdır.

Net aktif değeri : Ortaklık portföy değerine hazır değerler, alacaklar ve diğer aktiflerin eklenerek toplam borçların düşülmesi suretiyle bulunan tutardır.

Gayrimenkul Yatırım Ortaklıklarının Yapamayacakları İşler:

Gayrimenkul yatırım ortaklıkları Bankalar Kanunu'nda tanımlandığı üzere mevduat toplayamazlar ve mevduat toplama sonucunu verecek iş ve işlemler yapamazlar, ticari, sınai veya zirai faaliyetlerde bulunamazlar, izin verilen yatırım alanları ile sınırlı olmak üzere kendi adına portföy işletmeciliği faaliyeti dışında sermaye piyasası faaliyetinde bulunamazlar, hiçbir şekilde gayrimenkullerin inşaat işlerini kendileri üstlenemez, bu amaçla personel ve ekipman edinemezler, kendi personeli vasıtasıyla portföye konu olan veya olacak projeler hariç olmak üzere başka kişi ve kuruluşlara proje geliştirme, proje kontrol, mali fizibilite, yasal izinlerin takibi ve buna benzer hizmetler vermezler.

Gayrimenkul Yatırım Ortaklıklarının Yatırım Faaliyetleri Nelerdir?

Gayrimenkul yatırım ortaklıkları;

1. Gayrimenkul sertifikalarını, konut kredileri karşılığında ihraç edilen varlığa dayalı menkul kıymetleri ve bunlara benzer nitelikte oldukları Kurul'ca kabul edilen menkul kıymetleri ve diğer sermaye piyasası araçlarını alabilir ve satabilirler, ters repo işlemleri yapabilirler,

2. Alım satım karı veya kira geliri elde etmek amacıyla ofis, konut, iş merkezi, alışveriş merkezi, hastane, otel, ticari depolar, ticari parklar ve buna benzer gayrimenkulleri satın alabilir ve satabilirler. Otel, hastane veya buna benzer faaliyete geçirilebilmesi için belirli asgari donanım ihtiyacı duyan gayrimenkullerin kiraya verilmeden önce tefrişini temin edebilirler,

3. Mülkiyetlerini edinerek alım satım karı elde etmek veya kat irtifakı tesisi suretiyle proje geliştirmek amacıyla arsa ve arazileri alabilirler,

4. Kamu veya özel tüzel kişiliklerince veya gerçek kişilerce, ortaklık adına, üzerlerinde proje geliştirilmesi amacıyla müstakil ve daimi bir hak niteliğinde üst hakkı tesis edilen gayrimenkulleri mülkiye-

tini edindikten sonra kazanç elde etmek amacıyla satabilirler,

5. İlgili mevzuat uyarınca gerekli tüm izinleri alınmış, projesi hazır ve onaylanmış, inşaaata başlanması için yasal gerekliliği olan tüm belgelerinin tam ve doğru olarak mevcut olduğu bağımsız ekspertiz şirketleri tarafından onaylanmış gayrimenkule dayalı projelere, projenin her aşamasında gayrimenkul geliştirme karı veya kira geliri elde etmek amacıyla mülkiyetlerini edinmek veya üst hakkı tesis ettirmek suretiyle yatırım yapabilirler,

6. Gayrimenkuller üzerinde intifa hakkı kurabilir ve bu hakkı kullanabilirler, devremülk irtifakı kurabilirler, sahip oldukları arsalar üzerinde ticari kar elde etmek maksadıyla üst hakkı yükümlüsü olabilirler,

7. Özel düzenlemeler saklı kalmak kaydıyla Yap-İşlet-Devret modeliyle geliştirilecek projeleri, kendisi veya başkaları lehine üst hakkı tesis ettirmek suretiyle gerçekleştirebilirler,

8. Kurul'ca (Sermaye Piyasası Kurulu) uygun görülecek nitelikte teminata bağlanmış olmak kaydıyla, ileride oluşacak kira gelirlerinden pay almak amacıyla mülkiyetini edinme amacı olmaksızın veya kat irtifakı tesisi edilmeksizin gayrimenkule dayalı projelere sözleşme hükümleri çerçevesinde yatırım yapabilirler,

9. Gayrimenkule dayalı projelere, müştereken malik olanların aralarındaki sözleşmede ortaklığın payına düşen kısım üzerindeki tasarrufuna ilişkin bir sınırlama olmaması şartıyla kat irtifakı tesisi yoluyla müştereken yatırım yapabilirler,

10. Mülkiyetlerini edinmek kaydıyla yurt dışındaki gayrimenkulleri alıp satabilirler, gayrimenkule dayalı olmak kaydıyla yabancı menkul kıymetlere yatırım yapabilirler,

11. Özel sözleşme hükümleri müsait olmak kaydıyla, kira geliri elde etmek amacıyla üçüncü şahıslardan gayrimenkul kiralayabilirler ve bunları tekrar kiraya verebilirler,

12. Döviz dayalı işlemlere ilişkin döviz kuru ve borçların doğurduğu faiz oranı risklerine karşı korunmak amacıyla swap ve forward işlemler yapabilirler, opsiyon yazabilirler, mala dayalı olanlar hariç vadeli işlem sözleşmeleri alabilirler.

Gayrimenkul Yatırım Ortaklıklarının Yatırımlarına İlişkin Yasaklar Nelerdir?

Gayrimenkul yatırım ortaklıkları;

• Hiç bir şekilde hisse senetlerini satın aldıkları ortaklıkların sermayesine ve yönetimlerine hakim olma amacı güdemez ve hiç bir ortaklıkta sermaye veya oy haklarının %5 inden fazlasına sahip olamazlar,

• Altın ve kıymetli madenlere yatırım yapamazlar,

• Borsada veya borsa dışı teşkilatlanmış piyasalarda işlem görmeyen sermaye piyasası araçlarına yatırım yapamazlar. Sermaye piyasası araçlarının alım satımlarının borsa kanalıyla yapılması zorunludur,

• Mala dayalı vadeli işlem sözleşmelerine veya mala yatırım yapamazlar,

• Menkul kıymetleri açığa satamazlar, ödünç menkul kıymet işlemi yapamazlar,

• Türev araçları kullanarak korunma amacını aşan işlemler yapamazlar,

• Kanunen ödemekle yükümlü olduğu vergi, harç ve benzeri diğer giderler hariç olmak üzere varlıkların portföye alımı sırasında varlık değerinin %3 ünü aşan komisyon ücreti ve benzeri giderler yapamazlar,

• Herhangi bir şekilde, devredilebilmesi konusunda bir sınırlamaya tabi olan varlıklara yatırım yapamazlar.

Gayrimenkul Yatırım Ortaklıklarının Portföy Sınırlamaları Nasıldır?

Yatırım Aracı	Maksimum Sınırlama
Gayrimenkul Sertifikaları	%20
Konut Karşılığı İhraç Edilen Varlığa Dayalı Menkul Kıymetler	%20
Ters Repo ve Diğer Sermaye Piyasası Araçları (*)	%10
Hisse senetleri	%5
A Tipi Yatırım Fonu Katılma Belgeleri	%5
Yurtdışı Gayrimenkuller ve Gayrimenkule Dayalı Menkul Kıymetler (**)	%10

(*) Portföye alınan varlıkların veya projelerin maliyetlerine ilişkin bedel ödemeleri belirli hak edişler karşılığında veya taksitler halinde yapılıyorsa, ödemelere karşılık gelen nakit fazlaları ters repo, vadeli veya vadesiz mevduat, hisse senedi, devlet tahvil, hazine bonosu, tahvil, finansman bonosu, yatırım fonu katılma belgesi veya benzeri menkul kıymetler vasıtasıyla değerlendirilebilir. Bu takdirde söz konusu sınırlama uygulanmaz.

(**) Mülkiyetlerini edinmek kaydıyla bu yatırımları yapabilir.

Ayrıca;

• Portföyde bulunan ve alımından itibaren bir yıl geçmesine rağmen üzerlerinde proje geliştirilmesine yönelik herhangi bir tasarrufta bulunulmayan arsa ve arazilerin oranı portföy değerinin %10'unu aşamaz.

• Portföye alınacak gayrimenkul veya gayrimenkul projelerinin her birinin portföydeki ağırlığı %10'dan daha aşağı olamaz. Ancak asgari gayrimenkul veya gayrimenkul projesi sayısının üzerindeki çeşitlendirmelerde bu oran aranmaz.

• Belirli alanlarda faaliyet göstermek veya belirli projelere yatırım yapmak üzere kurulan ortaklıkların portföylerinin en az %75'inin, unvanlarında ve/veya esas sözleşmelerinde belirtilen varlıklardan oluşması zorunludur.

• Ortaklıkların, portföylerini uzun vadeli yönetmeleri esastır. Yatırım yapılmasından itibaren bir yıl geçmeden portföyden satışı yapılan varlıkların toplam değeri, varlığın satışına ilişkin yönetim kurulu kararının alındığı tarihte, ortaklığın son bir yıl içerisinde yatırım yaptığı varlıkların portföy değerinin %25'ini aşamaz. Yukarıdaki hesaplama sermaye piyasası araçları dahil edilmez ancak satış vaadi sözleşmeleri de satışlar gibi dikkate alınır.

Gayrimenkul Yatırım Ortaklıklarının Yapabilecekleri Diğer İşlemler Nelerdir?

Teminat Verebilme: Gayrimenkul yatırım ortaklıklarının, kat karşılığı yapılan projelerde, projenin gerçekleştirileceği arazilerin sahiplerince ortaklığa bedelsiz veya düşük bedel karşılığı ortaklık lehine üst hakkı tesis edilmesi halinde, projenin teminatı olarak arazi sahibi lehine ipotek veya sınırlı aynı haklar tesis edilmesi ve yapılacak yatırımlar için kredi temini amacıyla portföydeki varlıkların rehnedilmesi mümkündür.

Borçlanma: Gayrimenkul yatırım ortaklıkları kısa süreli fon ihtiyaçlarını veya portföyleri ile ilgili maliyetlerini karşılamak amacıyla, bağımsız denetimden geçmiş son bilançolarında yer alan özsermaye tutarlarının iki katı kadar kredi kullanabilirler, sermaye piyasası mevzuatındaki sınırlamalar dahilinde borçlanma senedi ihraç edebilirler.

Varlığa Dayalı Menkul Kıymet İhracı: Gayrimenkul yatırım ortaklıkları, portföydeki gayrimenkullerin satış veya satış vaadi sözleşmeleri ile satışından kaynaklanan senetli alacaklarına dayalı olarak Kurul düzenlemeleri çerçevesinde, varlığa dayalı menkul kıymet ihraç edebilirler.

Gayrimenkul Yatırım Ortaklıkları Nasıl Vergilendirilir?

Yürürlükteki vergi mevzuatı, halka açık bir şirketin gayrimenkul yatırımı yapmasını vergisel açıdan destekleyerek, yüksek gayrimenkul getirilerinden küçük yatırımcıların temettü olarak yararlanmalarını temin etmek istemiş, halkın sermaye piyasası yoluyla gayrimenkullerin getirilerinden yararlanmasını vergisel teşviklerle sağlamaya çalışmıştır.

Gayrimenkul Yatırım Ortaklığı Açısından Vergilendirme

- *Gayrimenkul* yatırım ortaklıklarının portföy işletmeciliği kazançları kurumlar vergisinden istisnadır.
- *Gelir Vergisi Kanunu* çerçevesinde; gayrimenkul yatırım ortaklıklarının portföy işletmeciliği kazançları için stopaj oranı %0'dır.

Gayrimenkul Yatırım Ortaklığı Kar Payı Elde Eden Gerçek Kişiler Açısından

1.1.1999 yılından itibaren gayrimenkul yatırım ortaklığı kar payı elde eden gerçek kişiler, bu gelirlerinin üzerinden 1/3 oranında vergi alacağı (1) hesaplayacaklar ayrıca, elde edilen gelirlerini enflasyondan arındırmak amacıyla kar paylarına Maliye Bakanlığı'nca tespit edilen indirim oranını uygulayacaklardır. Daha sonra hesaplanan kar payları, *Gelir Vergisi Kanunu* çerçevesinde belirlenen vergi oranları çerçevesinde vergilendirilecektir. Buna göre, kar paylarına vergi alacağı ve indirim oranı uygulandıktan sonra kalan tutarın 1999 yılı gelirleri için 3 milyar 500 milyon TL'yi aşması halinde beyanname verilecektir. Ayrıca, gerçek kişilerin vergi alacağı, beyanname üzerinden hesaplanan gelir vergisine mahsup edilecektir.

Gayrimenkul Yatırım Ortaklığı Kar Payı Elde Eden Kurumlar Açısından

Tam ve dar mükellef kurumlar için kar payları, ticari kazanç olarak beyan edilerek vergilendirilecektir.

Gayrimenkul Yatırım Ortaklıklarının Borsadaki Pozisyonu

Gayrimenkul yatırım ortaklıklarının Şubat 2000 sonu itibariyle halka açık piyasa değerinin 210 trilyon 152 milyar TL olduğu görülüyor. İMKB'nin piyasa değeri ise aynı tarih itibariyle 13 katrilyon 418 trilyona yaklaşmaktadır. Gayrimenkul yatırım ortaklıklarının bu rakamlar doğrultusunda İMKB içerisindeki yüzdesini hesapladığımızda % 1.5 civarlarında seyretmektedir. Toplam sekiz gayrimenkul yatırım ortaklığın yer aldığı İMKB'de bunların portföylerinde yer alan varlıkların değeri ise 415 trilyon TL. Geçen sene 1999 Şubat ayında bu rakam 123.5 trilyon ve ortaklık sayısı 5 idi.

1999 yılı sonu itibariyle yabancıların İMKB'de yaptıkları işlemlerin toplamı 17.9 milyar dolar tutarındadır. Yatırım ortaklıklarının bu tutar içindeki payı ise 94.4 milyon dolar. Gayrimenkul yatırım ortaklıklarının bu son rakam içerisinde olduğu düşünülürse, henüz yabancılar için GYO'ların cazip senetler olmadığı gözükmemektedir. Ancak, dikkat çeken bir husus, yabancı yatırımcıların senet almak için tercih ettikleri birincil sektörün mali kuruluşlar sektörü olduğu, bu sektörde yaptıkları alım-satımın toplam işlem hacminden aldığı %65'lik pay ile ortaya çıkmaktadır. Dolayısıyla bu durum yatırım ortaklıkları tarafından yapılacak atılımların yabancılar tarafından satın alınabileceği öngörüsünü desteklemektedir.

Türkiye'de sermaye piyasalarının ve içerisinde yer alan kurumların gelişimi üzerine genel bir perspektiften yaklaşacak olursak; Türkiye dünyadaki gelişmelere paralel bir düzeyde, mali piyasalarında yeni kurumsal örgütlenmelere gittiği görülmüştür. Sorun nereden gelip nereye gitmek istediğimiz noktasında odaklanmaktadır. Dünya ekonomik konjonktürünün yeniden şekillendiği 1970'li yıllar ve sonrasında gelişmekte olan ülkelerde bu süreç içerisinde yenilenmeye başlamışlardır. Türkiye'de de Sermaye Piyasası Kanununun 1981'de çıkarıldığı 1986'da İMKB'de ilk işlemin gerçekleştirildiği düşünülürse gerekli olan kurumsal gelişmeleri yavaş ama özümseyerek hayata geçirdiğimiz anlaşılacaktır. Yüksek enflasyonun siyasi-ekonomik bir tercih olduğu ülkemizde yeni sermaye piyasası araçları üretmek ve onları uygulamaya geçirmek önemli düzeyde zaman gereksinimine yol açacaktır. Ayrıca tasarruf sahibi bireyleri bankacılık işlemlerini dahi kullanmadığı ortamda sermaye piyasası araçlarına yönelmek de zaman ve emek gerektiren bir konu olarak şekillenmektedir.

Kaynaklar

TUNCEL, Kürşat; *Gayrimenkul Yatırım Ortaklıkları Türkiye Uygulaması*, 1997 SPK Yayın No: 105

TEKER, Murat Bahadır; *Sermaye Piyasası Araçları Yoluyla gayrimenkul Finansmanı ve Yatırımı*, SPK Yayını No: 43

ÇOLAK, Ender; *Gayrimenkul Yatırım Ortaklıkları Tebliği ve Uygulamaları*, 1999, İMKB Panel Notları

KARSLI, Muharrem; *Kollektif Yatırım Kuruluşları, İMKB Raporu*

Dipnotu

¹ 1.1.2000 tarihinden itibaren vergi alacağı 1/5 olarak hesaplanacaktır.

Sigorta Sektörünün Ekonomik Kalkınmadaki Yeri ve Önemi ile Fon Yaratma İşlevi ve Sermaye Piyasalarındaki Etkinliği

Mehmet Kahya*

1. Sigortacılık ve Ekonomi

Bilindiği üzere, ekonomik gelişmenin temel taşı sermaye birikimi oluşturmaktadır. Zira ekonomik gelişme ancak yatırım yapılması ile olanaklıdır. Yatırımların finansmanı için ise yatırımlara kaynak oluşturacak sermaye birikimi çok önemli bir unsurdur. Yatırım oranı yüksekse kalkınma hızı da yüksek olmaktadır. Gelir seviyesinin düşük olduğu az gelişmiş ülkelerde yatırımların yüksek olması ise tüketimin kısılması yani tasarruf ile mümkün olmaktadır.

Yapılan her fazla tasarruf, daha fazla yatırım anlamına gelir. Yatırımların artması ise, gelir seviyesini yükselttiğinden, fertlerin harcamalarından artakalan kısım yani tasarruflar daha da artmaktadır. Ardından ekonomik kalkınma ve refah düzeyinin yükselmesi gelmektedir.

Sermaye oluşumu, gelirin tüketilmeyip tasarrufa yöneltilen kısımlarının sermaye mallarına dönüşümü ile gerçekleşmektedir. Gelir seviyesi arttıkça buna paralel olarak tasarrufların da artacağı aşikardır. Gelir seviyesinin bir fonksiyonu olarak tasarruflardan sözedildiğinde konu olan kişisel tasarruflardır. Kişilerin harcamayıp ta kendi arzuları ve istekleri doğrultusunda yaptıkları tasarruflar genellikle Tasarruf Sandıkları, Bankalar, Hayat Sigorta Şirketleri ve benzeri kurumlar aracılığı ile yatırımların finansmanında kullanılabilir hazır bir kaynak haline gelirler.

İleride detaylı şekilde irdelenecek olan sigortacılığın fon yaratma işlevi, sigortacılığın önemli işlevlerinden biridir. Bu işlev, sigortacılık sektörünün esas işlevi yanında giderek önem kazanmaktadır. Gelişmiş ülkelerde oluşturduğu dev fonlar sayesinde sigortacılık, sermaye piyasasının ana unsurlarından biri haline

gelmiştir. Hatta Batılıların deyimi ile, sigortacılık bir "Fabrika" olarak görülmektedir. Ülkemizde ise 7397 sayılı Sigorta Murakabe Kanununun Amaç Maddesinde, "bu sektörde yaratılacak fonların ekonomik kalkınmaya katkısını sağlamak" hükmü sevk edilmiş bulunmaktadır.

2. Sigortacılığın Ekonomik İşlevleri ve Faydaları

Hayat Sigortası kişinin bir çok nedenlerle gelirinin kendi kendine tasarrufa ayıramadığı bölümlerini belli aralıklarla ve düzenli bir şekilde birikmesini sağlar. Sigortalı veya Sigorta Ettiren tarafından ödenen prim tutarları bir nevi tasarruf sayılır. Sigorta şirketlerinin elde ettikleri primlerin bir kısmı ikraz ya da hisse senedi veya tahvil satın alma yolu ile yatırımların finansmanında kullanılır.

Hayat dışı sigorta yada elemanter sigorta denilen Yangın, Nakliyat, Kaza, Mühendislik, Sağlık ... gibi sigortalar insanların sigortalanabilir menfaatlerini, başka bir anlatımla ekonomik varlıklarını veya sağlıklarının çeşitli rizikolara karşı korumak amacıyla yapılmaktadır. Yapılan bu sigortalar için alınan primler de haliyle sigorta şirketleri için bir yatırım kaynağı olma özelliğini taşımaktadır.

Sigortacılığın fon oluşturma fonksiyonunun yanı sıra, ekonomik faaliyetlerin güven içerisinde yapılmasına olanak verecek koşullar hazırladığı ve ülke ekonomisinin gelişmesine yardımcı olduğu yadsınamaz bir gerçektir. Örneğin, Yangın, Deprem, Su Basması gibi herhangi bir felaket belki de bir fabrikanın ya da büyük bir sanayi kuruluşunun yok olmasına, kapanmasına veya küçülerek atıl kapasitede çalışmasına neden olabilir iken, sigortanın devreye girmesiyle oluşan zarar-zıyanın tazmin edilmesi sözkonusu olabilecek ve bu suretle zarara uğrayanların eski hallerine iadeleri sağlanabilecektir. Böylece, müteşebbis de ga-

* Sigorta Denetleme Uzmanı

rantisinin olduğunun bilinci içerisinde daha cesur ve güven içerisinde çalışacak, yatırım kararlarını daha bir güven içerisinde verecek, bu ise ekonomik gelişmeyi arttırıcı bir fonksiyon sağlayacaktır. Diğer bir ifadeyle sigorta, teşebbüslerin faaliyetlerini tehlikeye sokabilecek her çeşit rizikonun kontrol altına alınmasını sağlayarak ekonomik potansiyelin korunmasına yardımcı olmaktadır. Özetle, sigorta sayesinde bireysel servet güvence altına alınmakta, bunun neticesi olarak da milli servetin korunması mümkün bir hale gelmektedir.

Nitekim, Ülkemizde 1998 yılı faaliyet sonuçlarına göre, sigorta şirketleri tarafından sigorta ettirenlere 382.516.676.- Milyar TL değerinde toplam teminat verilmiştir. Yani sigorta şirketleri sözkonusu meblağ kadar ekonomik değeri çeşitli rizikolara karşı koruma altına almışlardır. Bu ise 1998 yılı G.S.M.H.'sı 53.012.781. Milyar TL olan Ülkemiz Ekonomisinde çok önemli bir ekonomik değeri ifade etmektedir.

Ticari ve sınıai hayatın gelişmesine ve büyümesine yardım ederek girişimi kolaylaştıran, girişimcinin malvarlığını güvence altına alarak, tüccar ve sanayicilerin işlerini geliştirme olanağı sağlayan sigorta ; rizikoların kötü sonuçlarının azaltılmasına, hatta ortadan kalkmasına, ticaret ve sanayi yatırımlarının gelişmesine yardımcı olmakta, ekonomik koşulların iyileşmesine, ekonomik kayıpları önleyerek Milli Ekonominin gelişmesine katkıda bulunmaktadır.

Ekonomik ve ticari riskleri azaltıcı, bazen de ortadan kaldırııcı roller üstlenen sigorta sayesinde büyük sanayi ve ticaret kuruluşları varlıklarını sürdürürlerken, yeni yeni kuruluşlar da teşekkül etmektedir. Yangın, Nakliyat, Kaza, Mühendislik ve Sorumluluk Sigortaları sayesinde kişi ve kuruluşların malvarlıkları, Can Sigortaları ile de kişilerin hayatları ve sağlıkları güvence altına alınmaktadır.

Bir taraftan maruz kalınan rizikoların boyutlarının azalması için sigorta şirketleri, risk yönetimi konusunda, sigorta ettirenler ile sigortalı kuruluşları bilgilendirerek sigortalı şeylerin daha iyi korunmasına ve bu suretle hasarların azalmasına yardımcı olurlarken, öbür taraftan bu hizmetlerle sağlanan katkı sayesinde sigorta fiyatının ucuzlaşmasını da sağlamaktadırlar.

Sigorta endüstrisi uluslararası bir ekonomi alanı olma özelliğinden dolayı yurt dışından sağlanan döviz getirileri sayesinde ödemeler dengesine olumlu etki yapabilen bir sektördür. Sigortacılık, ithalat ve ihracat konusu mal nakliyat sigortaları ve uluslararası kapasitenin kullanıldığı reasürans işlemleri ve ekonomik hareketlerin sınır ötesi olarak gerçekleştirilmesi saye-

sinde uluslararası ekonomik işbirliğine örnek oluşturmaktadır.

Sigortacılığın önemli bir özelliği de iyi bir vergi kaynağı olmasıdır. Gider Vergisi, Banka ve Sigorta Muameleleri Vergisi ve Yangın Sigorta Vergisi gibi vergilerle gelir arttırıcı rol oynamaktadır.

Yatırılabilir fonların birikimine ve bu fonların verimli alanlara plase edilmesine elverişli bir faaliyet alanı olan sigorta sektörü kurumsal tasarruflar oluşturarak sermaye piyasasının gelişmesine yardımcı olduğu gibi, portföy oluşturma girişimleri sayesinde daha çeşitli ve kaliteli finansal araçların oluşmasına da katkıda bulunmaktadır.

Sosyal refah düzeyinin yükselmesine yardımcı olan sigortanın, bu işlevinin başında istihdam sağlama özelliği gelmektedir. Diğer işlevi ise, Devletin Sosyal Güvenliğine, Özel Sağlık ve Emeklilik Sigortalarının sağladıkları güvencelerle önemli katkılarda bulunmaktadır.

Nitekim, Ülkemizde güncel olan Sosyal Güvenlik Reform Taslağının bir sonraki devamının da Özel Emeklilik ve Sağlık Sisteminin Geliştirilmesi ve Teşviki olacağı açıklanmıştır.

Özet olarak, sigortanın makro işlevleri şunlardır:

-Sigorta, ekonomide bir tasarruf kaynağı yaratır.

-Sigorta, sosyal ve ekonomik çöküntü ve kayıpların önlenmesine yardımcı olur.

-Sigorta, uluslararası ekonomik ilişkiler ile ticaretin gelişmesine katkı yapar.

-Sigorta İşletmeleri, Devlete bir vergi kaynağı oluşturur.

-Sigortacılık, sektör olarak istihdama önemli katkılarda bulunur.

-Sigortacılık, yurt içinde oluşan hasar ve kayıpların, reasürans yolu ile diğer sigorta ve reasürans şirketlerine dağıtılmasını ve yurt içi kayıpların azaltılmasını sağlar.

-Sigortacılık, ülkenin sosyal güvenlik sistemini önemli ölçüde destekler.

Sigortacılığın mikro açıdan işlevleri ise şöyle sıralanabilir:

-Sigorta bir dayanışma organizasyonu oluşturur.

-Girişimcilerin kararlarını olumlu yönde etkiler.

-Girişimcilerin daha ucuz fiyattan yatırım sermayesi bulmalarını sağlar.

- Sigorta Güvencesi, girişimciye kredi olanakları sağlar.

-Sigorta, fiyatların daha gerçekçi bir düzeyde saptanmasına olanak sağlar.

-Girişimciler sigorta sayesinde riskler için ellerinde fon tutmayarak, bu fonları yatırıma dönüştürebilirler.

3. Sigortacılık ve Sermaye Piyasası

3.1. Dünyada ve Türkiye'de Sigortanın Fon Yaratma İşlevi

Sigortanın en büyük ve en önemli fonksiyonu yatırımların finansmanında kullanılabilir fonlar yaratmasıdır. Diğer bir deyişle, sigorta, küçük tasarrufları bir araya getirerek fon oluşturan bir sistemdir. Bu fonksiyon kendisini en çok hayat sigortalarında gösterir. Çünkü hayat sigortalarının oluşturduğu fonlar, uzun vadeli bir karakter taşımaktadır. Bu fonlar ticari ve sınıai yatırımların finansmanında kolayca kullanılabilirler.

Sigortacılık fon oluşturan ve bu fonları yatırıma yönlendiren bir mekanizma olduğu için, Batı Ülkelerinde sigorta şirketleri sermaye piyasalarının vazgeçilmez unsurları sayılmaktadır.

Gelişmiş ülkelerde, sigorta şirketlerinin yatırımları ve bu yatırımların ulusal ekonomiye olan katkıları yapılan yatırımların büyüklükleri nazarı dikkate alındığında, çok bariz bir şekilde göze çarpmaktadır. Örneğin, İngiltere Dış Alem Geliri'nin %60'a yakın bölümünü Görünmeyen Muamaleler kalemlerinden sayılan sigorta ve sigortacılıktan kazanmakta olup, bu da sigorta ve sigortacılığa anılan ülkede verilen önemin açık bir göstergesi olmaktadır. Diğer taraftan, gelişmiş ülkelerde sigorta tasarruflarının, toplam tasarruflar ve hane halkı tasarrufları içindeki payının da çok yüksek oranlarda olduğunu görüyoruz.

Görülüyorki, sigorta ve sigortacılığın bir milli ekonomide bireysel birikimleri tüketimden tasarrufa çekerek başlattığı işlev, daha çok tasarruftan daha çok yatırım, daha çok yatırımdan daha yüksek gelir ve yine daha çok tasarruf, az gelişmişliğin ve geri kalmışlığın fasit dairesini bir noktada kırmakta ve ülkeleri gelişmişliğe doğru itelemektedir.

Ülkemizde de sigorta şirketleri, para ve sermaye piyasasına önemli ölçüde fon yaratabilecek bir potansiyele sahip bulunmaktadır. Ancak bu potansiyel, gereği gibi kullanılamamaktadır.

Türkiye'de sigorta sektörünün sağladığı tasarruflar da arzulanan ve olabileceği düzeylerde değildir. Sigorta şirketlerinin yapacakları yatırımlar konusundaki yasal kısıtlamalar nedeniyle ekonomide yatırım

sahalarının paylaşımında etkinlik gösterememişler ve yıllardır reel anlamda tasarruf sağlayamamışlardır.

Genel olarak bir ekonomide kalkınma hızı ile sermaye birikimi arasında amaç - araç ilişkisi bulunmaktadır. Kalkınma hızı ne kadar yüksek tutulursa, sermaye birikiminin de o oranda yüksek düzeylere ulaşması gerekir. Finansman olanağı olmadıkça yatırım planlamasının hiçbir anlamı yoktur. Özellikle az gelişmiş ve gelişmekte olan ülkelerde yaşanan en önemli sorun tasarruf yetersizliğinin kalkınmaya engel teşkil etmesidir.

Günümüzde sigorta şirketlerinin ekonomik işlevlerinin kazandığı önem, temel işlevlerine verilen önemli bir hayli geride bırakmış olup, gelişmiş ülkelerde sigorta şirketlerinin ekonomik işlevleri çok iyi anlaşıldığından sözkonusu şirketler sermaye piyasasının vazgeçilmez öğeleri durumuna gelmişlerdir. Sigorta kesiminin sermaye piyasası açısından rolü, sadece fon yaratmakla sınırlı kalmamakta, aynı zamanda fonların yönlendirilmesi açısından da önem kazanmaktadır. Bu ülkelerde sigorta şirketlerinin ulaştıkları prim gelirleri çok yüksek meblağlara ulaşmakta ve bu prim gelirleri rasyonel bir biçimde kullanılarak yatırım sahasında, özellikle de sınıai yatırımların finansmanında kullanılmaktadır. Bu ülke sigorta şirketlerinin sigorta sektörünün gelişme süreci içerisinde teknik karları giderek azalmakta, buna karşın mali karları dikkat çekecek ölçüde yükselmekte ve bu şirketler finansal kurumlar olarak büyük yatırımlara girişmektedirler. Ülkemizde sigorta şirketleri bünyesinde finansal departmanlar olmasına rağmen bunlar tam anlamıyla verimli çalışmamaktadırlar. Bu şirketlerin birçoğunun organik bağlılığının bulunduğu bankalar içerisinde, sigorta işlemlerinden elde edilen primlerin verimli alanlara yatırılması ve sermaye piyasalarında değerlendirilmesi yönelik çalışmalar ise yeni yeni planlanmaktadır.

İleride ayrıntılı bir şekilde irdeleneceği gibi, Fon Yaratma Gücü, özellikle sanayileşmiş ülkelerde hayat sigortacılığında kaynaklanmaktadır. Günümüzde hayat sigortacılığında egemen olan düşünce, hayat sigortasının hem geleceğin güvence altına alınması hem de bir tasarruf aracı olarak görülmesidir. Zira hayat sigortası, uzun vadeli tasarruf olma özelliği ile pazarlanabilirliği yüksek uzun vadeli menkul değerleri de portföyüne katarak ikincil sermaye pazarlarına bir ölçüde de olsa fon sağlamaktadır. Böylece sigorta aracılığı ile kişilerin küçük tasarruflarından ülke yatırımlarına kaynak olabilecek büyük fonlar oluşmaktadır.

Türkiye'de faaliyet gösteren Sigorta ve reasürans şirketlerinin sektörel bazda hazırlanmış 1998 yılı

Konsolide Bilanço kalemleri, fon kaynakları ve fon kullanımları açısından aşağıda verilmiştir.

1997 yılında 447.673 Milyar TL. olan Aktif Toplamı 1998 yılında %99,08 oranında artarak 891.240 Milyar TL.'ye yükselmiştir.

1998 yılında sigorta şirketlerinin 12'si, reasürans şirketlerinin ise 1'i bilançolarını zararlar kapatmışlardır. Sektör bazında, 1997 yılında % 11,76 olan Bilanço Karlarının Aktif Toplamına olan oranı 1998 yılında % 9,03'e düşmüştür.

Keza yine, 1997 yılında %52,40 olan Menkul Kıymetlerin Aktif Toplamına olan oranı % 46,41'e gerilemiştir. 1998 yılında Şirket Aktiflerinde yer alan Menkul Kıymetlerin % 90,57'si Devlet Tahvilleri ve Hazine Bonolarından, % 6,2'si ise Hisse Senetlerinden oluşmaktadır.

Sigortalılar ile Acentelerden olan Alacakların Aktif Toplamına olan oranı 1997 yılında % 20,05 iken, bu oran 1998 yılında % 19,33'e düşmüştür. Bu alacakların Direkt Prime olan oranı da %31,78'den %31,48'e inmiştir.

Bilindiği gibi, sigorta şirketlerinin Kuruluş Sermayeleri dışında en önemli fon kaynağı sigortalılar ile sigorta ettirenlerce ödenen sigorta primleridir.

1998 yılı sonu itibariyle Ülkemizde sağlanan Direkt Sigorta Prim Geliri, bir önceki yıl sağlanan 281.671 Milyar TL'lik Direkt Prim Geliri'ne göre, % 94,29 oranında bir artışla 547.271 Milyar TL'ye yükselmiştir.

Sigorta Sektörü hemen her yıl reel bir prim artışı sağlamaktadır. Şöyleki, 1997 yılında bir önceki yıla göre sağlanan % 121,96 oranındaki Direkt Prim artışı, aynı yılın DİE tarafından Yayımlanan Tüketici Fiyatları Endeksi ortalaması olan % 81,8 oranı ile değerlendirildiğinde, anılan Prim Üretimindeki reel artışın % 40,16 olduğu anlaşılabilmektedir.

Aynı şekilde, 1997 yılı baz alınarak hesaplanan 1998 yılının yurtiçi Direkt Prim artış oranı % 94,29 oranı ile 1998 yılı DİE Tüketici Fiyatlarında meydana gelen % 69,7 oranındaki artışın dikkate alınması suretiyle yapılacak bir değerlendirmede ise, bulgular bizi Direkt Prim üretiminde enflasyonist artışın üzerinde

Tablo 1. Sigorta ve Reasürans Şirketlerinin 31.12.1998 Tarihli Konsolide Bilançoları (Milyar T.L.)

	ELEMANTER DALLAR	HAYAT DALI	GENEL TOPLAM
AKTİF HESAPLAR			
I- NAKİT DEĞERLER	203.237	305.782	509.019
A- Kasa ve Bankalar	41.755	53.659	95.414
B- Menkul Değerler Cüzdanı	161.482	252.123	413.605
Hisse Senetleri	24.578	1.050	25.628
Devlet Tahvili ve Haz. Bon.	130.949	243.639	374.588
Diğer Menkul Değerler	5.955	7.434	13.389
II- ALACAKLAR	194.619	32.472	227.091
A- Sigortalılar	43.453	18.780	62.232
Prim Alacak Karş.	- 754	- 650	- 1404
B- Acenteler	109.187	862	110.049
Prim Al. Karş.	- 4.226	- 158	- 4.384
C- Sedanlar ve Retrosedanlar	16.121	1.114	17.235
D- Sed. ve Retrosed. Nezd. Dep.	16.617	88	17.705
E- İkrazlar	1	889	890
F- İdari ve Kan. Takipt. Alac.	519	13	532
G- Diğer Alacaklar	13.701	11.553	25.235
III- SABİT DEĞERLER	66.804	13.990	80.794
A- İştirakler	17.425	4.175	21.600
B- Demirbaşlar	8.268	1.879	10.147
C- Gayrimenkuller 41.110	7.936	49.049	
IV- DİĞER AKTİFLER	13.003	61.332	74.336
AKTİF TOPLAMI	477.663	413.577	891.240

Elemanter Hayat Genel Pasif Hesaplar Dallar Dalı Toplam

I. BORÇLAR	86.975	8.395	95.370
A-Reasürörler Cari Hes.	32.871 1.502 34.373		
B- Reasürörlerin Depoları	27.723	720 28.443	
C- Vergi ve Diğ. Yüküml.	8.810	889 9.699	
E- Diğer Borçlar	17.571	5.284 22.854	
II- TEKNİK KARŞILIKLAR	177.889	337.011	514.900
A- Cari Rizikolar Karşl.(Net)	107.009	3.040	110.049
B- Muallak Hasarl. Karşl.(Net)	52.606	1.153	53.759
C- Hayat Matematik Karşl.(Net)	108	124.755	124.863
D- Hayat Muallak Tazm. Karş.(Net)	12	2.243 2.255	
E- Hayat Karpayı Karşıl. (Net)	65	205.819 205.884	
F- Deprem Hasar Karşılığı 17.083 0	17.083		
G- Diğer Karşılıklar	1.006 0	1.006	
III- SERBEST KARŞILIKLAR	10.129	3.875	14.004
A- Kıdem Tazminatı Karşılığı	3.950	918	4.868
B- Diğer Karşılıklar	6.179	2.957	9.136
IV- DİĞER PASİFLER	5.607	11.937	17.543
V- ÖZKAYNAKLAR	141.800	27.157	168.958
A- Ödenmiş Sermaye	91.498	19.403	110.901
Nominal Sermaye	93.547	26.504	120.051
Ödenmemiş Sermaye	-2.049	- 7.101	- 9.151
B- Kanuni Yedek Akçeler	6.902	1.796	8.698
C- İhtiyari Yedek Akçeler	6.724	586	7.310
D- Fevkalade Yedek Akçeler	9.089	2.328	11.418
E- Yeniden Değerleme Fonu	29.934	4.079	34.013
F- Geçmiş Yıl Kar/ Zararı	-2.346	-1.035	-3.381
IV- DÖN. KAR/ ZARARI	54.401	26.064	80.465
PASİF TOPLAMI	76.801	414.439	891.240

bir artışın olduğu neticesine götürmektedir. Ancak, bununla birlikte, artış hızının azalan oranda bir artışa sahne olduğu ve hızın yavaşladığı görülmektedir.

1998 yılında Hayat Sigortası Direkt Prim Prodüksiyonu 91.938 Milyar TL., Hayat Dışı Sigortalar(Elemanter Dallar) Direkt Prim Prodüksiyonu 455.333 Milyar TL. olmuştur. Hayat Dalı istihsalinde bir önceki yıla göre nominal % 105,46, reel olarak % 35,76 oranında bir artma olduğu, Elemanter Dallarda Direkt Prim gelirinde nominal %91,82, reel % 22,12 oranında artış olduğu görülmektedir.

1997 yılında Yurtiçi Direkt Prim İstihsalinin GSMH'ya (Cari Faktör Fiyatlarıyla 29.694.899.- Milyar TL) oranı %0,95 iken, 1998 yılında(GSMH 53.012.781 Milyar TL) % 1,03 olarak gerçekleşmiştir.

1997 yılında fert başına düşen prim 4.332.658.- TL. iken, (DİE'nin 1998 yılına ilişkin tahmini nüfus

artışını dikkate aldığımızda) 1998 yılında bu tutarın 8.486.367.-TL.'ye yükseldiğini görüyoruz.

ABD Doları ile kıyaslandığında ise, Direkt Prim Gelirleri 1997 yılına göre 1998 yılında % 26,81 oranında reel bir artış göstermiştir.

Sigorta ve reasürans şirketlerinin diğer bir önemli fon kaynağı olan Özkaynaklar toplamı 1998 yılı sonu itibariyle şöyledir :

(Milyar TL)	
Sermaye(Ödenmiş)	110.901.-
Kanuni Yedek Akçeler	8.698.-
Çeşitli Yedek Akçeler	18.728.-
Yeniden Değerleme Fonu	34.013.-
Deprem Hasar Karşılığı	17.083.-
Bilanço Karı	80.465.-

1997 Yılında Fert Başına Düşen Prim 4.332.658.- TL. İken, (DİE'nin 1998 Yılına İlişkin)

Ülke	Hayat Dışı (\$)	Sıra	Hayat (\$)	Sıra	Toplam	Sıra(\$)
İsviçre	1.296.58	2	2.993.14	2	4.289.72	1
Japonya	804.27	10	3.091.97	1	3.895.24	2
ABD	1.403.67	1	1.166.98	9	2.570.65	3
İngiltere	730.87	14	1.720.67	3	2.451.54	4
Fransa	692.75	15	1.510.90	4	2.203.65	5
Türkiye	24.60	62	4.62	65	29.22	63

Sayfa 33'teki tablonun tetkikinden de anlaşılacağı üzere, Sigorta Sektörüne Sermaye girişi oldukça yetersizdir. Bu sermayenin önemli bir kısmı da daha önceki yıllarda oluşan ve dağıılmayarak otofinansman amacıyla sermayeye eklenen kardan teşekkül etmektedir.

Sigorta ve reasürans şirketlerinin 1998 yılı Bilanço Karı olan 80.465.- Milyar TL.'nin bir bölümü de Özkaynaklar kapsamında düşünülebilir.

Hayat sigortalarında faaliyet gösteren sigorta şirketlerinin Matematik Karşılık fonlarının 1998 yılı sonundaki toplamı ise 330.574.- Milyar TL.'dir.

Yandaki tabloda ise, 1997 yılı itibarıyla Dünya bazında fert başına prim üretiminde ilk beş ülke ve Türkiye'nin Dünya sıralamasındaki yeri gösterilmiştir.

1997 verilerine göre fert başına prim üretiminde 63'üncü sırada bulunan Türkiye'nin fert başına prim üretimi, İsviçre'nin fert başına prim üretiminin 143'te biri kadardır.

1997 yılında Dünya sigorta prim üretiminde ilk beş sırayı alan ülkeler ile Türkiye'nin sıralamadaki yeri ise şu şekildedir :

Türkiye 1997 yılında elde edilen Dünya sigorta prim üretiminde 86 ülke arasında yaklaşık 1.8 Milyar Dolarlık üretimle 41'inci sırada yer almıştır. Türkiye'nin, 2.1 Trilyon Dolarlık Dünya üretimindeki Pazar payı ise 0.09 olarak gerçekleşmiştir. Türkiye, Hayat Dışı Dallarında yaklaşık 1.6 Milyar Dolar üretim gerçekleştirerek Dünya sıralamasında 36'ncı sırada yer almıştır. Hayat Dalı üretiminde ise 294 Milyon Dolarlık üretimle 44'üncülüğe ulaşabilmiştir.

Bununla birlikte, Ülkemiz üretimi 100 Milyon Doların üzerinde olan ülkeler arasında yapılan bir araştırmaya göre üretimindeki reel artışla ilk 10'a girmiştir. Bir önceki yıla göre prim üretimi % 20.52 oranında artan Türkiye, yüksek reel artış sağlayan ülkeler klasmanında 6'ncı sırada bulunmaktadır.

Bazı Dünya Ülkelerinin sağladıkları Toplam Si-

Ülke	Hayat Dışı(\$)	Sıra	Hayat(\$)	Sıra
ABD	375.966.00	1	312.568.00	2
Japonya	101.276.50	2	389.349.61	1
Almanya	79.813.06	3	56.903.70	5
İngiltere	56.522.95	4	101.522.95	3
Fransa	40.522.95	5	88.379.79	4
Türkiye	1.568.34	36	294.65	44

Ülke	Toplam Prim (\$)	Sıra	Pazar Payı %	Reel Büyüme	Sıra
ABD	688.534.00	1	32.35	2.62	60
Japonya	490.626.11	2	23.05	0.79	67
İngiltere	158.045.90	3	7.42	6.09	45
Almanya	136.716.76	4	6.42	0.71	68
Fransa	128.902.23	5	6.06	5.78	48
Türkiye	1.862.99	41	0.09	20.52	6

gorta Primlerinin GSMH'sına Oranı 1997 yılı verilerine göre aşağıya dercolumuştur.

Yukarıdaki tablonun incelenmesinden de anlaşılacağı gibi, Türkiye'nin prim üretiminin GSMH içerisindeki payı fevkalade düşük kalmıştır. Bunun yanı sıra 1998 yılında bu oran Ülkemiz için %1.03 olarak gerçekleşmiştir. Oysa, bir çok Dünya Ülkesi ve Afrika Ülkelerinin bazılarının prim üretimlerinin GSMH içerisindeki payları önemli oranlarda bulunmaktadır.

1997 yılında üretilen sigorta priminin GSMH'ya oranı % 0.95 olarak gerçekleşmiş ve Türkiye bu oranla Dünya sıralamasında 71'inci sırada yer almıştır.

3.2. Dünya ve Türk Sigorta Sektöründe Hayat Sigortasının Durumu

Sigortacılığın fon yaratma işlevinin gerçekleşmesini sağlayan en önemli etken hayat sigortacılığıdır. Hayat sigortacılığının sağladığı uzun vadeli fonlar ge-

Ülkeler	Prim/GSMH (%)
G. Afrika	17.34
G.Kore	15.42
İsviçre	11.94
Japonya	11.87
İngiltere	11.22
Hollanda	9.41
Fransa	9.25
ABD	8.49
İrlanda	8.37
Finlandiya	7.76
Kenya	3.19
Fas	2.44
Tunus	1.58
Türkiye	0.95

lişmiş ekonomilerin en büyük finansman kaynağı olmuştur.

Ülkemizde sigorta şirketleri gelişmediği gibi hayat sigortası da gelişmemiştir. Toplam sigorta primleri içinde hayat sigorta primlerinin payı da çok düşüktür. Bu oran yıllar itibarıyla şöyledir :

1996'da %	14.65
1997'de %	15.71
1998'de %	16.80

Günümüzde hayat sigortacılığında egemen olan düşünce, hayat sigortasının hem bir tasarruf aracı hem de geleceğin güvence altına alınmasını sağlayan bir araç olarak görülmesidir. Türkiye'de hayat sigortaları bugünkü durumları ile bu çifte işlevi yerine getirememekte, bazı bankalara ve özel işletmelere çok düşük faizli ve oldukça uzun vadeli fon sağlayan bir kredi kurumuna dönüşmüş bulunmaktadır. Oysa sigortacılığın gelişmiş bulunduğu ülkelerde hayat sigortası, toplam primler içinde en üst sırayı almakta, sigortacılığın sadece bu dalında yaratılan fonlar, Devlet bütçesi olanaklarına yaklaşmaktadır. Ülkemizde enflasyon oranının yüksek olması, korunma amaçlı olan ve kısa vadeli hayat poliçelerinin tercih edilmesine neden olmuş , tasarruf amaçlı uzun vadeli hayat poliçeleri tercih edilmemiştir.

Ülkemiz hayat sigortası branşında da dünya ülkeleri arasında en son sıralarda yer almaktadır. Tüm dünya sigorta üretimini , hayat ve hayat dışı olmak üzere ikiye ayırırsak bunun %57'si hayat , %43'ü ise

diğer dallardan oluşmaktadır. Bu oran , en gelişmiş ülkelerden sayabileceğimiz Japonya' da %79'u hayat , %21'i hayat dışı olarak ortaya çıkmaktadır.

Hayat sigortasının önemi , diğer sigorta branşlarından farklı olarak hem risk unsuru , hem tasarruf unsuru kapsamasından kaynaklanmaktadır. Günümüzde hayat sigortasının yatırımlara kaynak olan uzun vadeli fonlarının önemini kavrayan birçok gelişmiş ülkede , hayat sigortacılığını teşvik edici yasalara ağırlık verilmiştir. Bunlar, geniş kapsamlı vergi muafiyetleri şeklindedir. Buna göre Avrupa Ülkelerinin çoğunda (Almanya, İtalya, İrlanda, İngiltere, Yunanistan, Fransa, Portekiz, İspanya, İsviçre) işverenler tarafından yaptırılan hayat sigortası vergiden muafır. Şahıs kendi adına yaptırdığı taktirde ise, çok yüksek bir vergi muafiyeti sağlandığı görülmektedir. Bu vergi muafiyeti ile hayat sigorta fonlarının geliri bir arada düşünüldüğünde sigorta fonları , bankalarla rekabet eder duruma gelmiştir. Ülkemizde hayat sigortacılığı için en büyük teşvik vergi muafiyetiyle Devletten gelmiştir.

Bunun yanında, uzun vadeli fonların ekonomiye verdiği istikrarlı katkılardan dolayı, bunu teşviki için daha yüksek faizli tahvil ihracı yapan ülkeler bulunmaktadır.

Ayrıca, sigorta şirketlerinin ülke borsalarına girmeleri için bazı ülkelere teşvik edici düzenlemeler yapılmıştır.

Uzmanlar günümüzde borsalarda ortaya çıkan istikrarsızlığın nedenlerinden biri olarak, kurumsal yatırımcıların borsalarda yeterince yer almamalarını görüyorlar.

3.3. Türk Sigorta Sektöründe Fon Kullanımı

Sigortanın tasarrufları teşvik fonksiyonu ve bu yolla oluşan fonların ekonomide verimli alanlara yatırılması sonucu elde edilen artı değerlere bakıldığında, sigortanın Ülke kalkınmasında ne denli önemli roller oynadığı ve gerçekten kalkınmanın bir itici gücü olduğu anlaşılabilir.

Gelişmiş ülkelere bu konu çok iyi idrak edilmiş olup, sigorta ve reasürans şirketlerinde biriken fonların verimli yatırım alanlarına kanalize edilmesiyle, sigorta işlemleri neticesi Teknik Zararla kapansa dahi daha önceden yapılan rasyonel yatırımlardan elde edilen yatırım gelirleri sayesinde faaliyet dönemleri karla kapatılabilmektedir.

Sigorta sektöründe yaratılan fonların ana kaynağı başlıca iki faaliyetten beslenmektedir. Bunlardan biri, Finansal Yatırımlar, diğeri ise Teknik İşlemlerdir.

Sigorta şirketleri, ana faaliyet konuları olan sigortacılık iş ve işlemlerinde Prim alırlar, Tazminat öderler, Komisyon verirler, Teknik Karşılık ayırırlar, Teknik Giderler yaparlar. Ancak, bu işler yanısıra, Reasürans işi yapıyorlarsa Prim alır-verirler, Komisyon alır-verirler, riziko gerçekleşmiş ise, hisseleri oranında Tazminat öderler, hisselerine düşen Tazminatı alırlar, Teknik Gelirler sağlarlar. Yapılan tüm bu iş ve işlemlerin (+) sonuç vermesi halinde Teknik Kar, (-) sonuç vermesi halinde de Teknik Zarar elde edilmiş sayılırlar. Öte yandan, bu şirketler Hisse Senetleri ve Tahvillere, Gayrimenkullere yaptıkları yatırımlar sonucu ,Menkul ve Gayrimenkul Gelirleri, yaptıkları İkrazat mukabili İkraz Faizleri, varsa Banka Mevduat Faiz Gelirleri ve Müteferrik Gelirler sayesinde Mali Karlar da elde ederler.

Bunun dışında borç ödemek, tazminat ödemek ya da olağanüstü fırsatları değerlendirmek için başvurulacak bir yöntem olarak bilinen yabancı kaynaklara başvurma, yani yabancı kaynak kullanım alışkanlığı bulunmamaktadır. Ancak, alınan kredi faiz giderleri yanı sıra, diğer gider kalemlerine ilişkin maliyet unsurlarında meydana gelecek artış, Teknik Karlılık ve dolayısıyla de Bilanço Karlılığını azaltıcı bir rol oynayacak bir düzeyde ise yabancı fonlardan yararlanabilirler.

Sigortacılık prim ve özsermaye birikimlerinden oluşan fon gücünü yatırım alanlarına aktararak ekonomik yapı ve kalkınmaya önemli katkılarda bulunan bir sektör olarak bilinmektedir. Ancak ne yazık ki ülkemizde bu sektör ekonomik yapı ve kalkınmayı etkileyecek boyutta gelişmemiştir.

Ülkemizde sigorta şirketlerinin yıllar itibariyle toplam yatırımları ve bu yatırımlardan sağladıkları gelirler şöyledir:

Yıllar	Yatırım Tutarı (Milyon TL)	Yatırım Geliri (Milyon TL)
1996	109.050.015	38.379.432
1997	232.898.790	112.985.391
1998	413.605.000	147.817.000

Yukarıda yer verilen yatırım tutarları ve yatırım gelirleri menkul kıymetlere ilişkindir. Vadeli ve vadesiz mevduatlar ile gayrimenkul yatırımları dikkate alınmamıştır.

Gelişmiş ülkelerde, sigorta yatırımları ve bu yatırımların ekonomiye olan katkıları büyüklükleri nedeniyle daha çok göze çarpmaktadır. Ayrıca gelişmiş ül-

kelerde sigorta tasarruflarının toplam tasarruflar ve hane halkı tasarrufları içindeki payının da çok yüksek olduğunu görüyoruz.

Gelişmiş ülkelerde sigorta ve reasürans şirketlerinin o ülkelerin ekonomilerine olan katkısı etkileyici büyüklüklere varmıştır. Bu güç , sigorta ve reasürans şirketlerinin ellerinde mevcut fonların kullanılması ile yaratılmaktadır.

Görüldüğü gibi , sigorta sektörünün bir ekonomide bireysel birikimleri tüketimden tasarruflara çekerek başlattığı işlev sayesinde daha fazla tasarruftan daha çok yatırım , daha çok yatırımdan daha yüksek gelir ve yine daha çok tasarruf. elde edilerek.. az gelişmişliğin fasit çemberi bir noktada kırılmakta ve böylece gelişmişliğe doğru yürünmektedir.

Türkiye'de özel sigorta sektörünün fon yaratma işlevini yerine getirip getirmediğine bakıldığında, sigorta şirketlerinin aktifleri açısından en küçük mali kurumlardan olduğu ve sermaye piyasasına aktarılan fonlarının da az olduğu görülmektedir. Kısacası, özel sigorta sektörümüz finansal sistem içerisinde etkin olabilecek düzeyde kaynak yaratamamaktadır. Bunun nedeni, özel sigorta sektörünün yıllarca durağan bir yapı içerisinde sıkışıp kalması ve çok çeşitli sorunları nedeniyle bir bankaya ya da güçlü bir sermaye grubuna dayalı olmadan yaşayamaz hale gelmesidir. Ancak ülkemizde özel sigorta sektörünün kullanabileceği çok geniş bir potansiyel bulunmaktadır.

Türk özel sigorta sektöründe son birkaç yıldır gözlenen gelişmeler , sigorta kurumlarının finansal kurumlar olarak ele alınmaya başlandığının ve sigortacılığın ekonomik işlevlerinin önem kazanacağına bir göstergesi sayılabilir. Özel sigorta kesiminin yıllarca ihmal edilmiş temelinde, sigorta kurumlarının finansal kurumlar olarak değil de, sadece bazı hasarları gidermek için kurulmuş birer organizasyon olma kimliği ile ele alınmaları yatmaktadır.

3.4. Türkiye'de Sigorta İşletmelerinin Fon Yaratma İşlevini Engellenen Nedenler

Ülkemizde özel sigorta sektörünün gelişmesini ve fon yaratma işlevini engelleyen bir çok etken bulunmaktadır. Bunlar :

- Sosyal etkenler,
- Ekonomik etkenler,
- Hukuki etkenler ve
- Diğer etkenler dir.

Bu etkenlerden en önemlilerini şöyle sıralayabiliriz.

1. Sigorta kapsamı sektörel açıdan dar tutulmaktadır.

2. Sigorta kapsamı tür olarak dar tutulmaktadır.

3. Ekonomik faaliyette bulunanlarda sigorta zihniyeti yeterince gelişmemiştir.

4. Halkın sigorta hakkındaki bilgileri ve izlenimleri eksik yanlış ve yetersizdir.

5. Yukarıdaki nedenleri yaratan önemli hususlardan biri yakın zamanlara kadar olağan faaliyet hacmi ile yetinen ve atalet içinde bulunan sigorta kurumları olmuştur.

6. Kişi başına gelir düzeyi düşüktür ve bu yüzden halk için mütevazı primlerle gerçekleştirilebilecek bazı sigorta türleri bile lüks sayılmaktadır.

7. Her alanda olduğu gibi bu konuda da mevzuatın getirdiği bazı sınırlamalar vardır.

8. Yakın zamanlara kadar fon temini açısından yalnızca banka-banker ilişkisine büyük önem veren özel teşebbüs, sigortacılığın fon yaratma kapasitesini önemsememiştir.

Ülkemizde sigorta sektörünün gelişmesini engelleyen etkenlerden bazılarını kısaca ele almamız yararlı olacaktır.

a) Ülkemizde sigorta şirketlerinin fon yaratmasını engelleyen nedenlerden biri sigorta işletmelerinin ekonomik işlevlerinin ülkemizde yeterince anlaşılma-
mış olması ve dolayısıyla sigorta işletmelerinin sermaye piyasası kapsamı dışında bırakılmasıdır.

b) Türkiye'de sigortanın ne olduğu hususu, geniş kitlelerce anlaşılma-
mış değildir. Sigorta tabana indirilemediği gibi yetişmiş aydın çevreler bile sigortanın yararlarını yeterince anlayamamışlardır. Özetle sigorta henüz topluma mal olmamıştır.

c) Modern anlamda Sigorta Pazarlama kavramı toplumumuzda yerleşmemiştir.

d) Bugün Türkiye'de mevcut sigorta potansiyelinin sadece %15-20'sinin kullanıldığı bilinmektedir. Türkiye'de büyük bir sigorta potansiyeli vardır. Bunun bilincinde olan yabancı sigorta şirketleri için, sigorta piyasamız çok cazip olmakta, piyasaya giren yerli ve yabancı şirketlerin sayısı hızla artmaktadır.

e) Gelişmiş ülkelerde sigorta şirketleri yarattıkları fonlarla bankaların sahibi durumundadırlar. Bankacılık alanında da yatırımlar yapmaktadırlar. Türkiye'de ise sigorta şirketlerinin bir bankaya ya da güçlü sermaye grubuna dayalı olmadan yaşayabilme şansı çok azdır. Bugün bütün büyük bankaların sigorta sektörü dahilinde faaliyet gösteren şirketlerde ortaklıkları vardır. Ayrıca toplam prim üretimi dikkate alındığın-

da ilk 10 sıraya giren sigorta şirketlerinin sahipleri de büyük sermaye gruplarıdır.

Kurdukları sigorta şirketleri aracılığıyla kaynak yaratan bankaların, bu kaynakları bankacılık alanına kanallandırmalarından dolayı sigortacılık yeterince gelişmemektedir. Özel sigorta sektörü yetkilileri, bankaların sigortacılıktan tamamen uzaklaşması yerine etkilerini azaltmalarının daha yerinde olacağını vurgulamaktadırlar.

Türk sigorta sektörünün doğrudan doğruya müdahale edemeyeceği ekonominin genelinden kaynaklanan yapısal sorunlar ;

-Ekonomik istikrarsızlık,

-Yüksek enflasyon,

-Düşük Milli Gelir,

-Dengesiz gelir dağılımı,

Mali piyasaların, özellikle de hisse senedi piyasasının istikrarsızlığı ve yeterli bir derinliğe kavuşmaması gibi sorunlardır.

Türkiye'de sigorta şirketlerinin fon yaratma işlevini engelleyen nedenlerin başında enflasyon gelmektedir..

Yüksek enflasyonun varlığı Türkiye'de sigorta yapma hareketini etkilemiştir. Enflasyon ortamında gelirleri azalan bireyler küçük risklerden kaçma eğilimindedirler. Ayrıca sigorta sözleşmesi sonucu elde edeceği gelirlerin uzun vadede enflasyon altında eriyerek değerini yitirmesi sigortalı olma konusunda caydırıcı bir etki yapmaktadır. Fiyatlar genel seviyesinin hızla yükseldiği bir dönemde sigorta ekonomik işlevini yerine getirememekte ve çekiciliğini kaybetmektedir.

Enflasyon sigortacı bakımından da olumsuzluklar getirmektedir. Prim tarifeleri sabit olduğu halde giderler sürekli artmaktadır. Diğer taraftan, tahsilat gecikerek yapılmaktadır. Bu enflasyonist ortamda sigorta şirketlerinin finansal yapısını zayıflatmakta ve karlılık azalmaktadır.

Enflasyonun değişik sigorta dalları üzerindeki etkisi de farklı olmaktadır. Enflasyonun en olumsuz etkisi hayat sigortalarında görülmektedir. Türkiye'de hayat sigortasının yıllar boyu gelişmemesinin başlıca nedeni, yaşadığımız hızlı enflasyon olmuştur. Enflasyonun son derece yüksek olduğu bir ülkede, belli dönemlerde yatırılan paranın ileride hayat sigortası yoluyla geriye dönmesi pek fazla bir anlam ifade etmemektedir.

Görüldüğü gibi enflasyon, ülkemiz sigorta işlet-

melerinde mevcut yatırılabilir fonları eriterek değer kayıpları yaratmakta, enflasyonist ortamda yatırım getirileri çoğunlukla negatif olmakta ve böylelikle sigorta işletmelerinin finansal yapıları sarsılmaktadır. Ayrıca, sigortalı açısından getirdiği olumsuzluklar da sektöre karşı ilgisizlik yaratmaktadır. Dolayısıyla enflasyon, sigorta işletmelerini kısır döngüye sokarak büyüme ve gelişmeyi durdurmaktadır. Gelişemeyen, artı değer yaratamayan sigorta işletmeleri de fon yaratma işlevini yitirmektedir.

Ülkemiz sigorta işletmelerinin gelişmesi ve fon yaratma gücüne sahip olması, büyük ölçüde ülkede ekonomik istikrarın sağlanmasına bağlı bulunmaktadır.

Sigorta sektörünün fon yaratma potansiyelini artırabilmek için kullanılabilir seçenekler, sigorta hizmetlerini yaygınlaştırmak, çeşitlendirmek ve sigorta primlerinin şirketlere en kısa süre içerisinde gelmesini sağlamak olabilir. Sigorta potansiyelinin iyi işler bir duruma getirilmesi ve dinamik bir yapıya kavuşturulması ile hem sigorta işletmelerinde çeşitlilik ve etkinlik artacak hem de fon birikimi sağlanabilecektir.

3.5. Türkiye'de Sigorta Sektörünün Sermaye Piyasasındaki Yeri ve Önemi

Sermaye piyasalarının gelişmesi, bir arzın, diğer taraftan bu arzı karşılayacak bir talebin ortaya çıkması ve değişimin maddi koşullarının sağlanmasına bağlı bulunmaktadır. Bu ise beraberinde kurumsal değişimler ve yeni örgütlenme biçimlerini getirecektir.

Gelişmiş ülkelerde sermaye piyasalarının talep yönünü oluşturan en önemli unsur kurumsal yatırımcılardır. Kurumsal yatırımcılar, çeşitli kaynaklardan topladıkları büyük miktarlardaki fonları, uzman kadrolar yönetiminde getiri ve risk beklentilerine göre sermaye piyasası araçlarına plase ederek değerlendirmektedirler. Böylece kurumsal yatırımlar ekonomide kaynak dağılımını ve sermaye piyasalarının gelişmesini önemli boyutlarda etkileyebilmektedirler.

Batılı ülkelerde sermaye piyasasının üç büyük ayağı bankacılık sistemi, menkul kıymetler borsaları ve sigorta işletmeleridir. Türkiye'de sermaye piyasası oluşturulurken bu piyasanın en önemli unsurlarından biri olması gereken sigorta işletmeleri ne yazık ki 1981 tarih ve 2499 sayılı Sermaye Piyasası Kanunu kapsamına alınmamıştır.

Ekonomideki yapısal değişimin gerçekleştirilebilmesi ekonominin çarkının dönebilmesi, sermaye birikimi ve fon akımı ile mümkün olabilecektir. Bu noktada sigorta işletmelerinin ekonomik işlevleri ekono-

miler için kalkınma ve büyüme, bireyler için tasarruf, girişimciler için güvence, toplum için sosyo-ekonomik açılardan önem arz etmektedir. Finansal kurumlar olarak sigorta işletmelerinin, organize olmuş bir sermaye piyasası içinde gerçekleştireceği fon akımı ülke ekonomisi için önemlidir. Zira sigorta şirketlerinin en büyük ve önemli fonksiyonu, yatırılabilir fonlar oluşturmalarıdır.

Özel sigorta sektörümüz yukarıda kısaca değinilen sorunları nedeniyle fon yaratma işlevini gerçekleştirememektedir. Özel sigorta sektörünün sorunlarının çözümüne yönelik çabaların artırılması ve sektörün finansal piyasalara fon aktarabilir duruma gelmesi önem taşımaktadır. Çünkü, özel sigorta sektörünün ülkemizde kullanabileceği çok büyük bir potansiyel vardır

Sigortacılık potansiyelinin işler duruma getirilmesi ve dinamik bir yapıya kavuşturulması sayesinde sigorta işletmelerinin etkinliği artacak ve bu suretle de fon birikimi sağlanabilecektir.

Finansal piyasaların geliştirilmesi açısından önem taşıyan bir konu da, sigorta sektöründe yaratılan fonların ne tür finansal araçlara hangi gerekçelerle yönlendirildiğidir. Sigorta işletmeleri yarattıkları fonları, sermaye piyasası araçlarından oluşan bir portföy oluşturmada kullanacak olurlarsa, bir anlayış değişikliğine kavuşacak olurlarsa ülkemizde finansal kesim gelişebilir. Bu durumda, sigorta işletmelerimizin fonlarını sermaye piyasasında kullanmalarını sağlamak için, sermaye piyasası araçlarına en az alternatif yatırım araçları kadar cazibe sağlanmalıdır.

Bugün Türkiye'de finansal sistemi oluşturan finansal kurumlar içinde ağırlığı en az olan kurumlar sigorta işletmeleridir. Bankacılık kesiminin ise ülkemiz finansal piyasalarındaki üstünlüğü artarak sürme eğilimindedir.

Ekonomik gelişmeler göstermektedir ki, dünya da olduğu gibi Türkiye'de de gelecekte, ekonomide hizmet sektörünün ağırlığı devam edecektir ve 21. yüzyıla girerken sigorta sektörü öncü sektörlerden olabilecektir. Ülkemizdeki hizmet sektörü içinde Turizm, Bankacılık, Sigortacılık ve diğer hizmet dalları yer almaktadır. Türkiye'de bankacılıkta belli bir gelişmişlik düzeyine erişilmiştir. Yani bankacılık kurumsallaşmıştır. Turizm de belli bir düzeye gelmiştir. Oysa Türkiye'de sigortacılık alanında kullanılmayan büyük bir potansiyel vardır. Bu yüzden 21.yüzyıla girerken Türkiye'de sigorta sektörü gelişim açısından ekonomide öncü sektör olacaktır diyebiliriz. Bu koşullarda ülkemizde sigorta sektörüne gereken önemin verilmesi açık bir biçimde ortaya çıkmaktadır.

Sonuç ve Öneriler

1998 yılında sigorta şirketlerinin Direkt Prim İstihsalı bir önceki yıla göre % 94 oranında artarak 547 Trilyon T.L.'ye yükselmiştir. 1997 yılında üretilen Direkt Primin Gayri Safi Milli Hasılaya oranı %0.95 iken, 1998 yılında %1.03 olmuştur.

Prim üretiminde yıllar itibarıyla bir artma olmakla birlikte Dünya ülkeleri ile mukayese edildiğinde, bu artmanın yeterli olmadığı anlaşılmaktadır. Enflasyon sigorta sektörünü az da olsa olumsuz yönde etkilemiştir. Prim artış oranı, yıllık enflasyon artış oranının üzerinde gerçekleşmiş olmasına rağmen, sigorta şirketleri yatırımların finansmanında kullanılabilir çok fazla fonlar üretememişlerdir. Sermaye piyasasının gereksinim duyduğu fonların yaratılması, sigortacılık sektörünün gelişmesine bağlı bulunmaktadır.

Türkiye'de sigortacılığın gelişebilmesi için:

-Öncelikle, tüketicinin zevk ve tercihlerinin değişimine yönelik bilgilendirici eğitim ve çalışmalar yaparak toplumda sigorta bilincinin oluşturulması gerekir.

-Hayat sigortaları, ekonomik gelişmeye uzun vadeli fon sağlaması yanında, ülke tasarruf kapasitesini arttırması, kişilere ek sosyal güvenceler sağlaması nedeniyle önemli bir finansal hizmettir. Oysa hayat sigortalarının bu öneminin, uzun vadeli fon gereksinimi olan ve gelişmekte olan ülkemizde yeterince anlaşılması görülmektedir.

Ülkede sigorta sektöründen ekonomiye sağlanan fonların gerçek kaynağının hayat sigortalarından geldiği hatırlanarak bu branşın toplam sigorta sektörü içerisindeki payının arttırılabilmesi için gereken desteğin verilmesi şarttır.

- Sigorta şirketlerinin öz kaynaklarının güçlendirilmesi gerekmektedir.

- Dünyada teknolojinin , ticaretin ve yatırımların hızla artması sonucu artan rizikolar, genişleyen pazarlar artık gelişmiş ülkelerde yeni sigorta teknikleri geliştirme zorunluluğunu doğurmuştur. Bu ülkelerde neredeyse sigortalabilir riziko sayısı kadar sigorta çeşidi geliştirme çabası vardır. Buna rağmen ülkemizdeki sigorta ürün çeşidi çok sınırlı kalmıştır. Ülkemizde sigortacılığın yaygınlaştırılması ve geliştirilmesi isteniyorsa sigorta ürünleri çeşitliliğinin gereği üzerinde durulmalı, uygulanan sigorta türleri artan ihtiyaçlara cevap verecek şekilde çoğaltılmalıdır. Şirketlerin rekabet gücü olan türlerde yoğunlaşarak ihtisaslaşmaya gitmeleri gerekmektedir. Özellikle sorumluluk sigortaları ile zorunlu sigortalar çeşitlendirmelidir. Böyle-

likle ülkedeki sigorta kapasitesinin yeterince değerlendirilebilme olanağı doğacaktır.

- AB üyesi ülkelerin sigorta şirketleri daha çok faaliyetlerini bütün Avrupa'ya yaymak için uğraşmaktadırlar. Türk sigorta sektörü ise, öncelikli olarak ülkemizde rekabeti karşılamak, yeni rekabet ortamına uyum sağlamak ve sonraki aşamada tek Avrupa pazarının kendilerine vereceği olanaktan yararlanarak Avrupa'ya açılmak durumundadır.

- Büyüyen pazarda acentelik teşkilatının da önemi daha fazla artacaktır. Bu nedenle, acentelik müessesesi gerek nicelik ve gerekse nitelik açısından takviye edilmelidir. Hizmeti iyileştirmek için alternatif pazarlama metodları kullanılmalıdır.

- Uluslararası reasürans piyasasına bağımlılığın azaltılmasını teminen şirketler koasürans uygulamasına ağırlık vermelidir

- Avrupa'da tartışma konusu dahi olmayan peşin tahsilat esasına orta vadede mutlaka geçilmelidir.

- Risk mühendisliği üzerinde önemle durulmalı, sektör bazında şirketler üstü ihtisas komiteleri kurularak, potansiyel bilgi ve tecrübeden azami oranda yararlanılmalıdır.

- Yeni iletişim ve bilgi işlem teknolojilerinden azami yararlanma yolları araştırılarak, uygulamaya konulmalıdır.

Bu sayılan tedbir ve öneriler sektör tarafından sürekli ihtiyaç duyulan ve bir an önce uygulamaya konulması gereken öneri ve tedbirlerdir. 30.10.1984 tarih ve 3067 sayılı kanun ile T.B.M.M. Genel Kurulunca onaylanan 7. Beş Yıllık Kalkınma Planı'nda sigorta sektörümüzle ilgili bazı hukuki ve kurumsal düzenlemelerin yapılacağına yer verildiği bilinmektedir. Bunlar aşağıda sıralanmıştır.

- Sigortacılığın tanıtılması ve halkın bu konularda bilinçlendirilmesi için her düzeyde eğitim çalışmalarına ağırlık verileceği,

- Başta sağlık ve hayat sigortası ile zorunlu sigortalar olmak üzere, sigortacılığın her alanında hizmet ağının genişletilmesi ve yaygınlaştırılması, mevcut sosyal güvenlik sistemini tamamlayıcı bir yapıya kavuşturulması ve sigortacılık eğitiminin geliştirilmesi, toplanan fonların çeşitli yatırım unsurlarıyla ekonomiye kazandırılması için gerekli düzenlemelerin yapılacağı,

- Uluslararası standartlara uygunluk açısından özellikle Avukat , Doktor, Mali Müşavirler ile kendi kanunlarına göre kamu hizmeti niteliği taşıyan diğer hizmet alanlarının mesleki sigortaya kavuşacağı ve sunulan hizmetin sonucunda ortaya çıkan zararlardan dolayı hizmet sunanların sorumluluklarının ve tüketi-

cilerin zararlarının tazminini içeren hizmetten sorumluluk ile ilgili yasal düzenleme çalışmalarının yapılacağı,

- Yeminli Mali Müşavirlerin Mesleki Sorumluluk Sigortası, Deniz, Göl ve Nehirlerdeki Ulaşım Araçlarının Sorumluluk Sigortası, Tıbbi Sorumluluk Sigortası, Ürün Sorumluluk Sigortası, Seyahat Acenteleri Sorumluluk Sigortalarının Zorunlu Sigortalar kapsamına alınacağı, sigorta şirketlerinin sermaye piyasasında kuramsal yatırımcı olarak yer almalarının sağlanacağı,

- Özel sigortacılığın mevcut sosyal sigorta sistemine ilave ve isteğe bağlı bir sistem olarak destekleneceği ve bu kapsamda özel sağlık ve özel emeklilik sigortasının teşvik edileceği, ayrıca kişilerin özel sigortalara güvenini sağlayacak denetim hizmetlerinin arttırılacağı, alınan kararlar arasındadır.

Diğer taraftan ise, 2000 Yılı Programında, 'Devletin, Düzenleyici ve Gözetici Fonksiyonlarını Geliştirme Projesi(Tüketicinin Korunması) başlığı altında; 'Özellikle doktor, avukat, mali müşavirler ile kendi kanunlarına göre kamu hizmeti niteliği taşıyan diğer hizmet alanlarında çalışanların mesleki sigortaya kavuşturulacağı, sunulan hizmetin sonucunda ortaya çıkacak zarardan dolayı hizmet sunanların sorumluluğunu kapsayan Hukuki ve Kurumsal Düzenleme Çalışmalarının yapılacağı hususları projelendirilmiş bulunmaktadır.

Önümüzdeki yıllarda sigorta sektörünün doğal gelişimi sonucunda sektördeki şirketler ve müşteriler önemli olanın düşük fiyat değil, iyi ve kaliteli hizmet ile doğru bir riziko analizi sonucunda belirlenmiş fiyatlar olduğunu anlayacaklardır. Bu gelişimin neticesinde, şirketlerin teknik karlarının çoğalması mali karlarının yükselmesi için sigortacılığa dönmeleri ve finansal piyasalara daha fazla girmeleri ve bunun için de özkaynaklarını güçlendirmeleri gereği ortaya çıkmaktadır. Bunun sonucunda Türk Sigorta Sektörü Türkiye ekonomisi ve dünya sigorta piyasaları içerisinde olması gereken yere mutlaka ulaşacaktır.

Sigorta sektörünün sorunları ile finansal kesimin sorunları ve ülke ekonomisinin koşulları birarada değerlendirilerek, sigorta sektörünün finansal kesimde (özellikle sermaye piyasasında) etkin bir yapıya kavuşturulması için gereken önlemlerin alınması ülke ekonomisinde yapısal ve kurumsal değişikliklerin gözlemlendiği günümüz Türkiye'sinde kaçınılmaz bir zorunluluk olmaktadır.

Avrupa Birliğine her an üye olunacakmışçasına, AB sigorta sektörünün rekabeti karşısında kalacak Türk sigorta sektöründen, sağlıklı risk primleri belirlenmesi beklenirken, Devletimizce de bazı zorunlu si-

gorta teminatlarını tedricen arttırması, yeni zorunlu sigortalar ihdas etmesi ve sigortacılığın hızla gelişebilmesini teminen de bazı vergi kolaylıkları sağlaması gibi benzeri önlemleri alması gerektiği ortaya çıkmaktadır.

Sigorta sektöründe istenilen gelişmenin sağlanabilmesi için için ise yeni sigorta ürünlerinin araştırılması ve topluma tanıtımı, mevcut ürünlerin daha değişik ve toplumun ilgisini çekebilecek teminatlarla topluma mal edilmesi önemli bir konu olarak karşımızda durmaktadır.

Kaynaklar

- ALİEFENDİOĞLU, Tacettin; "Sigorta ve Reasürans Şirketlerinde Toplanan Fonların Ülke Ekonomisinde Verimli Kullanım Yolları", Türk Sigortacılığının Geliştirilmesi Semineri, İstanbul-1986

- ALKİN, Erdoğan; "Sigorta Kesiminin Fon Yaratma Gücü" Türkiye'de Sigorta Kesiminin Ekonomik Gücü ve Gelişmesi Semineri, İktisadi Araştırmalar Vakfı (İAV) İstanbul-1983

- BABAĞLU Ömür Şakir; Sigortacılığa Giriş, İ.Ü. Sosyal Bilimler Yüksek Okulu Sigortacılık Bölümü Yayın No.1, 1989

- DUMAN, G. Şebnem; Türk Sigorta Sektöründe Boş Kapasiteler ve Ekonomik Kayıplar, Bilarsaş (Bilimsel Araştırma Merkezi), İstanbul

- ERDOĞAN, İhan; İsteğe Bağlı Sigorta Hizmetine Karşı Tutum, İstanbul-1993

- TUNCER, Selahattin; Türkiye'de Sermaye Piyasası (Teori-Uygulama), Okan Yayıncılık Dağıtım, İstanbul-1985

- TUNCER, Selahattin; "Türkiye'de Sigortacılığın Gelişmesini Önleyen Amiller", Türkiye'de Sigorta Kesiminin Ekonomik Gücü ve Gelişmesi Semineri, İAV, İstanbul-1983

- NÖMER, Cahit Sigortanın Genel Prensipleri ve Reasürans 1997

- Sigorta Sektöründe Devletin Yeri 1996

- Avrupa Birliği'nin Getirdiği Serbesti İle Sigortacılık Sektörü Canlanır, İstihdam ve Sermaye Artar. ASO Medya Ankara Sanayi Odası Aylık Yayın Organı 1999.

- KARABULUT, Muhittin Sigorta Pazarlaması, İ.Ü.İşl. Fak. Yayınları Yayın No: 196

- SUISSE DE RE. SİGMA No:3/1999 L'Aassurance Mondiale en 1997

- 7397 Sayılı Sigorta Murakabe Kanunu ve İlgili Mevzuat

- KAHYA, Mehmet 1997 Yılında Sigorta Faaliyeti Hakkında Raporun Değerlendirilmesi Hizmet İçi Eğitim Notları

- SARIASLAN, Metin Sigortacılığın Sermaye Piyasasındaki Yeri ve Önemi, Yayınlanmamış Doktora Ödevi 1999

-T.C.BAŞBAKANLIK HAZİNE MÜSTEŞARLIĞI SİGORTA DENETLEME KURULU 1996-1997-1998 Türkiye'de Sigorta Faaliyeti Hakkında Raporlar.

Yabancı Kurumsal Yatırımcıların İMKB'deki Rolü

Nuran Durmaz*

Resmen kuruluşu 1985 sonunda gerçekleşen İstanbul Menkul Kıymetler Borsası'nın (İMKB) gelişimi açısından yabancı yatırımcılara işlem yapma hakkının tanındığı 1989 yılı önemli bir dönüm noktasıdır. O tarihte çıkarılan 32 sayılı Türk Parası'nın Kıymetini Koruma Hakkındaki Kanun, yabancı yatırımcılara Türkiye'deki her türlü menkul kıymete yatırım yapma ve karlarını transfer etme imkanı vermektedir.

1989 yılından itibaren İMKB uluslararası yatırımcıların artan ilgisiyle karşılaşmıştır. Yabancı yatırımcıların hisse senedi saklama bakiyelerine bakıldığında piyasadaki paylarını sürekli artırdıkları görülmektedir. 1995 yılında yaklaşık 2 milyar \$ olan yabancı yatırımcıların saklama bakiyeleri 2000 yılı Mart ayı itibariyle 13 milyar \$'a yaklaşmıştır. Yabancı portföy yatırımlarının dolaşımdaki hisse senedine oranı ise 1995 yılında %41'e, 1999 yılında %51'e ulaşmıştır.

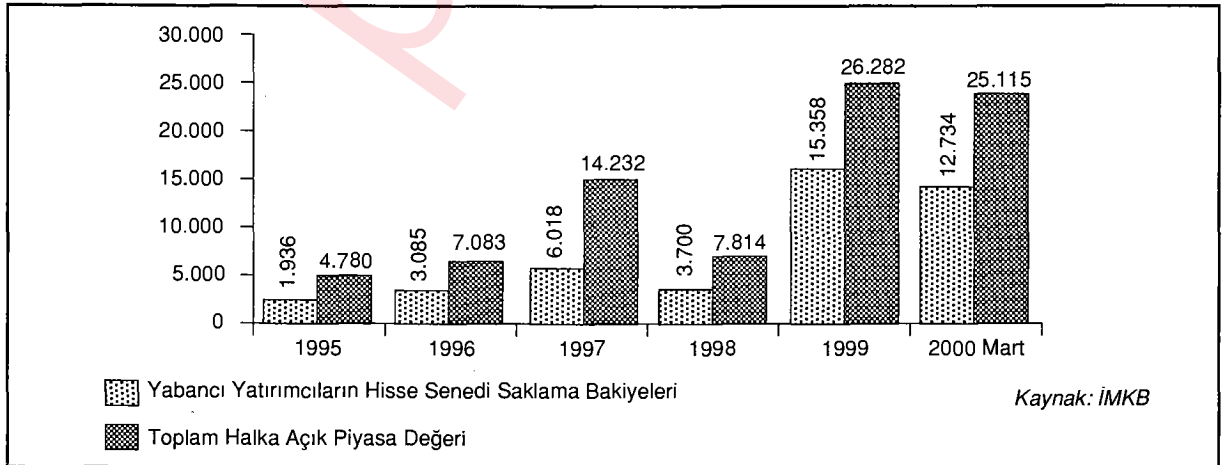
Türkiye'de sermaye piyasaları konusu gündeme geldiğinde eksikliğinden en fazla şikayet edilen konu kurumsal yatırımcıların eksikliğidir. Türkiye'de piyasaların kurumsallaşamamış olması yabancı kurumsal yatırımcıların önemini daha da artırmaktadır.

Türkiye piyasasında faaliyet gösteren yabancı yatırımcılar ağırlıklı olarak kurumsal nitelikteki yatırımcılardır. Yabancı kurumsal, bireysel yatırımcı ayrımına ilişkin veriler ilgili kuruluşlarca açıklanmamakla birlikte piyasada aracılık yapan şirketlerin ortak görüşü kurumsal yatırımcıların yabancı portföy yatırımlarında ağırlıklı rol aldıkları şeklindedir. Kurumsal yatırımcı olarak nitelendirilen kurumlar, genellikle tutucu ve uzun vadeli yatırım yapmayı tercih eden emeklilik fonları, sigorta şirketleri, varlık yönetimi şirketleri, vakıflar ve bankaların varlıklarını yatırım fonlarıdır.

Yabancı yatırımcılar içinde kurum aracılığıyla işlem yapmakla birlikte kurumsal yatırımcı tanımına girmeyen gruplar da mevcuttur. Bu gruplar, kısa vadeli işlem yapma esnekliğine sahip ve piyasadaki dalgalanmalardan yararlanmak amacıyla olan, daha fazla risk alabilen yatırımcılardır. Bunlar arasında, banka veya yatırım bankalarının varlıklarının bir kısmını yöneten "Prop. Desk" denen gruplar veya bir yandan pozisyon yaratırken diğer yandan opsiyon satarak risklerini indirgeyen, böylece pozisyonlarını "hedge" eden "hedge" fonları örnek gösterilebilir.

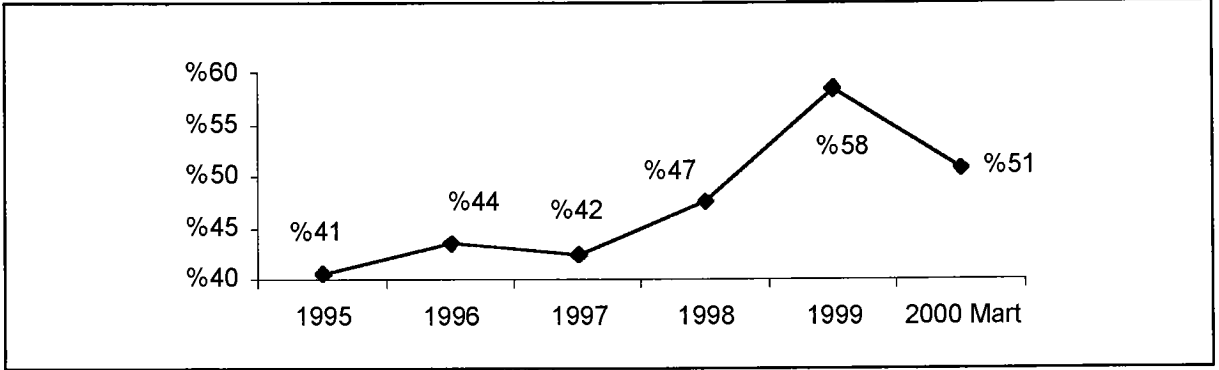
Yabancı kurumsal yatırımcılar, yerli yatırımcılarda eksik olan uzun vadeli bakış açısı ile titiz ve detaylı

Halka Açık Piyasa Değeri ve Yabancı Yatırımcıların Saklama Bakiyeleri (Mn \$)



* Osmanlı Bankası, Araştırma Müdürü

Yabancı Portföy Yatırımlarının İMKB Toplam Halka Açık Piyasa Değerindeki Payı



analizlere dayanan karar alma mekanizmaları nedeniyle önemli bir denge unsuru olmakta ve gelişime örnek oluşturmaktadır. Kurumsal yatırımcıların varlığı sermaye piyasalarının sağlıklı gelişimi açısından birincil önem taşımakta, bu kurumların yatırım kararlarını şirkete ortak olmak anlayışına dayandırmaları şirketleri piyasayı bilgilendirme konusunda zorlamaktadır. Bu da şeffaflığın gelişimine yardımcı olduğu gibi, mekanizmanın piyasaları verimlilik ve etkinliğe doğru yönlendirilmesini sağlamaktadır.

Bu kurumlar, değişen koşulları göz önünde bulundurmakla beraber 1-5 yıl veya daha uzun süreli pozisyonlar alabilmekte ve başarıları uzun vadedeki performanslarına göre değerlendirilmektedir. Yabancı kurumsal yatırımcılar uzun vadeli yatırım anlayışları nedeniyle alım-satım işlemini sık olarak yapmayı tercih etmemektedir. Portföy toplamının %50'sine sahip olan bu tür yatırımcıların işlem hacmindeki paylarına bakıldığında, 1998-1999 yılları içinde toplam işlem hacminin ancak %20'sinin bu kurumların işlemlerinden kaynaklandığı görülmektedir.

Önümüzdeki dönemde, Türkiye'de sermaye piyasalarının gelişimi açısından önemli roller üstlenen yabancı yatırımcıların son dönemde gerçekleştirdikleri işlemlere baktığımızda 1998 yılında tuttıkları hisse senedi hacminin ciddi ölçüde gerilediği 1997 yılındaki 6 milyar \$ seviyesinden 3,7 milyar \$'a düştüğü görülmektedir. Bu düşüşte İMKB endeksinin 1,77 USCent seviyesinden 0,80 USCent seviyesine gerilemesi etkili olmuştur. Global krizin devam eden etkileriyle birlikte Türkiye'nin siyasi istikrarsızlığın arttığı bir döneme girmesi ekonomiye darbe vurmuş, bu darbeden İMKB de oldukça olumsuz şekilde etkilenmiştir. Ancak, 1999 yılına geldiğimizde siyasi istikrarsızlığın azalması ve Türkiye'nin iyileşen dış ilişkileri iyimser beklentilerin artmasına yolaçmış, bu gelişmeler borsanın performansını olumlu etkilemiştir.

1999 sonunda IMF ile imzalanan Şartlı Destek (Stand-by) Anlaşması ekonomide ve mali sistemde gerçekleştirilecek ciddi bir yeniden yapılanma konusundaki kararlılığın göstergesi olmuştur. Bu yeniden yapılanma süreci, tüm mali sistemi etkileyecek, sermaye piyasalarının gelişimi için de daha iyi bir ortam hazırlayacaktır. Böyle bir ortamda emeklilik fonu, sigorta fonu ve yatırım fonu gibi uzun vadeli fonların önem kazanması ve böylelikle kurumsal yatırımcıların piyasadaki ağırlığının artması beklenmektedir. Bu gelişim süreci bir yandan yabancı kurumsal yatırımcıların Türkiye'ye duydukları güveni artırırken, diğer yandan da yerli kurumsal yatırımcıların yabancı meslektaşlarını örnek alarak gelişmelerini hızlandıracakları bir dönem olacaktır.



Kurumsal Yatırımcıların Yatırım Kararları

Sedat Aybar*

Bu yazı 1997-1998 senesinde, İngiltere'de kurumsal yatırımcılar arasında, Londra Üniversitesi ve ODA (Overseas Development Agency) işbirliği ile gerçekleştirilen bir araştırmanın sonuçlarını aktarmayı amaçlamaktadır. Araştırmanın genel çerçevesi, gelişmiş piyasalardan, gelişen piyasalara yatırım yapan kurumsal yatırımcıların, yatırım kararı alma süreçleri ile bu kararların alınmasında dikkat edilen faktörlerin ne olduğunun açığa çıkarılması etrafında çizilmiştir. Çalışmanın daha özgün çerçevesini ise, özellikle son yıllarda artan miktarlarda gerçekleşen özel portföy yatırımları kararlarının verilmesi sürecinde kullanıldığı ileri sürülen risk tartma tekniklerinin kurumsal yatırımcılar arasında hangi boyutlarda kullanıldığının ve bu modellerin (eğer kullanılıyorlar ise) hangi noktalarda yetersiz kaldığının tespit edilmesi oluşturmaktadır.

Araştırma, kurumsal yatırımcılar, fon yöneticileri, gelişmekte olan piyasalara yatırım yapan banka ve emeklilik fonlarının portföy idarecileri, Economist Intelligence Unit (EIU) ve Standard and Poor (S&P) gibi rating firmalarının analistleri arasında gerçekleştirilmiştir. Elde edilen sonuçlar, kurumsal yatırımcıların sanılanın aksine, yatırım kararlarını alırken iş-idaresi okullarında öğretilen, teknik-matematiksel modelleri kullanmadıklarını ortaya çıkarmıştır.

Yazının geri kalan bölümleri şöyle organize edilmiştir; bir sonraki bölüm araştırma konusuyla ilgili mevcut bilgilerin gözden geçirilmesini ve teorik arka planın açıklanmasını hedeflemektedir. Bunu takip eden ikinci bölümde araştırma tanıtılmaktadır. Üçüncü bölüm araştırma sonucu elde edilen bulguları daha detaylı sunmaktadır. Sonuç bölümü çıkartılan dersleri özetlemektedir.

1. Teorik Arka Plan

1980'lerde giderek artan sanayi gelişmekte olan ülkelerin liberal iktisadi prensipleri benimsemeleri, gelişmiş ülkelere doğru olan özel portföy yatırımlarının hacminde belli bir artışı beraberinde getirmiştir. Böylece, liberal ekonomi politikalarının kabul edilmesi, özel portföy yatırımlarında belli bir artış sağladığı görüşünü öne çıkarırken, bu ülkelerdeki gayri-menkul piyasalarının kapitalizasyon artışlarının da temel nedeni olarak görülmüştür.¹

1980'lerde giderek artan sanayi gelişmekte olan ülkelerin liberal iktisadi prensipleri benimsemeleri, gelişmiş ülkelere doğru olan özel portföy yatırımlarının hacminde belli bir artışı beraberinde getirmiştir.

Gayri-menkul piyasalarının düzenlenmesi ve geliştirilmesi Mc-Kinnon (1973), Shaw (1973) ve Fry (1988, 1997) gibi, ekonomik alanın kuralsızlaştırılması (deregulasyonu) tezini savunan iktisatçılar için, liberalizasyon süreci içinde en önemli

aşamalardan biri olarak kabul edilmektedir. Ancak, liberalizasyon iktisatçıları, gayri-menkul piyasalarının iktisadi büyüme açısından ne anlam ifade ettiği konusuna gereken önemi vermemişlerdir.² Bu akım etrafında, gayri-menkul piyasaları ve iktisadi büyüme arasındaki ilişkiyi araştıran ampirik çalışmalar sınırlıdır.³ Diğer yandan, radikal iktisatçıların gayri-menkul piyasaları üzerine yaptıkları araştırmalar gelişmekte olan ülkelerdeki piyasaların bir hayli değişken (volatile) olduğu, bu durumun içeri ve dışarı ani sermaye akışlarına yol açabileceğini ve ekonomik yapıyı kırıl-ganlaştıracağını ileri sürmektedirler.

Bilindiği gibi, gelişen piyasalarda, borsa kapitalizasyonu, 1997 yılı itibarıyla, bu piyasalara kayıtlı şirket sayısının artışına ve hisse senetleri fiyatlarındaki yükselişe uyumlu olarak artmış ve \$2.1 trilyon düzeyine ulaşmıştır. Örneğin, Meksika, Kore ve Tayvan gibi ülkelerin borsa kapitalizasyonu 1983-1993 yılları arasında yirmi kat artarak orta büyüklükteki bazı Avrupa ülkelerinin borsalarından daha büyük hale gelmiş, Tayvan'ın borsa kapitalizasyonu 1981-1991 ara-

* Londra Üniversitesi, Doğu ve Afrika Çalışmaları Fakültesi'nde asistan. Yorum ve yazışma için e-mail:SA23@soac.ac.uk

sında GSMH (Gayri Safi Milli Hasıla) itibariyle %7'den %71'e çıkmıştır. Aynı zaman diliminde Meksika borsası %2'den %43'e, Tayland borsası kapitalizasyonu %3.8'den %55.8'e fırlamıştır. Benzeri şekilde, Şili'deki borsa kapitalizasyonu 1983-1993 arasında %13.2'den %78'e yükselmiştir. Bu miktardaki bir artış gerçekleştirmek, ABD'de 85 yıl sürmüştü. IFC'nin (International Finance Corporation) gelişen ülke borsaları hakkında yayınladığı 1997 yılı raporundan alınan bu örnekleri çoğaltmak mümkün. Kısaca, 1985-1994 yılları arasında dünya borsa kapitalizasyonu \$4.7 trilyon'dan \$15.2 trilyon'a atarken, gelişmekte olan ülke borsaların

nın kapitalizasyonu dünya toplamının %4'ünden %13'üne tırmandı. Yakından incelendiği zaman gelişmekte olan ülkelerin borsalarına akan yabancı yatırımların hacim ve bileşim olarak, süratle yükseldiği gözlemlenebilir. Gene IFC kaynağından öğrendiğimize göre 1990'lar süresince \$177 milyar civarında yabancı portföy yatırımı gelişmekte olan piyasa hisselerine yönelmiştir. Yalnızca 1996 senesi için bu piyasalara yönelen yabancı portföy yatırımının miktarının \$230 milyar olduğu tahmin edilmektedir. Bu miktar 1985 senesi itibariyle \$0.1 milyar civarındaydı.

Gelişmekte olan ülke borsalarına akan hisse senedi yatırımları daha çok, global/bölgesel hisse fonları, uluslararası fonlar, hedge fonları ve hisselerin ya doğrudan bireysel satın alma ya da kurumsal yatırımcılar tarafından satın alınması şeklinde gerçekleşmektedir.

Yukarıdaki veriler gelişmekte olan ülkelere yönelen yabancı portföy yatırımlarının hacminde önemli artışlar olduğunu göstermektedir. Buna karşın, yabancı yatırımcıların bu piyasalara yatırım yaparken nelere dikkat ettikleri, yatırım kararlarını alırken ne tür kriterler kullandıkları, yatırım kararlarının hangi tür bilgiye dayalı olarak alındığı ve bu bilgi kaynaklarının neler olduğu konusundaki bilgimiz yok denecek kadar azdır. Bunun da ötesinde, karar alma sürecine katkı yapan mevcut bilginin ve data'nın gelişmiş ülke kurumsal yatırımcıları tarafından kullanılan tekniklere ne denli uyumlu olduğunun tespiti, toplanan bilginin türü ve kaynak-

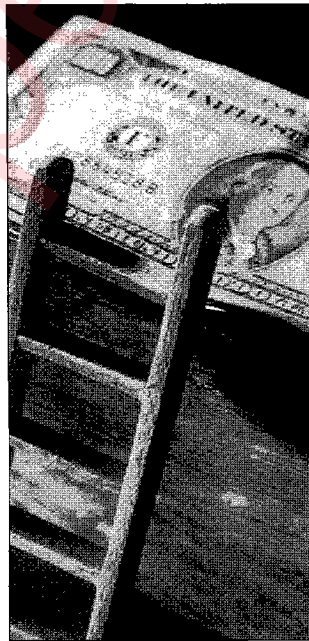
ları konusunda, mikro düzeyde araştırma yapmayı gerektirmektedir. İngiliz yatırımcılar arasında yürütülen çalışma, bu boşluğu kapatma amacını gütmektedir.

Uluslararası portföy yatırımlarına karar verme süreçleri konusunda mevcut olan bilgiler daha çok ABD'li yatırımcılar hakkındadır. Bu alanı inceleyen çalışmalar, portföy teorisinin ilkelerinin geçerliliği üzerinde yoğunlaşmaktadırlar ve özellikle ICAPM (International Capital Asset Pricing Model) turu modellerin uygulanabilirliğini araştırmaktadırlar. Bilindiği gibi, bu tür modeller yatırımcıların portföy seçimlerinin, getiri ve risk

Uluslararası portföy yatırımlarına karar verme süreçleri konusunda mevcut olan bilgiler daha çok ABD'li yatırımcılar hakkındadır.

arasında belli bir denge kurarak oluşturulduğu tezine dayanmaktadır. ICAPM turu modellerde portföy riski, farklı ülke piyasaları getirilerinin covaryansı ile bu piyasalar arasında yatırımcı portföyü çeşitlendirilmesi (diversification) tarafından belirlenmektedir. ICAPM türü modellerin sınındığı ampirik çalışmalar, uluslararası portföy yatırımlarının, bu modelin öngörülleri ile uyumlu olarak gerçekleşmediğini göstermektedir. Yatırımcılar portföylerindeki hisseleri modelin öngördüğü biçimde veya doğrultuda çeşitlendirmemektelerdir.

Bu konuda önemli bir kaynak Frankel (1995)'dir. Frankel piyasa istatistikleri kullanarak ekonometrik tekniklerle karar alma mekanizmasına bakmaktadır. Ancak Frankel, hem kullandığı teknikler hem de istatistikler açısından sınırlıdır. Bu yüzden sadece alınan kararların sonuçlarını inceleyebilmektedir. Öte yandan mikro seviyede yatırımcıların kararlarını hangi süreçler izleyerek aldıkları konusunda yapılmış araştırma da çok azdır. Bu tür ender çalışmalardan biri, Pratten'in (1993) yaptığı ve İngiltere'de yatırım yapan yatırımcıların karar alma süreçlerini izlediği çalışmadır. Pratten bu çalışmada sadece İngiltere'deki hisselerle yatırım yapan İngiliz kurumsal yatırımcıları üzerinde yoğunlaşmıştır. Bu araştırma, yatırımcılar arasından 18 firmayı örnek (sample) olarak almıştır, Pratten yatırımcıların, yatırım kararlarını kalitatif yöntemler kullanarak aldıkları ve herkesin kolaylıkla ulaşabildiği kaynaklardan elde ettiği bilgiyi, kendilerine ait yöntemlerle bireysel olarak değerlendirdikleri sonucuna varmaktadır.



II. Araştırmanın Organizasyonu

Pratten'inkine benzer bir araştırma, İngiltere'deki kurumsal yatırımcılar arasında, bu kez gelişmekte olan ülkelerin hisselerine yapılan yatırımlar konusu merkez alınarak yapılmıştır (Aybar ve Harris 1997). Kurumsal yatırımcılar ile görüşmelere başlamadan önce, gelişen piyasalara yatırım yapan kurumlar arasından belli bir örnek oluşturulmuştur. Bu örnek-leme, kurumsal yatırımcılar arasından, bankalar, emlak firmaları (building society), yatırım ve fon idaresi yapan kurumlar, emeklilik ve sigorta kuruluşları, broker ve reyting ajansları olarak beş farklı kategoride 30 civarında kuruluştan oluşturulmuştur. Sample'i oluşturan bu kuruluşlarla ilişkiye geçilmeden önce, bu kurumların gelişmekte olan piyasalara olan ilgileri ve yatırım hacimleri belirlenmiştir. Daha sonra, bu kurumların başındaki fon idarecileri, yatırım müdürleri, analistler ve uluslararası yatırım departmanlarının başındaki yöneticilerle, görüşülmüştür. Bu görüşmeler başlamadan önce, esnek ve açık uçlu sorular hazırlanmış, ilk etapta iki farklı kuruluş ile pilot çalışma yapılmış ve sorular buna göre tekrar gözden geçirilip düzenlenmiştir.

III. Elde Edilen Bulgular

Ulaşılan sonuçlar Pratten (1993)'deki bulgulara benzer niteliktedir. Ancak sözkonusu araştırma iki önemli farklılık tespit etmektedir. Birincisi; gelişmekte olan piyasalara yatırım yapan yatırımcılar bilgi akışını eşit düzeyde paylaşmamaktadırlar. Bilgi akışı, kurumlar arasında eşitsiz ve herkesin ulaşabileceği biçimde açık değildir. İkinci olarak; İngiltere piyasasında yatırım yapan yatırımcıların ana hedefi varolan bilgiyi değerlendirmek ve piyasaya sürülen "yeni" bilginin ne olacağını tahmin etmek iken, gelişen piyasalarda vurgu daha çok bilginin elde edilme süreci üzerine konmaktadır.

Araştırma, gelişen piyasalara yapılan yatırım kararlarının matematiksel analizlerden çok piyasa değerlendirmesine dayandığını vurgulamaktadır.⁴ Piyasa değerlendirmesi ise kalitatif değerlendirme üzerine kurulmaktadır. Toplanan bilgi, (kalitatif veya kantitatif) teknik metodlar uygulanmadan değerlendirilmektedir. Bu bulguyu, hemen hemen tüm fon yöneticilerinin yanıtları desteklemektedir. Ayrıca, işletme ders ki-

taplarındaki yatırım risk değerlendirmesi ve portföy kararı süreçleri ile çalışmaktadır.

Kurumsal yatırımcıların ihtiyaç duydukları bilgi aslında seçilen yatırım stratejisi tarafından belirlenmektedir. Eğer seçilen, yukarıdan-aşağı (top-down; ülke veya piyasa temelinde oluşturulan) yatırım stratejisi ise fon yöneticisi daha çok borsayı etkileyebilecek sistem riski ile ilgilenmektedir. Bu tür bir strateji, ül-

kenin makro ekonomik ve yapısal göstergeleri hakkında yüksek kalitede enformasyonu gerektirmektedir. Buna ek olarak siyasi değişim potansiyelleri de göz önüne alınmaktadır. Bu durumda, enformasyonun şeffaf ortamlardan sağlanıyor olması yatırımcıların yatırım karar-

larını vermelerinde etkili olmaktadır. Başka bir deyişle, enformasyonun kendisinden çok bu enformasyonun ne kadar şeffaf bir ortamın ürünü olduğu önem arz etmektedir.⁵

Diğer yandan, aşağıdan-yukarı (bottom-up; şirket bazında) yatırım stratejisi seçmiş olan kurumsal yatırımcılar, kararlarını temel olarak yatırım yapacakları belli bir şirket hakkında toplanan bilgiye ve bu bilginin değerlendirilmesine dayandırmaktadırlar. Bu durumda, şirket hakkında istenen bilgi şirket muhasebe kayıtları, ürün veya piyasa bilgisi, şirket idaresi ve işletme kalitesi v.s. hakkındaki bilgilerdir. Bu ikinci tür yatırım stratejisinin değişik bir türü de, belli bir piyasa için yapılan sektörel değerlendirmenin, başka ülkelerdeki benzeri sektörlerle karşılaştırılmasına dayanmaktadır.

Aslında, pratikte birçok şirketin yatırım stratejisi bu ikisinin belli bir karışımı halinde belirlenmektedir. Buna göre yatırımcılar hem makro hem de şirket spesifik bilginin peşine düşmektedirler. Ancak hangi tür bilginin ağırlıklı olarak kullanıldığına bakarak, yatırımcının stratejisini tespit etmek mümkün olabilmektedir.⁶

Araştırmanın bir başka sonucu, enformasyonu elde etme yöntemlerinin yatırımcı kurumun büyüklüğüne bağlı olarak değiştiğini göstermektedir. Büyük yatırımcılar enformasyonu kendi network'lerini kullanarak elde ederken, küçük yatırımcılar enformasyonu başka kaynaklardan satın almaktadırlar. Piyasa belirleyicisi (market maker) ve küresel şebekesi olan kuruluşlar, dışarıdan aldıkları enformasyona çok az

Büyük yatırımcılar enformasyonu kendi network'lerini kullanarak elde ederken, küçük yatırımcılar enformasyonu başka kaynaklardan satın almaktadırlar.

güvenmektedirler. Şayet dışarıdan kullandıkları enformasyon varsa kullandıkları bu enformasyonunu da kendi kaynakları tarafından doğrulanmasını istemektedirler.⁷

Mahalli enformasyonun zayıf olduğu yükselen piyasalara yatırım yapan ve ülke spesifik yatırım stratejisini seçmiş olan kurumsal yatırımcıların, mevcut olan "Africa Confidential", "Turkey Confidential", "China Quarterly" gibi yayınlardan haberdar olmadıkları ve bunlardan yararlanmadıkları da, bu çalışmanın bulgularındandır. Buna karşın, fon yöneticileri yerel üniversiteler tarafından yayınlanan raporların, broker'ların raporundan hem daha güvenli hem de daha önemli kabul etmektedirler.

Ülke spesifik stratejisi seçenler için yükselen piyasaların makro ekonomik enformasyonu, bir çok ülke açısından zayıf olarak kabul edilmektedir. Fon yöneticileri, GSMH, ulusal borç yükü gibi önemli makro göstergeler için bile, resmi makamlar arasında görüş ayrılığı olmasından yakınmaktadır. Aynı şekilde, aşağıdan-yukarı stratejiyi benimsemiş yatırımcılar açısından ise, şirketlerin muhasebe kayıtları zayıf muhasebe standartları yüzünden güvenilir bulunmamaktadır. Buna karşın, kurumlar bu zayıflıkların üstesinden mahalli araçlar ve şirket ziyaretleri ile gelmeye çalışmaktadırlar. Bu ziyaretler, belli aralıklarla düzenlenmekte ve yatırım yapılacak şirketin sahipleri, ortakları, müdürleri, bankacılar, mahalli brokerlar, gazeteciler, iktisatçılar ile görüşme imkanı sağlamaktadır. Kendi kişisel bağlantıları ve kişisel enformasyon kaynakları fon yöneticisinin kurumun önemli bir özvarlığı olarak görülmesini sağlamaktadır. Başka bir deyişle, fon yöneticisinin bu alandaki deneyimi ve bağlantıları, kurumun enformasyon maliyetini düşürmektedir.

Araştırmanın açığa çıkarttığı diğer önemli bir bulgu da reyting kuruluşları ile ilgilidir. Moody's ve Standart & Poor türü reyting kuruluşları da yükselen piyasalar hakkındaki bilgiyi toplamak için kurumsal yatırımcıların davranışlarını taklit etmektedirler. Kendi enformasyon kanallarına sahip olan reyting kuruluşlarının bir ülkenin makro verileri konusundaki değerlendirmeleri ülke spesifik yatırım stratejisini seçen yatırımcılar için önemli olacağı düşünülebilir. Yatırımcılarla yapılan görüşmeler fon yöneticilerinin bu tür kaynaklara çok fazla dikkat etmediklerini ortaya çıkartmıştır.

IV. Sonuç

Araştırma bir dizi sonuç ve ders çıkarmamıza yararlı olmuştur. Bunlardan ilki, yatırım kararları konu-

sunda işletme fakültelerinde okutulan formal modellerle ilgilidir. Araştırma, kurumsal yatırımcıların gelişen piyasalara yaptığı yatırımlarda, bu piyasalardaki enformasyon kalitesinin düşük olması nedeniyle kendi imkanları çerçevesinde bilgi toplama gayreti içindedirler. Bu durum yatırım kararları alınmasında kullanıldığı varsayılan modellerin bir noktaya kadar yararlı olabildiğini göstermektedir. Bunun ötesinde araştırma, hükümetler, yerli özel kurumlar ve uluslararası yardım kuruluşları için önemli dersler ihtiva etmektedir. Hükümetler, yabancı portföy yatırımlarını arttırabilmek için, kendi insiyatiflerinde düzenli olarak toplanan makro istatistiklerin ve piyasada varolan enformasyonun kalitesini yükseltmeyi hedeflemelidir. Bu muhasebe standartlarının tespitinden politik önlemlere kadar değişen bir yelpazede hareket etmeyi gerektirmektedir. Çalışma, yerli özel kurumların, yabancı kurumsal yatırımcıların ne tür bilgiye ulaşmak istedikleri konusunda daha çok bilinçlenmelerini sağlamaktadır. Çalışma, yerli brokerlar ve yabancı kurumlarla ortaklık geliştirmek isteyen yerli özel kuruluşlara, yabancı yatırımcılar tarafından hangi noktaların dikkate alındığı konusunda sistemli bilgi sahibi olma imkanı vermektedir. Çalışma ayrıca, IMF, Dünya Bankası veya NGO türü uluslararası kurumların, liberalleşme ve yapısal düzenleme hedefli yardım paketlerindeki borçlanma şartlarına, yabancı özel portföy yatırımlarının arttırılabilmesi için gelişmekte olan ülkelerin hangi alanlarda enformasyon kalitesinin yükseltmeleri gerektiği ve bu bağlamda almaları gereken önlemleri, yardım koşulu olarak eklemelerine imkan vermektedir. Bu durum, özellikle yabancı yatırım sıkıntısı çeken Sahra-altı Afrika ve Güney Asya ülkeleri için büyük önem taşımaktadır.

Kaynaklar

Aybar Sedat and Laurence Harris (1997), *Analysis of the Basis for Investment Decisions by UK Institutions*, Interim Report.

Aybar Sedat, Laurence Harris and Graham Smith (1997), "Risk and Return on Investment in sub-Saharan Equity Markets", Paper presented at the CSAE Conference at Oxford University, St. Antony's College (May 1997).

C. Pratten (1993) *The Stock Market*, Cambridge: Cambridge University Press.

Jeffrey A Frankel (ed) (1994) *The Internationalization of Equity Markets*, Chicago: Chicago University Press.

IFC (1997) *Emerging Stocak Markets Factbook*, Washington DC.

Demirguc-Kunt, Asli and Vojislav Maksimovic (1996) "Stock Market development and Financing Choices of

Firms" *The World Bank Economic Review*, Vol. 10, No.2, pp:341-369.

Fry Maxwell (1989), "Financial Development: Theories and Recent Experience", *Oxford Review of Economic Policy*, Vol. 5, pp: 13-28.

Fry Maxwjell (1997), "In Favour of Financial liberalisation", *The Economic Journal*, 107 (May), No: 442, Oxford: Basil Blackwell, pp, 754-70

Levine, Ross and sara Zervos (1996) "Stock Market development and Long Run Growth", *The World Bank Economic Review*, Vol. 10, No.2, pp:323-39.

Demirguc-Kunt, Asli and Ross Levine (1996) "Stock markets, Corporate Finance and Economic Growth: An Overview", *The World Bank Economic Review*, Vol. 10, No. 2, pp:223-39.

McKinnon, R I (1973), *Money and Capital in Economic Development*, Washington D.C: Brookings Institution.

Mullins J (1993) "Emerging Equity Markets in the Global Economy", *Federal Reserve Bank N.Y. Quarterly Review*, (Summer), pp:54-83.

Shaw E S (1973), *Financial Deepening in Economic Development*, New York: Oxford University Press.

Singh Ajit (1997) "Financial liberalisation, Stock markets and Economic Development", *The Economic Journal*, 107 (May, oxford: Blackwajells, pp:771-82.

Dipnotlar

¹ Bu mantık çerçevesi içinde tam tersi bir nedenselliğin ileri sürülmesi de mümkün olabilir. Başka bir deyişle, gayrimenkul piyasalarının gelişmesi, özel portföy yatırımlarının artışına yol açan önemli bir unsur olarak değerlendirilebilir.

² Örneğin Singh (1997). McKinnon-Shaw ekolü içinde yer alan iktisatçıların Gayri-menkul piyasalarına gereken önemi vermemelerini şaşırıcı bulmaktadır. Ayrıca Singh, Gayri-menkul piyasaların, düşük piyasa kapitalizasyonu, yüksek likidite, yüksek volatilité ve dünya piyasalarına tek yönlü bağımlı olmaları gibi özelliklerinden dolayı, gelişmekte olan ülkelerin iktisadi büyümelerini olumsuz etkilediklerini ileri sürmektedir. Böylece, gayri-menkul piyasaların kırılabilirliği tüm sistemi çöküşe götürebilecek riski de taşımaktadır. Diğer yandan, bu piyasaların yüksek volatilité yüzünden kısa dönemli spekülâtif hareketleri arttırdığı, hisse senedi fiyatlarının şirket performansını yansıtmadığı ve şirketlerin el değiştirme mekanizmasının bir nevi "casino etkisi" yarattığı bilinen olgulardır. Böylece gelişmekte olan ülkelerde, gayri-menkul piyasaları iktisadi gelişmeyi olumsuz etkileyebilmektedir.

³ Gayri-menkul piyasalarının iktisadi büyümeyle ilişkisi hakkında daha detaylı incelemeler için Demirguc-Kunt ve Maksimovic (1996), Levine ve Zervos (1996), Demirguc-Kunt ve Levine (1996) ve Mullins (1993)'e bakılabilir.

⁴ Fon yöneticilerinden birinin belirttiğine göre, "matematiksel analiz anti-kapitalisttir, çünkü verili istatistikler hem bozuktur (dolayısıyla ile analizi yapmanın pek bir faydası yoktur), hem de yatırımın başarılı veya başarısız olması durumunda kimin cezalandırılıp kimin ödüllendirileceğinin bilinmesini engeller".

⁵ Bu tür bir strateji belirlemiş olan kurumsal yatırımcılar kararlarını, basın ne kadar sansürlü olduğuna, konuşma özgürlüğünün varolup olmadığına, demokratikleşmenin düzeyine, muhalif partilerin ne denli özgür olduğuna, sivil toplum örgütlerinin etkisine, etnik azınlıkların, dinin ve dini azınlık gruplarının durumuna v.s. bakarak almaktadırlar. Devlet kurumlarından ve hükümet organlarından alınan bilginin yukarıda sayılan türden muhalif kaynaklara bakılarak kontrol edilmesine kurumsal yatırımcılar büyük önem vermektedirler. Muhalif kaynakların varlığı veya yokluğu, kurumsal yatırımcılar tarafından elde edilen bilginin ne denli şeffaf bir ortamın ürünü olup olmadığının göstergesi olması açısından yatırım kararlarında önem taşımaktadır.

⁶ Yakın zamanda, City'de büyük bir yatırım bankasının analisti, kurumsal yatırımcıların yavaş yavaş sektör bazında analizlere yönelindiklerini ve bunda Sovyetler Birliğinin çöküşünün önemli bir rolü olduğunu belirtmiştir. Bu konuda daha önce, formel bir çalışma Aybar, Harris, Smith (1997), Oxford Üniversitesi. St. Antony's de bir konferans sunumu olarak verilmiştir.

⁷ Görüşülen fon yöneticilerinde biri, "kendi ülke reytingleri varolduktan sonra herhangi bir magazin (Economist Intelligence Unit!) sağladığı enformasyon ve reytinge rağbet etmenin anlamsız" olduğunu söylemiştir.



Türkiye'de Aktif Yönetimi

Alp Keler*

2000 yılı başlarına kadar, Türkiye'de reel faizlerin yüksek düzeyi ve özel emeklilik fonlarının kurulamamış olmasından dolayı aktif yönetimi istenilen boyuta bir türlü ulaşamamıştır. Gelişmiş ülkelerde, büyük kurumsal yatırımcılar sayesinde şirketlerin finansman ihtiyacı karşılanırken, Türkiye'de sermaye piyasalarının gelişmemesi ve kurumsal yatırımcı kavramının yeni oluşmaya başlaması sonucu mevcut kaynaklar yeterince efektif olarak değerlendirilememektedir. Türkiye'de oldukça küçük boyutlarda olan yatırım fonları ve sınırlı kurumsal yatırımcı sayısı, aktif yönetiminin geleceği için oldukça büyük fırsatlar sunmaktadır. Başarılı bir aktif yönetimi için profesyonel ve tecrübeli bir kadro, kurulu bir yönetim sistemi/süreci, teknik altyapı ve üstün geçmiş performans gerekmektedir.

Türkiye'de Yatırım Tercihleri (1996)

Yatırım Aracı	Alle Sayısı	%
Altın	3,930,000	26.43%
Döviz	2,950,000	19.84%
Mevduat	1,590,000	10.69%
Hisse Senedi	415,000	2.79%
Finansman Bonosu	39.4	0.26%
Hazine Bonosu /Devlet Tahvili	288.5	1.94%
Yatırım Fonu	85	0.57%
Repo	280.25	1.88%
Gayrimenkul	5,290,000	35.58%
	14.868.150	100.00%

Kaynak: Sermaye Piyasası Kurulu Bültenleri

Yukarıda görüldüğü üzere Türkiye'de yatırım tercihleri ağırlıklı olarak altın, döviz, mevduat ve gayrimenkul üzerinde yoğunlaşmaktadır. Hisse senedi kültürü oluşmamış ve yatırımcı sayısı oldukça sınırlı kalmıştır. Özellikle faizlerin düşmesi ile beraber hisse senedi yatırıma doğru bir eğilim sözkonusudur ve zaman içerisinde Türk insanında da hisse senedine uzun vadeli yatırım kültürü oluşacaktır.

* Hazine uzmanı, Garanti Bankası

Türkiye'de Kurumsal Yatırımcılar

Uluslararası sermaye hareketlerinin cazibesi; gelişmekte olan ülkelerin finansal piyasalarını regüle ve liberalize etme gerekliliğini ön plana çıkardı. Türkiye'de finansal liberalizasyon çalışmaları 1980 başlarında başladı. Türkiye'de kurumsal yatırımcılar son yıllarda hızla artmakla beraber, gelişmiş piyasalarla karşılaştırıldığında gerek sayısal olarak gerekse sahip oldukları finansal varlıklar açısından oldukça küçük boyutta kaldılar. (Grafik 1)

Gelişmekte olan ülkelerde gerek devlet iç borçlanma faizlerinin yüksek olması gerekse hisse senedi piyasasındaki fiyat oynaklığının fazla olması, kurumsal yatırımcıları Sabit Getirili enstrümanlara yöneltmektedir. OECD ülkeleri arasında sabit getirili menkul kıymetler en ağırlıklı ülke Türkiye, hisse senetleri en ağırlıklı ülke ise sermaye piyasaları oldukça gelişmiş ve tabana yayılmış olan İngiltere'dir.

Türkiye'de Aktif Yönetimi Alanları

Türkiye'de mevcut aktif yönetim alanlarını ana hatlarıyla 5'e ayırabiliriz. Bunlar sırasıyla;

- Yatırım Fonları
- Özel Yatırım Fonları (Kurumsal)
- Yatırım Ortaklıkları
- Özel Emeklilik Fonları
- Özel Portföy Yönetimi (Bireysel ve Kurumsal)

1) Yatırım Fonları -Tanıtım

● Yatırımların sermaye piyasası araçları kullanılarak profesyonelce yönetilmesi amacıyla oluşturulan bir yatırım aracıdır.

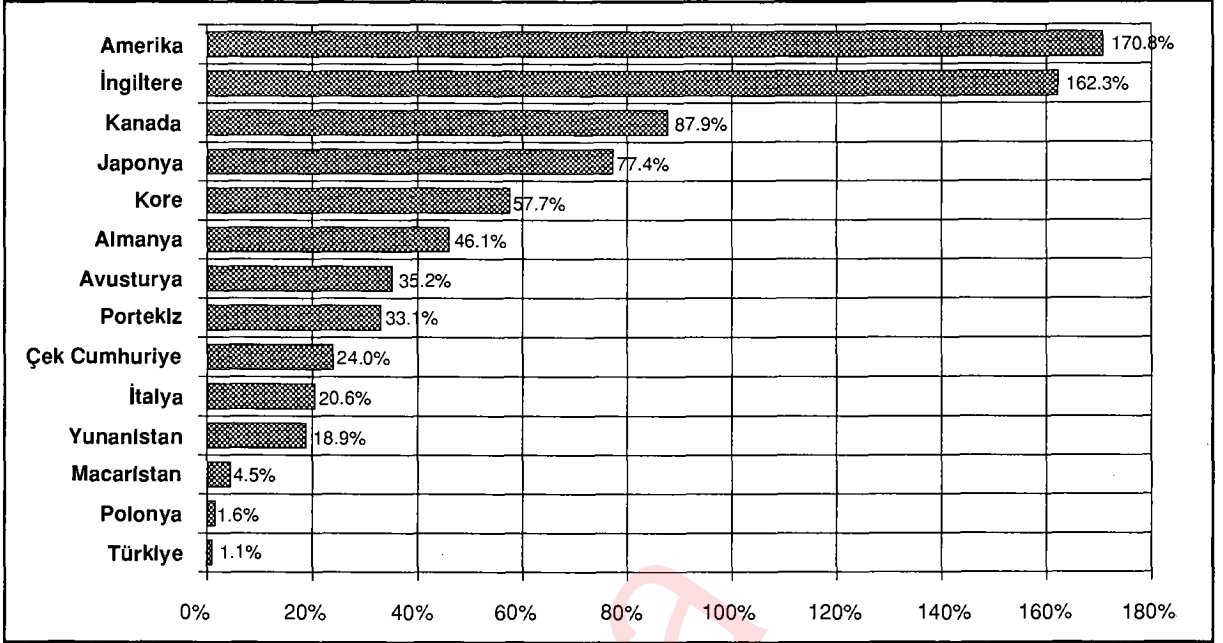
● Kurucusunu, yöneticisini, sermayesini, hangi yatırım araçlarıyla değerlendirebileceğini ve özelliklerini anlatan bir iç tüzüğü vardır.

● Sermaye Piyasası Kurulu tarafından denetlenir.

● Katılma belgeleri yatırımcı adına Takasbank'ta saklanır

● Yatırımcıların beklentilerine göre, birikimlerini değişik alanlarda ve piyasalarda en verimli şekilde değerlendirmelerini sağlar.

Grafik 1. Kurumsal Yatırımcıların Toplam Finansal Varlıklarının Milli Gelirlerine Oranı (1995) (% GSYİH)



Kaynak: Sermaye Piyasasında Kurumsal Yatırımcılar; Dr. Oral Erdoğan - Levent Özer - Ağustos 1998-p.48

● Sermaye Piyasası Kurulu tarafından yayınlanan tebliğ gereğince ana hatlarıyla iki gruba ayrılır:

A Tipi Yatırım Fonları : Fon portföy değerinin en az % 25'ini İMKB'de işlem gören hisse senetlerine yatıran fonlardır.

B Tipi Yatırım Fonları: Yukarıdaki sınırlamalara tabi olmayan fonlardır.

Yatırım Fonları - Avantajlar

● **Profesyonel Portföy Yöneticileri Tarafından Yönetilmesi.**

● Portföy Çeşitlemesi ile **Azaltılan Risk.**

● Bireysel ve Kurumsal Yatırımcılar için **Vergi Avantajı.**

● Anında **Nakite Çevirebilme İmkânı.**

● Yatırımcıların Enstrüman / Sektör tercihlerine göre **Geniş Bir Yelpazede Yatırım Fırsatı.**

● Gelişen bir piyasa olan İMKB'de **Orta Ve Uzun Vadede** hisse senetlerinin yüksek getirilerinden, daha düşük riskle yararlanma şansı (A Tipi Fonlar)

● **Küçük Montanda** yatırım yapabilme imkanı.

Yatırım Fonları - Dünya'daki Durum

Tablo 1'de görüldüğü gibi, Türkiye diğer bazı gelişmiş ülkelere göre yatırım fonu yönetimi olarak oldukça küçük boyutta kalmıştır.

Yatırım Fonları - Türkiye'deki Durum

2000 yılı başlarında özellikle faizlerde yaşanan hızlı düşüş ve yatırım alternatifleri arasında hisse senedi ve A Tipi Yatırım Fonları'nın ön plana çıkması, toplam yönetilen fon sayısı ve fon büyüklüğünde hızlı bir artışı beraberinde getirmiştir. Bu sayede sermaye piyasalarına kaynak girişi hızlanmış ve İMKB gelişmekte olan piyasalar içerisinde işlem hacmi ve derinlik açısından ön plana çıkmaya başlamıştır. (Grafik 2)

29 Şubat 2000 İtibariyle Türkiye'deki Yatırım Fonları

	Fon Sayısı	Toplam Büyüklük (Milyon \$)
A Tipi Fonlar	105	1.246.0
A Tipi Özel Fonlar	10	69.8
B Tipi Fonlar	105	2.588.2
Toplam	220	3.904.0

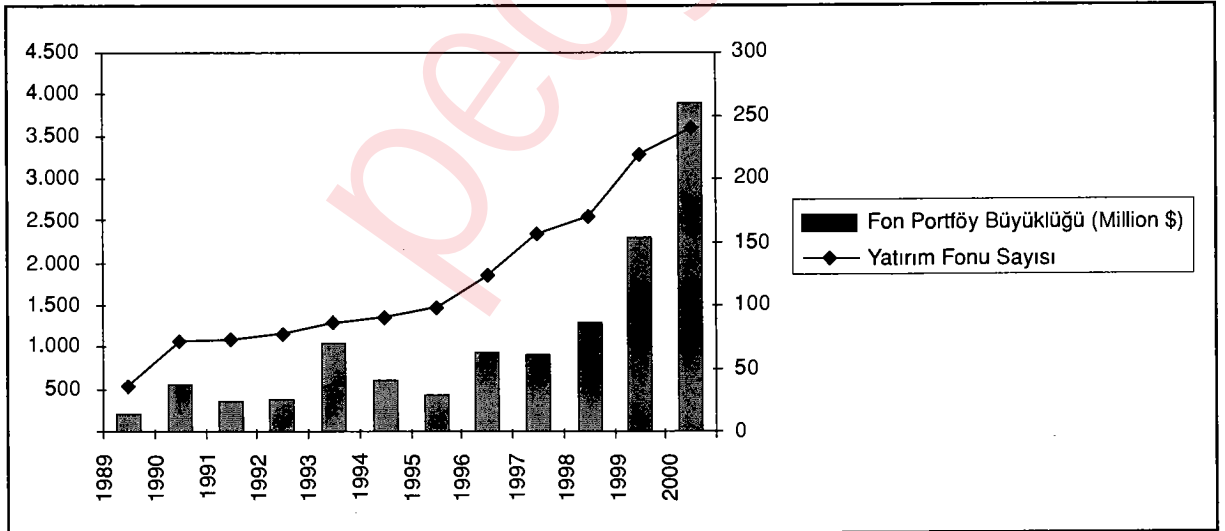
Kaynak: SPK Aylık Bültenleri

Tablo 1.

	ÜLKE	FON SAYISI	FON BÜYÜKLÜĞÜ (Milyon \$)	FON BAŞINA DÜŞEN BÜYÜKLÜK (\$)	GSMH (1998) (Milyar \$)
1	ABD	7.011	5.013.687	715.117.244	7.434
2	İTALYA	639	275.280	430.798.122	1.141
3	ALMANYA	758	160.169	211.304.749	2.365
4	İNGİLTERE	1.436	272.487	189.754.178	1.152
5	YUNANİSTAN	167	26.111	156.353.293	120
6	İSPANYA	1.562	194.712	124.655.570	563
7	PORTEKİZ	172	18.865	190.680.233	101
8	GÜNEY AFRİKA CUM.	156	15.573	99.826.923	133
9	BREZİLYA	1.611	123.010	76.356.300	710
10	JAPONYA	4.955	288.291	58.181.837	5.149
11	ŞİLİ	96	3.764	39.208.333	70
12	ARJANTİN	202	5.793	28.678.218	295
13	MACARİSTAN	59	1.258	21.322.034	44
14	POLONYA	32	574	17.937.500	125
15	ÇEK CUMHURİYETİ	52	378	7.269.231	49
16	TÜRKİYE	187	1.072	5.732.620	204

1998 Mart itibariyle GSMH rakamları 1998 sonu itibariyledir.

Grafik 2. Türkiye'de Yatırım Fon Büyüklükleri (Million \$) ve Yatırım Fonu adedi (1989-1999)



Kaynak: SPK Aylık Bültenleri

Ancak özellikle halka açıklık oranlarının düşük olması, işlem gören şirket sayısının azlığı yeni halka arzlar gelmedikçe Yatırım Fonları'nın gelişimi önünde ciddi bir engel teşkil edecektir. IMF ile gerçekleştirilen

Standby anlaşması çerçevesinde, 2000 yılında özelleştirmelerin hız kazanması, büyük halka arzların artması, arz tarafını kuvvetlendirecek ve IMKB daha sağlıklı bir şekilde büyüyecektir.

2) Özel Fonlar

● Katılma belgeleri önceden belirlenmiş kişi veya kuruluşlara tahsis edilmiş fonlar "ÖZEL FON" olarak adlandırılır.

● Türkiye'de İlk Özel Fon 1997 yılında kurulmuştur.

● 1999 Aralık ayı itibariyle yaklaşık 30 Trilyon TL (54 Milyon \$) büyüklüğünde 10 adet A Tipi Özel Fon bulunmaktadır. Bu yatırım Fonları'nın A Tipi olarak kurulmasının avantajları kurumsal yatırımcılara vergi avantajı sağlamasındadır.

● Özel Fonlar'ın yönetim komisyonları, yatırım fonlarına kıyasla düşük olup, Yüzbinde On seviyelerindedir.

Vergisel alandaki teşvikler arttıkça özel fonlar vasıtasıyla sermaye piyasalarına girecek kaynakta artacaktır. Ancak mevcut durum itibariyle vergi avantajı sağlamak için %51 minimum hisse senedi taşıma zorunluluğu volatilitenin oldukça yüksek olduğu bir ortamda kaynak girişini sınırlamaktadır.

3) Yatırım Ortaklıkları

● Mevcut bireysel fonların kurumsallaşmasını kolaylaştıran Yatırım Ortaklıkları'nın gelişimi çok yavaş bir seyir izlemektedir.

● 1991 yılında kurulmaya başlamıştır.

● 1999 Aralık itibariyle ancak 152 Milyon \$'a ulaşmıştır.

● Türkiye'de ayrıca 1999 Aralık itibariyle 8 adet Gayrimenkul Yatırım Ortaklığı bulunmaktadır.

GYO'larının portföy büyüklükleri 735 Milyon \$ olup, bu miktarın 478 Milyon \$'ı Gayrimenkul projelerinde, 257 Milyon \$'ı Sermaye Piyasası araçlarında değerlendirilmektedir. Özellikle son yıllarda GYO'larındaki hızlı büyüme, bu yolla sermaye piyasalarına giren kaynağı arttırmıştır ancak henüz istenilen boyuta ulaşamamıştır. (Grafik 3)

4) Özel Portföy Yönetimi - Tanıtım

● Özel Portföy Yönetimi, sermaye piyasası araçlarından oluşturulan portföylerin müşteri adına, müşterinin belirlediği risk oranı ve süre çerçevesinde maksimum verimi sağlayacak şekilde, vekil sıfatı ile yönetilmesidir.

● Sermaye Piyasası Kurulu Portföy Yönetimi'ne ilişkin esasları Seri: V No: 29 sayılı tebliğ ile düzenlemiştir. Bu tebliğe göre;

1. Portföy Yönetimi'ni, sadece yetki belgesi almış aracı kurumlar veya portföy yönetim şirketleri yapabilir.

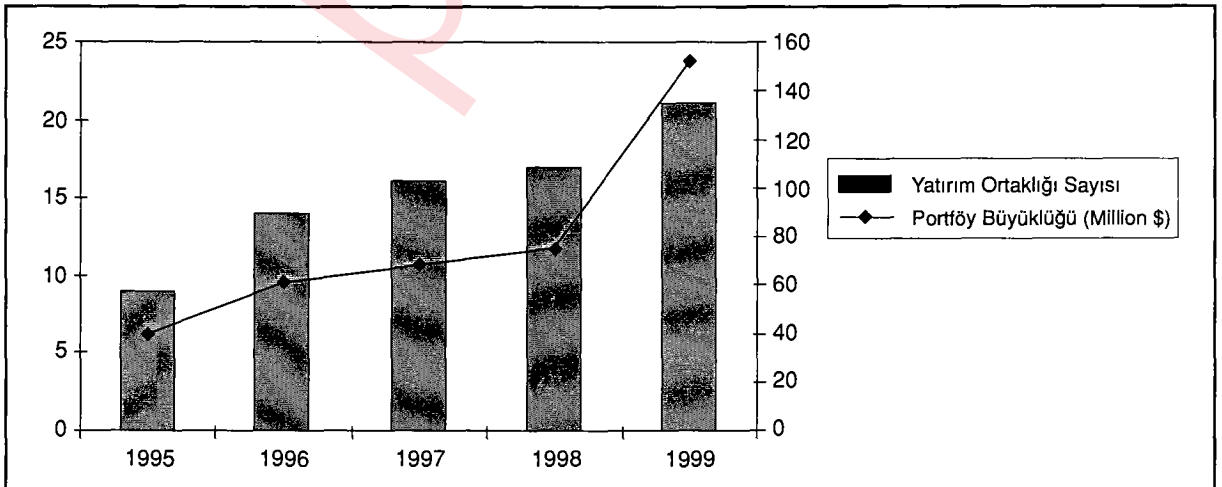
2. Bu kuruluşların bünyelerinde portföy yöneticiliği ve araştırma faaliyeti için yeterli mekan, teknik donanım, organizasyon ile portföy yöneticisi vasıflarına sahip ihtisas personelinin sağlanması şarttır.

3. Portföy yöneticiliği faaliyetinde bulunacak kurumlar;

● Müşteri menfaatlerini korumak,

● Yatırım kararlarını gerekçe veya belgelere dayandırmak,

Grafik 3. Yatırım Ortaklığı Sayısı ve Portföy Büyüklükleri (Million \$) (1995-1999)



Kaynak: SPK Aylık Bültenleri

- Objektif iyi niyet kurallarına uygun hareket etmek,
- Portföye ilişkin risk-getiri tercihleri, dönemler vb. gibi konuları içeren sözleşme düzenlemek suretiyle belirlemek ve belgelemek zorundadır.

4. SPK kurumların tebliğlere uygun olarak çalışıp çalışmadığını düzenli olarak denetler ve kurumlar belli periyodlarla SPK'na raporlama yapar.

Özel Portföy Yönetimi - Avantajlar

- Profesyonel yönetim,
- Tüm yatırım araçlarından kişiye özel risk-getiri tercihlerine göre hazırlanacak olan bir kompozisyonla yararlanma imkanı,
- Piyasaların sizin adınıza uzmanlar tarafından sürekli izlenip, gerekli aksiyonların zamanında alınması,
- Kişiyeye özel hazırlanan raporlarla düzenli bir bilgi akışı,
- Her an müşteri temsilcisine ulaşabilme imkanı.

Özel Portföy Yönetimi - Yatırım Süreci

- Yatırımcıya özel yatırım politikaları belirlenir,
- Yatırıma yönelik stratejilerin geliştirilir,
- Piyasa koşulları, yatırım enstrümanlarının değerleri ve yatırımcının durumunun sürekli gözönünde bulundurulur,
- Değişen koşullara göre portföy kompozisyonunda değişiklikler yapılır,
- Müşterilerin düzenli olarak bilgilendirilir.

Türkiye'de Özel Portföy Yönetimi alanında çok çeşitli uygulamalar bulunmaktadır. Bu yolla sermaye piyasalarına aktarılan kaynak konusunda bilgi edinmek imkansızdır. Ancak özellikle sermaye piyasalarındaki enstrümanların çeşitlenmesi ve bilinçli yatırım ihtiyacı, sektörde hızlı bir büyümeyi beraberinde getirmektedir.

5) Özel Emeklilik Fonları - Tanım

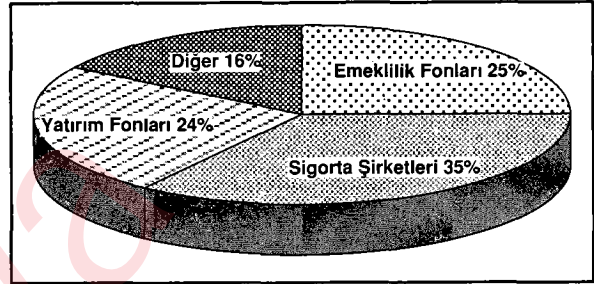
Özel Emeklilik Fonları; çalışanların bireysel katkılarının, emeklilik dönemlerinin finanse edilmesi amacıyla etkin bir fon yönetimi ile değerlendirilmesi

esasına dayanan ve özel emeklilik planları aracılığı ile yaratılan fonlardır. (Ergenekon-1998)

Özel Emeklilik Fonları - Dünya'daki Durum

Özel Emeklilik Fonları'nın Dünya'da yaklaşık olarak 9 Trilyon \$ varlık düzeyi bulunmaktadır.(Amerika 6-6.5 Trilyon \$) Bu varlıkların %90'ı 7 ülkede toplanmış durumdadır. Fonların yükümlülükleri uzun vadeli iken, yatırımlar ağırlıklı olarak hisse senedi ve tahvil üzerindedir..

OECD Ülkelerinde Finansal Varlıkların Kurumsal Yatırımcılar İtibarıyla Dağılımı (1995)



Kaynak: Özel Emeklilik Fonları; Çağatay Ergenekon, Temmuz 1998-p.15

Yukarıda görüldüğü üzere dünya finansal sistemi içerisinde oldukça ciddi bir yere sahip olan Özel Emeklilik Fonları Türkiye'de finansal sistem içerisinde yer teşkil etmemektedir. Önümüzdeki dönemde bu yolla sermaye piyasalarına girecek kaynak gerçekten çok ciddi boyuttadır ve piyasalardaki dinamikleri değiştirecek boyuttadır.

Özel Emeklilik Fonları - Türkiye Potansiyeli

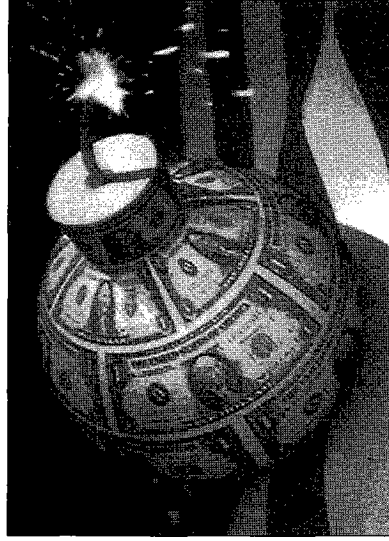
Türkiye'de Özel Emeklilik Fonları kurulma aşamasındadır. 1999 yılında 1. Aşaması gerçekleştirilen Sosyal Güvenlik Reformu'nun 2. Aşamasında gündeme gelecek olan Özel Emeklilik Fonları sayesinde sermaye piyasalarına çok ciddi bir kaynak girişi sağlanacaktır. Türkiye GSMH 1999 rakamı yaklaşık 190 Milyar \$'dır. ÖEF'ları potansiyel olarak minimum GSMH'nin %10'una yani 19-20 Milyar \$'lık bir büyüklüğe ulaşacaktır. Özel Emeklilik Fonları uygulamaları, Latin Amerika, Uzak Doğu Asya ve Doğu Avrupa ülkelerinde son dönemde oldukça başarıya ulaşmıştır.(Ör: Polonya'da sadece 1 yılda 3 Milyar \$'a ulaştı). Türkiye'de eğer vergi teşvikleri doğru yapılırsa ve ÖEF'ları Türkiye'nin sosyo-kültürel yapısına uygun

olarak dizayn edilirse 2002 yılına kadar 20 Milyar \$ seviyelerine ulaşılabilir.

Özel Emeklilik Fonları - Neden Gerekli?

● Türkiye'de yıllardır bütçe üzerinde ciddi bir yük olan Sosyal Güvenlik Açığı 1999 yılında 6.3 Milyar \$ ile GSMH'nın %3.2'sine ulaşmış durumdadır. Eğer önlem alınmazsa 2050 yılında açığın GSMH'nın %10'una ulaşması beklenilmektedir. Özel Emeklilik Fonları'nın gelişimi devleti oldukça rahatlatacaktır.

● Özel Emeklilik Fonları sermaye piyasalarını yeniden yapılandıracak ve derinleşmesini sağlayacaktır. Örneğin, 1998 yılında yaşanan global krizde, yabancı yatırımcıların toplam hisse senedi içerisindeki



paylarını %55'ten %40'lara düşürmesi sonucu hisse senedi piyasası ciddi düşüşler yaşamıştır. Özel Emeklilik Fonları sermaye piyasalarındaki bu çıkışları hızla dengeleyebilecektir.

● SSK'da 1 Emekliye karşı 1.9 Çalışan (2050 yılında 0.87 Çalışan), Dünya'da ortalama 1 emekliye karşı 5-6 çalışan bulunmaktadır. Bu kapsamda 1999 yılında sosyal güvenlik reformu kapsamında emeklilik yaşı yükseltilmiştir.

● Özel Emeklilik fonları'nın uzun vadeli projeksiyonu ile Hazine'ye daha uzun vadeli kaynak sağlanacaktır.

Hazine bu sayede ortalama 1-1.5 yıllık borçlanma vadesini 5-10 yıla yayabilecektir.

● 2000 yılı bütçesi için oldukça önemli olan Özelleştirme çalışmalarına hız kazanacaktır.

LÜTFEN NOT EDİNİZİ!..

ÜYE AİDATLARINIZI VE BAĞIŞLARINIZI, AŞAĞIDAKİ BANKA ŞUBELERİNE YATIRABİLİR VEYA SEKRETERYAMIZI ARAYABİLİRSİNİZ.

İKTİSAT FAKÜLTESİ MEZUNLARI CEMİYETİ

Cumhuriyet Cad. Ceylan Apt. No: 27/6 80090 TAKSİM / İST.

Tel: (0212) 250 50 34 - 235 61 55 Faks: (0212) 255 17 73

E-posta: ifmc@isbank.net.tr

İŞ BANKASI Beyoğlu Şb. Hsp. No: 46783 AKBANK Taksim Şb. Hsp. No: 7102

**KATKILARINIZLA ZENGİNLEŞECEK DAHA GÜZEL BİR
İKTİSAT DERGİSİNDE BULUŞMAK DİLEĞİYLE**

Döviz Kuru ve Borsa Getiri Endeksi İlişkisi Üzerine Bir Not

Gündüz Fındıkçoğlu*

Aşağıdaki tüm veri kümeleri aylık olup, 1994:01 - 1999:12 dönemine ilişkindir (72 gözlem). Veri kümesinde şu ülkeler bulunmaktadır: Arjantin, Çekoslovakya, Yunanistan, Polonya, Slovakia, Macaristan, Türkiye. Çalışma Eviews ekonometri paketi kullanılarak yapılmıştır. Bu kısa notun amacı kura dayalı stabilizasyon programlarıyla borsadaki hareketler arasında nasıl bir ilişki olduğu sorusuna geçici bir "ilk cevap" aramaktır. Ancak, stabilizasyon deneyleri genellikle eski tarihli olup veri kümemizde son beş yılda başlamış bir stabilizasyon bulunmamaktadır. Ek 1'de kura dayalı stabilizasyon programlarının bir dökümü verilmektedir. Görüleceği gibi, bu programlar genellikle eski tarihlidir ve veri kümemiz 1994 öncesine gitmemektedir. Bu durumda 1994-1999 arası verileriyle genel olarak kur/endeks ilişkisine basit bir istatistiki yaklaşımda bulunmakla yetiniyoruz.

Yunanistan

Endeks 1994-1998 arası kolay tahmin edilir türden bir seri veriyor ve birinci dereceden bir otoregresyonla yakalanabilir. 1998 sonrası oynaklık artıyor. "Etki çarpanları" grafiği (impulse responses) grafiği kur şoklarının endeksi önce artırdığını, sonra etkinin, ceteris paribus, pozitif bir değerde düz gittiğini gösteriyor. Kur borsa endeksi regresyonuna negatif bir katsayıyla giriyor, fakat beklenmedik kur artışlarının (depreciation) etkisi pozitif değerli. Durağan olmayan orijinal serilerle Granger nedensellik testi bir aylık dönemde çift yönlü etki, iki-dokuz ay arasında kurdan endekse nedensellik etkisi gösteriyor. Fakat bu sonuçta itibar etmezsek durağanlaştırılmış (birinci farklar) serilerde nedensellik yok. Korelasyon pozitif %69. 1998'in ilk aylarından itibaren endeks kurdaki hareketleri takip etmeyerek yükseliyor.

Macaristan

Macaristan verilerini şöyle tarif edebiliriz.

- (1) Hem endeks, hem de kur serisi durağan (stationary) değil, trend gösteriyor. Her ikisi de birinci farkı alınınca durağan hale geliyor. Seriler I(1) olarak tanımlanıyor.
- (2) Durağanlaştırılmış seriler arasında Granger nedenselliği 2, 3, ve 4 aylık gecikmelerde yok. Birinci ayda ve beşinci aydan sonra nedensellik endeksten kura doğru. Kurdan endekse nedensellik görülüyor. Yüzde değişimlerde nedensellik birinci ayda endeksten kura doğru, sonra kayboluyor. Buna karşın, durağanlaştırılmamış serilerde nedensellik ilk dört ay için kurdan endekse doğru, bir yıldan yüksek gecikmelerde endeksten kura doğru yön değiştiriyor.
- (3) Not: Durağanlaştırılmamış serilere nedensellik testleri uygulamanın popüler fakat problemlili bir alışkanlık olduğu biliniyor. Bu nedenle serileri durağanlaştırdıktan sonra yapılan testlere ağırlık veriyoruz. Aslında, bu testler durağan olmayan değişkenlere uygulanırsa yaklaşık olarak doğru sonuçlar vermezler ama tamamen yanlış bir yön de gösterebilirler. "Durağan olmama tarzı determinist trend eklemek veya logaritmik bir dönüşüme başvurmak yöntemlerinden birisiyle durağanlaştırmaya imkan tanıyor, Granger nedensellik testleri durağan olmayan serilere de uygulanabilir" şeklinde bir iddia da mevcut.
- (4) Kur ve endeksteeki şokların bu değişkenlerin varyansını açıklama gücü sınırlı: varyansın %95'inden fazlası daima kendi şokuyla açıklanıyor. Kura verilen bir şok on ay sonra bile endeksin dalgalanmasının sadece % 4.5 kadarını açıklayabiliyor.
- (5) Şoklara verilen cevaplar (impulse responses) kura verilen pozitif bir şokun endekse pozitif bir etki yaptığına işaret ediyor. Korelasyon ise %74 ve pozitif.

* Uzman, TSKB

- (6) Macaristan verileri kurun bastırılmasının değil, kurun artmasının borsayı canlandırdığını düşündürüyor. Öte yandan, regresyon katsayıları beklenmedik kur artışlarının borsayı olumsuz etkilediğini gösteriyor.

Arjantin

Arjantin 1991'den beri para kurulu uygulamasına geçmiş bulunmaktadır. Bu uygulamaya göre 1 peso=1 dolar olarak kur sabitlenmiş durumdadır. Bu durumda kur hareketleriyle endeks hareketleri arasında bir ilişki aramak anlamsız hale gelmektedir. Arjantin'in 1980'lerdeki başarısızlıklarında ABD'de faizlerin yükselmesinin sermaye hareketlerine etkisi ve tutarsız maliye/para politikalarının sonuçları önemli rol oynamıştır. Ancak, 1990'ların tablosu değişiktir: 1995 yılında kura yönelik bir spekülasyon saldırı gerçekleşmiş olmakla beraber kur değişmemiştir. Bu saldırıda ve 1991'de başlamış olan stabilizasyona yönelik tehditlerde en önemli unsur Meksika krizi sonrası bu ülkeden ve diğer Latin Amerika ülkelerinden Arjantin'e ulaşan etkiler (spillover effects) olarak görülmektedir. Aşağıda Arjantin endeksinin Hodrick-Prescott filtresi ve endeksin kendisi görülmektedir. Bu filtre uzun dönemli trendi ayıklamak için kullanılan bir tekniktir. Uzun dönemli trendden en fazla ayrılmanın 1999 yılında olduğu görülmektedir. Yaklaşık dokuz yıllık bir dönemde endeksin trendin etrafında salındığı ve ani hareketlerin fazla olmadığı görülebilir. Buna rağmen basit Holt-Winters metoduyla "exponential smoothing" tarzı bir öngöründe bulunmanın örnek dönemi içinde dahi (within sample forecast) başarılı olamadığı gözlenmiştir. Ancak, belli aralıklarla gerçekleşen değerler Holt-Winters'le elde edi-

len değerlere dönmektedir. Yani, Arjantin borsası dokuz yıllık dönemde birkaç aylık ve birkaç yıllık dönemler için çok basit yöntemlerle öngörülebilir gibi görünmektedir. Çok kısa dönemli -örneğin bir ay- öngörülürse başarılı olmayabilir. Örneğin, 1998:08 ve 1999:10 dönemlerindeki tersyüz oluşlar yakalanamasa da yaklaşık 15 ay için salınımlar küçük sayılabilir. Uzun dönemdeyse, Türkiye için standart sapmanın ortalama değere oranı % 65 iken Arjantin için bu oran % 25 oluyor. Arjantin 1990'larda oldukça kararlı bir borsa görüntüsü çiziyor ve kur hareketlerinden bağımsız olmasının -kur zaten sabit- bunda rolü olabilir..

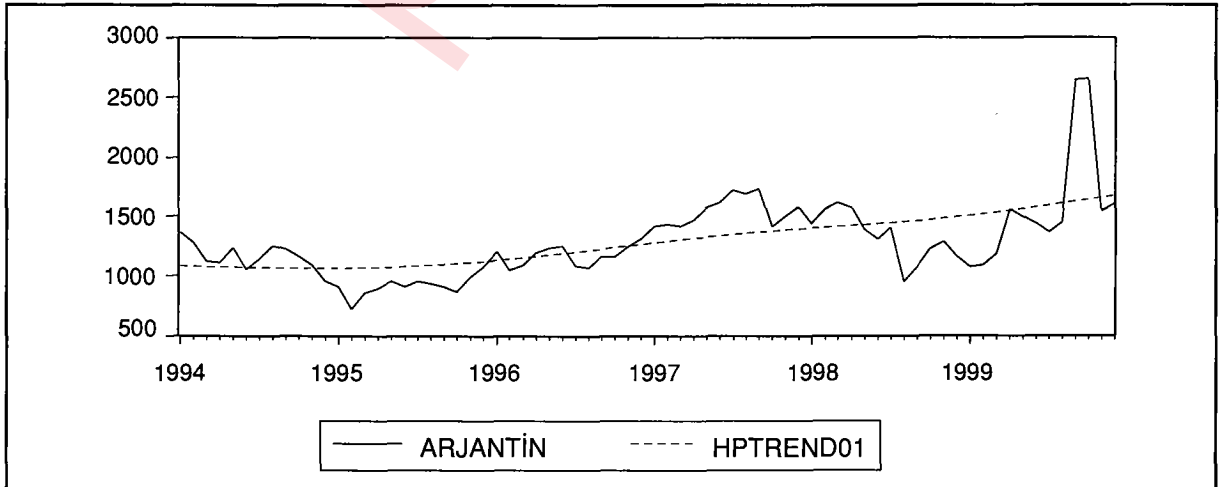
Çekoslovakya

Çekoslovak verilerinde hiçbir versiyonda bir yıla kadar olan dönemler için nedensellik görülmemektedir. İkili bir VAR'da (vector otoregresyonu) varyans dekompozisyonu kur şoklarının endeks varyansının %20'sini açıkladığını göstermektedir. Ancak, endeks şokları kurdaki varyansı sadece %1 oranında açıklayabilmektedir. "Etki çarpanları" son derece benzer kur-endeks /endeks-kur şok cevaplarına işaret etmekle beraber kurdaki bir pozitif şokun endekse olan etkisi bütün dönemlerde (10 ay) negatif seyretmektedir. Korelasyon negatif %61 şeklindedir. Nedensellik (Granger anlamında) atfedemeyiz ancak kur ve endeks negatif olarak bağlantılı görünüyor.

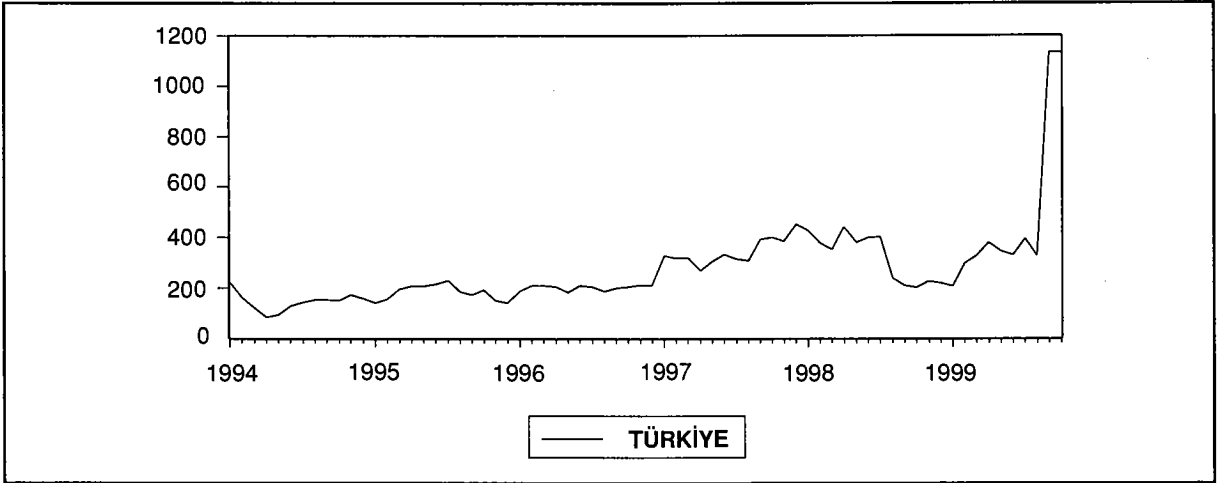
Türkiye

İMKB toplam getiri endeksi normal bir dağılımdan önemli ölçüde farklı: dağılımın uzun bir sağ kuyruğu var ve normalden çok sivri (peaked). Normal bir

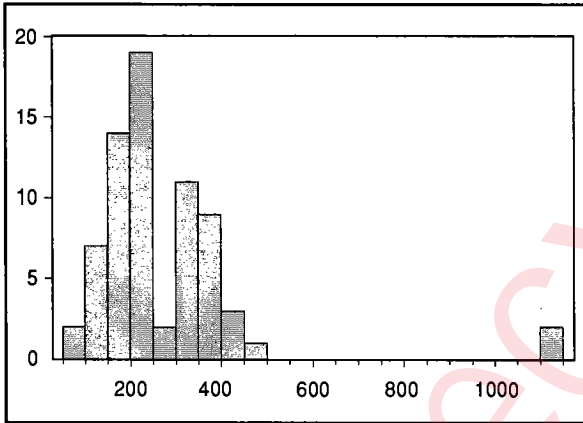
Grafik 1. Arjantin : Hodrick-Prescott Filtresi ve Endeks



Grafik 2. İMKB Toplam Getiri Endeksi



Grafik 3. Endeks: Histogram ve Tasviri İstatistikler

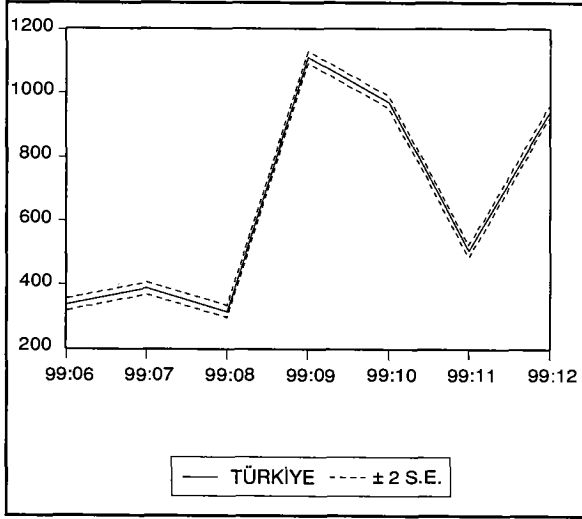


dağılım, histogramına veya nonparametric bir olasılık yoğunluğu grafiğine baktığımızda, çok daha düz (flat) bir görüntü verir {İngilizce söylersek, getiri endeksinonnormal, skewed to the right ve leptokurtic oluyor.} Nitekim Jarqué-Bera normallik testi çok büyük bir kesinlikle dağılımın normal olmadığını gösteriyor. Bunun önemi şurada: dağılımın tamamının tahmin edilebilmesi için ilk iki momentinin (ortalama/beklenen değer (mean) ve varyans) tahmin edilmesi yeterli değil. Getiri endeksi ile ilgili bir çalışmada rasyonel beklentiler varsayımında bulunmak için olasılık dağılımının tamamının mükemmel biçimde öngörülebileceğini düşünmek gerekiyor. Borsadaki exper oyuncuların getiri endeksinin beklenen olasılık dağılımının tamamına ilişkin sübjektif beklentileri objektif dağılımla aynı olmalı. Bu dağılım rasyonel beklentiler hipotezinin tutması için piyasa yapıcılara (market makers) ekstra öngörü kapasitesi yükümlülüğü getiriyor diyebiliriz.

Şimdi betimsel istatistikten bir adım ileri gitmeye çalışalım. Aşağıdaki regresyon bir verilere uyum (goodness-of-fit) alıştırmasından öte önem taşımamakla beraber ana mesajımızı vermeye yetebilir. Regresyondaki "turkey" değişkeni getiri endeksini, turkeyx dolar kurunu, turkey(-1) ve turkeyx(-1) bir periyod gecikmeli değerleri, resid isimli değişkenlerse kısıtlanmamış iki değişkenli (bivariate) bir VAR (vector otoregresyonu) alıştırmasından elde edilen "kalanları" (residuals) göstermektedir. "Kalanlar" bazı akademik makalelerde ve TCMB araştırmalarında kullanıldığı gibi, endeksteki ve kurdaki "beklenmedik" (unanticipated) etkileri yakalamak için regresyona dahil edildi. Regresyon çok yüksek bir "goodness-of-fit" vermekte ve hem beklenen (anticipated) hem de beklenmeyen (unanticipated) endeks ve kur değişmelerinin endeksi etkilediğini göstermektedir. Beklenen ve sürpriz kur değişmeleri endeksi negatif etkilemektedir: yani İMKB toplam getiri endeksi kurdaki sürpriz düşüşlerden pozitif etkileniyor ve kurdaki beklenen düşüşlerin de yine pozitif bir etkisi var. Bu etkiler istatistiki olarak anlamlı olduğunu aşağıdaki tabloda görebiliyoruz. Spesifikasyonlar çoğaltılsa da bu etkilerin kalıcı olacağını düşünüyoruz. Kur artış oranının önceden tahmin edilir biçimde düşmesi (dahi) borsayı olumlu etkileyecektir.

Tablonun altındaki grafikte 1999:01 1999:12 arası tablodaki regresyonun tahminlerine dayanarak yapılan kısmen thamin dönemi dışı (out-of-sample) öngörülerini görüyoruz. Kısmen örnek dışı çünkü residuals tüm veri kümesine ait ancak öngörü periyodu regresyon periyodundan farklı. Grafikte rapor edilen Theil Inequality Coefficient değerinin sıfır olması tam öngörü anlamına gelmektedir. Elde ettiğimiz değer

Grafik 4. Tahmin aralığı dışında öngörü 1999: 06 - 1999:12 (Regresyon aralığı: 1994: 01-1999:05)



Tablo 1.

	Öngörü	Gerçekleşme
1999:05	345.7000	345.7000
1999:06	330.0535	329.4000
1999:07	390.0082	394.5000
1999:08	341.2303	327.1000
1999:09	1141.389	1132.700
1999:10	1044.682	1132.200
1999:11	500.0993	463.9000
1999:12	873.4688	795.6000

Tablo 2. 1996:06-1999:12 Öngörülerin Betimleyici İstatistikleri

	Gerçekleşme	Öngörü
Mean	653.6286	660.1330
Median	463.9000	500.0993
Maximum	1132.700	1141.389
Minimum	327.1000	330.0535
Std. Dev.	363.6815	349.8159
Skewness	0.483871	0.360964
Kurtosis	1.486741	1.373470
Jarque-Bera	0.941056	0.923644
Probability	0.624672	0.630134

0,057 oluyor. Örnek dışı (out-of-sample) öngörüde daha uzun bir dönem için yaparsak, Theil katsayısı 1999 yılının ilk on ayı için yapılan 1994:01-1999:01 aralığındaki tahmine dayalı öngöründe 0.014 oluyor. 1999 yılının Ocak ayında $x = C + y + x(-1) + y(-1) + \text{resid } x + \text{resid } y$ formülasyonu ile öngöründe bulunan bir tahminci 1999 Ekim değerini % 4 hatayla öngörebilecekmiş -endeks değerini gerçekleştiren 100 ise 104 olarak öngörmüş olacaktı (% 4 overshooting). Yanlız, VAR kalanlarının tüm döneme ait olması dikkate alınmalı: hata payı aslında daha yüksek olabilir.

Peki, nedensellik testi nasıl sonuçlar veriyor? Granger nedensellik testleri ikinci farkı alınarak durağanlaştırılmış kur serisinin aynı işleme uğratılmış endeks serisinin bir aylık dönemde Granger anlamında nedeni olduğunu (%5 anlam seviyesinde), iki aylık dönemde çift yönlü nedenselliğe geçildiğini, üç aylık dönemden itibaren endeksten kura nedenselliğe geçildiğini, onbeş aylık periyottaysa nedenselliğin kaybolduğunu gösteriyor. Kurun nedenselliği %10 anlam seviyesinde altı aya kadar devam ediyor. Kurdaki "beklenmeyen" devalüasyon hızı düşüşlerinin endeks artışlarının 2-6 ay arasında Granger-nedeni olduğunu da görüyoruz: burada ters yönlü nedensellik hiç yok. ("Beklenmeyen" kur hareketi serisinin birim kök testini geçerek durağan olduğu gösterilebileceği için bu seriyi ayrıca değiştirmeye gerek yok.)

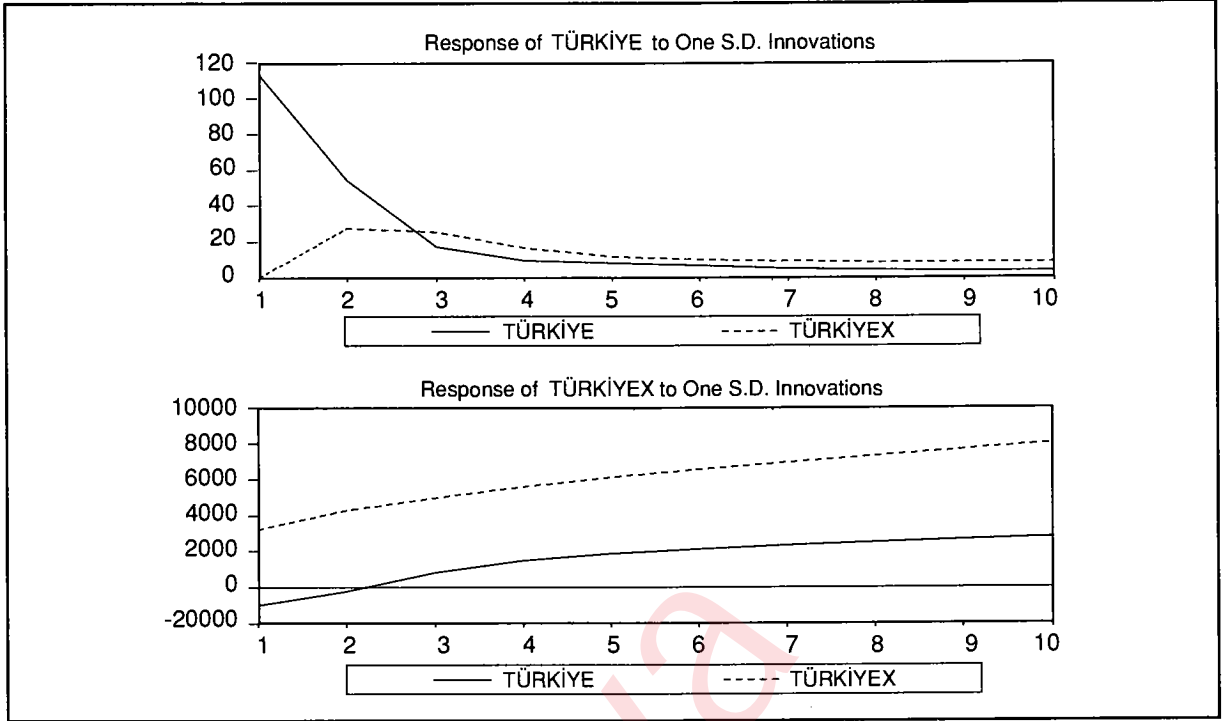
Şimdi biraz daha mekanik bir alıştırmaya yapalım. Yandaki etki çarpanları grafiği (Grafik 5) (impact multipliers veya impulse responses) kura verilen pozitif bir şokun borsa getiri indeksi üzerindeki etkisini gösteriyor. Çeşitli spesifikasyonlarda aşağı yukarı monotonik (tekdüze) bir ilişki görülüyor. Kur artışının yavaşlaması endeksi monotonik olarak yukarı itiyor. Monotoniklik tam olmayabilir. Yine de, hareketin yönü belli. Burada sadece bir grafik rapor ediyoruz.

Sonuç: 1994:01-1999:12 dönemi aylık verileriyle kur artışındaki düşüşün toplam getiri endeksini yaklaşık olarak monoton biçimde pozitif etkileyeceği hipotezi desteklenebilir. Bu sonuç İMKB'nin etkin olmadığı şeklinde de yorumlanabilir: ama bu zaten bilinen ve ekonometrik olarak gösterilmiş bir olgu.

Slovakya

Slovakya verilerinde Granger nedenselliği görünmüyor. Serilerin ikisi de durağan değil ve ancak ikinci farkları alınırsa birim kök testini geçiyorlar (second-difference stationary). Endeksteeki düşüş kur hareketleriyle açıklanabilir türden değil.

Grafik 5. Kısıtsız var



Polonya

Kur ve endeksi ancak % değişme olarak karşılaştırmak uygun görünüyor. Nedensellik yok ve kurdaki değişimler endeksteeki değişimlerden çok küçük boyutta görünüyor. Korelasyon negatif ve % 28. Kur endeks varyansını hiç açıklamıyor. Impulse response çok küçük, düz ve sıfır civarında. Kur ve endeks arasında zayıf bir ilişki var gibi görünüyor.

Genel Sonuç

Bu çalışmada 7 ülke için 1994-1999 arası aylık verileriyle sadece kur ve borsa getiri endeksi arasındaki ilişkilere baktık. Bazı ülkelerde kur hareketleriyle borsa hareketleri arasında güçlü ilişkiler bulunurken, diğerlerinde bu ilişki zayıf görünüyor. Ele alınan dönemde bildiğimiz kadarıyla kura dayalı stabilizasyon girişiminin bulunmaması veri kümesinin sınırlı oluşunun sakıncasına işaret ediyor. Türkiye verileri, ceteris paribus, kurun artış hızındaki yavaşlamanın neredeyse monotonik biçimde endeks artışlarına yol açabileceğini gösteriyor. Bu sonuç daha çok orta vadeli olarak - altı ay ile bir yıl arası- bir dönem için geçerli kabul edilmelidir.

EK 1. Kura Dayalı Stabilizasyon Programları

Brezilya, 1964
Arjantin, 1967
Uruguay, 1968
Arjantin, 1978
Şili, 1978
Uruguay, 1978
Bolivya, 1985
Arjantin, 1985
İsrail, 1985
Brezilya, 1986
Meksika, 1987
Uruguay, 1991
Arjantin, 1991

Kaos, Borsa, Sabit Kur ve Para Programının Riski

Cem Mehmet Baydur*

Giriş

9 Aralık 1999 Gazi Erçel kamuoyuna duyurduğu para programının ve onun arkasında bulunan standby antlaşmasının temel hedefi enflasyonu düşürmektir¹. Enflasyonu düşürme işi, üç unsur üzerine oturtulmuştur. Bilindiği üzere sıkı bir maliye politikası ile faiz dışı bütçe fazlasını arttırmak bunun için yapısal önlemler almak ve özelleştirmeye devam edilmesi kararlaştırılmış ve uygulanmaya konmuştur. İkinci unsur gelirler politikasıdır. Bugünler de bu konu meclis de kira kontratlarının enflasyonla uyumlu hale getirilmesi için komisyonlarda tartışılmaktadır. Üçüncü unsur kur ve para politikasıdır. Bu çalışmamızda bizi ilgilendiren husus para ve kur politikası olacaktır. İktisat otoriteleri tarafından oldukça beğenilen para programının karşılaşılabileceği risk unsurlarından biri olabilecek borsa-belirsizlik sabit kur arasındaki gerilimli bir ilişkinin varlığına bu makalemizde dikkat çekmek istiyoruz.

Kur politikasının arkasında yatan mantık iki boyutludur. Birincisi, beklentilerin adaptif yapısını kırmak böylelikle enflasyonu aşağıya çekmek için uygulanmaya başlanan yeni para politikasının iktisadi birimlerce doğru bir şekilde anlaşılmasına yardım etmektir. Eğer iktisadi birimler politika değişikliğini doğru olarak anlayamazlarsa, bunun sonucu işsizlik ve üretim kaybı şeklinde olacaktır. İkinci olarak yüksek faizler ve bunun getirdiği durgunluğun kur riskini ortadan kaldırarak kırmaktır. Bilindiği üzere dış faizle ülke içindeki faiz arasındaki fark risk primi artı kur riskinden mürekkeptir. Yeni kur rejimi ve "enflasyon hedefine yönelik kur sepeti" ile kur riski ortadan kalkmıştır. Bu hal ilk 18 ay boyunca sürdürülecektir. Şuan için 22 milyar dolar civarında bir döviz rezervine MB sahiptir.

Merkez bankasının yarattığı likidite yani Rezerv Para= Net İç Varlık + Net Dış Varlığın toplamı olarak alınırsa, para yaratma süreci yeni programda net iç varlıkları miktarını sabitleyen MB için sadece net dış

varlık artışına dayanmaktadır. MB artık eskisi gibi döviz girişinin arttığı dönemlerde uyguladığı sterilizasyona da son vermiş bulunmaktadır. Net iç varlıklar 1200 trilyonluk bir değer ile sabitlenmiştir. Ama MB net iç varlıkları parasal tabanın +/- %5 civarında dalgalanacak şekilde sabitlemiştir. Fakat MB net iç varlıkların kompozisyon değişmelerine kamu finansmanı açısından baş vurarak para yaratma sürecinde MB esnekliği elden bırakmadığını da göstermektedir. Kısaca para yaratma sürecinde Merkez Bankası dış varlık girişine bağlanarak bir para kuruluna dönmüştür.

Yeni para programında faizler serbest bırakılmıştır. Çünkü Merkez bankası hem para miktarını hem de faiz oranını aynı anda belirleyemez :programda faizlerin bir sarkaç gibi salınarak bazen yukarı bazen aşağıya likidite talebi ile arzı arasında denge kurması beklenmektedir. "...Bu sistem ile döviz rezervlerimizi belli bir seviyenin üzerinde tutacak otomatik bir mekanizma beraberinde gelmektedir. Döviz talebi olduğu günlerde piyasadan Türk lirası çekilecek olması ve MB'nin çekilen TL'yi net iç varlıkları arttırarak telafi etmemesi, TL'ye olan talebi arttıracaktır. Bu durum ise sonuç olarak döviz talebinin kesilmesini getirecektir". Çünkü faizlerin yükselmesi döviz talebi azaltıp TL'ye kayılmasına neden olacaktır. Kısaca sistemi dengeye getirme açısından faizler çok önemlidir. Bu politika döviz rezervlerimiz belirtilen alt sınırlara düşmediği sürece uygulanacaktır. Bu alt sınır programın uygulanacağı üç yıllık süre içinde 12 000 milyon \$ dan başlayıp her çeyrekte artarak 13500 milyon \$ olarak belirlenmiştir.

Para programımızı bu şekilde verdikten sonra programın bizce yumuşak karnını ortaya koymaya çalışalım. Stand by çerçevesinde uygulanacak programın karşılaşılabileceği riskler sadece politik düzeyden örneğin politikacıların özelleştirmeden vazgeçmelerinden kaynaklanmamaktadır. İstikrar için kamu maliyesine çeki düzen veren sıkı para politikası uygulayan ve döviz kurlarını sabitleyen para programının uluslararası sermayenin mobil olduğu günümüz şartlarında borsadaki gelişmeleri veya borsanın spekülasyon yapısı

* Muğla Ün. İ.İ.B.F. İktisat Bölümü Araştırma Görevlisi

dikkate alınmadığı takdirde başarısız olma riski mevcuttur. Bu riskin ortaya konulabilmesi için önce kaos teorisi tanıtılacak sonra borsadaki yapı ve mantık ile birleştirilecektir.

Kaos-Borsa

Karmaşık sistemlerin modellenmesinde bilgisayarın ilk kullanıldığı alanlardan biri de ekonomik durum tahminleridir. Modeller başlangıç durumundaki şartların ölçümünü gelecekteki trendlerin simülasyonuna dönüştürmek amacıyla düzenlenmiş olan ve indikatif unsurlar taşıyan karmaşık denklemlerle iç içe girerek daha da geliştirilse bile araştırmacılar modellerin yapılan sadeleştirmeler nedeni ile gerçeklikten uzak sonuçları düzeltmek için denklemlere tekrar tekrar müdahale ederek düzeltmek zorunda kalmışlardır. Sürekli olarak sadeleştirmelerin getireceği bilgi kayıplarının sonuçları etkilemeyecek ölçüde küçük kalacağı gibi bir beklentiye veya umuda sahip olmuşlardır. Uygulama da malasefe ekonometrik modellerin gözleri geleceği tahmin etmede özellikle finansal araçları getirileri açısından körleşmiştir. Bunlara ihtiyaç duyulduğundan yada daha iyi başka bir yöntem olmadığından bunlar kullanılmıştır. Tabii ki iktisadi birimlerin yatırım, tüketim kararlarını, modayı ifade edecek mükemmel diferansiyel denklemler henüz bulunamadığı için gerçeği sağlıklı bir şekilde tahmin edilemediği gibi bir itiraz gelebilir. Fakat mesele determinist tarzdaki kanunlara yani fizik kanunlarına sahip sistemlerde bile dinamik bir sürecin bilgisayarlar yardımıyla modellenmesine fazla ümit bağlanamamaktadır. Çünkü geleceği yönelik tahminlerin karşısında kuşku duyulmasının sağlam bir nedeni var. Bu neden fizikçilerin keşfetikleri kelebek etkisi olarak adlandırılmaktadır.

Kelebek etkisi hava tahmini içinde uzun vadeli tahminleri anlamsız hale getirirken dayandığı mantık, dinamik bir süreç için de küçük değişimler yeni hata ve belirsizlikleri besleyerek zincirleme bir tepki süreci içinde tahminleri anlamsız hale getirebileceğidir. Kelebek etkisine başlangıç durumundaki şartlara hassas bağımlılık da denilmektedir. Bu olgu halk arasında da bilinmektedir²:

"Bir mih bir nal kurtarır
Bir nal bir at kurtarır
Bir at bir er kurtarır
Bir er bir cenk kurtarır
Bir cenk de vatan kurtarır"

Zincirleme olaylarda küçük değişiklikleri büyük sorunlar haline getirecek hassas bağımlılık şartları haya-

tın çeşitli sistemleri içinde bulunmaktadır. Kaotik sistemler düzenli sistemlerden nasıl ayırt edilebilir? Bu soru biraz daha farklı bir şekilde sorulursa kaos hangi sistemlerde nasıl ortaya çıkar. Sorulara cevap verilebilmesi için fizikteki mod kavramının tanıtılması gereklidir. "Çevremizde gördüğümüz bir çok cisim bir darbe aldığı zaman titreşim veya salınım dediğimiz bir biçimde hareket etmeye başlar. Bir sarkaç, metal bir çubuk yada bir müzik aletinin tellerinde kolaylıkla bu tür periyodik bir dizi hareket başlatılabilir. Bu diziyi oluşturan hareketlerden her biri moddur...Bir katı madde parçasının içerdiği atomların (borsadaki iktisadi birimler atoma benzetebilir) ortalama konumları çevresindeki titreşimleri modlara önemli bir örnek oluşturur... Bir dış güç tarafından etkilenen akışkanın (burada akışkan iktisadi açıdan birimlerin hareketleri veya eylem planları olarak kafaların sıraladıkları fiiliyata döktükleri eylemlerinden oluşan zaman olarak ele alınabilir, zaten fizikte zaman harekete eş değerdir³) belli sayıdaki modlarının harekete geçtiği kabul edilirse, modların tümü hareketsizse düzgün akış, tek bir mod hareketlendiği zaman periyodik bir akış (yani tahmin edilebilir bir gelecek) birden fazla mod hareket ettiğinde veya çok sayıda mod hareket ettiğinde düzensiz akış (tahminlerin anlamsız hale gelmesi) ortaya çıkmaktadır"⁴. Fizikçiler istikrarlı sistemlerle uğraşmak istediklerinden modları birbirinden bağımsız kabul etmişlerdir⁵ (iktisattaki atomisite varsayımı). *Kaos ne zaman ortaya çıkar veya başlangıç durumuna hassas bağımlılığın bulunması için ne gereklidir sorusunun cevabı modlar ne denli çok sayıda ise ve aralarında ne denli çok bağlantı var ise kaosun ortaya çıkma ihtimali o denli yüksektir*⁶.

Hava gibi sistemlerin içinde, başlangıç durumlarına hassas bağımlılık küçük ölçekli olayların büyük ölçekli olaylara dönüşmesi imkanını kendi bünyesinde taşımasının bir örneğini de borsalarda görmekteyiz. Çünkü borsadaki fiyat değişmelerin arkasındaki iktisadi aktörler ve onların beklentilerini etkileyen değişkenleri modellemek mümkün olmadığı gibi iktisadi aktörlerin aralarında bağlantının olmadığını kabul etmek gerçeklerden çok uzak düşmek olacaktır⁷. Burada dikkate edilmesi gereken, Klasik iktisadın bir ikame ve tercih meselesi olarak gördüğü iktisadi hayatta seçiş kararı, bilinen sonuçlara göre değil sonuçları kesin olmayan beklentilere göre verilir. Bilinmeyen bir gelecek karşısında karar almak zorunda olan iktisadi birimler beklentilerine dayanarak karar alırlar⁸. "Hesap edilebilir bir gelecek hipotezi, bizi aşırı şüphe, itimat-sızlık, korku öfke gibi gizli kalmış faktörleri ihmal et-

memize ve davranışların fiile dökülmesi gerekliliğini yanlış yorumlamamıza sebep olur"⁹. Bir sistemi oluşturan iktisadi birimler ve sistemin (borsanın) diğer ekonomik toplumsal sistemlerle aralarında çok yüksek bir etkileşim bulunduğu dikkate alınırsa borsaların veya ekonominin tamamının kaotik olduğunu kabul etmemiz gereklidir. Bu da tahmin yapabilmek için ortadan kaldırır yani borsadaki şuan iyi olan durumunun yarın da devam edeceği varsayımının anlamı yoktur. "Fiyatlar ani sıçramalarla değişebilir; aniden telekten (örneğin yabancı önemli bir yatırımcının örneğin Soros gibi birisinin kağıtlarını sattığı gibi bir haber) bir haber çıkması ve binlerce brokerin o anda fikir değiştirmesi kadar hızlı olabilir. Borsa endeksinin 18000 den 1600 yavaş yavaş düşeceğini varsayan birisi bu iki değer arası bir yerde hisselerini elden çıkarmayı düşünüyorsa mutlaka zarar edecektir"¹⁰. Borsanın kaotik bir yapı kazanmasında kısa sürede büyük kar elde etme çabası olan spekülasyon davranış veya spekülasyon atakların payının büyük olması doğaldır. Spekülasyon atakların borsadaki yeniden değerlendirme sürecinin rasyonelitesini sektöre uğratmasının mantığı ve borsanın kaotik yapısı Keynes'den yapılacak bir alıntı ile daha da net bir şekilde ortaya konulabilir. "Eğer piyasanın psikolojisini tahmin etmekten başka bir şey olmayan çabaya spekülasyon ve tüm varlığı sırasında sermayelerin umulan randımanını tahminden ibaret çabaya girişim deyimlerini kullanmamız için bize izin verilirse, spekülasyon her zaman girişime üstünlük sağlayacaktır. Ancak spekülasyonun üstünlüğü halinde doğacak tehlike, (mali piyasanın büyümesi ölçüsünde artar¹¹).... Spekülasyon girişimin düzenli akışında hava kabarcıkları gibi zararsız olabilirler. Ne var ki, bir spekülasyon kasırgası içinde girişim hava kabarcığı haline düşerse durum ciddileşir. Bir memlekette sermayenin gelişmesi (bugün Türkiye'de uygulanan para programında enflasyonun düşmesi) bir gazi nonun faaliyetinin yan gelirden elde edilecek para ile olursa eksik ve kusurlu koşullar altında iş görme riski ile karşı karşıya bulunuyor demektir... Gelecek için inanç verilmek suretiyle kamçılanmış girişimin tüm topluma yararlı olacağını söylemekle haksızlık edilmiş olmaz. Ne var ki, bireysel davranışın ona yeterli bir canlılık vermesi için akıl yolu ile yapılan tahminin hayranlık ve hırs ile desteklenmesi ve tutulması lazımdır... İktisadi refahın çoğunlukla iş adamlarına nasip olan politik ve sosyal iklimin varlığına da çok sıkı bir şekilde bağlı bulunduğunu gösterir... yatırım perspektifleri incelendiği zaman insanların gösterdiği çabaya geniş ölçüde etki yapan sinirlerini, huylarını hatta sindirim durumlarını ve çevresindeki iklime tepkilerini de göz önüne almak ge-

reklidir"¹². Bu yazılanlardan borsadaki gelişmelerin tamamının akıl dışı psikolojik nedenlere dayandırıldığı sonucu çıkarılmamalıdır. Fakat borsadaki aktörlerin duygu sezgileri, çevrelerini algılayışları v.b. faktörlerin yani iktisadi aktörlerin beklentilerinin her birinin bir mod olduğu dikkate alınıp karşılık etkileşim içinde oldukları düşünülürse küçük bir etkinin hızla yükselen bir borsayı da tam aksi istikamette bir düşüşü bünyesinde taşımakta olduğu sonucuna rahatlıkla ulaşılabılır.

Bu konuda kanonik para kriz modelleri ele alınabilir. Mali piyasalardaki istikrarsızlıkları ortadan kaldırmak için ülkelerin döviz kuralarını sabitlemesi ve ülke ekonomisinin makro ekonomik büyüklükleri ile tutarsız hale gelmesi sonucu spekülasyon atakları ile başlayan para krizleri bu kaotik yapının güzel bir açıklamasını sunmaktadır. Kanonik kriz modellerinde parasal krizin temelinde hükümetlerin uyguladıkları ekonomi politikaları ile sabit kur arasındaki tutarsızlığın krizin kaynağı olduğunu iddia eden iktisatçılar yanında krize haksız ve keyfi bir şekilde yaratıldığı yolundaki tezleri de destekleyen ikinci nesil kanonik kriz modelleri bulunmaktadır. Bu modellerde kriz kendiliğinden veya daha doğrusu bir birini besleyen bir yapı içinde ortaya çıkabilmektedir. Ekonomik büyüklüklerde herhangi bir kötü gelişme olmayabilir. Ama sonuçta ister iyimser ister kötümser olsun ekonomiye ilişkin beklentiler kendi kendine besler ve ekonomi bir krizle karşı karşıya kalabilir. Beklentilerdeki değişiklik sürü psikolojisi ile birleştiğinde efektif hale gelmektedir. Burada önemli olan iktisadi birimlerin mevcut durumu nasıl algıladıklarıdır. Krizin nedeni hükümetlerin ne yaptıkları değil finans piyasasındakilerinin yaptıklarını nasıl algıladığıdır. Bunlardan bazıları belki diğerlerinin sahip olmadığı bir bilgiye sadece kendisinin sahip olduğunu düşünerek ilk harekete geçen olabilir. Modlar bir birinden bağımsız olmadığından diğer iktisadi birimler bu aktörü izledikleri zaman kriz kendiliğinden yayılacaktır. Buna bandwagon etkisi de denilmektedir. Beklentilerdeki değişim, yurtiçinde uygulanan ekonomik politikaların tutarsızlığından yada piyasa dinamiklerinden ziyade, rastlantısal ve önceden tahmin edilemeyecek faktörleri devreye sokabilir¹³. Ampirik açıdan spekülasyon ataklarla makro ekonomik şartların olumsuz olduğu dönemlerin çakışmaması, spekülasyonların beklentilerdeki rastlantısal değişikliklere bağlı olduğunu destekleyen kuvvetli bir argümanı oluşturur¹⁴. Şu veya bu nedenle beklentilerde bir değişim meydana geldiği zaman örneğin "spekülasyon saldırısı, değerlendirilmeye, rekabet gücünde

kayba ve sonuç olarak çıktı ve istihdamda düşüşe neden olur. Bu nedenle, sabit olan döviz kurunun değer kazanma beklentisi kendi kendini besler. Bu çözümle, döviz kuru beklentilerinin, sermaye akımları üzerindeki ve dolayısıyla fiili döviz kuru üzerindeki etkileri aracılığıyla, makro ekonomik denge için potansiyel bir dengesizlik kaynağı olduğunu doğrular bu, sermaye tam olarak hareketli olduğu zaman döviz kurunu sabitleştirmeye çalışan politika belirleyicilerinin öğrenmesi gereken bir şeydir"¹⁵. Fransa(1992-93) ve Hong Kong (1998) örneklerinde olduğu gibi bu ülkeler istikrarlı bir ekonomik yapıya sahip olmalarına rağmen paraları spekülâtif ataklara maruz kalmıştır.

Kaotik Yapı İçinde Geleceği Görememenin Getirdiği Risk Ve Bizim Borsamız

Knight'te risk, gelecekteki olayların kontrol altında tutulabilen ve bilinen veya ölçülerek tahmin edilebilen veya iktisadi birim ölçüm yapmadan da gelecekteki olayların tahmin edilebilen kısmına denir. Buna karşılık belirsizlik öngörülemeyen bir gelecek ölçülemeyen bir risktir¹⁶. Burada belirsizlik ve risk arasındaki farklılıklar durulmayacak bu ikisi bir bütün olarak alınarak IMKB fiyatların hızla tırmanmasının getirdiği bir risk kaotik bir yapı varsayımı altında el alınıp bunun para programını nasıl etki yapabileceği ortaya konulmaya çalışılacaktır.

Yükselen endeks artan bir şekilde kayıp riskini büyütmektedir. Bir hisse senedinin kazancı iki kısımdan meydana gelmektedir. Temettü artı hissenin fiyatındaki artış, buna sermaye kazancı adı verilsin temettü kısa süreli spekülâtif atakların borsada egemen olduğu varsayıldığından dikkate alınmasın. Tekrar Keynes'ten bir analogi ile bu fikir desteklenebilir. Faizin mutlak düzeyi değil de beklenen düzeyine göre oluşan sermaye kaybı riski ve bu riskin mutlak (cari) faize göre büyüklüğünü Keynes şu şekilde ortaya koymaktadır. "r (cari faiz haddi) deki her düşme likiditenin elden çıkarılmasıyla tedarik edilen gelirin sermaye hesabındaki kayıp riskine karşı bir eşit sigorta primi gibi hizmet edebilme ölçüsünü faiz rayicinin karesi miktarında azaltır"¹⁷. Bu mantık borsadaki ulusal endekse veya hisse senetlerine taşındığında endeksin değerindeki yükseliş hızına oranla hisse senetlerinin sermaye kaybı riski yükseliş hızının artan bir oranı olarak büyümektedir. Borsada satılmayan kağıtların değerlerinin fiktif olduğu dikkate alınırsa yükselen fiyatlar karşısında iktisadi birimlerin kağıt üzerindeki karlarından olma ihtimalide artmaktadır. IMKB 1999 Eylülünde 15 milyar \$ lık bir değere sa-

hipken bugün (20-01-2000) 30 milyar\$ değere ulaşmıştır¹⁸. Bu yükselişte para programı ile faizlerdeki düşüşe yabancı sermaye girişlerinin payı büyüktür¹⁹. Borsanın kaotik bir yapı olduğu dikkate alındığında gelen yabancılar önemli bir kar realizasyonuna giderek borsadan çekilirlerse ne olur sorusunun cevabı borsanın hızla çıktığı gibi inmesi şeklinde olabilir. Bu yönde bir etki bir spekülâtif atak sonucunda da başlayabilir. Yukarıda geliştirilen kaotik ve kanonik kriz mantığı içinde hareket edildiğinde yükselen pazar fonlarına yatırım yapan sigorta fonu yöneticisi kurlar yükseldikçe kaybetme ihtimali artmaktadır bir yandan borsanın balonlaştığından bahsedildiği bir ortamda piyasayı terk edebilir²⁰. Onu diğerleri izlediğinde önemli miktar fonun dışarıya çıkışı bir krize neden olabilir²¹. Önemli olan bunun sonucunun ne olacağıdır. Para programından sonra hızla tırmanan borsa aynı hızla düşerse sabit kur rejimi uygulayan Merkez Bankasının hızla döviz rezervlerinin erimesine, piyasadan muazzam bir TL sıkıntısına neden olacak bu diğer iktisadi aktörleri de etkileyerek para programının iptal edilmesi gibi bir sonucu da beraberinde getirebilir. Her ne kadar para programında faiz değişmeleri ile piyasaların dengeleneceği iddia edilse bile bu tür krizlerde örneğin asya krizinde faizlerin yükseltilmesi bu süreci tersine çevirememiştir²².

Para programının rastlantısal veya spekülâtif olarak karşı karşıya kalabileceği risklerden birini Deniz Gökçe'nin 3 Kasım 1999 Akşam gazetesindeki köşesinden bir iktibasla gösterilebilir. "1998 Ağustos'unda Hong Kong (HK) para piyasalarında ilginç gelişmeler yaşanmıştı. HK'da para otoritesi adı verilen merkez bankası (HKMB) piyasadaki çalkantıları kontrol altına alabilmek için çok ilginç bir müdahale yöntemi kullanmış ve para piyasalarındaki bazı manipülasyonları önlemişti.- Olay kısaca şöyle: HK'da ortodoks (kurallara sıkı sıkı bağlı) bir para kurulu sistemi var. 7.77 HK Dolar'ı 1 USD'ye fikslenmiş durumda ve merkez bankası döviz almadıkça (parite değerinden) piyasaya HK Dolar'ı (HK\$) veremiyor, döviz satmadıkça da piyasadan HK Dolar'ı (HK\$) alamıyor. Diğer bir deyişle, HKMB'nin eli kolu bağlı, faizlere müdahale edemiyor; faizlerin yönünü piyasadaki sıkışıklık, döviz hareketleri ve USD'nin trendi belirliyor. Örneğin; HK'nın Çin'e geçmesi ile de etkilenen sermaye sahipleri yurt dışına çıkmaya başladıkça HKMB piyasaya para veremiyor, deflasyon yaşanıyor ve ekonomi ister istemez resesyonda kalıyor (ama para kurulu bir kredibilitate göstergesi olduğu için ve vazgeçilirse piyasalarda özellikle Çin'e yönelik olarak bir kriz or-

tamı yaratacağı için de vazgeçilemiyor). Bunun kriz sonrasında Türkiye'de olduğunu düşünür ve TCMB'nin yabancılarının çıkmasından sonra piyasayı fonlamamış olmasını (çıkan sermayenin üzerine yaklaşık 3-4 milyar \$) varsayarsak 1999'da ekonomi herhalde 2 değil 10 gibi bir oranda küçülürdü. Bu konuyu para kurulu savunucularının düşünmesi ve aslında bu konudaki önerilerinde fazla ciddiye alınmaması gerekiyor). - Bu sistem devam ederken global kriz sırasında HKMB'nin dikkatini çeken

bir olay geliyor. Bazı günlerde piyasalar ciddi şekilde (ve görünürde sebepsiz yere) USD talep ediyor. Para kurulu uyarınca da HKMB USD satıyor. Ama HKM'nin sıkışıklığı ortaya çıktığı için (ki para kurulu uyarınca merkez para veremiyor) faizler hızla artıyor. Normal bir gelişme olarak, aynı zamanda borsa endeksi düşüyor ama özellikle bazı kağıtlar (blue chip'ler) ciddi değer kaybediyor. Böyle bir süreç yukarıda geliştirilen kaotik yapı içinde kendi kendini besleyerek para programının geleceğini riske sokabilir.

Sonuç Yerine: Ne Yapılmalıdır

Sermayenin mobil olduğu günümüz şartları ve sabit kur rejiminde MB sınırını para arzını denetleyemediği veri olarak alındığında borsanın yapısından kaynaklanan belirsizliğin yaratacağı bir sermaye çıkışı, örneğin 7-8 milyar dolar kadarlık bir çıkış para programının sonu olacaksa, borsada ne yapılmalıdır? Tersine dönmez bir oluşuma ve çok karmaşık bir yapıya sahip olan borsada başlangıç durumuna hassas bağımlılık olduğu kabul edilirse, akla gelecek soru bu bağlının düzenleyici mekanizmalar tarafından sınırlandırılmasını mı yoksa kendi haline bırakılmasını mı olacaktır. Biz bu sorunun ilk kısmına olumlu yaklaşıyoruz. Şöyle ki iktisadi açıdan umut verici bir yatırım alanına dönüşen IMKB'nin artan taleple beraber reel ekonomik şartlardan kopuk bir şekilde hızla tırmanırken fiyatların bu ölçüde artması özelleştirme çalışmalarına hız verilerek borsa, arz açısından zenginleştirilerek fiyatların bu ölçüde artmasına izin verilmemesi gerekirdi diye düşünüyoruz. Yukarıda tanımladığımız risk açısından bu bir fren etkisi yaratacaktır. Bunların yanında gerek hazinenin gerekse Merkez Bankası borsadaki gelişmeleri yakından izleyerek gerekirse müdahale edecek şekilde piyasa yapıcı fonksiyonunu iki kurumdan biri üzerine almalıdır. HKMB yaptığı gibi Merkez Banka-

sı bir portföy oluşturarak fiyatların çok hızlı dalgalanmasını engelleyecek şekilde müdahale edebilir. Bu tür sınırlandırmaların karakteri piyasanın mantığı ile de uyumludur²⁹. Veya sabit kurun getirdiği risklerden kurtulmak güçlü bir paraya ekonomide kullanmak bir

çözüm olabilir. Bunun için MB kapatılarak Euro veya Doların ekonomideki dolaşıma için Avrupa MB'ine veya FED'e tabi olabiliriz. Bize coğrafi olarak yakın olan Avrupa Para Birliğine tabi olmamız para politikasındaki sorunlarımızı (üç nedenden) orta-

dan kaldırır. Çünkü birincisi, Euro ile TL kuvvet açısından kıyaslanamaz, ikincisi, Avrupa ekonomisi dünyanın üç önemli ekonomik bölgesinden biridir (birinci ve ikinci nedenler beklentilerin daha istikrarlı bir yapı oluşturmasına neden olur), üçüncüsü bir ölçek meseledir, 7-8 milyar \$'lık bir sermaye çıkışı Avrupa MB veya FED için önemli bir tutarı oluşturmaz, massedebilir. Dördüncü bir neden olarak da, FED borsadaki şişmelere karşı ilgi gösterirken bizim Merkez Bankasının borsa ile ilgilenmediği şikayetinden de kurtuluruz.

Sanıldığı gibi para programı üç yıllık uzun bir süreç bu programın karşılaşılabilecek riskler sadece siyasi düzeydeki belirsizlikten kaynaklanmamaktadır.

Kaynaklar

2000 Yılı Enflasyonu Düşürme Programı, www.tcmb.gov.tr

Abdurrahman Yıldırım, **Sabah Gazetesi**, 25-01-2000

Ayşe Buğra, **İktisatçılar ve İnsanlar**, İletişim Yayınları, İstanbul 1996

David Ruelle, **Raslantı ve Kaos**, Çev. D.Yurtören, Tübitak Yayını, 12.baskı İstanbul 1999 The Economist dizisinin 5. Bölümü "Expecting the Future" Çev. N.Satılğan, **İktisat Dergisi** Sayı:246, 1984

Deniz Gökçe, 3 Kasım 1999 **Akşam**

Dış Ticaret Müsteşarlığı Dünya Ekonomileri Bülteni, Nisan 1998 sayı13

Diñç Alada, **İktisadi Düşüncenin Gelişimi İçinde Belirsizlik Faktörünün Yeri**, Yayınlanmamış Doktora Tezi, İ.Ü Sosyal Bilimler Enstitüsü, 1987

Ege Cansen, **Hürriyet**, 25-01-2000..

Ercan Eren, "Piyasaya Müdahalenin Gerekliliği Üzerine Post Keynesci Bir Yaklaşım", **İktisat Dergisi**, Sayı:268

Gülten Kazgan, **Tanzimattan Yirmi Birinci Yüzyıla**,

Birinci Küreselleşmeden İkinci Küreselleşmeye, **Altın Kitapevi**, İstanbul 1999

J.M.Keynes, **İstihdam Faiz ve Para Genel Teorisi**, Çev.A.Balatacığıl, İstanbul 1980

James Gleick, **Kaos**, Çev.F.Üçcan, Tübitak Yayını, 4.baskı Ankaral 1997

Kenan Mortan "Enflasyonda İsrail Deneyi" **Dünya Gazetesi**, 01-02-2000

Lale Davut, "Tüketici Davranışları ve Rasyonellik" **Ankara Ün. S.B.F. Dergisi**, Cilt:52 Ocak-Aralık 1997 No:1-4

R. Dornbush, S.Fischer, **Makro Ekonomi**, Çev. Salih Ak &Diğerleri, Akademi Yayınevi, İstanbul 1998

Tuncer Bulutay, "Belirsizliğin, Ortalama Hatanın Önemi Üzerine", **İktisat Dergisi**, Sayı:251 1985

Dipnotlar

¹ 2000 Yılı Enflasyonu Düşürme Programı, www.tcmb.gov.tr

² James Gleick, **Kaos**, Çev.F.Üçcan, Tübitak Yayını, 4.baskı Ankaral 1997, ss.17-20.

³ Tuncer Bulutay, "Belirsizliğin, Ortalama Hatanın Önemi Üzerine", **İktisat Dergisi**, Sayı:251 1985, s.45

⁴ David Ruelle, **Raslantı ve Kaos**, Çev. D.Yurtören, Tübitak Yayını, 12.baskı İstanbul 1999, s.52

⁵ a.e., s.53

⁶ a.e.,s.79

⁷ The Economist dizisinin 5. Bölümü " Expecting the Future" Çev. N.Satılğan, **İktisat Dergisi** Sayı:246, 1984, ss.44

⁸ Ercan Eren, "Piyasaya Müdahalenin Gerekliliği Üzerine Post Keynesci Bir Yaklaşım", **İktisat Dergisi**, Sayı:268, 1989, s.8.

⁹ Dinç Alada, **İktisadi Düşüncenin Gelişimi İçinde Belirsizlik Faktörünün Yeri**, Yayınlanmamış Doktora Tezi, İ.Ü Sosyal Bilimler Enstitüsü, 1987, s.118.

¹⁰ Gleick, a.g.e., s.107. Bu duruma somut bir örnek olarak "1992'de Tokyo borsası, Nikkei endeksi 39.000 seviyesinde idi. 13.000 dolayına kadar geriledi" **Ege Cansen, Hürriyet**, 25-01-2000..

¹¹ Keynesin cümlesini kendime göre yorumlayarak yazdım ve parantez içindeki ifadeler bana aittir.

¹² J.M.Keynes, **İstihdam Faiz ve Para Genel Teorisi**, Çev.A.Balatacığıl, İstanbul 1980, ss.160-165.

Paradan para kazanma sürecini veya üretimden kopuk bir şekilde para kazanma sürecini Kumar ekonomisi denilirse bunun Türkiye'de gelişimi için bakınız, Gülten Kazgan, **Tanzimattan Yirmi Birinci Yüzyıla, Birinci Küreselleşmeden İkinci Küreselleşmeye, Altın Kitapevi, İstanbul 1999, ss.282 ve devamı.**

¹³ Enerji sektöründe yaşanan sıkıntı ve artan elektrik

kesintileri beklentileri değiştirebilir. Çünkü barajlardaki su miktarını kontrol edemezsiniz!

¹⁴ **Dış Ticaret Müsteşarlığı Dünya Ekonomileri Bülteni**, ss.6-47.

¹⁵ R. Dornbush, S.Fischer, **Makro Ekonomi**, Çev. Salih Ak &Diğerleri, Akademi Yayınevi, İstanbul 1998, ss.635-636

¹⁶ Ayşe Buğra, **İktisatçılar ve İnsanlar**, İletişim Yayınları, İstanbul 1996, ss.257-258.

¹⁷ Keynes, a.g.e., s.209

¹⁸ Fiyatların bu şekilde hızla yükselmesine overshooting denilmektedir.

¹⁹ IMKB adki hisse senetlerinin yaklaşık %50 si yabancılarındır. IMKB faize karşı oldukça hassastır.

²⁰ Böyle bir risk vardır. Yukarıdaki geliştirilen kavramsal çerçeve içinde borsanın spekülatif bir yapıda olduğu ve band wagon etkisinin işlediği ve yabancı sermayenin tekrar dışarıya çıkma tehlikesini basından bir iktibasla gösterilebilir; Abdurrahman Yıldırım, **Sabah Gazetesi**, 25-01-2000

²¹ Tabi burada iktisadi birimlerin risk karşısında tutumlarının nasıl olacağına da araştırılması gerekmektedir. İktisat teorisi bu alanda zayıf kalmıştır. Ama son zamanlarda bu konu üzerine bayağı şey yazılmıştır. Daha fazla risk karşısında insanların riske yönelip yönelmeyecekleri hakkında bir makale bakınız, Lale Davut, "Tüketici Davranışları ve Rasyonellik" **Ankara Ün. S.B.F. Dergisi**, Cilt:52 Ocak-Aralık 1997 No:1-4 ss.169-170.

²² **Dış Ticaret Müsteşarlığı Dünya Ekonomileri Bülteni**, Nisan 1998 sayı13,ss.6-47.

²³ Piyasa ekonomisinin başarılı olması için kurumsallaşmanın önemi olduğunu düşünüyoruz. Para programının başarısı için İsrail örneğinin araştırılması gerekmektedir. Bakınız, Kenan Mortan "Enflasyonda İsrail Deneyi" **Dünya Gazetesi**, 01-02-2000



Kurumsal Yatırımcılar ve Emeklilik Fonları

Serdar Sement*

Ekonomik çevrelerde genel kanaat; uluslararası ekonomik rekabet temelini ülke ekonomileri arasındaki verimlilik farklılıklarına dayandırdır. Verimlilik artışı, sermaye birikimi ve etkin kullanımına sıkı sıkıya bağlıdır. Sermaye birikiminde tasarruf tutarı ve oranları ileriki aşamada da tasarrufun özendirilmesinde mali-hukuki alt yapıların önem kazandığını gözlemlemekteyiz.

En geniş manası ile sermaye piyasaları; tasarrufların, menkul kıymetlere yatırım ya da kurumsal mekanizmalar kullanarak toplanıp bunların fon kullanıcılarına transferini sağlamak, kullanılan fonların optimum dağılımını piyasa karar mekanizmaları yolu ile kararlaştırılmasını ve sağlıklı geri dönüşlerini temin etmektedir.

Tasarrufların özendirilmesi ve eğilimlerinin yönlendirilmesinde hayat sigortalarının ve emeklilik fonlarının önemi açıktır. Gerek tasarrufların artması ve artış sürekliliğinin korunması, miktar olarak büyüklüklerinin istenen düzeye getirilmesinde bu iki aparat gelişmiş ekonomilerin temel dayanaklarından olmuştur.

Sermaye piyasalarında faaliyet gösteren kurumsal yatırımcıların gelişmişlik ve etkinlik düzeyleri, bir yandan fon açığı bulunan kullanıcılar bakımından bir emniyet subabı teşkil ederken diğer yandan küçük tasarruflarını güvenli ve büyük limanlara park etmek isteyen bireysel yatırımcılar bakımından da bir çekim alanı oluşturur. Bu bahis bakımından kurumsal yatırımcılar salt teknik ve mali-hukuki oluşumlar olmaktan öte psikolojik olarak da tasarruf-yatırım ilişkilerinin kritik bir yer tutar.

Ekonomi makro ölçekte ele alındığında da kurumsal yatırımcılar; faiz, büyüme hadleri, yatırım-tasarruf oranlarına getirdikleri olgun-sakin yaklaşımlarla dikkat çeker, uygulamaları ile ekonomik dalgalanmaları yumuşatır ve güven ortamının kemikleşmesini temin eder.

Sermaye piyasalarında faaliyet gösteren kurumsal yatırımcıların teknik yararları bakımından aşağıdaki hususların hatırlanması gerekir; bireysel yatırımcılara nazaran bilgi edinme, derleme ve toplama, düzenleme ve değerlendirme bakımından üstünlükleri söz konusu. Bu husus portföy yönetiminde daha avantajlı olmalarını temin ederken salt büyüklükleri nedeni ile işlem

maliyetlerinin de düşük olduğunu görmekteyiz. Bir diğer husus yönettikleri portföylerin büyüklükleri nedeni ile spesifik ya da genel anlamda yatırım fırsatlarını çoğaltabilmeleri, ölçek bakımından daha büyük daha uzun vadeli ve daha çeşitli alanlara yatırım yapabilmeleridir.

Sermaye piyasalarına kaynak temin eden kurumsal yatırımcılar olarak karşımıza çıkan menkul kıymet yatırım fonları, sosyal güvenlik kurumları, Devlet tarafından zorunlu olarak kurulmuş tasarruf fonları ve hayat sigortalarıdır. Menkul kıymet yatırım fonları özellikle son dönemde öne çıkmaya başlamış ve toplam büyüklüklerinin milyar USD civarına çıktıkları görülmektedir. Hayat sigortalarındaki büyüme eğilimi devam etmekte ancak gelişmiş ülkelere nazaran çok düşük kalmaktadır. Zorunlu fonların statü ve büyüklük bakımından gelecekte belirsizlik taşımaktadır. Sosyal sigortalar ile son dönemdeki ilgili gelişmeler ise ümit vericidir.

Emeklilik fonları konusuna girmeden önce sosyal güvenlik kurumlarının iktisadi mantığına değinmekte yarar görmekteyim. Buna göre sosyal güvenlik kurumları; iştirakçilerinin ödedikleri primler, işverenden ve Devlet' ten aldıkları prim ve katkı payları ile diğer gelirlerden elde ettikleri gelirleri, ödemekle yükümlü oldukları malüllük ve yaşlılık aylıkları, sağlık ve diğer yardımlar gibi giderleri finanse etmekte kullanan esasen mantık olarak nötr görünümüne kuruluşlardır. Kanun ile ihdas edilen ödeme yükümlülükleri sonucu toplanan primler ile kurulan bir havuz, elde edilen fonları değerlendirmekte kullanılmakta ve zamanı geldiğinde söz konusu havuzdan hak sahibi olanlara ödemelerin yapılması gerçekleştirilmektedir. Matematik olarak ileride yapılacak ödemelere göre prim tahsilatı yapılacağı için ve toplanan primler ödeme dönemine kadar değerlendirileceğinden/nemalandırılacağından dışarıdan sisteme bir müdahale yapmaya gerek yoktur. Sistem kapalı ve dengededir. Ancak uygulamada söz konusu havuzda toplanan primlere ve nemalarına kamu tarafından çeşitli neden ve yollarla el atılmakta, sistemin açık ve dengesiz kılınmasına, cazibesinin yitirilmesine yol açılmaktadır.

Tanım olarak emeklilik fonları katılımcılardan topladıkları primleri profesyonel portföy yönetimi prensipleri çerçevesinde menkul kıymetler yatırarak yönetmek ve bu yolla katılımcıların emeklilik dönemlerindeki gereksinimlerini finanse etmek olarak tanım

* Sermaye Piyasası Danışmanı

lanabilir. Kuruluş, gelişme ve ortam değişkenlerine göre prim toplama miktar ve yöntemleri, zaman ıskala- sı üzerindeki değişimleri ile emeklilik dönemindeki gereksinimlere göre kavramlar değişecek ve muhtemelen sistem refah artırımı prensipleri yönünde gelişecektir.

Emeklilik fonlarının çeşitli boyutları kritik önem taşır; hukuki-mali alt yapı bakımından öne çıkan hususlar portföy yönetimi ile verilen karar sonucu alınması yapılan ve elde tutulan menkullerin nerede saklanacağı ya da kime emnaet edileceğidir. Yönetim ve emanetçilik biri birinden ayrılmalıdır. İkinci bir husus prim toplanması, tutarlarının belirlenmesi, değerlendirilmesi, emeklilik döneminde ne düzeyde ve sıklıkta ödemelerin yapılması, ödeme ve değerlemeleri uzun vadelerde yapılması ve güvenliklerinin temin edilmesi ve diğer tüm hususlar ayrı ve üst bir çerçeve düzenleme yapılmasını ve bunun objektif bir makam tarafından güncelliklerinin sağlanmasını gerektirmektedir. Sisteme giriş ve çıkışların ve zammalamalarının serbest ya da iradi olmaları, giriş ve çıkış koşulları bakımından hukuki-iktisadi eşitliklerin temin edilmeleri, likidite problemlerinin emeklilik fonu kuruluşları ya da endüstrisi anlamında temin edilmesi gerekmektedir. Primlerin ödeme dönem ve küçüklük/büyüklikleri, geri dönüşlerinin büyüklük ve zamana yayılımları bakımından da düzenleme yapılması ve bu düzenlemeleri makro iktisadi değişkenler ile vergi planlaması bakımından da ele alınması, primlerin ve geri dönüşlerin vergilendirilmesi esasının diğer vergi yapılanmaları ve teşvikleri ile bağlantırılması gerekmektedir.

Portföy yönetimlerinin profesyonelliğinin temini, menkul kıymet piyasalarının genişlik ve derinlikleri, portföy yönetiminde tercih edilecek enstrümanlara dair kısıt ve düzenlemeler önem taşır. Sabit getirililere ağırlık verilmesi, risk sermayesine açıklık, gayri menkul yatırımlarına açıklık, uzun vadeli stratejik ortaklıklar ve diğer hususlar da kritik konulardır.

Emeklilik fonlarının belli bir endüstri, belli bir şirket ya da grup bazında olması ya da her kesime açık olması hususunun değerlendirilmesi gerekir. Yine genel olarak kurulan emeklilik fonlarının yöneticileri çeşitli nedenlerle portföy yönetimi konusunu kurum ya da grup bazında ellerinden bırakmak istememektedir. Bu hususun yapılacak düzenlemelerde zorunlu hale getirilmesi düşünülmelidir.

Kurulmakta olan emeklilik fonlarının çeşitli nedenlerle çekingenlik gösterdikleri menkul kıymetler yatırım konusunda cesaretlendirilmeleri gerekmektedir. Vergi muafiyetleri, özelleştirmelerde öncelik tanıma, elde tutma sürlerine bağlı teşvikler bu bakımdan öne çıkmaktadır. Düşük gelir ve prim ödeme gruplarının ayrı ve teşvikli bir statüde düzenlenmesi, prim ödeme sürelerinin uzun ve havuz büyüklüklerinin de teşvik edilen konular arasına alınması gerekmektedir.

Sendikaların emeklilik fonları üzerindeki denetim ve söz hakları tartışma konusu haline getirilmemeli, yönetim-dağılım-zamanlama-denetim konusunda belli prensipler dahilinde müdahalelerine hak tanınmalıdır.

Emeklilik fonlarının endüstri bazında mı yoksa genel olarak mı sigortalanacağı, kurulacak sistemin sigortalama maliyetlerinin dış reasürlere bir kaynak aktarımı sürecine dönüşümünün engellenmesi, sigorta ekleninin sistemin uluslararası birikim ve tecrübelerle açılmasında sağlam bir payanda olarak kullanımı hususlarının düzenlenmesi gerekmektedir. Yine sistemin (Türk yatırım piyasalarının en büyük projelerinden biri olan GAP' tan bile) çok büyük ve karlı bir yatırım alanının oluşturduğunun bilincinde olunması, ülkemiz genç ve çalışan nüfusunun uzun dönem ve sağlanan güven ortamında istikrarlı-borcuna sadık yapısının iyi değerlendirilmesi gerekmektedir. Yine sistemde bulunan ve halen kullanılan kıdem tazminatı konusunun emeklilik fonları ile birliktelik ya da uyumunun/ geçişkenliklerinin temin edilmesi gerekir.

Bazı spesifik konuların ülkemiz bakımından ayrıca önem kazandıkları görülmektedir. Konunun düzenleme-idari boyut bakımından değerlendirilmesi, çok başlılıkla ele alınıp zayıflatılmasının engellenmesi gerekmektedir. Maliye, Hazine, SPK, Sigortacılık kuruluşları konunun taraflarındandır. Tanıtım ve kuruluş bakımından çeşitli idari mekanizmaların risk üstlenmek istemediği, mevzuat ve ana düzenlemeci kurumların biri birilerini rakip olarak gördükleri, sistemin muazzam kaynak yaratma ve bunu uzun vadeli düşük maliyetli olarak sağlama potansiyelinin adeta budandığı gözlemlenmektedir.

Öte yandan emeklilik fonlarının ABD, Şili uygulamaları dikkat çekmektedir. ABD uygulamasında çok trilyon dolarlık büyüklüklere ulaşıldığı hatta makro ekonomik büyüklüklerin planlanmasında prim ödeme sistemlerinin ve toplu ödeme dönemlerinin dikkatle izlendiği görülmektedir. Hollanda, Yunanistan gibi ülkelerde % 80 ve % 15 havuz toplamı/GSMH rakamlarına ulaşıldığı ve makro ekonomik değişkenlerin düzeltilmesi ve istikrarında kritik pay aldıkları gözlemlenmektedir.

Emeklilik fonları yolu ile ekonominin uzun vadeli fon ihtiyacının karşılanmasında önemli mesafeler kat edildiği, yaratılan büyüklükler yolu ile fon etkinliği ve dağılımının optimizasyonunda ilerleme elde edildiği, para/sermaye piyasaları arası dengesizliklerin giderildiği uygulama sonuçlarından birkaçıdır.

Kaynaklar

- S.Soydemir-O.Altun : Kurumsal Yatırımcılar ve Sermaye Piyasası , Araştırma Raporu , Ankara , 1990.
- Konferans, Tasarruf Yatırım Fonları , İMKB Konferans Salonu , 13 Nisan 1999.

Türk Sermaye Piyasasında Gayrimenkul Yatırım Ortaklıkları Üzerine Bir Değerlendirme

Güler Aras*

I. Giriş

Gayrimenkul Yatırım Ortaklıkları (GYO), yatırımcılardan topladığı fonları bir havuzda biraraya getirerek, gayrimenkul sahipliği ve finansmanı amacıyla bir portföy oluşturan, değerlendirilen ve getirilerinden yararlanma olanağı sağlayan bir sermaye piyasası kurumudur. Bu yolla yatırımcılar büyük ölçekli projelere yatırım yapabilmekte ve fon'un uzman yöneticilerinin tecrübeleri ile birikimlerini değerlendirmek için alternatif bir yatırım alanına sahip olmaktadır. Sermaye piyasası açısından, piyasaya ulaşamayan ve piyasada değerlendirilemeyen fonlar daha verimli alanlara kanalize edilebilmektedir. Öte yandan, büyük ölçekli yatırımların finansmanına olanak yaratılarak gayrimenkul sektörünün gelişimine katkı sağlamaktadır. Dünyada 1960'larda ilk defa Amerika'da faaliyet göstermeye başlayan ve REIT (Real Estate Investment Trust) olarak adlandırılan ortaklıklar daha sonra Uzak Doğu'da ve Avrupa'da yaygın olarak faaliyet göstermeye başlamışlardır. Günümüzde, GYO gelişmiş ülkelerde ve özellikle Amerika'da 150 milyar dolara ulaşan toplam aktifleri ve 300'ü aşkın sayısı ile sermaye piyasasının önemli bir kuruluşu konumundadır.

Türkiye'de 1995 yılından bu yana yasal dayanağa sahip olarak faaliyet gösterme olanağı bulan bu kurumlar henüz gelişme aşamasındadır. GYO'nun ekonomiye beklenen katkıları, sermaye piyasalarının gelişimi ve yatırımcılar açısından önemi bu çalışmanın konusunu oluşturmaktadır. Çalışmada öncelikle GYO'nun mevzuatla belirlenmiş yapıları ve faaliyetleri ele alınmakta, daha sonra ekonomiye katkıları ve yatırımcılar için sağladıkları olanaklar konu edilmektedir. Çalışmanın odak noktasını oluşturan bölümde ise, GYO'nun kuruluşlarından bugüne gelişimi ve sermaye piyasası açısından önemi ele alınmaktadır. Sonuç bölümünde genel bir değerlendirme yapılarak, bu kurumların sorunları ve çözüm önerilerine yer verilmektedir.

II. Gayrimenkul Yatırım Ortaklıkları'nın Faaliyet Alanları Ve Temel Özellikleri

Türk sermaye piyasasında kurumsal yatırımcı tabanının genişlemesi açısından önemli yere sahip olan Menkul Kıymet Yatırım Ortaklıkları ile birlikte piyasaya katılan bir diğer kurum GYO olmuştur. GYO, gayrimenkule ve gayrimenkule dayalı sermaye piyasası araçlarına yatırım yaparak bu alana yönelecek fonları biraraya getirmektedir.

2.1. Faaliyet Alanları

Gayrimenkul Yatırım Ortaklıkları ilk defa Sermaye Piyasası Kurulu'nun 22.7.1995 Tarih ve Seri: VI, 7 No.'lu Tebliği ile tanımlanmış ve faaliyet alanları belirlenmiştir. Bu tebliği takiben mevcut eksikliklerin giderilmesi amacıyla yeni düzenlemeleri içeren 8.11.1998 Tarih ve Seri:VI, 11 No.'lu tebliğ çıkarılmıştır. Buna göre, GYO'larının temel amacı, ilgili kanuna dayanarak, gayrimenkullere ve gayrimenkule dayalı sermaye piyasası araçlarına, gayrimenkul projelerine ve gayrimenkule dayalı haklara yatırım yapmak, gayrimenkul ve gayrimenkule dayalı sermaye piyasası araçlarından oluşan portföyü yönetmektir. Bunun yanı sıra GYO'nun faaliyet alanına belirli projeleri gerçekleştirmek üzere adi ortaklık kurabilme yetkisi ve tebliğde belirtilen diğer yetkiler girmektedir.

GYO, özel bir portföy yönetim şirkettir. Bu nedenle GYO tarafından uzmanlaşmış bir kadro ile portföy oluşturulması, yönetilmesi, gerekli durumlarda portföyün revizyonu, riskin dağıtılması amacıyla portföy çeşitlendirmesinin yapılması faaliyetleri yerine getirilmektedir. GYO portföylerinde sadece gayrimenkul ve buna dayalı araçları bulundurabilirler. İnşaat yapamaz ve inşaat projelerini kendileri yürütmeyebilirler. Sadece başka şirketlerin gerçekleştirdiği inşaat projelerine finansman sağlayabilirler. GYO özellikle iş merkezleri ve alışveriş merkezleri gibi büyük ölçekli gayrimenkullerin finansmanını sağlar. Bunun yanı sıra GYO, ticari ve sınai faaliyette bulunamaz, mevduat toplayamaz ve borç ve kredi veremez, aracılık yapamazlar.

* Yrd. Doç. Dr., Yıldız Teknik Üniversitesi İ.İ.B.F. İşletme Bölümü

2.2. Halka Açılma

Kayıtlı sermaye sisteminde¹, halka açık bir anonim ortaklık olarak kurulan GYO, Sermaye Piyasası Kurulu'nun denetimi ve gözetimine tabidir. GYO hisse senetlerinin Kurul kaydına alınarak halka arz edilmesi zorunludur. GYO'nun hisse senetlerinin halka arzı, mevcut sermayeyi temsil eden hisse senetlerinin halka arzı ile ya da sermaye artırımı yoluyla yapılabilir². Hisse senetlerinin halka arz edilmesine ilişkin başvurunun Kurul'ca yetkilendirilmiş bir aracı kurum tarafından yapılması zorunludur (Mad.11).

GYO'nun çıkarılmış sermayesini temsil eden hisse senetlerinin esas sözleşmesinin tescilini takip eden ilk altı ay içinde nominal değerleri toplamı itibarıyla en az %25'inin halka arz edilmesi, bunu izleyen ikinci altı ayda ise bu oranın %49'a çıkarılması ilgili tebliğle getirilen zorunluluktur. GYO'nun %49 hisselerinin halka açılması zorunluluğu bütün ortaklarla birlikte özellikle küçük yatırımcının da gayrimenkul piyasalarındaki kazançtan yararlanabilmeleri temeline dayanmaktadır.

Nama ve hamiline yazılı olarak ihraç edilen ortaklık hisselerinin lider girişimcinin³ asgari sermaye payını temsil eden kısmı nama yazılı olarak ihraç edilebilir ve satış süresinin üzerinden bir yıl geçmeden başkasına devredilemez.

Türk Ticaret Kanunu'nun(TTK) 404. maddesinde aynı sermaye karşılığı çıkarılan payların 2 yıl geçmeden devirlerinin olanaksız olduğunu konusunu düzenlemiştir. Buna göre, GYO konan aynı sermaye karşılığı çıkarılan nama yazılı hisseleri iki yıl geçmeden halka arz edilemeyecektir⁴. Bu düzenleme GYO için ek bir ekonomik külfet getirmektedir.

2.3. Portföy Oluşumu

Bir portföy yönetim şirketi olan GYO'nun iyi bir portföy çeşitlendirmesi yaparak riski en aza indirmek, bu portföyü uzman bir kadro ile yöneterek portföyünde gerekli değişimleri zamanında yapmak ve portföy değerini korumak ve artırmak yönünde çaba harcaması temel işlevidir. Portföy değeri, ortaklığın aktifinde yatırım amacıyla bulundurduğu gayrimenkuller, gayrimenkul projeleri, haklar, sermaye piyasası araçları, ve ters repo işlemlerinin rayiç değerleri toplamından oluşur.

GYO portföy oluşturması açısından tamamen serbest bırakılmamış, Seri VI 11 No.lu Tebliğin 27. maddesi ile GYO'larına portföy sınırlaması getirilmiştir. Buna göre GYO'nun portföylerinde bulundurabile-

cekleri kıymetlere ilişkin sınırlamalar şu şekilde belirlenmiştir;

- Gayrimenkul Sertifikalarına ve konut karşılığı ihraç edilen Varlığa Dayalı Menkul Kıymetlere %20,
- Ters Repo ve diğer sermaye piyasası araçlarına % 10,
- Hisse Senetlerine % 5,
- A tipi yatırım fonu katılma belgelerine⁵ %5,
- Yurt dışı gayrimenkuller ve gayrimenkule dayalı menkul kıymetlere⁶ %10,
- Bir yıl içerisinde proje geliştirilemeyen verimsiz arazi yatırımlarına %10.

Bunların yanısıra, portföyün çeşitlendirilmesine ilişkin olarak da şu sınırlar çizilmiştir (Mad.30);

-Portföye alınacak gayrimenkul ve gayrimenkul projelerinin herbirinin portföydeki ağırlığı %10'dan aşağı olamaz. Ancak, asgari gayrimenkul ve gayrimenkul projesi sayısının üzerindeki çeşitlendirmelerde bu oran aranmaz.

-Belirli alanlarda faaliyet göstermek ve belirli projelere yatırım yapmak üzere kurulan ortaklıkların portföylerinin en az %75'inin ünvanlarında veya esas sözleşmelerinde belirtilen varlıklardan oluşması zorunludur.

-Ortaklıkların portföylerini uzun vadeli yönetmeleri esastır. Yatırımın üzerinden bir yıl geçmeden satışı yapılan varlıkların toplam değeri, varlığın satışına ilişkin yönetim kurulu kararının alındığı tarihte ortaklığın son bir yıl içinde yatırım yaptığı varlıkların portföy değerinin %25'ini aşamaz. Bu hesaplama sermaye piyasası araçları dahil edilemez, ancak satış vadedi sözleşmeleri de satışlar gibi dikkate alınır.

Bu sınırlamalar GYO'nun portföylerini şekillendirmelerini güçleştirmektedir. Yatırım yapılacak gayrimenkullerin seçimi oluşturulacak portföyün performansını etkileyecek ve bu da yatırımcıların tercihlerine ve ortaklığın piyasa değerine yansıtacaktır.

2.4. Vergi Avantajı

GYO'larının temel özelliklerinin başında bu kurumlara tanınan vergi avantajı gelmektedir. Bu Ortaklıklar kurumlar ve gelir vergisinden muaftır. Uygulama kurumlara önemli bir ayrıcalık tanınmaktadır, özellikle uygulamanın başlangıcında sağlanan vergi avantajları ile GYO'nun gelişimi önemli ölçüde desteklenmiştir. GYO'na ve bu yolla elde edilen gelirlere tanınan vergi avantajları şunlardır.

-GYO'nun portföy işletmeciliği kazançları kurumlar vergisinden istisnadır.

-Gelir Vergisi Kanunu çerçevesinde GYO'nun portföy işletmeciliği kazançları için stopaj oranı %0'dır.

-Bunların yanısıra; GYO'na bazı yatırımlarda ve gayrimenkul devir işlemlerinde Emlak Vergisi ve harç oranları ile ilgili vergi avantajları tanınmıştır.

Öte yandan, GYO'ları portföylerinde yer alan gayrimenkullerin satılması veya kiralanması işlemleri için KDV uygulanmaktadır. Bu uygulama ortaklıklar için önemli gelir kaybına neden olmakta ve özellikle kayıt dışı gayrimenkul işlemlerinin önemli bir paya sahip olması rekabet gücünü azaltmaktadır.

GYO kar payı elde eden gerçek kişilerin vergi düzenlemeleri karşısındaki durumu ise şöyledir; Daha önce GYO kar payı elde eden gerçek kişiler ve kurumlar için vergi muafiyeti sözkonusu iken, 1.1.2000 tarihinden itibaren GYO kar payı elde eden gerçek kişiler, bu gelirlerinin üzerinden 1/5 oranında vergi alacağı hesaplayacaklar, ayrıca elde edilen gelirleri enflasyondan arındırılmak amacıyla kar paylarına Maliye Bakanlığı'nca tesbit edilen indirim oranı uygulanacaktır. Hesaplanan kar payları Gelir Vergisi Kanunu ile belirlenen vergi oranları çerçevesinde vergiye tabidir.

GYO kar payı elde eden kurumlar açısından, tam ve dar mükellef kurumlar için kar payları ticari kazanç olarak beyan edilerek vergi uygulanmaktadır.

III. Gayrimenkul Yatırım Ortaklıklarının Ekonomiye Katkıları

Tasarrufların yatırımlara dönüştürülmesinde ve sermayenin tabana yayılmasında tüm dünyada kurumsal yatırımcılar önemli bir role sahiptir. Küçük tasarruf sahiplerinin bireysel olarak önemli tutarlarda olmayan birikimlerini biraraya getirerek verimli alanlara kanalize eden kurumsal yatırımcılar aynı zamanda ekonomik kalkınmayı desteklemektedir. Güçlü ve istikrarlı mali piyasalarda çok sayıda alternatif yatırım araçlarının yatırımcılara sunulabilmesi temel hedeflerden birisidir. Gayrimenkuller de ekonomide "durağan" olarak bulunan, mali piyasalara ve ekonomiye kanalize edilmesi halinde daha etkin değerlendirilebilecek yatırım alanlarından birisidir. Bunun yolu da gayrimenkullerin daha likit halde, kolay el değiştirebilir, küçük meblağlar halinde işlem görebilecek bir yapıya sahip olması yani, gayrimenkullerin "menkul kıymetleştirilmesidir". Bu şekilde gayrimenkuller finansal sisteme dahil edilerek, bir yandan küçük tasarruf

sahiplerinin mevcut fonlarının gayrimenkuller yoluyla değerlendirilmesi olanağı yaratılırken, öte yandan ise, gayrimenkul sektörünün fon ihtiyacı rasyonel olarak karşılanacaktır.

Bu bağlamda GYO'nun ekonomiye katkılarını şu şekilde sıralamak olanaklıdır;

- Gayrimenkul sektörünün ihtiyacı olan uzun vadeli fonların sağlanması,
- Büyük alt yapı yatırımları fonlanabilir,
- Gayrimenkul sektörünün büyük ölçüde kayıt altına alınması olanaklı hale gelir,
- Önemli istihdam olanakları sunan konut ve inşaat sektörünün gelişimine katkı sağlanır,
- Aktiflerinde kıymetli gayrimenkuller bulunan kuruluşlar bunları likidite ederek, yeni yatırımların finansmanı için fon sağlayabilir,
- Devlete ait olan büyük ölçekli gayrimenkullerin değerlendirilmesi ve Hazine gayrimenkullerinin ekonomiye kazandırılmasına olanak sağlayacaktır.
- Tasarruflarının doğrudan yatırıma göre daha az riskli olabilecek bu yatırım aracına yönlendirilmesi tasarrufların ekonomiye dönüşünü artıracaktır.
- Gayrimenkul piyasasında kurumsal yatırımcı olarak yer alacaktır.
- Yabancı sermayenin ülkeye gelişi açısından da yeni bir alternatif sunacaktır.

GYO, uzun vadeli fon ihtiyacı bulunan, ancak sağlanmasındaki güçlükler nedeniyle yatırımları kısıtlanan gayrimenkul sektörünün gelişimi açısından büyük önem taşımaktadır. Bu yolla önemli inşaat projeleri, altyapı yatırımları hayata geçirilebilecek, ticaret merkezleri, uydu kent, turizm ve eğlence merkezleri gibi büyük projeler sermaye piyasası yoluyla finanse edilerek gerçekleştirilebilecektir. GYO tarafından uygulanacak arazi geliştirme projeleri aracılığıyla büyük kentlerdeki çarpık yapılaşmanın engellenmesi sağlanacaktır.

GYO, inşaat sektörünün büyük istihdam olanakları sunması nedeniyle işsizlik sorunu ve gelir yaratma açısından da önem taşımaktadır. Bu yönde bir gelişme ekonominin canlanmasına da katkı sağlayacaktır. Türkiye de inşaat sektörü büyük ölçüde kayıt dışı faaliyet gösteren bir alandır. Yapılan inşaatlarda çalıştırılan işçilerin büyük bir kısmı sigorta kapsamına alınmama, inşaatların satış değerleri gerçeğin altında belgelenmekte ekonomik anlamda ciddi kaçaklara neden olmaktadır. Sektörün tam olarak kayıt altına alınabilme-

sinin sağlanması açısından GYO'nun gelişimi önem taşımaktadır.

Öte yandan, devletin himayesinde bulunan büyük ölçekli gayrimenkuller bu ortaklıklar aracılığıyla değerlendirilebilir⁷. Bunların özelleştirilmesi gerekenlerinin çok büyük meblağlara ulaşan ve tek seferde satışının olanaksız olduğu durumlarda GYO yoluyla satış yapmak kolaylaşacaktır. Özellikle büyük devlet arazilerinin küçük tasarruf sahibinin ulaşabileceği değerlerde satışı mülkiyetin tabana yayılması açısından da önem taşımaktadır.

IV. Gayrimenkul Yatırım Ortaklıkları'nın Yatırımcılara Sağladığı Olanaklar

GYO küçük tasarruf sahiplerine gayrimenkuller üzerinden yatırım olanağı getirecektir. GYO ile yatırımcı sermaye piyasasında alternatif bir yatırım alanına kavuşmaktadır. Öte yandan bu yolla, gayrimenkulün kendisinin değil, ona yatırım yapan bir şirketin hisse senedinin satın alınması, yatırımcı açısından gayrimenkul yatırımının likidite edilmesi sorununu ortadan kaldırmaktadır. Gayrimenkule yapılan yatırıma göre çok daha likit bir yatırım alternatifi sunmaktadır. Aynı zamanda, doğrudan gayrimenkule yapılacak yatırımlar ve diğer hisse senedi yatırımlarına oranla riski düşüktür. Şirket portföyü uzman kişilerce yönetildiği için bireysel yatırımlara göre daha etkin yatırım yönetimi sözkonusudur. Bu şekilde riskin dağıtılması ve daha az riske maruz kalınması olanaklıdır. Bütün bunların yanısıra gayrimenkul, psikolojik olarak yatırımcının alternatif yatırım araçlarına oranla daha fazla güven duyduğu bir yatırım aracı özelliğine sahiptir. Geçmiş verilere bakıldığında gayrimenkulün, yatırımcı için sürekli nakit akışı yaratan ve gelecekte pozitif gelir yaratma olasılığının çok daha yüksek ve getirinin tahmin edilebilir olduğu bir yatırım alanı olduğu görülmektedir.

Yatırımcılar için GYO'nun temel olanaklarından birisi de temettü getirisinin mevcut olmasıdır. Yatırımcı GYO aracılığıyla küçük meblağlarla gayrimenkule yatırım yapabilme olanağın sahip olmanın yanısıra, temettü geliri de elde etmektedir. Öte yandan, yatırımcı kendi başına yaptığı yatırımlarda tek bir gayrimenkule yüksek değerlerde yatırım yapmanın riskini üstlenmek zorunda kalmakta ve yüksek değerdeki gayrimenkulleri istediği anda ve istenen değerden paraya çevirmesi her zaman olanaklı olmamaktadır. GYO ise, yüksek likiditeye ve birden fazla gayrimenkulü ve yatırım aracını portföylerinde bulundurmaları nedeniyle riskin dağıtılması özelliğine sahiptir.

GYO'nun sağladığı bu olanakların yanında yatırımcı, TTK'nun kendisine sağlamış olduğu haklara da sahiptir. Buna göre yatırımcının hakları şunlardır;

-Ortaklığın elde ettiği kardan payına düşen kısmını alma hakkı,

-Ortaklığın tasfiyesi halinde tasfiye payı hakkı

-İç kaynaklardan yapılacak sermaye artırımını nedeniyle çıkarılacak hisse senetlerini bedelsiz olarak alma hakkı

-Ortaklığın sermaye artırımında yeni payları edinme öncelik(rüçhan) hakkı

-Genel kurul toplantılarına katılma konuşma ve öneride bulunma hakkı

-Genel kurul toplantılarında oy kullanma hakkı

-Ortaklığın faaliyetleri ve hesapları hakkında bilgi alma, inceleme ve denetleme hakkı

GYO'larının portföyünde yer alan varlıklar, bunların ekspertizini, değerlemesini yapmaya yetkili şirketlerce belli zaman aralıklarında değerlendirilir. Bu şekilde değerlendirme günündeki gayrimenkullerin rayiç değeri GYO portföyüne yansıtılır. Bu değerlendirme sonuçları şirketin mali tabloları ile birlikte belirli zaman aralıklarında ilan edilerek ortaklar bu durumdan haberdar edilirler. Yatırımcı bu şekilde, hisse senedinin finansal olarak olması gereken değerini belirleyebilir. Burada GYO hisse senetlerinin borsada işlem görmesinden dolayı net aktif değerinin dışında fiyat oluşabileceği yatırımcılar tarafından gözardı edilmemelidir. Gayrimenkul ve gayrimenkul portföyünün değerlemesi konusunda geliştirilen çeşitli yöntemler ile yatırımların gerçek değerlerinin belirlenebilmesi amaçlanmaktadır⁸. Yapılan düzenlemelerle yatırımcıların şirket portföyünün değeri ve portföy yapısı konusunda daha güncel bilgi sahibi olabilmeleri için, ekspertiz raporlarının aylık olarak hazırlanarak ilan edilmektedir.

GYO'larının amacı getiri potansiyeli yüksek gayrimenkullere, gayrimenkullere dayalı projelere yatırım yapmak, portföyündeki gayrimenkullerden kira geliri elde etmek ve bu şekilde kira ve alım satım kazançları yoluyla gayrimenkullerin yüksek gelirine ulaşmaktır. GYO'nun hisse senedini satın alarak ortak olan bir yatırımcı, yüksek getirili menkul kıymetlerden gayrimenkule dayalı olarak yararlanmış olmaktadır. Zira, portföyündeki gayrimenkullerin alım satımından kar sağlayan GYO, dönem sonunda bu karları ortaklarına temettü olarak dağıtmakta ve gayrimenkul gelirini ortaklarına aktarmaktadır.

V. Gayrimenkul Yatırım Ortaklıkları'nın Sermaye Piyasasındaki Yeri

Sermaye piyasasında derinliğin ve etkinliğin artmasının gereklerinden birisi kurumsal yatırımcının, özellikle yerli kurumsal yatırımcının piyasada bulunması bir diğeri ise, piyasada işlem gören finansal araç sayısının artırılması ve çeşitlendirilmesidir⁹. Küçük tasarruf sahiplerinin sınırlı birikimlerini biraraya getirerek verimliliği yüksek yatırımlara yönelten kurumsal yatırımcılar tüm dünyada sermaye piyasasının gelişiminde önemli bir paya sahiptir¹⁰. Portföy oluşumunun ve yönetiminin kurumsallaşmasını sağlayan kurumsal yatırımcılar tasarrufların kollektif ve organize bir şekilde yatırımlara kanalize edilmesini sağlamakta piyasanın derinlik kazanmasında etkili olmaktadır.

GYO'nun dünyada ilk uygulaması ABD'de görülmektedir. ABD'de 1960 yılında kabul edilen "Gayri Menkul Yatırım Ortaklıkları Kanunu" sonrasında bu alandaki gelişmeler 1970'li yıllara kadar yavaş olmuş, 1986 yılında kabul edilen Vergi Reformu Kanunu ve 1987 yılında yasallaşan Gelir Vergisi Kanunu ile getirilen yeni olanaklar sonrasında hızlı bir gelişme kaydetmiştir. Yeni düzenleme ile REIT (Real Estate Investment Trusts)'lere gayri menkul portföylerini yönetme yetkisi verilmiştir. Daha önceki düzenlemeye göre portföylerindeki gayrimenkullerden elde ettikleri karı yönetici şirketler ile paylaşmak zorunda olan ortaklıklar bu yükümlülüklerinden kurtulmuşlardır. Bugün Amerika'da ciddi bir gelişme gösteren REIT'ler sermaye piyasasının önemli bir kuruluşu konumundadır. Amerika'da toplam REIT sayısı 300'ün üzerinde olup, bunların yaklaşık 200'ü borsalarda işlem görmekte ve piyasa kapitalizasyonu 1998 itibariyle 150 Milyar Doları aşmaktadır. Amerikan kurumsal gayrimenkul yatırımlarının yaklaşık %8 ini oluşturan REIT'lerin ağırlıklı ortalama temettü getirisi ise yaklaşık %6'dır¹¹.

GYO Türkiye'de 1995 yılında yasal düzenlemeye sahip olmuş ve ilk GYO 1996 Aralık ayında İMKB'de işlem görmeye başlamıştır. GYO'na ilişkin kısa uygulama süresinde karşılaşılan sorunları ve zorlukları gidermek için Sermaye Piyasası Kurulu yeni düzenlemeler yapmıştır. GYO'na ilişkin Seri : VI, No: 7 sayılı tebliğden sonra, 8.11.1998'de çıkartılan Seri:VI No: 11 sayılı tebliğ ile;

-Uygulamada karşılaşılan hukuki sorunların giderilmesi,

-Ortaklıkların yatırım olanaklarının genişletilmesi,

-Yatırımların güvenliğinin sağlanması,

-Ortaklık yöneticilerinin performanslarının artırıl-

masını ve yatırımcılara daha fazla ve doğru bilgi akışının sağlanması amaçlanmaktadır.

Bu çerçevede yapılan düzenlemelerin başlıcaları şunlardır;

i) Lider girişimci tanımlanarak sahip olması gereken nitelikler belirlenmiştir.

ii) Ortaklığın yatırım konuları genişletilmiş bu sayede portföylerini çeşitlendirme olanağı yaratılmıştır.

iii) Yönetim kurulu üyelerinin bileşimine yönelik ilkeler belirlenmiş, yönetim kurulu üyeleri ve ekspertiz şirketler için bağımsızlık kavramı tanımlanmıştır.

iv) GYO hisse senetlerinin kayda alma ve halka arz prosedürü yeniden belirlenerek kolaylaştırılmıştır.

v) Şirketlerin özkaynaklarının iki katına kadar borçlanmalarına ve portföylerindeki varlıkların satış veya satış vaadi sözleşmeleri ile satışından kaynaklanacakları karşılığında varlığa dayalı menkul kıymet ihraç edebilmelerine olanak tanınmıştır.

vi) Şirket yöneticilerinde aranacak nitelikler artırılarak, yönetim kalitesi artırılması amaçlanmıştır.

Sermaye Piyasası Kurulu tarafından yapılan bu düzenlemeler ve vergi kanunlarındaki teşviklerle gelişimi desteklenen GYO, yatırımcılar için yeni bir alternatif yatırım alanı sunmaktadır. Portföy hacimleri itibariyle bu kurumlar piyasa hacmini ve kapitalizasyonunu potansiyel olarak etkileyecek niteliktedir. 1996 yılının ortalarında kurulan ve ilk halka arz edilen Alarko GYO'dan sonra kurulan EGS, Osmanlı, Vakıf, Yapı Kredi Koray ve 1999'un son ayında halka arz edilen İhlas, Nurol ve İş GYO ile birlikte şu anda İMKB'de işlem gören sekiz GYO mevcuttur¹² (Tablo 1). Halka arz edilen nominal tutarın toplam sermayelerine oranı ise %49'dur. Bu şirketlerin beşinin halka arzı sermaye artırımını, diğer üçünün ise sermaye artırımını ve mevcut payların halka arzı şeklinde gerçekleştirmiştir.

Halka arz edilen hisse senetlerinin, Osmanlı ve Vakıf GYO dışındaki kalan Alarko, EGS ve Yapı Kredi Koray, Nurol, İş GYO sırasıyla %89, %87 ve %85, %70, %3.17'ini yurt dışı yatırımcıya satmıştır (Tablo 2). Satın alan yabancı yatırımcı sayısına bakıldığında zaman yurt içine satılan yaklaşık %10-15 oranındaki hisseleri yaklaşık 148 bin yerli yatırımcı satın alırken, toplam hisselerin %85 den fazlasını satın alan yabancı yatırımcı toplam 104'dür. Yurt içi alıcıdan çok yurt dışına pazarlanması ve yatırımcı sayısına bakıldığında zaman, özellikle yabancı kurumsal yatırımcının GYO'nun hisseleri ile daha fazla ilgilendikleri görülmektedir.

Tablo 1. Gayrimenkul Yatırım Ortaklıklarının Halka Arzı

GYO	Kuruluş Tarihi	Halkla Arz Tarihi	İMKB'de İşlem Görme Tarihi	Halka Arz Şekli	Halka Arz Edilen Nominal Tutarın Sermayeye Oranı
Alarko	30.05.1996	19-20.12.1996	30.12.1996	Sermaye Artırımı	% 49
EGS	01.10.1997	12-13.03.1998	18.03.1998	Sermaye Artırımı/Ortak Satışı	% 49
Osmanlı	25.07.1996	19-20.03.1998	25.03.1998	Sermaye Artırımı	% 49
Vakıf	02.11.1995	24-26.12.1996	13.01.1997	Sermaye Artırımı	% 25
YK Koray	24.12.1996	11-12.6.1998	18.06.1998	Sermaye Artırımı/Ortak Satışı	%49
İş	06.98.1999	1-3.12.1999	09.12.1999	Sermaye Artırımı/Ortak Satışı	%49
İhlas	23.12.1997	07-08.12.1999	14.12.1999	Sermaye Artırımı	%49
Nurol	03.09.1997	09-10.12.1999	15.12.1999	Sermaye Artırımı	%49

Kaynak: İMKB Aylık Bülten Çeşitli Sayılar

Tablo 2. Gayrimenkul Yatırım Ortaklıklarının Hisse Senetlerini Satın Alanların Dağılımı

GYO	Satın Alan Yurt Dışı Yatırımcı	Satın Alan Yurt İçi Yatırımcı	Yurt Dışına Satılan Hisselerin Toplam Halka Arza Oranı (%)
Alarko	33	3.542	89.80
EGS	23	2.747	87.50
Osmanlı	-	5.992	-
Vakıf	-	982	-
YK Koray	39	31.869	85.00
İş	6	65.770	3.17
İhlas	-	21.109	-
Nurol	3	16.104	70.00

Kaynak : İMKB Aylık Bülten Çeşitli Sayılar

GYO'nun toplam piyasa değeri 1999 yılı sonu itibariyle 421 trilyon TL'dir. Kuruluşlarından bu yana geçen sürede portföy değerlerinde ve net aktiflerindeki gelişme Tablo 3 ve Tablo 4'de ayrı ayrı verilmektedir. Ortaklıkların portföy değeri, net aktif değeri ve hisse başına düşen net aktif değerinde artış görülmektedir. İşlem görmeye başlamalarından itibaren Aralık 1999'da halka arz edilenlerin dışındakilerin gelişimine bakıldığında, toplam portföy değerlerindeki ve net aktiflerindeki büyüme yaklaşık dört katı olmuştur. Piyasa değeri itibariyle en büyük pay %54 ile Aralık 1999 tarihinde halka arz edilen iş GYO'na aittir (Grafik 1). Net aktif değeri itibariyle ise, GYO toplam net aktif değerinin içerisinde en büyük payın %47 ile EGS GYO'na ait olduğu ve İş GYO'nun net aktif değerinin toplam içindeki payının %22 olduğu görülmek-

tedir (Grafik 2). Ortaklıklar içerisinde net aktif değeri en yüksek olan EGS'nin 1999 yılı sonu itibariyle portföy dağılımına bakıldığında, portföyünün % 96'sı gayrimenkule dayalı projelerden oluşmaktadır. Bunu ikinci sırada portföyünün % 64'ü gayrimenkule dayalı projelerden oluşan İş GYO izlemektedir (Tablo 5).

Mevcut GYO'nun toplam portföy bileşimine bakıldığında; portföyün % 65 gibi önemli bir kısmının gayrimenkule dayalı projelere ayrıldığı geri kalanının ise % 13 repo, %17 gayrimenkul yatırımları ve sadece iki GYO'nun yatırımları ile yaklaşık %4 kesin alım gayrimenkullerden oluştuğu görülmektedir (Grafik 3). GYO'na ayrı ayrı bakıldığında ise portföy tercihlerinin birbirinden farklı olduğu görülmektedir (Tablo 5). Buna bağlı olarak da ortaklıkların portföy getirilerinde önemli farklılıklar mevcuttur. Dünyadaki örneklerinde kira geliri getiren gayrimenkullerin portföyde çok büyük bir pay aldığı görülmektedir¹³. Amerika'da REIT'lerin portföylerinin yaklaşık %80'i kira gelirine dayalı ticari gayrimenkullerden oluşmaktadır¹⁴.

1998 yılı itibariyle GYO'nun bileşik ve aylık TL. Bazlı getirileri performanslarına bakıldığında en yüksek bileşik getiriyi sırasıyla Vakıf, Alarko, EGS GYO'nun sağladığı görülmektedir (Tablo 6). Aynı dönemde İMKB'da işlem gören yatırım ortaklıkları ortalama aylık getirisi %3.23, mali kuruluşlar ortalama aylık getirisi % 4.18 ve borsada işlem gören bütün şirketleri kapsayan pazar ortalaması ise % 3.54 olarak gerçekleşmiştir. Bu verilerle karşılaştırıldığında GYO'nun aylık getirilerinde dalgalanmalar görülmekle birlikte pazar ortalaması ve mali sektör ortalama değerlerinin altında olduğu görülmektedir. 1998 yılında yaşanan mali krizin ekonomiye ve sermaye piyasasına olumsuz etkisi bu sonuçlara yansımıştır. Aynı zaman-

Tablo 3. Gayrimenkul Yatırım Ortaklıklarının İşlem Görmeye Başlama Tarihindeki Portföy ve Net Aktif Değerleri

GYO	Portföy Değeri (Bin TL)	Net Aktifler* (Bin TL)	Pay Başına Net Aktifler
Alarko	572.209.000	1.585.521.000	1.585
EGS	7.637.097.000	3.569.587.000	1.020
Osmanlı	3.295.152.000	409.021.000	1.636
Vakıf	514.254.000	524.163.000	2.097
YK Koray	7.660.082	2.999.523.000	1.150
İş	88.386.938.000	84.846.142.000	1.336
İhlas	8.609.154.000	8.117.265.000	4.06
Nurol	6.006.244.000	6.108.905.000	6.109
Toplam	115.027.708.082	102.662.127.000	

(*) Net Aktifler = Portföy Değeri + Hazır Değerler + Alacaklar - Borçlar

(**) Halka arz tarihlerindeki halka açık kısmının piyasa değeri

Kaynak: SPK Aylık Bülten Çeşitli Sayılar

Tablo 4. Gayrimenkul Yatırım Ortaklıklarının Portföy, Net Aktif ve Piyasa Değerleri (31 Aralık 1999)

GYO	Portföy Değeri (Bin TL)	Net Aktifler* (Bin TL)	Pay Başına Net Aktifler	Piyasa Değeri (Bin TL)
Alarko	35.707.575.000	31.666.864.000	12.667,00	33.750.000.000
EGS	193.797.442.000	197.662.016.000	14.766,20	77.000.000.000
İhlas	11.083.100.000	11.670.014.000	2.976,00	7.600.000.000
İş	91.632.955.000	93.008.716.000	1.329,00	225.425.000.000
Nurol	13.834.069.000	13.911.281.000	2.782,00	4.100.000.000
Osmanlı	7.368.904.000	7.391.014.000	1.476,00	9.750.000.000
Vakıf	11.722.258.212	2.000.452.500	5.918,00	14.403.258.000
YK.Koray	39.623.123.000	10.000.000.000	5.140,00	49.000.000.000
Toplam	404.769.426.212	418.513.734.244		421.028.258.000

(*) Net Aktifler = Portföy Değeri + Hazır Değerler + Alacaklar - Borçlar

Kaynak: SPK Aylık Bülten, Aralık 1999

da bu dönemde benzer nedenlerle GYO hisselerinin fiyatlarının da düşük kaldığı gözlenmektedir.

2000 yılı para programı ile açıklanan faiz oranı ve enflasyon hedeflerine ulaşılması halinde gayrimenkul sektörüne olan ilginin artması ve gayrimenkul yatırımları daha cazip hale gelebilmesi beklenmektedir. Bunun gerçekleşmesi, GYO hisse senetlerine olan talebi ve getirilerini de olumlu yönde etkileyecektir. Makro ekonomik alanda olduğu kadar, sektörün ve sermaye piyasasının gelişiminde önemli bir dönüm noktası olabilecek bu programın başarısı önem taşımaktadır.

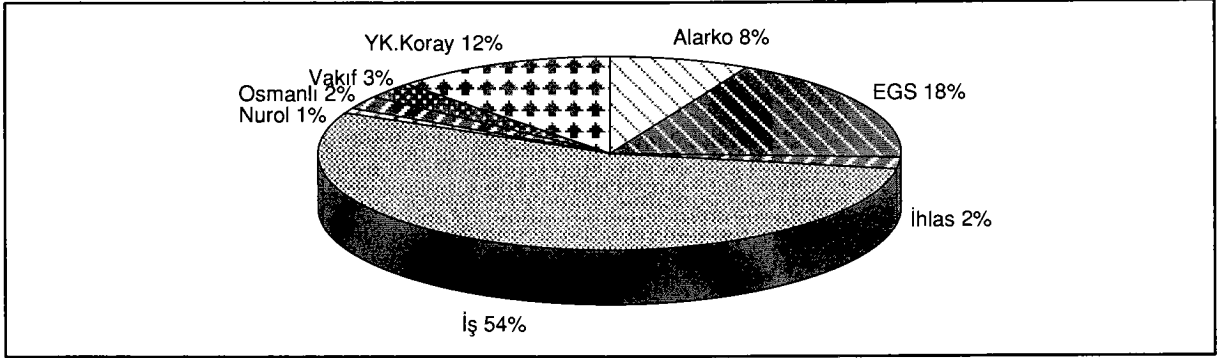
Bütün bu gelişmelerle birlikte düzenlemelerin ya-

pılmasından bu zamana kadar yaklaşık 5 yıl geçmesine rağmen henüz sayıları 8'i aşamayan GYO gelişme sürecindedir. Yenilerinin kurulması ve halka açılması gündemde olan GYO'nun sermaye piyasası açısından önemi etkileri aşağıdaki şekilde sıralanabilir;

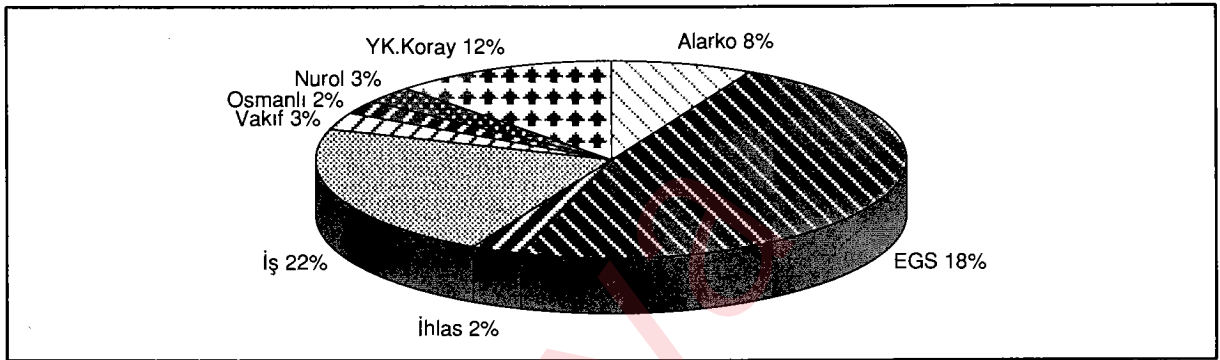
- Sermaye piyasasında derinliğin sağlanmasında çok önemli bir yere sahip olan kurumsal yatırımcıların son derece yetersiz olduğu piyasada profesyonel ve kurumsal yatırımcı tabanı oluşmasını sağlayacaktır.

- Büyük montanlı ihraçlar sözkonusu olduğu için yabancı yatırımcının da gelmesini sağlayacaktır. Yabancı yatırımcıyı çekebilmek için bu yatırımların yurt dışı piyasalarda pazarlanması gereklidir.

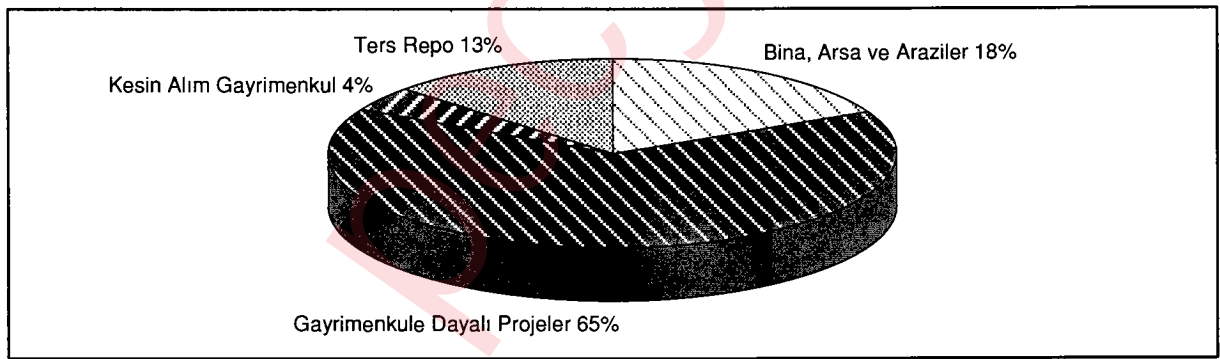
Grafik 1. Gayrimenkul Yatırım Ortaklıklarının Piyasa Değeri Dağılımı (31 Aralık 1999)



Grafik 2. Gayrimenkul Yatırım Ortaklıklarının Net Aktif Dağılımı (31 Aralık 1999)



Grafik 3. Gayrimenkul Yatırım Ortaklıklarının Portföy Bileşimi (31 Aralık 1999)



● Yatırımcı açısından, uzman kadrolar tarafından yönetilen fonlar daha az riskli yeni bir yatırım alternatiftir. Ayrıca, yatırımcının ulaşamadığı büyük yatırımlara bu yolla ulaşması sağlanmaktadır.

● Gayrimenkule göre daha likit olduğu için yatırımcılar tarafından tercih edilecek piyasadaki yatırımcı sayısı artacaktır.

● Menkuliyetleştirme yoluyla aktifte durağan olarak bekleyen değerler hisse senedine dönüştürülerek likit hale getirilmekte ve sermaye piyasasında işlem görmektedir.

● GYO'nun küçük yatırımcıya tanıtımı önem taşımaktadır. Bugün Amerika'da borsada işlem gören 200'ün üzerindeki REIT'in %47'si küçük yatırımcılardan oluşmaktadır¹⁵.

Sermaye piyasasına beklenen katkılarının artırılabilmesi için yeni GYO'nun kuruluşları teşvik edilmeli, ortaklıklar lehine vergi düzenlemeleri yapılarak, kuruluş aşamasında karşılaşılan güçlükler giderilmelidir. GYO'nun yurt dışı yatırımcılara tanıtımı oldukça önemlidir. Zira hisselerin büyük montanlı alıcısı yabancı yatırımcılar olmaktadır. Bu kurumların kamuyu aydınlatma yükümlülüğü gereği düzenlemeleri gere-

Tablo 5. Gayrimenkul Yatırım Ortaklıklarının Portföy Bileşimi (%) (31 Aralık 1999)

GYO	Bina, Arsa, Araziler	Gayrimen. Sertifikası	Gayrimen. Dayalı VDMK	Gayrimen. Dayalı Projeler	Kesin Alım Menkul Kıymetler	Ters Repo
Alarko	5.06	0.00	0.00	7.10	0.00	87.74
EGS	0.06	0.00	0.00	96.80	0.00	3.06
İhlas	62.50	0.00	0.00	29.81	0.00	4.99
İş	35.34	0.00	0.00	64.66	0.00	0.00
Nurol	31.95	0.00	0.00	24.51	0.00	43.54
Osmanlı	67.23	0.00	0.00	0.00	31.62	1.15
Vakıf	51.80	0.00	0.00	4.51	0.00	43.69
YK.Koray	36.12	0.00	0.00	17.79	39.01	7.09
Toplam	17.62	0.00	0.00	65.17	4.39	12.81

Kaynak: SPK Aylık Bülten, Aralık 1999

Tablo 6. Gayrimenkul Yatırım Ortaklıkları Hisse Senedi Bileşik ve Aylık Getirileri (1998-TL. Bazlı)

	ALARKO GYO		EGS GYO		OSMANLI GYO		VAKIF GYO		YK. KORAY GYO	
	Bileşik	Aylık (%)	Bileşik	Aylık (%)	Bileşik	Aylık (%)	Bileşik	Aylık (%)	Bileşik	Aylık (%)
1998/1	2.68	(1.79)	-	-	-	-	6.49	(15.79)	-	-
1998/2	2.20	(18.18)	-	-	-	-	5.46	(15.83)	-	-
1998/3	2.12	(3.33)	0.93	(6.67)	1.35	35.19	10.41	90.59	-	-
1998/4	2.88	(35.63)	1.11	19.05	3.44	154.79	20.44	96.46	-	-
1998/5	3.22	11.86	1.08	(2.67)	3.11	(9.68)	9.50	53.51	-	-
1998/6	3.17	(1.52)	1.07	(1.37)	2.67	(14.29)	8.25	(13.21)	1.01	1.43
1998/7	3.17	0.00	1.07	0.00	2.70	1.39	6.46	(21.74)	0.93	(8.45)
1998/8	1.83	(42.31)	0.50	(53.47)	1.50	(44.52)	3.49	(46.00)	0.51	(44.62)
1998/9	1.41	(22.77)	0.42	(14.93)	1.41	(6.17)	3.16	(9.26)	0.46	(11.11)
1998/10	1.71	(20.69)	0.44	3.51	1.06	(25.00)	2.71	(14.29)	0.45	(1.56)
1998/11	1.93	12.86	0.47	6.78	0.98	(7.02)	2.58	(4.76)	0.54	20.63
1998/12	1.80	(6.33)	0.44	(6.35)	1.33	35.85	3.36	30	0.48	(11.84)

Kaynak: İMKB

ken mali tablolara ilişkin standartlar getirilerek, net aktif değeri bilgileri zamanında ve tam olarak açıklanması yatırımcılara güven sağlaması açısından büyük önem taşımaktadır.

VI. SONUÇ

Türkiye'de gayrimenkul sektörü uzun geçmişi olmakla birlikte kurumsallaşamamış, büyük ölçüde kayıt dışı faaliyetin söz konusu olduğu ve standardın bulunmadığı bir yapıya sahiptir. Sektör son yıllara kadar kısa vadeli hesaplarla hareket etmiş ve uzun vadeli

proje ve kaynak yaratmak konusunda bir çaba içinde olmamıştır. Bu alanda önemli bir gelişme olarak değerlendirilebilecek GYO gayrimenkul ve inşaat sektörünün gelişimi açısından önem taşımaktadır. Bununla birlikte, GYO'na ilişkin yasal düzenlemelerin yapılmasından bu yana yaklaşık 5 yıl geçmesine rağmen İMKB'de işlem gören GYO'nun sayısı henüz sayıları 8'i aşmamıştır. Hem ekonomik fonksiyonları, hem de sermaye piyasasına yeni bir aktör olarak katılımı açısından önemli işlevlere sahip olan GYO'nun ekonomiyeye ve sermaye piyasalarına katkıları şu şekilde özetlenebilir;

● Büyük altyapı yatırımlarının finansmanına olanak sağlamak,

● Atıl gayrimenkullerin değerlendirilmesinin sağlanması,

● Konut sektörünün gelişimine katkıda bulunması,

● Sermaye piyasasına yeni yatırımcı kazandırması,

● Gayrimenkul piyasasında kurumsal yatırımcı tabanının oluşması,

● Gayrimenkul sektörünün kurumsallaşması.

GYO'nun gelişimi için düzenleyici ve uygulamacılar tarafından çeşitli tedbirlerin alınması ve düzenlemelerin yapılmasına ihtiyaç vardır. Bunlar;

GYO'nun yatırımcıya tanıtılması ve cazip hale getirilmesi gerekir. Özellikle yabancı yatırımcılara pazarlanması büyük yatırımcı kazanımı için önemlidir. Yabancı yatırımcının çekilebilmesi için ilgi ve güveni artırıcı tedbirler alınmalı ve iyi projeler seçilerek yatırım yapılmalıdır. Bu projeleri seçerken verimliliği, likiditesi, büyüklüğü, kira geliri sağlama olanakları iyi değerlendirilmelidir. Mevcut GYO'nun katılımı ile ortak bir strateji ya da bir finansman modeli oluşturarak yabancı yatırımcıların gelmesi için cazip ve güvenli bir ortam oluşturmalıdır.

Borsada işlem gören hisse senetlerinin piyasa değeri ortaklıkların net varlık değerinden genellikle düşük olmaktadır. Bunun için yeni düzenleme ile getirilen ara dönem temettü ödemesi ve mali tabloların değerlendirilmesi konusunda yatırımcıların ve diğer kuruluşların bilgilendirilmesi yarar sağlayacaktır. Bunun yanı sıra, portföy tablolarının belirli bir standarda kavuşturulması ve muhasebe düzeninin oluşturulması güven sağlama ve kamunun doğru bilgilendirilmesi anlamında büyük önem taşımaktadır.

GYO'nun değerlendirme yöntemleri ve kriterleri konusunda ve bu işi yerine getirecek eksperlerin nitelikleri ile ilgili daha net standartlar getirilmelidir. Değerleme kriterleri uluslararası değerlendirme kuruluşları ile uyumlaştırılarak tek bir değerlendirme sistemi uygulanmalıdır.

GYO için önemli bir diğer konu olan imarlı ve alt-yapılı arazi ve arsa geliştirilmesi için gerekli çalışmalar yapılmalı, bu bağlamda hazine arazilerinin değerlendirilmesinde de ortaklıklardan yararlanılabileceği unutulmamalıdır.

Uluslararası uygulamalara bakıldığında tamamen vergi avantajlarına dayalı olarak gelişme gösteren bu kurumlar için Türkiye'de de önemli bir teşvik olan vergi avantajı geçmiş döneme oranla sınırlandırılmıştır. GYO'dan temettü geliri elde eden yatırımcı için vergi

muafiyeti kaldırılmıştır. Verginin GYO, gerçek kişiler ve kurumlar için teşvik fonksiyonu bir süre daha devam ettirilmelidir. GYO hisse senetlerini alan yatırımcılara bir avantaj sunulması bu kurumların gelişimini teşvik edecek önemli bir faktördür. Ortaklık portföylerinde yer alan gayrimenkullerin satışı veya kiralanması KDV'ne tabidir. Bu durum GYO'nun karlarını önemli ölçüde azaltmakta ve kayıt dışı sektörle arasında önemli bir rekabet dezavantajı yaratmaktadır.

Konut finansmanı sorununun çözümlenememesi sektörün talep yönünün gelişimi açısından önem taşıyan diğer bir konudur. Türkiye'de yüksek enflasyonun varlığı nedeniyle henüz ipotek finansmanı sisteminin gelişmemiş olması konut sektörünü, dolayısıyla gayrimenkul sektörünü olumsuz etkilemekte ve orta ve alt gelir gruplarının alım gücü artırılamamaktadır. GYO'nun gelişimi için öncelikle gayrimenkulün talep yönünün finansman sorunları çözümlenmelidir.

Uygulanacak makro ekonomik politikalar ve programların da GYO'nun gelişiminde rolü büyüktür. 2000 yılı programının hedefine ulaşması halinde, faiz oranlarının ve enflasyonun daha düşük olduğu bir ekonomide gayrimenkul sektörüne olan talebin artması, ve sermaye piyasasına yönlenecek yatırımlar bu kurumların gelişimini önemli ölçüde teşvik edecektir.

30'dan fazla şirketin halka arz için hazırlık yaptığı sektörün, yakın gelecekte önemli bir ivme kazanması ve sermaye piyasasında da dikkate değer bir payının olması beklenmektedir. İşlem gören mevcut şirketlerin İMKB 100 ve 30 endeksine dahil edilmesi ve GYO endeksinin hesaplanması GYO'ların gelişimi için önemli adımlar olacaktır.

KAYNAKÇA

Barter, Stephan L.; *Real Estate Finance*, Burtterworth&Co., London 1988.

Büker Semih, Güler Aras; "Sermaye Piyasasının Ekonomideki Yeri ve Pazar Derinliği", II.METU International Conference in Economics, Ankara, September 8-11 1999 Tebliği.

Cansızlar, Doğan; "Hazine Gayrimenkullerinin Gayrimenkul Yatırım Ortaklıkları Aracılığıyla Ekonomiye Kazandırılması" İMKB Aylık Konferans Notları, İstanbul, Temmuz 1999.

Corgel, John B., Jan A. DeRoss; "Recovery of Real Estate Return for Portfolio Allocation", *Journal of Real Estate Finance and Economics*, Vol.18-3, 1999.

Erdoğan, Oral, Levent Özer; *Sermaye Piyasalarında Kurumsal Yatırımcılar*, İMKB Yayınları, İstanbul 1998.

Erten, Ali; "Gayrimenkul Yatırım Ortaklıkları", Tebliği, Gayrimenkul Yatırım Ortaklıkları, İktisadi Araştırmalar Vakfı, İstanbul 1999.

Gayrimenkul Yatırım Ortaklıkları, İKV, Seminer İstanbul, Ekim, 1999

Graff, Richard A., Michael S.Young; "Real Estate Return Correlation: Real World Limitations on Relationships Inferred From NCREIF Data" *Journal of Real Estate Finance and Economics*, Vol.13- 2, 1996.

Güngör, Feridun; "Gayrimenkul Yatırım Ortaklıklarının Vergilendirilmesi" *Yaklaşım*, Sayı 68, Ağustos 1998. <http://www.nareit.com>., "Research&Statistics". Institutional Investors Statistical Year Book 1999.

İMKB Aylık Bülten, Çeşitli Sayılar

Karolyi, G.Andrew Anthony B. Sanders; "The Variation of Economic Risk Premiums in Real Estate Returns" *Journal of Real Estate Finance and Economics*, Vol.17-3 1998.

Kızılot, Şükrü; "Gayrimenkul Yatırım Ortaklıkları ve Vergi Avantajları" Gayrimenkul Yatırım Ortaklığı Paneli, İstanbul Haziran 1998.

Ling, David C., Andy Naronjo, Micheal D. Ryngaert; "The Predictability of Equity REIT Returns: Time variation and Economic Significance", *Journal of Real Estate Finance and Economics*, Vol 20-2, 2000.

Özmen, Saba; "Taşınmazların Menkulkiymetleştirilmesinde Gayrimenkul Yatırım Ortaklıkları", *Yaklaşım*, Sayı,67, Temmuz 1999.

Real Estate Investment Trusts, National Association of Real Estate Investment Trust, Washington, 1998.

Sermaye Piyasası Kurulu, 8.11.1998 Tarih Seri:VI, No:11 Sayılı Tebliğ.

Sermaye Piyasası Kurulu Aylık Bülten, Çeşitli Sayılar.

Shiller, Robert J, Alan N. Weiss; "Evaluation Real Estate Valuation Systems" *Journal of Real Estate Finance and Economics*, Vol.18-2, 1999

Sirmans, C.F.; *Real Estate Finance*, Second Edt. McGraw-Hill Book, New York 1989.

Tuncel, Kürşat; *Gayrimenkul Yatırım Ortaklıkları Türkiye Uygulaması*, SPK Yayını, Ankara1997.

Williams, Joseph T.; "What is Real Estate Finance ?", *Journal of Real Estate Finance and Economics*, Vol.19-1, 1999.

Dipnotlar

¹ Kayıtlı Sermaye; "Anonim ortaklıkların, esas sözleşmelerinde hüküm bulunmak kaydıyla, yönetim kurulu kararı ile TTK'nun sermayenin artırılmasına dair hükümlerine tabi olmaksızın hisse senedi çıkarabilecekleri azami miktarı gösteren Ticaret Sicilinde tescil edilmiş sermayeleridir"(SPKkanunu Mad.3/d)

² Halka arzda sermaye artırımı prosedürü SP Kanunu'nun Seri: I, No: 22 sayılı "Hisse Senetlerinin Kurul Kaydına Alınma Esasları Hakkında Tebliğ"i çerçevesinde yapılır. İlgili tebliğ mad. 9 ve 10 hissedarların ellerindeki hisselerin halka arzında aranacak şartlar ve belgeleri düzenlemektedir.

³ Lider Girişimci, Ortaklıkta tek başına veya biraraya gelerek sermayenin asgari %25'i oranında pay sahibi olan ve

11 No'lu tebliğin 7.ve 8. Maddelerinde yazılı şartları taşıyan ortak ya da ortaklardır.(SeriVI.No.1 I, mad.4/b)

⁴ Sermaye Piyasası Kanunu'nda bu konuda yeni bir düzenlemeye gidilmiştir. Buna göre; TTK'nun 404.mad. de yer alan aynı sermaye karşılığı çıkarılan hisse senetlerinin 2 yıl süresince başkalarına devredilemeyeceğine ilişkin hüküm GYO için uygulanmayacaktır.

⁵ Portföye alınan varlıkların ve projelerin maliyetlerine ilişkin bedel ödemeleri belirli hakedişler karşılığında ve taksitler halinde yapıyorsa, ödemelere karşılık gelen nakit fazlaları ters repo, vadeli veya vadesiz mevduat,hisse senedi, devlet tahvili, hazine bonusu, tahvil, finansman bonusu, yatırım fonu katılma belgesi veya benzeri menkul kıymetler aracılığıyla değerlendirilebilir. Bu takdirde sözkonusu sınırlama uygulanmaz.

⁶ Mülkiyetlerini edinmek kaydıyla bu yatırımları yapabilirler.

⁷ Hazineye ait taşınmaz mallardan Hazinesinin özel mülkiyetindeki alan; 66.335 km² ve Türkiye'nin toplam yüzölçümünün %8.5'i, Devletin hüküm ve tasarrufu altındaki yerler; 426.911 km² Türkiye'nin toplam yüzölçümünün %54.7 sidir.

⁸ Robert J. Shiller, Alan N. Weiss; "Evaluation Real Estate Valuation Systems" *Journal of Real Estate Finance and Economics*, Vol.18-2 1999

⁹ Bkz. Semih Büker, Güler Aras "Sermaye Piyasasının Ekonomideki Yeri ve Pazar Derinliği" II. METU International Conference in Economics, Ankara, September 8-11 1999'da sunulan tebliğ.

¹⁰ Oral Erdoğan, Levent Özer; *Sermaye Piyasalarında Kurumsal Yatırımcılar*, İMKB Yayınları, İstanbul 1998 s.4

¹¹ Real Estate Investment Trusts, National Association of Real Estate Investment Trust, Washington, 1999. Ayrıca bu konudaki daha detaylı istatistikî bilgiler için bkz. <http://www.nareit.com>., "Research&Statistics".

¹² Halen kuruluş ve halka arz hazırlıkları yapan çok sayıda GYO mevcuttur. Bunların arasında en büyüğü Emlak Bankasına ait olan Emlak Konut'un GYO'na dönüştürülmesi konusunda çalışmalar da devam etmektedir.

¹³ Gayrimenkul yatırımlarından sağlanan gelirler ve gayrimenkul portföy gelirleri konusunda yapılmış çeşitli çalışmalar için Bkz. David C. Ling, Andy Naronjo, Micheal D. Ryngaert; "The Predictability of Equity REIT Returns: Time Variation and Economic Significance", *Journal of Real Estate Finance and Economics*, Vol. 20-2, 2000., John B. Corgel, Jan A. DeRoss; "Recovery of Real Estate Return for Portfolio Allocation", *Journal of Real Estate Finance and Economics*, Vol.18-3, 1999., G.Andrew Karolyi, Anthony B. Sanders; "The Variation of Economic Risk Premiums in Real Estate Returns" *Journal of Real Estate Finance and Economics*, Vol.17-3 1998., Richard A. Graff, Michael S.Young; "Real Estate Return Correlation: Real World Limitations on Relationships Inferred From NCREIF Data", *Journal of Real Estate Finance and Economics*, Vol.13-2, 1996.

¹⁴ Real Estate Investment Trusts, a.g.e., <http://www.nareit.com>

¹⁵ Real Estate Investment Trusts, a.g.e.

İşsizlik Sigortasına Bir Bakış

Raif Kutluk* - İlyas Çelikoğlu*

Dünyada ekonomik ve sosyal alanda yaşanan olumsuz gelişmeler sosyal güvenlik sistemlerinin finansmanı konusundaki sorunları da gündeme getirmiştir. Türkiye'nin en önemli sorunlarından birisi de sosyal güvenlik sisteminden kaynaklanan finansman açıklarıdır. Bu nedenle, Türk sosyal güvenlik sisteminde finansal sorunlar ön plana çıkmaktadır.

Hükümetin uygulamaya koyduğu istikrar programı çerçevesinde bir takım reformların yapılacağı ifade edilmiştir. Bu reformlardan birisi de sosyal güvenlik reformudur. Sosyal güvenlik sistemin iyileştirilmesi için, hükümet önümüzdeki dönemde sistemde idari ve mali reformları hızlandırmayı hedeflerken, diğer taraftan da özel emeklilik sistemine yönelik hukuki çerçeveyi oluşturmayı amaçlamaktadır. Özel emeklilik sistemiyle birlikte oluşacak fonların yatırıma dönüştürülmesi büyük önem taşımaktadır. Emeklilik fonlarındaki tasarrufların değerlendirilmesi, sermaye piyasalarının gelişimine ve derinlik kazanmasına da katkıda bulunacaktır.

Sosyal güvenlik toplumu oluşturan bireylerin uğrayacakları risklerin zararlarından kurtarılma garantisi demektir. Bir yönüyle, bu garantinin sağladığı tatmin duygusudur, bir yönüyle de bu garantiyi sağlayan tedbirler ve araçlar bütünüdür (YAZGAN, 1992: 18). Sosyal güvenlik mesleki, fizyolojik ya da sosyo ekonomik risklerden dolayı geliri sürekli ya da geçici olarak kesilen kimselerin geçinme ve yaşam ihtiyaçlarını karşılayan bir sistemdir (TALAS, 1983: 323). Bireylerin yaşamları boyunca karşılaşılabilecekleri risklerden birisi de işsizlik riskidir.

Sosyal güvenlik politikaları önleyici ve tazmin edici politikalar olarak iki grupta toplanabilmektedir. Bu bağlamda işsizlikle mücadelede de iki ayrı politikadan söz edilebilir. Birincisi işsizliğin nedenlerini giderici, ikincisi ise, işsizliğin sonuçlarını giderici poli-

tikalardır. İşsizliği nedenlerini giderici politikalara örnek olarak, istihdam kapasitesini geliştirici, tasarrufu, yatırımı, ve üretim teknolojilerini geliştirici ekonomik politikalar verilebilir. İşsizlik riskini tazmin etmeye yönelik işsizlik sigortası ise, ikinci tür politikaların en önemli aracıdır.

Genel olarak, işsizlik sigortasının uygulandığı ülkelerde, işsizlere belirli bir süre (genellikle 12-24 ay) ödenek verilmektedir. Bu süreler sonunda da işsizlere işsizlik yardımları yapılabilmektedir. Uzun dönemli işsizliğin yaygınlaşması, hem işsizlik sigortası ödeneklerini hem de işsizlik yardımı harcamalarını artırmaktadır. İşsizlik sigortasından yapılan toplam harcamaların küçük bir bölümü istihdamı artırmaya ayrılmaktadır. Ekonomik programlar ile istihdamda artış sağlanabilirse, işsizlik sigortasının finansmanı kolaylaşacaktır (ÇELİKOĞLU, 1994: 47). Günümüzde istihdam sorunu bir çok

ülkede en önemli sorunlardan biri olmaya devam etmektedir. Bir ülkede üretimde bulunmayanların sayısındaki artış, sadece çalışanların üzerindeki yükü artırmakla kalmamakta, aynı zamanda pek çok ekonomik ve sosyal sorunu da beraberinde getirmektedir. Ülkemizde temelde yapısal bir işsizlik sorunu vardır.

İşsizlik sigortası, uygulanacak ülkenin sosyo ekonomik durumu ile yakından ilgili ve bu yapıya oldukça duyarlı bir sigorta koludur. Bu nedenle, her ülke işsizlik sigortasını kendi şartları içerisinde sistemleştirmekte ve bu paralelde uygulama yapmaktadır. Yani dünyada tek bir işsizlik sigortası şablonu bulunmamaktadır (ARICI, 1999: 10).

İşsizlik sigortası, Türk sosyal güvenlik sisteminde bir eksiklik ve büyük bir ihtiyaçtır (TUNCA Y, 1988: 301). İşsizlik sigortası ülkemizde 1959 yılından bugüne gündemde olmasına, kalkınma planlarında yer almasına ve bir çok yasa tasarısı ve teklifi hazırlanmış olmasına rağmen, 4447 sayılı Yasa ile gerçekleştirilebilmiştir. OECD ve AB üyesi ülkelerin tamamında işsizlik sigortası bulunmaktadır. Bu bakımdan işsizlik sigortasının kurulması, Türkiye'nin uluslararası kuru-

* Uzman, DPT

luşlarda yer almasına ve ilişkilerinin güçlenmesine katkıda bulunacaktır.

Uluslararası Çalışma Örgütü tarafından kabul edilen ve ülkemizde de onaylanan Sosyal Güvenliğin Asgari Normlarına İlişkin 102 sayılı Sözleşme'de öngörülen temel 9 sigorta programından birisi de işsizlik sigortasıdır. İşsizlik sigortasının temel amacı işsizliğin ortaya çıkardığı ekonomik ve sosyal sorunları hafifletmektir. İşsizlik sigortası, çalışma arzu, yeteneği ve iradesinde olmasına rağmen isteği dışında işsiz kalan bireye ve ailesine, karşılaştıkları gelir kaybına karşı belli bir ölçüde ve belirli bir süre için satınalma gücü sağlayarak yaşamlarını sürdürme olanağı vermektedir.



bulunması ile meslek geliştirme, edindirme ve yetiştirme eğitimi hizmetlerinin verilmesi görevleri yüklenmiştir.

VII. Beş Yıllık Kalkınma Planı'nın Sosyal Güvenlik Reformu başlığı altında, amaç, ilkeler ve politikalar kısmında "işsizlik sigortası oluşturulacaktır" ifadesi yer almaktadır. Ayrıca Hukuki ve Kurumsal Düzenlemeler başlığı altında da "çalışırken işsiz kalanların gelir kayıplarını kısmen karşılamak üzere işsizlik sigortasının kurulması" öngörülmekte ve bu çalışmanın Plan döneminde tamamlanacağı ifade edilmektedir (DPT, 1995: 115-117). 4447 sayılı İşsizlik Sigortası Kanunu 8 Eylül 1999 tarih ve 23810 sayılı Resmî gazete'de yayımlanarak Plan hedefine ulaşmıştır.

506 sayılı Sosyal Sigortalar Kanunu'nun 2. Maddesinde belirtilen sigortalılar ile aynı Kanunun geçici 20. Maddesine tabi sigortalılardan (memur olanlar hariç) ve müteakabiliyet esasına dayalı olarak yapılan anlaşmalara göre çalışan yabancı işçilerden, çalışma istek, yetenek, sağlık ve yeterliliğinde olmasına rağmen, herhangi bir kasıt ve kusuru olmaksızın işini kaybeden sigortalılara işsiz kalmaları nedeniyle uğradıkları gelir kaybını belli süre ve ölçüde karşılamak amacıyla işsizlik sigortası programı getirilmiştir. Yasada tanımlanan sigortalıların işsizlik sigortası kapsamına girmesinin zorunlu olduğu hükme bağlanmıştır.

4447 sayılı Yasa ile, İş ve İşçi Bulma Kurumu (İİBK)'na işsizlik sigortası yardımlarına hak kazanan sigortalı işsizlere işsizlik ödeneği verilmesi, hastalık ve analık sigortası primlerinin ödenmesi, yeni bir iş

Kapsamındaki sigortalıların prime esas kazançları üzerinden, işçi % 2, devlet %2 ve işveren %3 olmak üzere toplam %7 oranında işsizlik sigortası primi tahsil edilmesi, 1 Haziran 2000 tarihinden itibaren işsizlik sigortası priminin kesilmeye başlanması ile birlikte, 3417 sayılı Çalışanların Tasarrufa Teşvik Edilmesi ve Bu Tasarrufların Değerlendirilmesine Dair Kanun çerçevesinde çalışandan yapılan % 2 oranındaki kesintiye ve işveren tarafından sağlanan % 3 oranındaki katkıya son verilmesi hükme bağlanmıştır. İşsizlik sigortası kapsamındaki sigortalılar için bu kesintiler işsizlik sigortası primi olarak devam edecektir. İşsizlik sigortası primleri SSK tarafından toplanacak ve toplanan primler, İİBK tarafından yönetilen İşsizlik Sigortası fonuna aktarılacaktır. Birikecek fonlar, bu fonların etkin bir şekilde değerlendirilebilmesi konusunda gündeme getirmektedir.

İşsizlik sigortasının uygulanması ile ilgili görevin İİBK'ya verilmesi, uluslararası uygulamalar açısından da uygun görülmektedir. İşsizlik sigortası primlerinin tahsilinin ise, zaten bu konuda ihtisaslaşmış olan SSK'ya verilmesi uygun değerlendirilmektedir (TÜRK DÜNYASI ARAŞTIRMALARI VAKFI (TDAV), 2000: 6). Dünyada genellikle işsizlik sigortalıları, İİBK'ta benzer kurumlar tarafından yönetilmektedir. Yani işsizlikle ilgili konular hangi kurumun görevi ise, işsizlik sigortası da o kurumun işi olmak durumundadır (ARSLAN, 1991:66).

İşsizlik sigortası kapsamına giren sigortalılara, işsiz kaldıkları tarihten itibaren geriye doğru son üç yıl içinde en az 600 gün sigortalı olarak çalışarak işsizlik sigortası primi ödemiş ve işten ayrılmadan önceki son 120 gün içinde prim ödeyerek sürekli çalışmış olmaları kaydıyla, son dört aylık prime esas kazançları dik-kate alınarak hesaplanan günlük ortalama net kazan-cın % 50'si oranında günlük işsizlik ödeneği ödenmesi esası getirilmiştir.

Hizmet akdinin sona ermesinden önceki 120 gün içinde prim ödeyerek sürekli çalışmış olanlardan, son üç yıl içinde; 600 gün sigortalı olarak çalışıp işsizlik sigortası primi ödemiş olan sigortalı işsizlere 180 gün, 900 gün sigortalı olarak çalışıp işsizlik sigortası primi ödemiş olan sigortalı işsizlere 240 gün, 1080 gün sigortalı olarak çalışıp işsizlik sigortası primi ödemiş olan sigortalı işsizlere 300 gün süre ile işsizlik ödene-ği verilmesi esası getirilmiştir.

Sürdürülebilir bir işsizlik sigortası programı için gerçekçi verilere dayanan aktüeryal hesapların ortaya konulması gerekli görülmektedir. İhdas edilen işsizlik sigorta programında orta ve uzun vadede nasıl bir fi-nansal sonuç elde edileceği ortaya konulmamıştır. Bu itibarla, getirilen düzenlemelerin mali boyutu eksik görülmektedir.

İşsizlik sigortası programının etkin, süratli ve sis-temli bir şekilde uygulanabilmesi ve Kanunda verilen görev yetki ve sorumlulukları yerine getirebilmesi için ilgili kurumların (SSK ve İİBK) işsizlik sigortası sis-temi içindeki rolleri, görev ve sorumlulukları açık bir şekilde tanımlanmalı, her iki kurum da, idari, hukuki, personel ve fiziki altyapısı açısından yeniden yapılan-dırılmalıdır.

İİBK'nın bugünkü yapısı ile öngörülen işlevleri sağlıklı bir şekilde yerine getiremeyeceği düşünül-mektedir. Bu çerçevede İİBK işsizlikle mücadele ve istih-damın geliştirilmesi alanında etkili bir kurum olacak şekilde yeniden yapılandırılarak fon yönetimi yapabi-lecek bir yapıya ve işgücü piyasasına dönük hizmetle-ri sunabilecek bir altyapıya kavuşturulmalı, iş ve mes-lek danışmanlığı fonksiyonu geliştirilmeli ve bu amaçla gerekli meslek danışmanları istihdam edilmeli, işgücü yetiştirme kursları yaygınlaştırılmalı ve mesle-ki rehabilitasyon etkili hale getirilmelidir.

İşsizlik sigortasının uygulanması ile ilgili olarak çıkarılması gereken yönetmeliklerin zamanında çık-a-rılması ve ortaya çıkacak uyuşmazlıklarda yetkili mahkemenin neresi olduğunun belirtilmesi önem ar-zetmektedir.

Sonuç olarak, işsizlik sigortasının çalışma yaşa-mına getirilmesi, hem sosyal devlet ilkesinin, hem de çağdaş ve demokratik dünya ile bütünleşme hedefinin bir gereği olarak düşünülmelidir. Anayasada yer alan sosyal devlet anlayışı gereğince, sosyal güvenliğin sağlanması ve yaygınlaştırılması doğrultusunda işsizlik sigortasının getirilmiş olması büyük önem taşı-maktadır. Bununla birlikte işsizlik sigortasının yanın-da, işsizlik yardımlarının da uygulamaya konma im-kanlarının araştırılmasının yararlı olacağı düşünül-mektedir.

Kaynaklar

ARICI Kadir (1999), "İşsizlik Sigortasında Özerklik Gereği İhmal Edilmiştir", *İşveren Dergisi*, Ankara, Ağustos 1999.

ARSLAN Nuri (1991), "İşsizlik Sigortası Lüks Bir si-gortadır", *İşletme ve Finans*, Ankara, Ağustos-Eylül 1991.

ÇELİKOĞLU İlyas (1994), *Sosyal Güvenlik Sistem-lerinin Finansman Yöntemleri ve Türkiye Uygulaması*, An-kara, 1994.

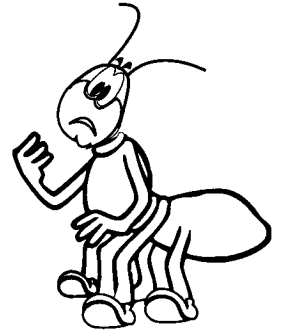
DPT (1995), *Yedinci Beş Yıllık Kalkınma Planı*, Anka-ra, 1995

TALAS Cahit (1983), *Sosyal Ekonomi*, Ankara, 1983.

TUNCAY A. Can (1988), *Sosyal Güvenlik Hukuku Dresleri*, İstanbul, 1988.

TDAV (2000), *Türkiye'de İşsizlik Sigortası Semineri Değerlendirme Raporu*, İstanbul, 2000.

YAZGAN Turan (1992), *İktisatçılar İçin Sosyal gü-venlik Ders Notları*, İstanbul, 1992



Herkes her şeyin farkında!

Türkiye’de “Telefon Bankacılığı”
ve “İnternet Şubesi” denince
ilk akla gelen banka Garanti.*

*Siz de Türkiye’de Şubersiz Bankacılık’ın
adını koymuş bir bankayla çalışmak
istememez misiniz?*

 444 0 333

 www.garanti.com.tr

 GARANTİ

ŞubeSizTM Bankacılık

Başka bir arzunuz?



İMKB'yi "Click"leyin!
www.imkb.gov.tr

İMKB günlük bültenleri...

Piyasa verileri...

Şirket ve aracı kuruluş b...

İMKB yayınları...

599 118
Dünya Şişir Dağ
Tel: 629 08 08



İSTANBUL
MENKULKIYMETLER
BORSASI