

91636

**TÜRKİYE'DE SERMAYE PİYASASI AÇISINDAN
KAMU İKTİSADİ TEŞEBBÜSLERİNİN
ÖZELLEŞTİRİLMESİ**

(Yüksek Lisans Tezi)

Eyüp AKYAZI

Eskişehir-1992

**İSA DOĞRU ÜNİVERSİTESİ
MERKEZ KÜTÜPHANESİ**

T.C. ANADOLU ÜNİVERSİTESİ
SOSYAL BİLİMLER ENSTİTÜSÜ

**TÜRKİYE'DE SERMAYE PİYASASI AÇISINDAN
KAMU İKTİSADİ TEŞEBBÜSLERİNİN
ÖZELLEŞTİRİLMESİ**

(Yüksek Lisans Tezi)

Eyüp AKYAZI

Danışman: Prof. Dr. Semih BÜKER

Eskişehir-1992

Anadolu Üniversitesi
Merkez Kütüphane

ÖZET

Ulusal ekonomi içerisinde, KİT'ler üzerindeki devlet kontrol ve müdahalesinin azaltılması veya kaldırılması olarak bilinen özelleştirme; KİT'lerin ekonomiye yeniden kazandırılması açısından büyük önem arz etmektedir.

Ülkemize modern teknolojiyi getiren KİT'ler, 1930'lu yıllarda özel sektörün sermaye birikimi yetersizliğinin bir sonucu olarak kurulmuş olup; kalkınma hedefleri için, devlet vazgeçilmez bir koşul olarak görülmüştür.

Günümüz Türkiye'sinde izlenen ekonomi politikaları, devletin iktisadi hayattaki yerinin yeniden gözden geçirilmesini gerekli kılmaktadır. KİT reformu, bir başka ifadeyle özelleştirme operasyonları, adı geçen amaç/amaçlar için geçerli bir yol ve araç olarak görülmektedir.

Ekonomik açıdan gelişmiş ülkelerde özelleştirme borsa aracılığı ile yapılmakta olup, yürürlüğe konulan ekonomik reform programının bir unsurudur.

Ülkemizde de uygulanan özelleştirme operasyonları için, sermaye piyasası kanalıyla hisse senedi satışının yapılarak ilgili kuruluşun özelleştirilmesi önerilmiştir. Sermaye piyasası kanalıyla hisse senedi satışı yapılarak uygulanacak özelleştirme operasyonunda sorunlar, aşamalar, öncelikler ve başarı koşulları incelenerek; konuya netlik kazandırılmaya çalışılmıştır.

SUMMARY

In national economy, privatization which is known to reduce or abrogate government control and interference on the public corporations, is very important to take public corporations in the economic system again.

Public corporations that are brought modern technology to our country, promoted in 1930's years at the result of insufficient accumulation of capital and for their development aims, the government is seen one undisclaim condition.

The economic policies that is trace in today's Turkey, it is necessitate for the government to review the economic spaces again. The public corporation reform, the another explain of this is privatization operations are seen the valid way and means for above mentioned aim/aims.

In the countries that are grown-up on the economic way, the privatization to be done by means of bourse, and it is the part of economic reform that is bringe into force.

For the privatization operations that are applied in our country, at the way of capital market, it has been proposed to put up for sale the share of stock and privatization of the interested company. At the way of capital market make of selling the share of stock, the problems, phases, precedences and the success conditions are investigate at the operations of privatization and try to bring in clearness to the subject.

İÇİNDEKİLER

GİRİŞ	IX
-------------	----

BİRİNCİ BÖLÜM

ÖZELLEŞTİRME ÜZERİNE GENEL AÇIKLAMA

1. Özelleştirmenin Tanımı	1
2. Özelleştirmenin Nedenleri	2
2.1. Genel kabul görmüş nedenler	2
2.2. Ekonomik nedenler	3
2.3. Mali nedenler	3
2.4. Politik nedenler	4
3. Özelleştirmenin Amaçları	4
3.1. Genel amaçlar	4
3.2. Özel amaçlar	6
4. Özelleştirme Aşamaları	7
4.1. Beesley-Littlechild yaklaşımı	7
4.2. Morgan Bank yaklaşımı	11
5. Özelleştirme Seçenekleri	15
5.1. Devlete ait olan sınıai teşebbüslerin kapatılması veya satılması	15
5.2. Hükümetlerin planlanan ve belirtilen hizmetleri üretilip dağıtan kuruluşlarla anlaşma yapması	15
5.3. Hükümetlerin birçok mal ve hizmet sağlama görevini kısmen veya tamamen özel sektöre bırakması	16
6. Özelleştirme Yöntemleri	16
6.1. Sermaye piyasası kanalıyla hisse senedi satışı	17

6.1.1. Birincil piyasada hisse senetleri	
satışı	18
6.1.2. İkincil piyasada hisse senetleri	
satışı	18
6.2. Direkt veya özel satış	18

İKİNCİ BÖLÜM

DÜNYADA ÖZELLEŞTİRME UYGULAMALARI

A- AVRUPA ÜLKELERİNDE ÖZELLEŞTİRME

UYGULAMALARI

1. İngiltere'de Özelleştirme Uygulaması	20
1.1. Özelleştirme uygulamasının gerekçesi	20
1.2. Özelleştirme uygulamasının hedefleri	21
1.3. Uygulanan özelleştirme yöntemleri	22
1.4. Özelleştirilen kuruluşlar	25
1.4.1. Pay senedi satışı yoluyla özelleştirilen kuruluşlar	25
1.4.2. Doğrudan satış ve tüm payların alınması yoluyla özelleştirilen kuruluşlar	25
1.5. Özelleştirmeden sağlanan yararlar	26
1.5.1. Kârlılık ve verim artışı	26
1.5.2. Sermaye mülkiyetinin yaygınlaştırılması ..	27
1.6. Özelleştirmeye getirilen eleştiriler	27
2. Fransa'da Özelleştirme Uygulaması	28
2.1. Özelleştirme uygulamasının gerekçesi	28
2.2. Özelleştirme uygulamasının hedefleri	28
2.3. Uygulanan özelleştirme yöntemleri	29
2.4. Özelleştirilen kuruluşlar	29

2.5. Özelleştirmeden sağlanan yararlar	30
2.6. Özelleştirmeye getirilen eleştiriler	30

B- AVRUPA DIŞINDAKİ ÜLKELERDE

ÖZELLEŞTİRME UYGULAMALARI	30
1. Japonya'da Özelleştirme Uygulaması	30
1.1. Özelleştirme uygulamasının gerekçesi	30
1.2. Özelleştirme uygulamasının hedefleri	31
1.3. Uygulanan özelleştirme yöntemleri	31
1.4. Özelleştirme programı kapsamına alınan kuruluşlar	31
1.5. Özelleştirmeye getirilen eleştiriler	32
2. Brezilya'da Özelleştirme Uygulaması	32
2.1. Özelleştirme uygulamasının gerekçesi	32
2.2. Özelleştirme uygulamasının hedefleri	32
2.3. Uygulanan özelleştirme yöntemleri	33
2.4. Özelleştirmeye getirilen eleştiriler ve özelleştirmeden sağlanan yararlar	33

C- DÜNYADAKİ ÖZELLEŞTİRME UYGULAMALARI

ÜZERİNE GENEL BİR DEĞERLENDİRME	34
1. Özelleştirme Kavramının Tarihi Dayanağı	34
2. Özelleştirme Hareketinin Kapsamı	35

ÜÇÜNCÜ BÖLÜM

TÜRKİYE'DE

SERMAYE PİYASASI ÖZELLEŞTİRME İLİŞKİSİ

A-TÜRKİYE'DE ÖZELLEŞTİRME UYGULAMASI	36
1. Özelleştirme Uygulamasının Yasal Çerçevesi	36

2. Türkiye Özerkleştirme Yeniden Yapılanma Ve Özelleştirme Kurumu	37
3. Özelleştirmenin Fon Kaynakları Ve Kullanım Yerleri	38
4. KİT'lerin Özel Kesime Açılmasının Yararları Ve Özelleştirilmelerinden Doğacak Sorunlar	39
4.1. Özelleştirmenin yararları	40
4.2. KİT'lerin özelleştirilmesinden doğacak sorunlar	41
5. Özelleştirme Sürecini Hazırlayan Gerekçeler	42
6. Özelleştirme Uygulamasının Amaçları	43
7. Uygulanan Özelleştirme Yöntemleri Ve Özelleştirilen Kuruluşlar	46
8. Özelleştirme Uygulamalarının Sonuçları	48

B-TÜRKİYE'DE SERMAYE PİYASASI ÖZELLEŞTİRME

İLİŞKİSİ	48
I- Sermaye Birikimi	48
1. Sermaye birikimi ve unsurları	48
2. Türkiye'de sermaye birikimini sınırlayan yapısal güçlükler	49
3. Tasarrufların yönlendirilmesinde devletin rolü	49
II-Türkiye'de Sermaye Piyasası Ve Özelleştirme	51
1. Sermaye piyasasının tanımı	51
2. Sermaye piyasasının önemi ve ekonomideki yeri	52
3. Sermaye piyasasının sosyal yönü	53
4. Türk sermaye piyasası ve sorunları	54
5. Sermaye piyasasının gelişmesi için gerekli koşullar	55
6. Sermaye piyasası ve özelleştirme	56

DÖRDÜNCÜ BÖLÜM

TÜRKİYE'DE SERMAYE PİYASASI AÇISINDAN KAMU İKTİSADİ TEŞEBBÜSLERİNİN ÖZELLEŞTİRİLMESİ

A-	ÖZELLEŞTİRİLECEK KURULUŞLARIN ANONİM ŞİRKET HALİNE GETİRİLMESİ	59
B-	ÖZELLEŞTİRİLECEK KURULUŞLARIN AKTİFLERİNİN DEĞERLEMESİ	59
	1. Yeniden Değerlemenin Tanımı	60
	2. Yeniden Değerlemenin Amacı	60
	3. Yeniden Değerlemenin Kapsamı	61
	4. Yeniden Değerlemeye Tabi İktisadi Kıymetler	62
	5. Yeniden Değerleme Oranı	62
	6. Yeniden Değerlemenin Yapılışı Ve Değer Artışı ..	63
	7. Özelleştirilecek Kuruluşların Aktiflerinin Değerlemesi İle İlgili Genel Değerlendirme Ve Bir Yaklaşım	64
C-	ÖZELLEŞTİRİLECEK KURULUŞLARA AİT ÖZ KAYNAĞIN HESAPLANMASI	64
	1. Öz Kaynak Üzerine Genel Açıklama	64
	2. Öz Kaynağın Hesaplanması	65
	3. Öz Kaynağı Oluşturan Unsurlar	66
	3.1. Esas (nominal) sermaye	67
	3.2. Ödenmemiş sermaye (-)	67
	3.3. Çıkarılmış veya ödenmiş sermaye	67
	3.3.1. Adi hisse senetleri	68
	3.3.2. İmtiyazlı hisse senetleri	68
	3.4. Yedek akçeler	69
	3.4.1. Kanuni yedek akçe	70
	3.4.2. Statü yedek akçe	70
	3.4.3. Özel ve olağanüstü yedek akçe	70
	3.5. Yedek akçe niteliğindeki fonlar ve karşılıklar	71
	3.6. Yeniden değerlendirme değer artışları	71
	3.6.1. Duran varlıklar değer artışı	72
	3.6.2. İştirakler değer artış karşılığı	72
	3.7. Kârlar	72

3.8. Zararlar (-)	73
D- ÖZELLEŞTİRİLECEK KURULUŞLARA AİT HİSSE SENEDİNİN FİYAT TESBİTİ	73
I. Hisse Senedli Fiyat Tesbitinde Kullanılan Yöntemler	73
1. Yöntemler	73
a. Temel (ekonomik) analiz	74
b. Teknik analiz	74
c. Etkin piyasalar varsayımı ve rastgele yürüyüş teorisi	75
2. Özelleştirilecek kuruluşlara ait hisse senedinin fiyat tesbitinde kullanılacak yöntemler	75
II. Temel Analiz	75
1. Temel analizin aşamaları	75
1.1. Ekonomi analizi	76
1.2. Sektör analizi	76
1.3. Firma (işletme) analizi	77
1.3.1. Oran analizleri	78
a) Likidite oranları	78
aa. Cari oran	78
ab. Likit oran	79
ac. Nakit oran	79
b) Mali oranlar	79
ba. Toplam borçların özsermayeye oranı	80
bb. Kısa vadeli borçların özsermayeye oranı	80
bc. Faiz karşılama oranı	80
bd. Kısa vadeli borçların toplam borçlara oranı	80
be. Sabit değerlerin özsermayeye oranı	81
bf. Kaldıraç oranı	81
c) Kârlılık oranları	81
ca. Satışların kârlılığı	82
cb. Toplam varlıkların kârlılığı	82
cc. Özsermaye kârlılığı	82
d) Faaliyet oranları	83
da. Aktif devir hızı	83
db. Alacak devir hızı	84
dc. Stok devir hızı	84

e) Hisse başına bilgiler	85
2. Temel analizın yapılışı	86
2.1. Gelirlerin kapitalize edilmesi	86
2.2. Kâr paylarının kapitalize edilmesi.....	86
3. Kapitalizasyon oranının tesbiti	87
4. Risk, kaynakları ve ölçülmesi	87
4.1. Riskin tanımı	87
4.2. Riskin kaynakları	87
4.2.1. Sistematik risk	88
a. Faiz oranı riski	88
b. Satın alma gücü riski	88
c. Pazar riski	88
4.2.2. Sistematik olmayan risk	89
a. Finansal risk	89
b. İş riski	90
c. Endüstri (sektör) riski	90
4.3. Riskin ölçülmesi	90
5. Hisse senedi değerinun bulunması	92
5.1. Fiyat/hisse başına kâr oranı	92
5.1.1. Hisse senetlerinin normalize edilmiş gelirlerinin kapitalizasyonu yöntemi	93
5.1.2. Gelecekte doğacak tahmini getiriler ortalamasının kapitalizasyonu yöntemi ..	95
III- Hisse Senetlerinin Halka Arzedilmesine İlişkin Esaslar	96
1. Kurul kaydına alınmada aranacak ön şartlar ..	97
2. Kurul'a başvuru ve aranacak belgeler	98
3. Başvuru noksanlıkları	99
4. Kurul kaydına alınma	100
5. Kurul kaydına alınmadan sonra yapılacak işlemler	100
6. Satış işlemleri ve satış fiyatı	100

BEŞİNCİ BÖLÜM

ÖZELLEŞTİRMEDE SORUNLAR BAŞARI KOŞULLARI VE ÖNCELİKLER

1. Özelleştirmede Sorunlar	102
1.1. Zamanlama	103

1.2. Hisse senetlerinin nominal değeri ve satış fiyatı .	103
1.3. Satış fiyatını sosyal amaçlı olarak belirleme	103
1.4. Öncelik sağlamanın uygulanması	104
2. Özelleştirmede Öncelikler	106
3. Özelleştirmede Başarı Koşulları	109
SONUÇ	111
EKLER	115
KAYNAKÇA	122

GİRİŞ

Devletin ekonomik hayattaki etkinliğinin azaltılması, bir başka deyişle devletin görevlerinin tekrar belirlenmesi, günümüz ekonomisi ve kalkınma hedefleri açısından büyük önem arz etmektedir.

Dünya üzerindeki ülkelerde devletin işletmecilik hayatındaki etkinliğinin giderek azaldığı eğilimi mevcut olup, devletin ekonomideki etkinliğini belli başlı yatırımlarla sınırlı bırakmak yönelişi hakimdir.

Özel sektörün finansman problemlerinin bir sonucu olarak KİT'ler kurulurken, bir yandan kamu hizmetini ifa edecek, bir yandan da özel hukuk hükümlerine göre ekonomik, rantabl ve prodüktif çalışacak bir şekilde örgütlenmiştir. Bu düşünüş, 1930'lu yılların Türkiye'sinde dahiyane bir buluştur. Ancak, KİT'lerin kuruluşunda bile zaman ve yer açısından uygun bir ortamda, birgün bu KİT'lerin mutlaka özelleştirilmesi gerektiği ifade edilmiştir.

1970'li yıllardan itibaren bütün dünyayı etkileyen ekonomik krizin etkisiyle ekonomideki bozulan dengeler, mevcut sistem içerisinde çözüm bulamayınca devletin küçültülmesi; bunun içinde devletin KİT'leri özelleştirmesi geçerli bir yol olarak görülmüştür.

Ülkemizde de 1930'larda KİT'ler kurulurken özelleştirilmeside planlanmış, ancak somut olarak 1983'den sonra uygulanan özelleştirme operasyonlarıyla devletin ekonomideki yeri yeniden belirlenmeye çalışılmıştır.

Özelleştirme ile ilgili olarak günümüzde doğru veya yanlış bir takım spekülasyonlar yapılmaktadır. Bunlardan bir kaçını şu şekilde belirtmek olasıdır:

- "Özelleştirme uygulamaları bir modadır",
- "Özelleştirme operasyonları 1970'li yılların ekonomik krizi için geliştirilmiş çözüm yoludur",
- "Özelleştirme devlet kontrolüne karşı olan politik bir ideolojidir",
- "Özelleştirme kamu işletmeciliğine karşı geliştirilmiş bir tepkidir",
- "Özelleştirme zamanımızın en büyük ve en kapsamlı ekolüdür",

gibi düşünceler günümüzde konu ile ilgili olan veya olmayan kesimlerce sürekli olarak betimlenmektedir. Bu ve benzeri düşünüş tarz veya tarzları ne kadar doğrudur ya da değildir?

Bu çalışmanın amacı aşağıda olduğu gibi ifade edilebilir:

- Gerçek anlamda özelleştirmenin ne olduğu incelenirken, ne olmadığı da ortaya çıkarılacaktır.

- KİT'lerin özelleştirilmesinin sermaye piyasası aracılığı ile yapılması gerektiği; zira bu yöntemin mikro ekonomik yapıdan makro platforma kadar geniş bir fayda yelpazesi oluşturduğu irdelenecektir.

- KİT'lerin özelleştirilmesinin sermaye piyasası aracılığı ile yapılmasında; yani özelleştirilecek kuruluşlar kapsamına alınan kamu kuruluşlarının, sermaye piyasası kanalıyla hisse senedi satışı yapılarak özelleştirilmesinde izlenecek yol ve aşamalar belirtilecektir.

Çalışmanın kapsamı, sermaye piyasası kanalıyla hisse senedi satışı yapılarak özelleştirilecek kuruluşlarla sınırlandırılmıştır.

Amaçları ve kapsamı yukarıda olduğu gibi belirlenen çalışma, beş bölümden oluşmuştur.

Birinci bölümde, özelleştirmenin tanımı, nedenleri, amaçları, aşamaları, seçenekleri ve yöntemleri açıklanmıştır.

İkinci bölümde, dünyada özelleştirme uygulamaları incelenmiştir. İngiltere ve Fransa örneğiyle Avrupa ülkelerindeki özelleştirme uygulamaları; Japonya ve Brezilya örneğiyle Avrupa dışında yer alan ülkelerdeki özelleştirme uygulamaları incelenmiş olup, dünyadaki özelleştirme uygulamaları üzerine genel bir değerlendirme yapılmıştır.

Üçüncü bölümde ilk önce, Türkiye'deki özelleştirme uygulaması var olan şekliyle betimlendikten sonra; Türkiye'de sermaye piyasası özelleştirme ilişkisi kurulmaya çalışılmıştır.

Dördüncü bölümde, Türkiye'de sermaye piyasası açısından KİT'lerin özelleştirilmesinde izlenecek yol ve aşamalar incelemeye tabi tutulmuştur.

Beşinci bölümde, özelleştirmede sorunlar, başarı koşulları ve önceliklere ilişkin tesbit yapılmaya çalışıldıktan sonra; konuya yönelik yorum ve önerilere yer verilmiştir.

Çalışma, ulaşılan sonuçlar, konuya getirilen yorumlar ve önerilerle tamamlanmış olmaktadır.

BİRİNCİ BÖLÜM

ÖZELLEŞTİRME ÜZERİNE GENEL AÇIKLAMA

1. Özelleştirmenin Tanımı ✓

Günümüzde, özelleştirmenin dar ve geniş anlamli olmak üzere iki değişik tanımı yapılmaktadır.

Dar anlamda özelleştirme, kamu mülkiyetinde bulunan sanayi ve hizmet kuruluşlarının özel mülkiyete devridir.

Özelleştirmenin kamu mülkiyetindeki sanayi ve hizmet kuruluşlarının özel mülkiyete devri şeklindeki dar anlamli tanımı, özelleştirmenin amaçlarını ve bu amaçlara ulaşmak için uygulanacak yöntemleri ve saptanacak stratejiyi belirtmekten uzaktır.

Kamu İktisadi Teşebbüsleri (KIT)'nin özel kesime devri, satışı, kiralanması biçiminde anlaşılan ve özde mülkiyet ile yönetimin özel kesime devri olan dar anlamli özelleştirme tanımına açıklık getirmek gerekmektedir. Dar anlamli özelleştirmede, mutlak olarak mülkiyet devri temel ilkedir. Çünkü, mülkiyetin özel kesime ait olabilmesi için KIT'in yarıdan fazla hisse senedinin elden çıkarılması zorunludur. Böylece, yönetiminde özelleştirilmesi sağlanmış olacaktır.

Geniş anlamda özelleştirme ise, ulusal ekonomi içinde devletin ekonomik etkinliğinin en aza indirilmesi ya da tümtüyle ortadan kaldırılmasına yönelik uygulamalar bütünüdür.)

Özelleştirmenin geniş kapsamına mülkiyet devrinden başka uygulamalar da dahil edilmektedir. Devlet tekellerinin çözülmesi ve bu alanların rekabete açılmaları, finansal kiralama, yönetimlerin devri, ihale edilmeleri, mal ve hizmet tıretimi konusunda özel sektöre imtiyaz verme, ortak yatırım ve girişimler, gönüllü organizasyonlar ve küçük tüketicilere mal ve hizmet alımları için yardımda bulunma gibi uygulamalar tam anlamıyla bir özelleştirme değildir. Bu sayılan faaliyetler, özelleştirme benzeri uygulamalar kapsamı içindedir.¹

Mülkiyet devrinin birbiriyle ilgili iki amacı vardır. Birincisi, KIT'leri

¹ M. Halki CEVİZOĞLU, *Türkiye'nin Gündemindeki Özelleştirme*, İstanbul-1989, s.20-22

devletin doğrudan kontrol ve müdahale alanının dışına çıkarmak; ikincisi de bu kuruluşların çeşitli şekillerde bütçeye olan yükünü azaltmaktır. Daha önemli olan birinci amacın gerçekleşmesi, yönetiminde özel kişi ve kuruluşlara devrine imkân verecek ölçüde bir mülkiyet transferini zorunlu kılar. İkinci amaç ise, özellikle verimsiz çalışan zararlı işletmelerde veya kaynak ihtiyacı içindeki kuruluşlarda, mümkün olduğu ölçüde işletmenin tümünün elden çıkarılmasını gerektirir.²

Özel kesim verimsiz veya zararlı çalışan işletmeleri satın almak hususunda, istekli davranmayabilir. Bu itibarla, özelleştirme uygulamalarının sağlıklı bir şekilde yürütülebilmesi için, bu durumdaki kuruluşlar ya rehabilite edilmeli ya da mali yönden güçlü bir yapıya kavuşturulmalıdır.

2. Özelleştirmenin Nedenleri

Özelleştirmenin genel kabul görmüş, ekonomik, mali nedenleri olabilir. Genel olarak; özelleştirme politik tercihlere dayanır.

Konuya geniş kapsamlı olarak bakıldığında bu nedenleri şu şekilde sıralamaya tabi tutmak mümkündür:

2.1. Genel kabul görmüş nedenler

Bu nedenler, KİT'in oluşma amaçlarının yok olması, yasalardan gelen özel ve zararlı bir durum ve KİT'in yönetimle yakınlığının zararlarından kaynaklanmaktadır.

KİT'lerin politik nedenlerle oluşturulamadığı ülkelerde en önemli oluşum nedeni üretim yetersizliğinin giderilmesidir. Üretim yetersizliği olan ülke gelişmekte olan ülkedir. Bu tür ülkelerde Kamu kaynakları son derece yetersizdir. O nedenle ülke yönetimi bir yandan temel gereksinimleri bir an önce karşılamak, bir yandanda, alt yapıları ve savunmayı güçlendirmek durumundadır. Böyle ülkeler "kendi kendine yeterlilik" ilkesine dayalı kararlar alarak KİT'i oluştururlar. Ekonomik gelişme hızlamta özel girişimler eliyle yeterli miktarda ve uygun koşullarda ürün arzı başlayınca KİT'in varoluş amacı kalmaz.

Yasalardan gelen özel ve zararlı bir durumu önlemek gerekebilir. Hükümetlerin saptadığı, kısa vadede çare bulamadığı bir yasal sakınca özelleştirme ile giderilebilir. Hükümetler herhangi bir yasanın ulusal zararını gördüğü halde

² M. Berra ALTINTAŞ, **Kamu İktisadi Teşebbüslerinin Özelleştirilmesi Ve Özelleştirmenin Sermaye Piyasasına Etkileri**, Ankara-1988, s.50

yasama organından bir değişiklik geiremeyebilir. Oysa ki iştiraklerdeki kamu paylarını satmak hukmetlerin yetkisi içindedir. Bu yolla zelleştirme sağlanmış olur.

KİT sahiplik ve yönetim ilişkilerinin sonucu olarak, kamu yönetimi ile i içe olmasından kaynaklanan, tüm ekonomiyi olumsuz etkileyen gelişmeler meydana getirebilir. Bunların giderilmesi bazı kere KİT'lerin özelleştirilmesini icap ettirebilir.³

2.2. Ekonomik nedenler

Bu nedenler serbest piyasa mekanizması içinde özel işletmelerin, devlet işletmelerinden daha etkin çalıştığı varsayımına dayanmaktadır. Ulusal ekonomi rekabet piyasasının kurallarına göre yönetilirse, hem tek tek işletmelerin hem de tüm ekonominin etkinliği sağlanır ve sonuçta toplumun refahı maksimuma ulaşır. Pareto Optimumu olarak belirlenen bu durumun gerçekleşebilmesi için devletin ekonomiye müdahalesi en asgariye indirilmeli; piyasada müdahale konusu olabilecek bütün mal ve hizmetler özel işletmeler tarafından üretilmelidir. Piyasa mekanizması, bunların üretim ve tkretiminde optimal kaynak dağılımını gerçekleştirir; kaynakların tam kullanımını sağlar; sermaye birikimi ve kalkınma sorunlarını kendiliğinden çözüme ulaştırır.

Söz konusu görüş çerçevesinde zelleştirme, mikro ekonomik düzeyde işletmeleri piyasa kurallarına göre verimli ve etkin çalışmaya yönelterek, maliyet fiyatlarını kontrol etmelerini sağlayacaktır. Dolayısıyla sonuçta makro ekonominin etkinliğini ve toplumun refahını artıracaktır. Aynı zamanda zelleştirme, devlet işletme ve monopollerinin üretim, fiyat ve kaynak dağılımı tizerinde olumsuz etkilerini önleyici bir işlev görecektir.

2.3. Mali nedenler

KİT'lerin verimsiz ve zararlı çalışmaları, sübvansiyonlar ve borçlanmalar kanalıyla hazinenin finansman yükünü ağırlaştırmaktadır. Öte yandan finansman yükünün ağırlaşması, vergi gelirlerinin yetersiz olduğu durumlarda Merkez Bankası kaynaklarından karşılandığından enflasyona yol açmaktadır. Bu durum karşısında zelleştirme, kamu kesiminin finansman yükünü azaltacak ve aynı zamanda enflasyonla mücadeleye yardımcı olacaktır. Üstelik KİT'lerin özel kesime

³ Selahattin ÖZMEN, *Türkiye'de Ve Dünyada KİT'lerin zelleştirilmesi*, İstanbul-1987, s. 11-15

satılması devlete ek gelir sağlayacaktır. Böylece özelleştirme, vergi yükünün büyümesine yol açmadan kamu hizmetlerinin yerine getirilmesine, yeni yatırımların finansmanına olanak verecektir.

2.4. Politik nedenler

Çağdaş devletin ekonomik yaşama dolaylı ve dolaysız müdahalelerinin giderek artması, bireylerin özgürlüklerini kısıtlamaktadır. KİT'lerin özel kesime devredilmesi, bu müdahalenin azalmasına yol açacak, özel mülkiyetin yaygınlaşmasına olanak verecektir. Dolayısıyla, liberal ekonomik ve siyasal rejimin varlığını sürdürdürebilmesi ve sistemin gerektiği şekilde işlemesi için temel genişleyecek ve güçlenecektir.⁴

Genel olarak politik tercihi özelleştirme dayanakları şu şekilde biçimlenmiştir.⁵

- KİT'lerin zararlı olduğu inancı,
- KİT olanaklarını ele geçirmek isteyen iş çevrelerinin etkilemesi,
- Uluslararası ilişkilerin zorlaması.

3. Özelleştirmenin Amaçları

Özelleştirmenin amaçlarını genel ve özel amaçlar olarak iki kategoride incelemek mümkündür. Genel amaçlar, ekonominin tüm sektörüne ilişkin olan ve hem ekonomik hemde sosyal boyutu bulunan amaçlar olarak tanımlanabilir. Özel amaçlar ise, kamu sektörüne ve özellikle KİT sorunlarına ilişkin amaçlardır.⁶

3.1. Genel amaçlar

- a- Devletin endüstrideki karar verme etkinliğinin azaltılması,
- b- Sanayi için gerekli fonların sermaye piyasasından ticari şartlarda ve devletin garantisi olmaksızın sağlanması,
- c- Gelirlerin artırılması ve Devlet borçlanma gereklerinin azaltılması,
- d- Şirketlerin halka açılmasının yaygınlaştırılması,

⁴ M. Berra ALTINTAŞ, s.51-52

⁵ Selâhattin ÖZMEN, s.16

⁶ _____ Tüsiad, **Özelleştirme KİT'lerin Halka Satışında Başarı Koşulları**, İstanbul-1986, s.14

- e- Özel işletmecilik kültürünün yaratılması,
- f- Çalışanların şirketlere ortaklıklarının teşvik edilmesi,
- g- Rekabet ve verimliliğin artırılması,
- h- Finansal kontrol ve mülkiyetin, yaratılan verimliliğin yararlarını tüketiciye yansıtmak için, dizayn edilen daha etkili bir ekonomik kontrol sistemi ile değiştirilmesi,⁷
- ı- Sermayenin değerini koruyucu verimli yatırımlara akmasına yardımcı olması,⁸
- j- Serbest piyasa ekonomisinin güçlendirilmesi,
- k- Gelir dağılımının iyileştirilmesi,
- l- Sermaye mülkiyetinin tabana yayılması,

Yukarıda sayılan genel amaçlardan en önemlilerinin açıklanması, konuya netlik kazandırmak açısından yararlı olacaktır.

Sanayi için gerekli fonların sermaye piyasasından ticari şartlarda ve Devletin garantisi olmaksızın sağlanması: Sermaye piyasasının gelişmesinin ülkedeki tasarrufların yatırımlara dönüşmesinde en önemli faktörlerden biri olduğu açıktır. Hisse senedi ihracı yoluyla özelleştirme, sermaye piyasasının gelişmesini sağlayarak ülkemizde tasarrufların yatırıma dönüşmesini kolaylaştıracaktır.

Ancak, sermaye piyasasının gelişmemişliği özelleştirmenin başarısını etkileyen bir faktördür. Bu sebeple, özelleştirmenin kademeli olarak yürütülmesi, sermaye piyasasında aynı şekilde giderek gelişmesine yol açacaktır.

Ekonomide verimliliği artırmak: Kamu sektöründe ortalama verimlilik her zaman özel sektörden düşüktür. Bunun başlıca sebepleri arasında, kamu sektörünün verimliliği yükseltecek teknolojik gelişmeleri yeterince izleyememesi, iş gücü maliyetini yükselten bir istihdam politikası uygulamaları sayılabilir. KİT'lerin düşük verimlilikle çalışmaları ekonomideki genel verimlilik düzeyinde olumsuz etkiler. O halde verimliliği yükseltecek diğer tedbirlerle birlikte kamu sektörünün daraltılması da ekonomide verimliliğin artışına katkıda bulunacaktır.

Serbest piyasa ekonomisini güçlendirmek: KİT'ler, fiyat ve kalite yönünden piyasa taleplerine duyarlı değildirler. Bunun başlıca sebepleri, KİT'lerin

⁷ L. Micheal BIRCH, "Özelleştirme", **Para Ve Sermaye Piyasası**, Yıl: 10, Sayı: 108, (Şubat 1988), s.25

⁸ Rıza AŞIKOĞLU, "Privatization In The Developing World", **Anadolu Üniversitesi Kütahya İktisadi Ve İdari Bilimler Fakültesi 15. Yıl Armağanı** Kütahya-1989, s.62

tekelci veya tekelimsi statüleri yoluyla piyasanın kontrolünü ellerinde bulundurmaları ve asıl önemlisi iflas tehlikesi ile karşı karşıya bulunmamalarıdır. Böylece KİT'ler, piyasa paylarını kaybetmemek için kaliteyi iyileştirmek, fiyatı ve maliyeti düşürmek gibi tedbirler alma zorunluluğu duymazlar. İşte özelleştirme, KİT'lerin bu her iki özelliğini ortadan kaldırmak, kısaca piyasa koşullarında faaliyet göstermelerini sağlamak yoluyla piyasa ekonomisini güçlendirecektir. Ancak bu amacın gerçekleştirilmesi, kamu tekellerinin özel sektör tekelleri haline gelmesini önleyecek tedbirleri almaya ve piyasa ekonomisine geçişin diğer hukuki ve ekonomik kurumlarını oluşturmaya yakından bağlıdır.

Gelir dağılımını iyileştirmek: Kârlılık oranı yüksek KİT'lerin hisse senetlerinin çalışanlara, yöneticilere ve küçük tasarruf sahiplerine belli avantajlarla satılması, bu kesimlere bir gelir transferi anlamına gelir. Bu yöntem bir taraftan işletmede verimliliğin yükseltilmesine katkıda bulunurken, diğer taraftan verimlilik artışının düşük gelir gruplarına aktarılmasını ifade eder. Bu amaç sermaye mülkiyetini tabana yayma amacının da bir sonucu olarak değerlendirilebilir. Gerçekten, daha geniş bir kesimin (işçi, yönetici ve küçük tasarruf sahipleri) kamu işletmelerinin mülkiyetine ortak edilmesi, gelir dağılımına belli ölçüde olumlu etkide bulunurken, aynı zamanda mülkiyet ile iş gücü faktörlerini birleştirerek iş anlaşmazlıklarını azaltır ve verimliliği yükseltir.

Ancak bu amaçların gerçekleşmesi, özelleştirmenin "hisse satışı" yoluyla uygulanmasına ve hisse senedi alacak işçilere, düşük gelirli kesimlere belli finansal destekler ve teşvikler sağlanmasına bağlıdır.⁹

3.2. Özel amaçlar

Özel amaçlar ise daha dar kapsamlı ve daha kısa vadeli. Özel amaçları aşağıdaki gibi sıralamaya tabi tutmak mümkündür.

- a- Kamu tekellerini kaldırarak rekabete imkân vermek,
- b- Kamu sektörünün dış finansman (borçlanma ve bütçe transferi) ihtiyacını azaltmak,
- c - Hazine veya KİT'in ana işletmesi için ek fon yaratmak,
- d- Yabancı sermaye katkısını sağlayarak KİT'lerin verim düzeyini yükseltmek,
- e- Kamuya vergi dışında fon yaratmak,

- f- KİT'lerin kamuya yükünü azaltmak.¹⁰
g- Kamu açıklarını kapatmak için fon yaratmak.

Özel amaçlardan önem derecesine göre bazılarını kapsamlıca irdelemek, konuya ayrıntılı bir boyut ve bir bakış açısı getirecektir.

Kamu tekellerini kaldırarak rekabete imkân vermek: Bu amaç, özelleştirmenin gerçekleşmesinden önce bazı yasal düzenlemelerin yapılması ve bazı kurumların oluşturulmasını gerektirir. Bu düzenlemeler, tekel statüsündeki KİT'lerin faaliyet alanlarının yeni firmalara açılması, böylece sektörde rekabet ortamının yaratılması ve özellikle önemli sektörlerde rekabetin işleyişini sağlayacak bir düzenleyici kuruluşun oluşturulmasını kapsar. Bu tedbirlerin alınması, kamu tekellerinin özel sektör tekellerine dönüşmesini önlemek, "serbest piyasa ekonomisini güçlendirmek" ve "ekonomide verimliliği artırmak" gibi genel amaçların gerçekleşmesine katkıda bulunmak açısından zorunludur.

Kamu sektörünün dış finansman ihtiyacını azaltmak: KİT'lerin dış finansman ihtiyacı, hazine yardımları, görev zararları, borçlanmalar vs. gibi yöntemlerle karşılanmakta; bunlarda para arzının artışı ve bu yolla enflasyonun yükselişini hızlandırmaktadır.

Özelleştirme uygulamaları sonucunda, KİT'lerin devlet tarafından finansmanının önüne geçilerek, serbest piyasa ekonomisi içerisinde işletmecilik yapması için gerekli ortam sağlanabilecektir. Dolayısıyla enflasyona neden olan kaynaklardan birisinin etkisi azaltılmış olacaktır.

Hazine veya KİT'in ana işletmesi için fon yaratmak ve yabancı sermayenin ülkeye girişini sağlamak: Bu iki özel amaç özelleştirmenin en belirgin ve kısa vadeli sonuçlarını yansıtır. Özellikle iç ve dış kaynak açıklarıyla karşı karşıya bulunan ve gelişmekte olan ülkelerde daha çok bu amaçlar için uygulanan özelleştirme, geçici bir ferahlama yaratmaktan öte bir yarar getirmez.¹¹

4. Özelleştirme Aşamaları

4.1. Beesley-Littlechild yaklaşımı

¹⁰ M. Şükrü TEKBAŞ, "İMKB'deki Son Gelişmeler Ve Özelleştirme -Açıkoturum-", **Banka Ve Ekonomik Yorumlar**, (Ocak 1988), Yıl: 25, Sayı: 1, s.24

¹¹ _____ Tüsiad, s.17-18

Mülkiyet transferi, aşamalı bir özelleştirme işleminin sonucunda gerçekleşmektedir. Beeley ve Littlechild, özelleştirme operasyonunda satış işlemine kadar belirli süreler belirlemişler ve özelleştirmenin 3 yıl 2 ay içinde tamamlanacağını öngörmüşlerdir.

Beeley ve Littlechild'a göre, yapılabilirlik çalışmalarını ile tercihlerin belirlenmesi ilk 3 ay içinde tamamlanacak (1. Aşama); danışmanların seçimi, görevsel ve yasal düzenlemeler yapıldıktan sonra geliştirilmiş sonuçlar 1 yıl 6 ay içinde alınacak (2. Aşama); bilanço düzenlemeleri, şirket yönetimini iyileştirme ve halka açık şirket oluşturma ve satış yetkisi alma 2 yıl 4 ay içinde tamamlanacak (3. Aşama); satış danışmanlarının (kuruluşların) seçimi, reklamlarla kamu oluşturma ve son kararların alımı da 3 yıl 2 ay içinde bitirilmiş olacaktır (4. Aşama). Böylece, kamu şirketinin tamamı toplam 38 ay sonunda satılarak, mülkiyetin özel sektöre transferi tamamlanacaktır.¹²

ÖZELLEŞTİRME ADIMLARININ TİPİK TASLAĞI

(Özel bir olaya dayanmayan tanımlayıcı örnek)

KAMU ŞİRKETİ

- Emirle yönetim
- Borçlanma ile finansman
- Kamu kesimi yönetim yapısı
- Kimi tekelci işler

1. AŞAMA

YAPILABİLİRLİK ÇALIŞMASI

- Ticari bankalar, mali danışmanlar ve devlet görevlilerinin çalışması

HAZIR BİLGİLER VE TERCİHLER

- Olanaklar, tercihler ve satış öncelikleri konularında Bakanlara rapor verme

BAKANLIK KARARI

- İzlenebilecek yöntemler ve tercihlerin belirlenmesi konularında ilke kararı
- Bu örnekte, pay seneti satışı ile bir ünitenin satışı

2. AŞAMA

DANIŞMANLARIN SEÇİMİ

Satışı gerçekleştirmek için ögütlerden yararlanılacak ticari danışmanların seçimi

GÖREV DÜZENLEMELERİ

- Güçlü yönetim ekibi
- Özel sektör davranış ve yöntemlerini tanıtm

YASAL DÜZENLEMELER

- Kamu şirketini halka açarak A.Ş. oluşturma yetkisi

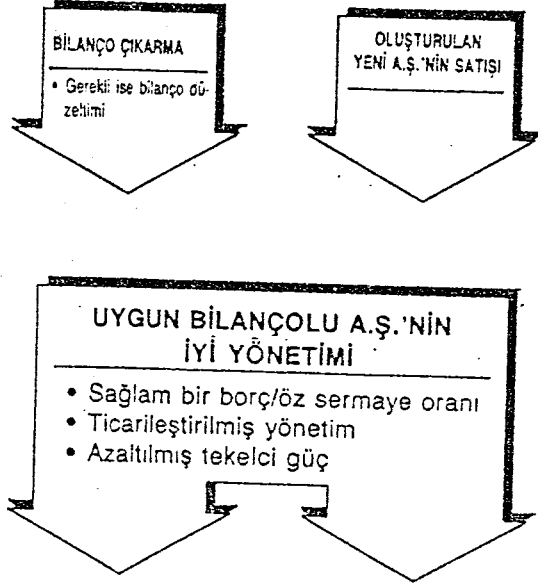
DÜZENLEYENİDEN DÜZENLEME ÇALIŞMALARI

- Tekellen düzenleme yetkileri

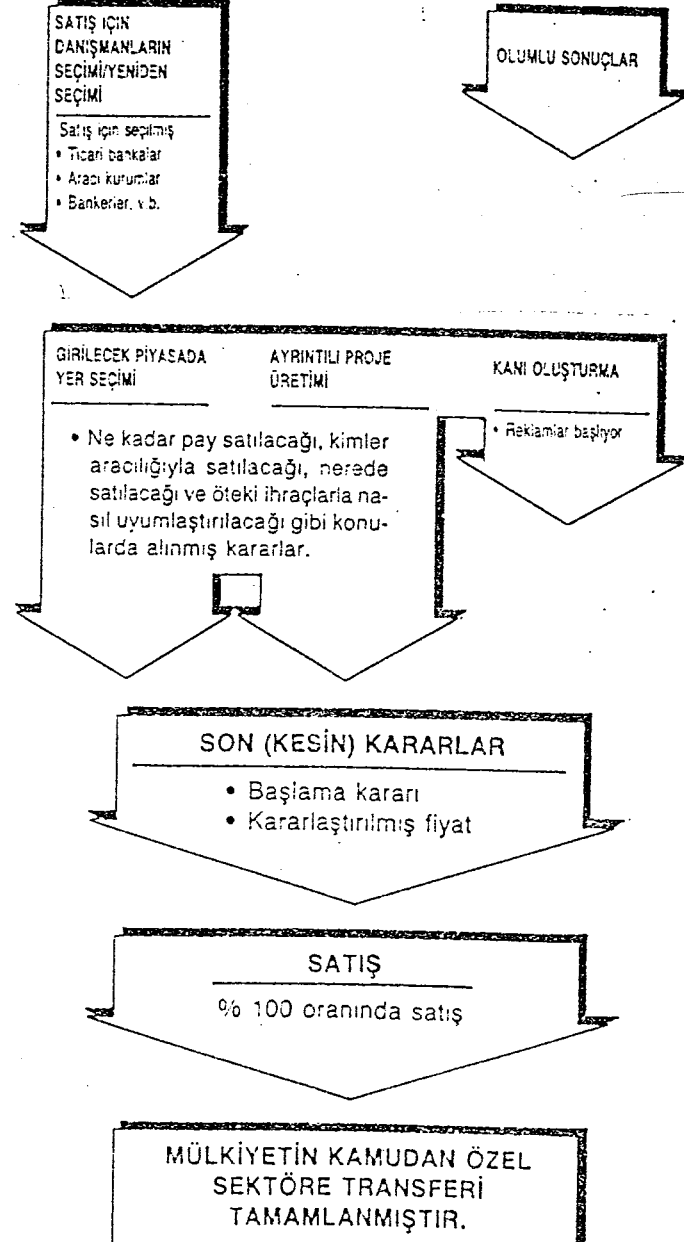
GELİŞTİRİLMİŞ SONUÇLAR

DÜZENLEYİCİ ÖNLEMLERİ İÇEREN ONAYLANMIŞ YASALAR

3. AŞAMA



4. AŞAMA



4.2. Morgan Bank yaklaşımı

Morgan Bank yaklaşımına göre, özelleştirme öncesi mutlaka "yeniden yapılanma" gerektiği belirtilmektedir.

Morgan Bank yeniden yapılanmadan sonra özelleştirmenin 2 aşamadan geçeceğini ve bunların:

- a- Ana Plan (Master Plan) yapmak ve
- b- Kuruluşlar için tek tek özelleştirme programları oluşturmak

olduğunu açıklamaktadır. Morgan Bank'a göre, Ana Plan'ın amacı, KİT'leri sınıflandırmaktır. Burada öncelikler, zamanlama ve kaynaklar planlanmaktadır. Bu sonuca ulaşmak için, plan 5 temel adım içermektedir.

- a- Amaçların belirlenmesi,
- b- İlkeler ve politikaların oluşturulması,
- c- Önlem almayı gerektiren temel özelleştirme faktörlerinin belirlenmesi,
- d- Özelleştirme beklentilerine göre KİT'leri sınıflandırmak,
- e- Uygulanacak geniş bir icra planı.

Ana Plan konusunda iki noktaya özellikle dikkat etmelidir:

- a- Ana Plan sadece bir yol göstericidir,
- b- Plan geniş özelleştirme çabalarının içinde temel unsurlardan sadece biridir.

Belirli aşamalardan geçen özelleştirme işlemi sonunda sıra, mülkiyetin transferine gelmektedir. Gerçek bir özelleştirme için zorunlu olan mülkiyetin kamudan özel kesime geçişi ile özelleştirme operasyonu tamamlanmış olmaktadır.¹³

**TÜRKİYE
SINAI YENİDEN
YAPILANMA PROJESİ**

**YENİDEN YAPILANMA
YÜKSEK KURULU**

SEKRETERYA

- DPT
- Koordinasyon Birimi

**ÖZELLEŞTİRME
PROJE GRUBU**

- Kamu Ortaklığı İd.
- Sanayi Kesimi
- DPT
- Hazine-KİT Gen. Md.

**ÖZELLEŞTİRME
MALİ DANIŞMANLIK**

- Özelleştirme Deneyimi
- Tecrütleme deneyimi
- Mali piyasa deneyimi
- Yasal deneyim

**ÖZELLEŞTİRME
ANA PLANI**

**ÇİMENTO
PROJE GRUBU**

- ÇİTOSAN
- Özel Sanayi
- DPT
- Hazine-KİT Gen. Md.

**YÖNETİM/SANAYİ
DANIŞMANLARI**

- Stratejik Deneyim
- Teknik Deneyim
- Uluslararası Deneyim
- Yerel Deneyim

**YENİ YAPILANMA
PROGRAMI**

**ÖZELLEŞTİRME
PROGRAMI**

**GÜBRE
PROJE GRUBU**

- AZOT
- Özel Sanayi
- DPT
- Hazine-KİT Gen. Md.

**YÖNETİM/SANAYİ
DANIŞMANLARI**

- Stratejik Deneyim
- Teknik Deneyim
- Uluslararası Deneyim
- Yerel Deneyim

**YENİ YAPILANMA
PROGRAMI**

**ÖZELLEŞTİRME
PROGRAMI**

**TEKSTİL
PROJE GRUBU**

- Özel Sanayi/TSKB
- DPT
- Sümerbank
- Hazine-KİT Gen. Md.

**YÖNETİM/SANAYİ
DANIŞMANLARI**

- Stratejik Deneyim
- Teknik Deneyim
- Uluslararası Deneyim
- Yerel Deneyim

**YENİ YAPILANMA
PROGRAMI**

**ÖZELLEŞTİRME
PROGRAMI**

**KAĞIT
PROJE GRUBU**

- Hükümet
- SEKA

**YÖNETİM/SANAYİ
DANIŞMANLARI**

- TSKB
- Stratejik Deneyim
- Teknik Deneyim
- Uluslararası Deneyim
- Yerel Deneyim

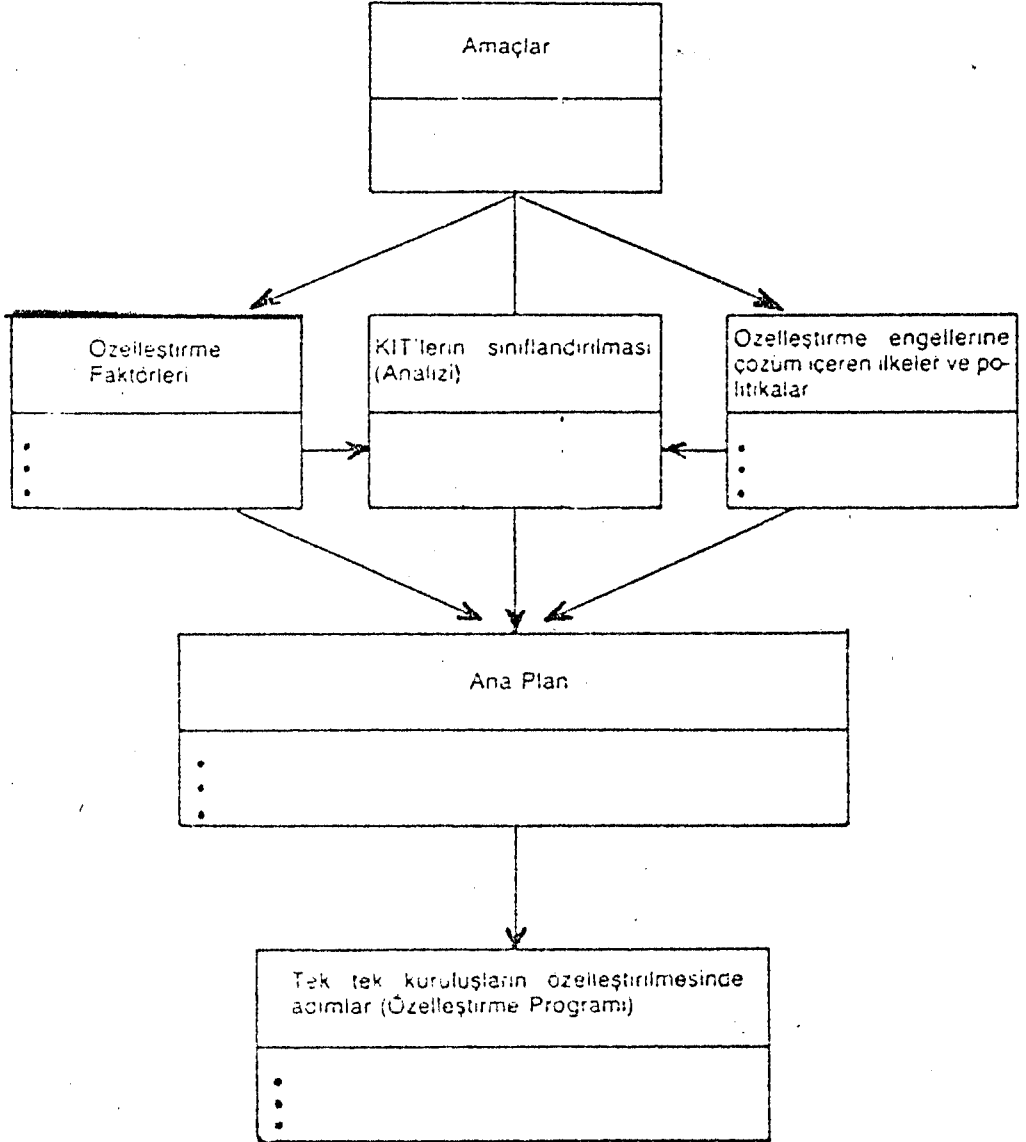
**YENİ YAPILANMA
PROGRAMI**

**ÖZELLEŞTİRME
PROGRAMI**

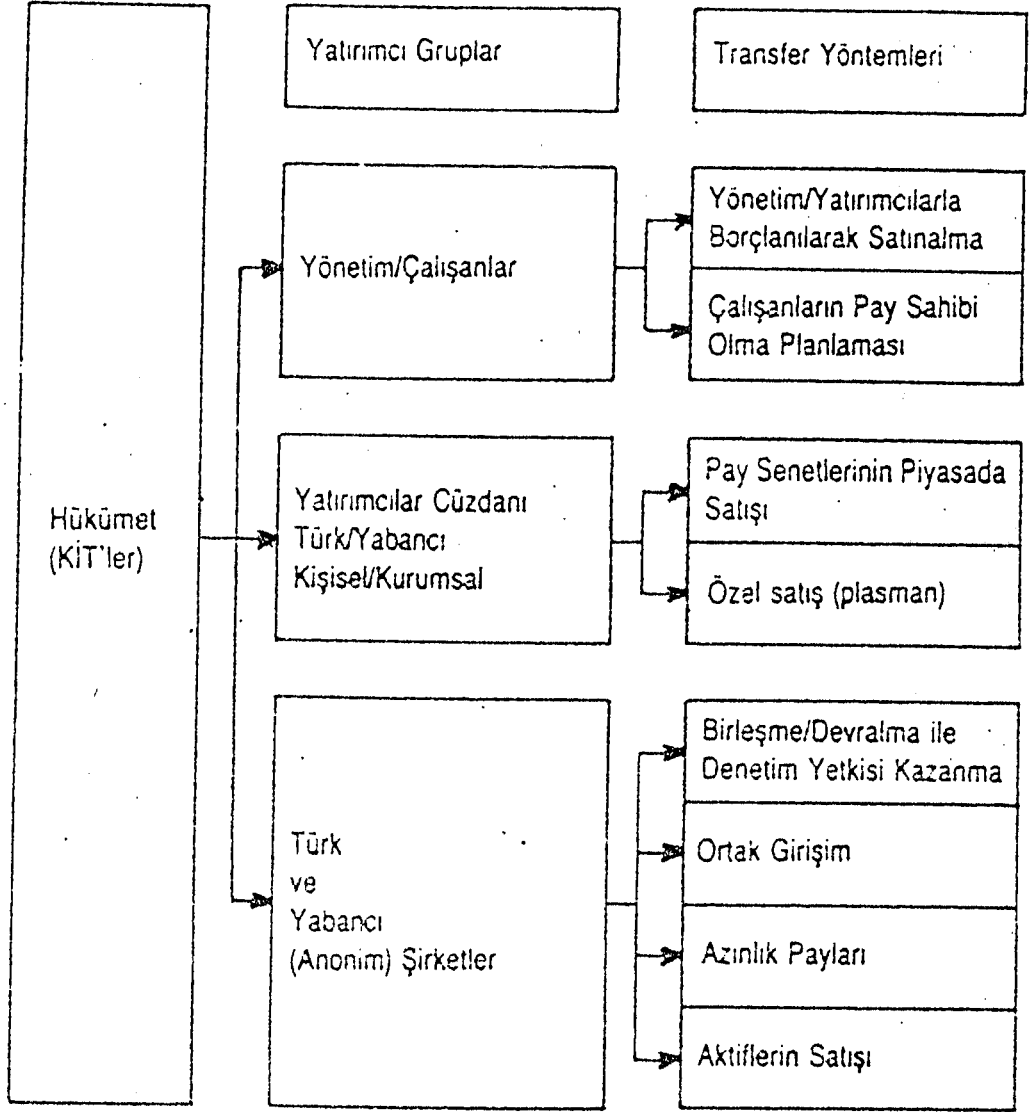
**T.KONUT VE
KAMU ORTAKLIĞI
İDARESİ**

HAZİNE

**KİT
Genel
Müdürüğü**



MÜLKİYETİN TRANSFERİ



5. Özelleştirme Seçenekleri

Özelleştirme seçenekleri üçe ayrılarak incelenebilir. Bir başka ifadeyle, Kamu Sektörünün yükü üç yolla azaltılabilir.¹⁴

- Devlete ait olan sınai teşebbüslerin kapatılması veya satılması,
- Hükümetlerin planlanan ve belirtilen hizmetleri üretilen dağıtan kuruluşlarla anlaşma yapması,
- Hükümetlerin birçok mal ve hizmet sağlama görevini kısmen veya tamamen özel sektöre bırakması.

5.1. Devlete ait olan sınai teşebbüslerin kapatılması veya satılması

Özelleştirme seçeneklerinden birincisi, devlete ait olan sınai teşebbüslerin kapatılması veya satılmasıyla devletin yükten kurtarılmasıdır. Daha cazip, çekici muhtemel bir alternatifte, devletin sahip olduğu teşebbüsleri kiraya vermesi ya da hasılası gerekli görünen başarısız teşebbüsleri güçlendirmek amacıyla yönetim anlaşmalarına başvurulmasıdır.

5.2. Hükümetlerin planlanan ve belirtilen hizmetleri üretilen dağıtan kuruluşlarla anlaşma yapması

Belli coğrafik bölgelerde, belli hizmetleri yerine getirmekle görevlendirilme gibi imtiyazlar, kent taşımacılığı ve kamu hizmetlerinde yaygın örneklerdir. Kamu faaliyetlerinde, savunmada ve birçok özel hizmetlerde sözleşme yaygın bir şekilde uygulanmaktadır. Özel sektör tarafından sağlanan yiyecek, sağlık hizmetleri ve eğitim harcamalarında tüketicilere mali destek ve kredi kuponları yoluyla sübvansiyon verilebilir. Üretici ve dağıtıcıların rekabet edebildikleri ve ölçek ekonomisi kaybının bulunmadığı alanlarda özel kesimle sözleşmeler yapmak, kaynakların etkin kullanımı için yararlı olabilir. Ancak bu seçenekte rüşvet ihtimali olabilir ve uzun vadeli anlaşmalar özel kesim firmalarını teknelci davranış eğiliminde bulunmaya yöneltebilir.

¹⁴ Samuel PAUL, "Özelleştirme Ve Kamu Sektörü", (Çeviren: Candan KARASAN), **Banka Ve Ekonomik Yorumlar**, (Ekim 1987), Yıl: 24, Sayı: 10, s.39-40

5.3. Hükümetlerin birçok mal ve hizmet sağlama görevini kısmen veya tamamen özel sektöre bırakması

Bazen rekabetin sağlanması, yenilik yapma ve etkinliği artırmada etkili rol oynayabilir. Birçok ülkede gönüllü teşkilatlar, eğitim ve sağlık hizmetlerinde devletin işini önemli ölçüde hafifletebilirler. Bununla birlikte az gelişmiş ülkelerin başlıca sorunlarından biri, birçok yoksulun yaşadığı uzak kırsal bölgelere özel girişimlerin hizmet götürmesini sağlamak ve kısa dönemde kârları maksimumlaştırmadan çok uzun dönemde tüketicilerin ihtiyaçlarını gözönünde bulundurmadır. Kamu Sektörü tarafından sağlanan hizmetlerden yararlananların masrafları yüklenmesi, hükümetlerin vergi gelirleri üzerindeki yükünü azaltabilir.

Hizmetlerden yararlananların masraflara katılması, kamu ürünleri için kamu fiyatlarıdır; bunlar, hizmetten yararlanamayanlardan daha çok halihazırda yararlananlardan ayırt edilebilen kullanıcılara uygulanabilir. Bu tür hizmetlerin faydasını görenler, görmeyenlerden kolaylıkla ayırt edilmelidir. Su, elektrik, telefon ve çöp toplama gibi şehir hizmetleri için yararlananların masrafa katılması genel vergilendirmeden daha etkindir. Hizmetler, genel vergilerin dışında sağlandığı zaman, eğer her iki grup genel vergileri ödüyor ve zenginler hizmetlerden daha çok yararlanıyorsa, düşük gelirliler yüksek gelirliler gruplarına mali destek sağlamış olurlar. Kullanıcıların masraflara katılması zorunlu kılınırsa, vatandaşlara ödemelerine göre, farklı düzeylerde ve kalitede hizmet verilebilir. Bundan başka, kullanıcılar bunlar için doğrudan ödeme yapmadıkları zaman, aşırı kalabalıklaşma ve hizmetler için aşırı talep meydana gelir; kullanıcıların masrafa katılması, maliyet-etkili davranışı teşvik eder. Toplumdaki çok fakir gruplar, kullanma masrafları azaltılarak, sübvansiyon veya kredi kuponlarıyla da desteklenebilirler.

6. Özelleştirme Yöntemleri

Genel bir yaklaşımla, özelleştirmenin çok sayıda yöntemi olduğu kabul edilmektedir. Gerçek ve tam bir özelleştirmeden söz edebilmek için, kamu şirketinin en az %51'lik payının devri gereklidir. Bu ise "Satış Yöntemi" ile gerçekleştirilecektir. En yaygın olarak kullanılan satış yöntemi, pay senetlerinin satışı yöntemidir. İkinci sırayı "direkt" ya da "özel satış" adı verilen yöntem almaktadır.

Özelleştirme yöntemleri arasında sayılan kamu-özel sektör ortaklığı, finansal kiralama, yönetimin devri (işletme sözleşmesi), ihale, imtiyaz, yasal düzenleme-kurumsal serbestleştirme gibi yöntemlerin hiçbirinin "mülkiyet devri"ni öngörmemesi nedeniyle, özelleştirme benzeri uygulamalar olarak ele almak doğrudur.¹⁵

6.1. Sermaye piyasası kanalıyla hisse senedi satışı

Bu yöntem, kamu mülkiyetindeki anonim şirketin bütün veya bir kısım hisse senedinin özel kişi veya kuruluşlara satışı olarak tanımlanabilir. Bu yöntemin uygulanabilmesi için, ilk önce özelleştirilmesine karar verilen KİT'lerin sermayesi hisse senetlerine bölünmüş ve ticaret hukukuna tabi sermaye şirketleri şekline dönüştürülmeleri gerekir. Daha sonra hisse senetleri satışa çıkarılacak olan şirketin aktiflerinin değerlendirilmesi, öz kaynağının hesaplanması ve hisse senedi fiyatlarının tesbiti aşamaları tamamlanmalıdır. Bundan sonra satılacak hisse miktarı ve satış yöntemi tesbit edilerek satış ilanı yapılır ve özelleştirme fiilen başlamış olur.¹⁶

Teorik olarak, KİT'lerin özelleştirilmesinde aşağıda sıralanan satış yöntemleri uygulanabilir:

- a- Hisse senetlerinin tek bir alıcıya satışı,
- b- Hisse senetlerinin doğrudan doğruya halka satışı,
- c- Hisse senetlerinin KİT'lerde çalışanlara ve yöneticilere satışı,
- d- Hisse senetlerinin seçilmiş aracı kuruluşlara satışı,¹⁷
- e- Hisse Senetlerinin yöre halkına satışı,
- f- Hisse senetlerinin yabancı sermaye grubuna satışı.

Hisse senetlerinin sermaye piyasasındaki satışı ise iki şekilde olmaktadır. Bunlar, birincil piyasada hisse senetleri satışı ve ikincil piyasada hisse senetleri satışıdır.

¹⁵ M. Hulki CEVİZÖĞLU, s.67

¹⁶ _____ Tüsiad, s.19

¹⁷ Ali CEYLAN-Melek VERGİLİEL, **Türkiye'de Kamu İktisadi Teşebbüsleri Ve Özelleştirme**, Bursa-1989, s.84

6.1.1. Birincil piyasada hisse senetleri satışı

Tasarruf sahiplerinin hak temsil eden belgeleri doğrudan doğruya ihraç eden kuruluşlardan veya bunlara ihraçta aracılık eden kurumlardan alabildikleri durumlarda birincil piyasa söz konusudur.¹⁸

Bir başka deyişle birincil piyasalar, işletmelerin gereksinim duydukları fonları doğrudan doğruya fon sunucularından karşılamak amacıyla oluşturulan piyasadır. Birincil piyasada, fon kullanıcılarının gereksinim duydukları fonları sağlamak için fon sunucularına ilk kez, yeni sundukları menkul kıymetlerin satışı gerçekleşir.¹⁹

6.1.2. İkincil piyasada hisse senetleri satışı

Daha önce halka arzedilmiş ya da satılmış menkul değerlerin arz ve talebinin karşılaştığı durumlarda ikincil piyasa söz konusudur.²⁰

Bir başka ifadeyle ikincil piyasa, daha önce fon kullanıcılarının piyasaya sürdükleri, piyasada mevcut menkul kıymetlerin alınıp satımına yönelik işlemlerin yapılması olmakla birlikte, işletmelerin menkul kıymetlerinin aracı kurumlar kanalıyla da satın alınarak tekrar piyasaya sürülmesi olarak da tanımlanabilir.²¹

6.2. Direkt veya özel satış

Bu yöntem daha çok KİT'lerin bir kısım aktiflerinin, müesseselerinin, tali (ikinci) faaliyet dallarının veya nisbeten küçük işletmelerin satışında uygulanır. Bu yöntemde satılacak aktifler veya işletmeler belli bir firmaya, bir kaç firmaya veya bir konsorsiyuma pazarlık yoluyla devredilebilir. Bu yöntem daha hızlı bir şekilde uygulanabilmesi ve değerlemenin de daha kolay yapılabilmesi sebebiyle diğer yöntemlere tercih edilebilir. Ancak bunun bazı sakıncaları da gözden uzak tutulmamalıdır. Bunlardan birincisi, satışta (satış yapılacak firma veya firmalar ya da konsorsiyumun belirlenmesinde) subjektif değerlendirme payının mevcut olmasıdır. İkinci ve en önemli sakıncası ise, hisse senetleri satışı söz

18 Muharrem KARSLI, **Sermaye Piyasası Borsa Menkul Kıymetler**, İstanbul-1989, s.26

19 Semih BÜKER-Rıza AŞIKOĞLU, **Sermaye Piyasaları**, Eskişehir-1991, s.5

20 M. Halki CEVİZOĞLU, s.68

21 Semih BÜKER-Rıza AŞIKOĞLU, s.6

konusu olmadığından dar anlamda, "devlet malvarlığının satışı" ile sınırlı kalması ve özelleştirmeden beklenen diğer yararları sağlamaktan uzak bulunmasıdır.²²

İKİNCİ BÖLÜM

DÜNYADA ÖZELLEŞTİRME UYGULAMALARI

A- AVRUPA ÜLKELERİNDE ÖZELLEŞTİRME UYGULAMALARI

1. İngiltere'de Özelleştirme Uygulaması

1.1. Özelleştirme uygulamasının gerekçesi

Kamu işletmelerinin özelleştirilmesi akımı Thatcher hükümeti tarafından 1970'li yılların sonlarından itibaren gelişti. Bu akımın kaynağı, ana endüstrilerdeki devlet kontrolüne karşı olan politik bir ideolojidir. Bu kontrol, özel işletmeciliğin sınırlandırılmasına ve piyasa hareketlerinde suni müdahalelere neden olup, bütçe açığının ve dolayısıyla vergilerin artmasına sebep olur. Bu akım 2. Dünya Savaşından sonra oluşan ve belli bir süre başarılı olan kamu işletmeciliğine karşı bir tepkidir.²³

İngiltere'de genel bir ekonomik krizin başgösterdiği 1970'lerde kısmen bu krizin de etkisiyle KİT'in ekonomiye maliyeti giderek artmaya başladı. KİT'lerin Hazineden yüksek miktarda borçlanmaları enflasyon oranının yükselmesine ve faizlerin yukarı doğru hareketine yol açtı. İşletmecilik yönünden de KİT'ler bu dönemde tam bir çıkmaz içinde göründüler. Alınan çeşitli tedbirlerle getirilen finansal disiplin araçlarına rağmen, KİT'lerin performanslarında önemli bir iyileşme sağlanamadı. Hizmetlerde aksamalar, hızlı fiyat artışları, işçi sorunları ve büyük işletme zararları, KİT'lerin başarısızlığını kanıtlayan olumsuz işaretler olarak ortaya çıktı. Bu durum enflasyon oranının hızla yükselmesine ve İngiliz sanayiinin uluslararası pazarlardaki rekabet gücünü giderek yitirmesine yol açtı. Serbest piyasa ekonomisini ve devletin ekonomiden elini çekmesini savunan yeni bir görüş (Friedman Ekolü), devletin ekonomik işletmecilik yapmasının, sorunların temel sebebi olduğunu ve çözümün de devlet işletmeciliğini asgariye indirmekte yattığını savunmaya başladı. Bu görüşün 1970'lerin sonunda politik bir ağırlık kazanmasıyla, KİT'lerin sorunlarının devlet mülkiyeti korunarak alınacak çeşitli yasal ve idari tedbirlerle çözümlenemeyeceği, teşebbüslerin devlet mülkiyetinden çıkarılmasının tek geçerli yol olduğu düşüncesi İngiltere'de

uygulama imkânına kavuştu.²⁴

İngiltere'de özelleştirmenin çeşitli nedenleri vardır. Hükümet ile karşıt görüşlülerin öne sürdükleri nedenler birbirinden farklıdır.

Hükümet, ekonomiye rekabet gücü kazandırmak, verimliliği ve kârlılığı artırmak, ekonomiye daha fazla fon yaratılmasını sağlamak, ulusal ekonomiyi kendi içinde yeniden düzenlemek, mülkiyeti geniş kitlelere yayarak ekonomik demokrasiyi oluşturmak, ekonomik cihazlanmayı yenilemek, bütçenin üzerindeki KİT yükünü kaldırmak, nedenlerine ağırlık vermektedir.

Karşıt görüşlüler ise; gelecek seçimlerde oy sağlamak, vergilerde indirim yapabilmek amacıyla bütçe açıklarını kapatmak için geçmişten kalanları satıp kullanmak, nedenini öne sürmektedirler.²⁵

Muhafazakâr iktidarın yürürlüğe koyduğu ve 1970'li yıllarda oldukça yüksek (batı ölçüleri içinde) oranlara varan enflasyon hızını düşürmeyi amaçlayan istikrar programının hareket noktası, enflasyonun esas olarak para arzındaki artıştan kaynaklandığı, bu artışın ana sebebinin ise, kamu sektörü kaynak açıklarından doğan yüksek borçlanma ihtiyacı olduğu görüşüdür.²⁶

1.2. Özelleştirme uygulamasının hedefleri

İngiltere'de özelleştirme çabalarının iki ana amacı bulunmaktadır. Bunlardan birincisi, ulusallaştırılmış kuruluşların tamamen veya kısmen özel kesime devri; ikincisi ise, belli kamu kuruluşlarının tekelci güçlerinin ortadan kaldırılmasını amaçlayan serbestleştirme olmaktadır.²⁷

İngiltere'de 1979 yılında iktidara gelen, Muhafazakâr Hükümet tarafından benimsenen özelleştirme programının hedefleri şu şekilde formüle edilebilir:

- a- Kamu sektörünün hacmini küçültmek,
- b- Hazine'ye kaynak sağlamak, kamu sektörünün finansman açığını azaltmak,²⁸

24 _____ Tüsiad, s.31

25 Selâhettin ÖZMEN, s.83-84

26 _____ Tüsiad, s.32

27 Mehmet Ali GÜROL, **Kamu İktisadi Teşebbüslerinde Bir Özelleştirme Yöntemi Olarak Çalışanların Sermaye'ye Ortaklıkları**, Ankara-1987, s.15

28 Meral TEZER, "Özelleştirme Programının Teknik Yönleri-İngiltere Örneği", **Banka Ve Ekonomik Yorumlar**, (Ocak 1987), Yıl: 24, Sayı: 1, s.57

- c- Kamu Sektörü borçlanma ihtiyacını azaltmak suretiyle para arzını kontrol altında tutmak, böylece enflasyon oranını düşürmek,
- d- KİT'lerin tekel statülerini kaldırmak ve serbest rekabet ortamında faaliyet göstermelerini sağlamak suretiyle ekonomide rekabeti ve verimliliği artırmak,
- e- Halkın daha büyük bir kesiminin tasarruflarını hisse senedine yönlendirmelerini sağlayarak, daha yaygın bir sermaye mülkiyeti yapısı oluşturmak,
- f- Borçlanma ve vergi gelirlerine alternatif olacak yeni bir gelir kalemi oluşturmak.²⁹

1.3. Uygulanan özelleştirme yöntemleri

İngiltere'de çeşitli zamanlarda uygulanan çeşitli özelleştirme yöntemleri şu şekilde sıralanabilir:

- a- Kamu mülkiyetinde bulunan bir şirketin hisse senetlerinin tamamının veya bir kısmının özel şahıs veya kurumlara satılması,
- b- Tekel statüsündeki KİT'lerin bu statülerinin kaldırılarak rekabet ortamında faaliyet göstermeye zorlanmaları,
- c- KİT'lerin bağlı ortaklıklarının, iştiraklerinin veya tali (ikincil derecede) faaliyet dallarının özel sektöre devri,
- d- KİT'lerle özel sektör firmalarının çeşitli oranlarda pay sahibi oldukları yeni birleşmeler oluşturulması,
- e- Daha önce kamu sektörüne dahil kuruluşlar tarafından yürütülen bazı hizmetlerin özel şahıs veya kuruluşlara devri,
- f- Büyük kamu yatırımlarında riski paylaşmak için özel sermayenin ortaklığının sağlanması.³⁰
- g- Yeni hisse senetlerinin borsaya ihracı,
- h- Hükümetlerin elindeki hisse senetlerinin borsaya satılması,

29 _____ Tüsiad, s.33

30 M. Berra ALTINTAS. s.86

- 1- Hisse senetlerinin diğer şirketlere veya joint venture şirketlere satılması,
- j- Yönetime ve çalışanlara satış.³¹

İngiltere'de özelleştirme, uygulamada genellikle bir KİT'in tüm olarak ya da bağlı kuruluşları ve iştirakleri itibarıyla özel sektöre devrini ifade etmek için kullanılmaktadır. Bu devir işlemi, çoğu kez özelleştirilecek kuruluşun pay senetlerinin en az %50'sinin, gerekli yasal düzenlemelerden sonra, halka ve çalışanlara satışı yoluyla gerçekleştirilmektedir.

Kimi kez iki ya da üç yıl olabilen, uzun ve karmaşık çalışmaları gerektiren özelleştirme işlemi başlıca üç kısma ayrılabilir. Önce, özelleştirmeye aday kuruluşlar; devlete, tüketicilere, vergi ödeyenlere, çalışanlara, tasarruf sahiplerine ve genel olarak ülke ekonomisine; parasal kaynak, üretim, kalite ve maliyet açılarından sağlanacak yararlar ölçü alınarak belirlenmeye çalışılır. Parlemantodan gerekli yasal düzenlemeler için yetki alınır. İkinci olarak, kuruluşa Şirketler Kanunu'na uygun bir sermaye şirketi özelliği verilir ve örgüt yapısı gerekli düzenlemelerle, özel sektörde başarılı bir şekilde çalışmaya uygun duruma getirilir. Üçüncü olarak da, Hisse senetleri için Hazine açısından en uygun olabilecek bir fiyat belirlenmeye çaba gösterilerek satış işlemleri yerine getirilir. Satış işlemleri aşamasında, şirket ve faaliyette bulunduğu ekonomik alana ilişkin bilgi veren bir "satış prospektüsü" nün hazırlanması ve uygun bir satış yönteminin belirlenmesi en önemli konuları oluşturur.³²

Genel olarak "satış prospektüsü" şu bilgileri içerir:

- a- Yöneticinin, kuruluşun tarihçesini, aktiflerini, kayıtlı faaliyet yerlerini içeren raporu,
- b- Dahili murakıplar tarafından hazırlanan ve aşağıdaki bilgileri içeren muhasebe raporu;

- * Son 5 yılın bilançoları (aynı düzeyde hazırlanmış),
- * Bilançoları hazırlarken kullanılan muhasebe politikaları,
- * Gelecek yıl için kâr tahmini,
- * Gelecek yıl için gerekli olan işletme sermayesi,
- * Prospektüs tarihi itibarıyla borç sertifikaları.³³

31 L. Micheal BIRCH, s.26

32 Meral TEZER, s.57

33 L. Micheal BIRCH, s.26

- c- İşletmenin kuruluş amaçları, faaliyet alanı, aktif ve pasif yapısı,
- d- Kuruluşun faaliyette bulunduğu sanayi dalının yapısı, özellikle de rekabet koşulları, faaliyetlerin ve fiyatların devletin düzenlemelerine konu olup olmadığı,
- e- Pay senetlerinin çıkarılma tarihi dahil özelleştirme programının zamanlaması, çalışanlara ve küçük tasarruflulara yapılacak ayrıcalıklı hisse senedi satış programları,
- f- Devletin gelecekte sermaye içindeki payı.³⁴

Özelleştirmede izlenecek prosedürlerin genel içeriği ise, şu şekilde belirtilebilir:

- a- Fizibilite çalışmaları,
- b- Yasal incelemeler,
- c- Özelleştirme prospektüsünün hazırlanması,
- d- Hisse senetlerinin değerlerinin belirlenmesi,
- e- TV, radyo ve basın yoluyla kampanyaların açılması,
- f- Hisse senetlerinin sigorta ettirilmesi,
- g- Başvuruların kontrolü, tahsilatın yapımı,
- h- Hisse senetlerinin basımı.³⁵

Özelleştirme işlemlerinde kullanılan satış yöntemleri:

- a- Halka satış
- b- Çalışanlara ya da yöneticilere satış,
- c- Doğrudan veya özel satış yöntemi olarak gerçekleştirilmiştir.

Hükümet olabildiğince halka satıştan yanadır. Çünkü bu yöntemin iyi belirlenmiş kuralları vardır ve hisse senedi sahipliğinin yaygınlaştırılmasını teşvik amacıyla da tutarlı olmaktadır. Ancak halka açık satışlarda bilgi gereksinmesi çok fazladır. Genellikle kamuya satış, eğer işletmenin geçmişe ilişkin kârlılık düzeyi yeterli ve geleceğe ilişkin gelir tahminlerinde de belirsizlik ya da risk söz konusu değilse uygun olmaktadır.³⁶

İngiltere'de hisse senedi satışları yoluyla özelleştirmenin diğer birçok ülkedeki

³⁴ Meral TEZER, s.58

³⁵ L. Micheal BIRCH, s.26

³⁶ Meral TEZER, s.58-59

uygulamadan farkı, özelleştirmenin, hisselerin tamamının (golden share adı verilen ve bazı şirketler üzerindeki hakimiyetin tamamen kaybolmasını sağlayan küçük bir pay hariç) devri suretiyle gerçekleşmesidir. Oysa birçok ülkede (özellikle gelişmekte olan ülkelerde ve diğer bazı Avrupa ülkelerinde) sadece belli bir payın özel kişi ve kuruluşlara satış ile yetinilmekte, çoğunluk hissesi yine devletin elinde kalmaktadır.³⁷

1.4. Özelleştirilen kuruluşlar

İngiltere'de özelleştirilen kuruluşlar iki ayrı kategoride incelenebilir.³⁸

1.4.1. Pay senedi satışı yoluyla özelleştirilen kuruluşlar

KİT Adı Satılan Pay

British Petroleum	% 5.0
British Aerospace	% 51.6
Cable Wireless	% 49.4
Amersham Inter. Britoil	%100.0
Associated British Ports	% 51.5
Enterprise Oil	%100.0
Jaguar	%100.0
British Telecom	% 50.2
Trustee Savings Bank	%100.0
British Gas	%100.0
British Airways	%100.0
Rolls Roys	%100.0

1.4.2. Doğrudan satış ve tüm payların alınması yoluyla özelleştirilen kuruluşlar

KİT Adı Satılan Pay

Nat Freight Consortium	%100.0
------------------------	--------

37 _____ Tüsiad, s.36

38 _____ Petrol-İş, **Özelleştirme Üzerine**, İstanbul-1989, Petrol-İş Yayın: 24, s.214

Redpath Dorman Long	%100.0
International Aeradio	%100.0
Scott Lithgow	%100.0
Wytch Farm Oilfield	%100.0
Shealink	%100.0
Inmos	% 76.0
Yarrow Shipbuilders	%100.0
Vosper Thornycroft Uk	%100.0
Swan Hunter Shipbuilders	%100.0
Vickers Shipbuilding Eng.	%100.0
Leyland Bus	% 72.0
Umpart	% 78.3
Leyland Truck	% 60.0
Royal Ordnance Factorres	%100.0

1.5. Özelleştirmeden sağlanan yararlar

Özelleştirmeden sağlanan katkılar, kârlılık ve verimlilik artışı ile sermaye mülkiyetinin yaygınlaştırılması olarak ele alınabilir.³⁹

1.5.1. Kârlılık ve verim artışı

Özelleştirmenin makro düzeydeki hedeflerinin (ekonomide rekabeti ve verimliliği artırmak) ne ölçüde gerçekleştiğine ilişkin somut göstergeler henüz mevcut değildir. Ancak bu hedeflere ulaşma yolunda mesafe katedildiğini gösteren gelişmeler vardır.

Belli alanlarda tekellerin kaldırılmasının ve rekabet şartları yaratılmasının daha yüksek bir verimlilik, daha iyi kalite ve daha düşük bir fiyat sisteminin oluşmasına katkıda bulunacağı kesindir. Hazineden destek yerine serbest piyasalardan fon sağlamaya başlayan, özelleştirilen işletmelerdeki kârlılık oranının yükselmesinin tüm ekonomiye önemli kazançlar sağlayacağı kuşkusuzdur.

Bu yararlar uygulamada ortaya çıkmaya başlamıştır. Özelleştirilen kuruluşların kârları önemli miktarda artış göstermiş, hisse senetlerinin piyasa değeri yükselme eğilimine girmiş ve ürün kalitesi gelişme katetmiştir.

³⁹ M. Berra ALTINTAŞ, s.96-97

1.5.2. Sermaye mülkiyetinin yaygınlaştırılması

İngiltere'de bir iki örnek dışında, geniş bir kitleyi hisse senedi almaya teşvik girişimlerinin başarılı olduğu söylenemez.

Hükümet, işçilerin mülkiyete ortak edilmesini firmanın kârlılığında işçilere de bir pay vermek suretiyle, çalışanlarla yönetim arasında bir menfaat birliği oluşturmanın yolu olarak görmüştür. Bunun için, işçileri hisse sahibi yapma dışında başka bazı mekanizmalar da geliştirilmiştir. Bunlardan biri vergi ayrıcalıklarına sahip işçi kâr ortaklığı sistemidir.

1.6. Özelleştirmeye getirilen eleştiriler

İngiltere'deki özelleştirme uygulamalarına gösterilen eleştiriler şu şekilde sıralanabilir:

- a- Hükümet, kendi içinde tutarsız, özelleştirme stüresinde özelleştirilecek kuruluşların önceliklerini belirtmeyen bir yapıya sahiptir,
- b- Özelleştirmeden beklenen yarar, rekabetsiz bir ortamda, istenilen düzeye ulaşamaz,
- c- Hükümet rekabet ortamının oluşması için yeterli çalışmada bulunmamıştır,
- d- Hükümet kamu varlıklarını ucuza satmıştır,
- e- Halk, hisse senedi yatırımlarının riski hakkında (hisse senedi fiyatlarındaki dalgalanmalar ve şirket iflasları gibi) yeterince aydınlatılmamıştır,⁴⁰
- f- Özelleştirilen kuruluşların gerçek anlamda rekabete açılması sağlanamamıştır,
- g- Özelleştirilen şirketlerin kârlılık durumundaki önemli artışların tümünün özelleştirmeden doğduğu söylenemez,
- h- Hazine'ye yüksek ve çabuk gelir sağlama amacına öncelik verilmiştir,⁴¹

⁴⁰ L. Micheal BIRCH, s.25

⁴¹ Meral TEZER, s.63

- 1- İşsizlik problemi önemli boyutlara yükselmiş ve ücretler düşüş aşamasına girmiştir.⁴²

2. Fransa'da Özelleştirme Uygulaması

2.1. Özelleştirme uygulamasının gerekçesi

Sosyalist Mitterand hükümeti, kamu kuruluşlarının hisselerinin satışını, bir "özelleştirme"den çok, "uluslararasılaştırma" olarak ele alma eğilimine girmiştir. Bu eğilimin altında yatan düşünce, özel de olsa Fransız kaynaklarının bu şirketlerin kurtarılmalarna harcanmamasıdır. Onun yerine, ülkeye girecek yabancı sermaye ile bu zorunluluğun karşılanması amaçlanmıştır.

Gerek bizzat Mitterand'ın gerekse maliye bakanının açıklamaları, bu şirketlerin hisselerinin yabancılara satılmasını gerçekten bir zorunluluk olarak gördüklerini, açıkça ortaya koyuyor. "Bir kere, kamu kurumlarının kısmi de olsa özelleştirilmeleri, bir hedef değil, Fransız sanayiinin ek sermaye ihtiyacının karşılanması zorunluluğunun bir sonucudur". Yani, devletin, tek sahip olarak, bu kuruluşların sermaye ihtiyacını karşılayamayacak durumda olduğu belirtilmektedir. İkinci gerekçe ise, "Bu işletmelerin, kâr motifi ile yönetilmeleri gerekmektedir. Yoksa uluslararası rekabete dayanamazlar" cümlesinde yatmaktadır. Hükümetin üçüncü gerekçesi ise, 1992 sonundan itibaren birleşecek Avrupa pazarında, bu şirketlerin sınırlar ötesi sermaye ilişkilerine girmesini önlemenin, zaten mümkün olamayacak oluşudur.⁴³

2.2. Özelleştirme uygulamasının hedefleri

Özelleştirmenin hedefleri hükümet tarafından şu şekilde belirlenmiş bulunmaktadır:

- a- Sermayenin belirli ellerde birikmesini önlemek,
- b- Sanayide verimliliği yükseltmek,
- c- Sosyal alanda örnek olmak.⁴⁴

14.4.1986 tarihli Le Point (Paris) dergisi özelleştirme yerine "Rehabilitation"

⁴² _____ Petrol-İş, s.214

⁴³ Alp ORÇUN, "Fransa'da Özelleştirme Yerine Uluslararasılaştırma", **Dünya**, (10.05.1991), s.11

⁴⁴ M. Ali GÜROL, s.17

gibi "düzeltme, daha iyi koşullara götürme" manalarına gelecek deyim kullanmıştır. Dergiye göre, Chirac özelleştirmenin amaçlarını şöyle belirtiyor, "Yıllardan beri devlet güdücülüğüne eğilim göstermiş olan ve bu nedenle yönlendirilmiş, hatta kollektifleştirilmiş bir topluluğa dönüşmekte olan toplum, kendisini yıkacak ve kişisel özgürlükleri ufalayacak duruma gelmişti. İşletmelerimizi mahkûm eden, rekabet edemez duruma düşüren yapıyı ve düzeni ortadan kaldırmak ve ekonomik canlılık olanaklarını hazırlamak gerektir". Özelleştirmenin önemli bir amacı da, KİT oldukları için yeterince fon yaratmayan Fransız kurumların fon yaratır hale getirilmesini sağlamaktır.⁴⁵

2.3. Uygulanan özelleştirme yöntemleri

Hükümet KİT paylarını borsa üzerinden satmayı ve işlerin yürüyüşüne uyum sağlayacak biçimde, tedbirli hareket etmeyi planlamıştır. Paris borsası özelleştirmeler için çok istekli görünmektedir. Hükümet bir yandan da, KİT şirketlerini oy hakkı olmayan ve sadece kâr payı olan, hisse senetleri çıkartmak yoluyla sermayelerini artırmaya teşvik etmektedir.⁴⁶

2.4. Özelleştirilen kuruluşlar

1986'da yapılan özelleştirme de öncelik, daha önce özelleştirilip kamulaştırılan kuruluşlara verildi. 1992'de tamamlanacak özelleştirme programına 62 KİT ve diğer kamu kuruluşu alındı. Bunlar 9 sanayi firması, 38 banka, 4 finans kuruluşu ve 13 sigorta şirkettir.⁴⁷

Sektörlere göre özelleştirilen bazı kuruluşlar şunlardır:

Bankalar

Banque Industrielle des Mobiliere Privee
Societe Generale Alsacienne de Banque
Societe Generale
Credit Commercial de France
Banque Corporative Batiment et des Travaux Publics 5

Finans Kuruluşları

Paribas
Suez

⁴⁵ Selâhattin ÖZMEN, s.88

⁴⁶ Selâhattin ÖZMEN, s.90

⁴⁷ _____ Petrol-İş, s.217

Sanayi Kuruluşları

Compagnie Generale d' Electricite
Saint Gobain
Elf-Aquitaine

2.5. Özelleştirmeden sağlanan yararlar

Enflasyon oranı %3.5'e düşürülmüş ve hatta sermaye piyasası büyük bir gelişme kaydetmiştir. Ancak mevcut kambiyo kontrollerinin kaldırılması ve bir vergi affının çıkarılması halinde, borsada yatırım yapmaya hazır önemli miktardaki tasarrufun Fransa'ya geri dönebileceği belirtilmektedir. Ayrıca Hükümet, tahvil ve altın piyasasına yönelik tasarrufları hisse sendine yöneltmek için çeşitli teşvikler sağlamayı düşünmektedir.⁴⁸

2.6. Özelleştirmeye getirilen eleştiriler

Fransa'da özelleştirme uygulamalarına karşı getirilen eleştiriler şu şekilde sıralanmaktadır.⁴⁹

- a- Çalışanlara satılması gereken pay satılmadı,
- b- Özelleştirilen kuruluşlar gerçek değerinin altında satıldı,
- c- İstihdam daraltıldı ve bazı kuruluşlarda ücretler düşürüldü.

B- AVRUPA DIŞINDAKİ ÜLKELERDE ÖZELLEŞTİRME UYGULAMALARI

1. Japonya'da Özelleştirme Uygulaması

1.1. Özelleştirme uygulamasının gerekçesi

Japon özelleştirme programının gerekçeleri şu şekilde belirtilebilir.⁵⁰

- a- Büyük ekonomik kurumları, bürokratik denetimin ağır ve gereksiz yükünden kurtarmak,

⁴⁸ M. Berra ALTINTAŞ, s.106

⁴⁹ _____ Petrol-İş, s.218

⁵⁰ Selâhattin ÖZMEN, s.100

- b- Bütçe açığının kapatılması için, bütçeye fon sağlamak,
- c- Ekonomik kurumları daha büyük bir rekabet gücüne erdirmek, daha etkin çalışma olanakları sağlamak.

1.2. Özelleştirme uygulamasının hedefleri

Japon özelleştirme programının amaçları aşağıdaki gibi belirtilmiştir.⁵¹

- a- Kamu borçlarının ödenmesi,
- b- Kamu işletmelerinin daha etkin hale getirilmesi,
- c- Kamu işletmelerinin rekabet piyasasında faaliyet göstermelerinin sağlanması.

1.3. Uygulanan özelleştirme yöntemleri

Özelleştirmenin nasıl oluşacağı yöntemi genel olarak bellidir. Kurumlar anonim şirket yapısında olacak ve payları özel kişilere satılacaktır.⁵²

Japonya'da kamu sektörünün ekonomideki yeri Batı Avrupa ülkelerine ve gelişmekte olan ülkelere nazaran oldukça küçüktür. Japon Demiryolları, Havayolları, Telefon-Telgraf Kurumu, Tütün ve Tuz Şirketi, Küçük İşletmelerin Finansmanı Kurumu, İhracat-İthalat Bankası, Devlet Ormanları Kurumu, Bilim ve Teknoloji Kurumu, Milli Kaynaklar Ve Enerji Kurumu ile Liman İdareleri Japonya'nın en önemli KİT'leridir.

Tokyo Borsası, New York Borsasından sonra Dünya'da ikinci büyük borsadır. Japonya, dahili tasarruf oranı bakımından Dünya'nın en önde gelen ülkesidir. Başka bir ifadeyle özelleştirmede yatırımcı bulmakta sıkıntı çekmeyecektir.⁵³

1.4. Özelleştirme programı kapsamına alınan kuruluşlar

Japonya'da özelleştirmeye konu olan 4 şirket ve özelleştirme programları şu şekilde formüle edilmiştir:

- a- Nippon Telegraph and Telephone
- b- Japan National Railways

⁵¹ M. Berra ALTINTAŞ, s.103

⁵² Selâhattin ÖZMEN, s.103

⁵³ M. Berra ALTINTAŞ, s.102-103

- c- Japan Tobacco
- d- Japan Airlines

Özelleştirme programı kapsamına alınan kuruluşların, özelleştirme gerekçeleri farklılık göstermekle beraber; asıl gerekçe, kamu borçlarının ve bütçe açığının özelleştirme programı ile azaltılabileceği düşüncesinde yatmaktadır. Bu kuruluşların hepsinin bir anda değil, geniş bir zaman dilimi içinde ayrı ayrı özelleştirilmeleri ve yabancılara hiç satış yapılmaması hedeflenmiştir.⁵⁴

1.5. Özelleştirmeye getirilen eleştiriler

Japonya'da özelleştirmeye getirilen eleştiriler şu şekilde sıralanabilir:

- a- Çalışanların ücretlerinde düşüş olmuştur,
- b- İş kazaları artış göstermiştir,
- c- İşten atılmalar çoğalmıştır,
- d- Sendika üyeleri azalmıştır.⁵⁵

2. Brezilya'da Özelleştirme Uygulaması

2.1. Özelleştirme uygulamasının gerekçesi

Başta İngiltere ve Japonya olmak üzere sanayileşmiş ülkelerin bir çoğunda sınırlı veya yaygın biçimde devam eden özelleştirme kampanyası, bazı Güneydoğu Asya ülkeleri (Filipinler, Malezya, Tayland, Singapur gibi) ile Güney Amerika ülkelerinde de (Brezilya, Arjantin, Şili) geniş bir uygulama alanı bulmuştur.

Bu ülkelerdeki özelleştirme uygulamalarının genel niteliği, İngiltere ve Japonya'da olduğu gibi ekonomide yürürlüğe konulan genel bir reform programının önemli bir unsuru olmaktan çok, devletin kaynak ihtiyacını karşılamayı amaçlayan sınırlı politikalar düzeyinde kalmalarıdır.⁵⁶

2.2. Özelleştirme uygulamasının hedefleri

Brezilya'da ekonomik kalkınma sürecinde öncülüğün devletten özel sektöre geçmesi kararına paralel olarak, ekonomide devletin payını azaltma girişimleri başlamıştır. 1983'de askeri rejim döneminde tümü Devletçe iflastan kurtarılarak

⁵⁴ M. Berra ALTINTAŞ, s.227

⁵⁵ _____ Petrol-İş, s.227

⁵⁶ _____ Tüsiad, s.58

devletleştirilen şirketlerin özelleştirilmesi kararlaştırılmış ve askeri yönetimin iktidarı devrettiği tarihe kadar bir kısım şirketler özelleştirilmiş, bir kısım şirketler ise yerel yönetimlere devredilmiştir. Yeni yönetim iktidara geçtikten sonra askeri rejim döneminde özelleştirilmesi planlanmış, ancak özelleştirilememiş şirketleri özelleştirmeyi prensip edinmiştir. Brezilya'da özelleştirme uygulamasına konu olan şirketler, stratejik önemi olmayan kamu şirketlerinden oluşmaktadır.⁵⁷

2.3. Uygulanan özelleştirme yöntemleri

Brezilya'da özelleştirme programının üç şekilde gerçekleştirilmesi hedef alınmıştır:

- a- Daha önce "kurtarılan" şirketler ya yeniden satılacak ya mahalli idarelere veya devlete devredilecek veya kapatılacaktır,
- b- Baştan itibaren kamu işletmesi olarak kurulan ve ekonomide stratejik bir rol oynamayan şirketler özelleştirilecektir,
- c- Büyük kamu işletmelerinde devlet kontrolü kaybedilmeden bir kısım hisse senetleri satılacaktır.⁵⁸

2.4. Özelleştirmeye getirilen eleştiriler ve özelleştirmeden sağlanan yararlar

Brezilya'da, 1981 yılında başlayan özelleştirme programı çerçevesinde genelde küçük çapta olan kamu ekonomik kuruluşları özelleştirilmiş bulunmakla birlikte, bu kuruluşlar kamu teşebbüsü sektörünün ancak belli bir kesimini oluşturmaktadır. Bu ülkede özelleştirilme çabalarına karşı başlıca engeller bürokrasi, politik karşıtlar ve özel sektörün geniş çapta endüstrileri iktisap etmede karşılaştığı finansal ve yönetsel güçlükler olmaktadır. Özelleştirilme programı sonucu kamuya önemli miktarda gelirler sağlanmış ve özelleştirilen kuruluşların istihdam ve gelir imkânları artmıştır. Hedef, gelecekte daha büyük kuruluşların özelleştirilmeleri olmaktadır.⁵⁹

⁵⁷ M. Berra ALTINTAŞ, s.110

⁵⁸ _____ Tüsiad, s.59-60

⁵⁹ Mehmet Ali GÜROL, S.20

C- DÜNYADAKİ ÖZELLEŞTİRME UYGULAMALARI ÜZERİNE GENEL BİR DEĞERLENDİRME

1. Özelleştirme Kavramının Tarihi Dayanağı

2. Dünya Savaşı sonrası dönem, özellikle 1960'larda ve 1970'lerin başında kamu sektörü ,ekonomik büyüme ve sosyo-politik istikrara büyük katkı sağlayan bir sektör olarak görüldüğünde, ulusal ekonomilerde hükümet karışımının büyük ölçüde arttığına tanık oldu. Bununla birlikte, özellikle 1970'lerde ortaya çıkan ekonomik krizden sonra, kamu sektörü kurumlarının ve uygulamalarının zayıflığı birbiri arkasına görülmeye başlandı. Makro ekonomik uygulamada bir bozulmaya yol açan dışsal fiyat şoklarına karşı ekonomilerin uyum sağlamada yetersiz kalması biçiminde ortaya çıkan kapsamlı hükümet etkisi, özellikle endüstrileşmiş ülkelerde ciddi olarak sorgulanmaya başlandı. Hükümet karışımının alanı ve uygun büyüklüğü ile ilgili bu yeni değerlendirme bir sonucu olarak, son yıllarda politik tutumda bir değişim oldu. Vergi reformunun, deregulasyonun ve özellikle özelleştirme artan bir ilgi görmesi ile birlikte, hükümet ve özel sektör arasındaki ilişki de, sayıları gittikçe artan birçok gelişmiş ve gelişmekte olan ülkede temelden değişime uğramaktadır.

Kamu girişimleri ile ilgili problemlerin birçoğu, onların kamu mülkiyeti içinde bulunmalarından çıkmaz; daha çok, bir piyasa disiplininin olmamasını yansıtır. Bu yüzden, kamu tekellerini rekabetle karşı karşıya getirmekle -ki hem verim hem de kaynak dağılımı etkinliğini gözetmelerini teşvik ederek- önemli etkinlik artışları sağlanabilir.

Özelleştirme aslında bir endüstrileşmiş ülke olgusudur. Özelleştirme, özel sermayeyi harekete geçirebildiği, yerel girişimciliği teşvik edebildiği ve özel sektörle risk paylaşımını sağlayabildiği zaman çözümün bir parçası olabilir. Ancak çözüm temelinde ülke içi ekonomilerin libere edilmesine ve yabancı sermayeye karşı daha açık bir tutumun benimsenmesine bağlıdır. Yabancı sermayenin ülke içi ekonomilere ilgisini azaltan problemlere karşı yeni çözümler getirilerek özelleştirme sürecine katkı sağlanabilir.⁶⁰

⁶⁰ Richard HEMMING-Ali M. MANSOOR, "Özelleştirme Çözüm mü?", (Çeviren: A. Kemal ÇELEBİ), **Banka Ve Ekonomik Yorumlar**, (Haziran 1989), Yıl: 26, Sayı: 6, s.35-39

2. Özelleştirme Hareketinin Kapsamı

"Özelleştirme" deyiimi, kamudan özel sektöre mülkiyet değişimine geçiş demektir. Bu sadece özel sermaye veya yönetim hünerinin kamu sektörü faaliyetlerine girişini gerektirir. Fakat, daha tipik olarak, bu kamu teşebbüsü sahipliğinin özel sektöre aktarımını içerir.

Kamu teşebbüsü sektörünün büyüklük ve bünyesi, sanayileşmiş ve gelişmekte olan ülkelerde gruplar itibarıyla karşılaştırmalı olarak önemli derecede farklılık göstermektedir. Bununla beraber, özelleştirmeye yönelik kararlarda belirli genel prensipleri içeren değişik türdeki ekonomiler, ülkesine özgü gelenekler ve siyasal baskıları yansıtan çeşitli özelleştirme yaklaşımları benimsenmiştir.

Belirli teşebbüsleri özelleştirmede ülke kararında çeşitli konular meydana çıkmaktadır. Ağır borç yükü ile karşı karşıya olan sanayileşmiş ve gelişmekte olan ülkeler, zarar eden kuruluşları satmak suretiyle kamu borçlarını azaltmanın nispeten çabuk yolu olarak düşünebilirler. Endüstriyel ülkelerde özelleştirme, finansal getiri ve ürün/hizmet kalitesini geliştirmek için kullanılmaktadır. Özelleştirme yoluyla, bir teşebbüs özel sektör finansmanına girişi kazanabilir ve özel girişimler yeni pazarlara açık olabilirler. Eğer, özelleştirme operasyonları küçük yatırımcılar için çekici hale getirilirse, bu, hisse sahipliğini genişletebilir ve iç sermaye piyasasının gelişmesini tahrik edebilir.⁶¹

Birçok gelişen ülkede, özelleştirme kamu sektöründe tasarruf sağlamanın bir aracı olarak görülmektedir.⁶² Batılı sanayileşmiş ülkelerde ise, özelleştirme hareketinin "yapısal", "mikro" ve "makro" ekonomik yönlerden oluşan üç amacı vardır. Yapısal amaç, ekonomide kamunun önemini azaltmak ve piyasa mekanizmalarına ağırlık vererek, sistemde produktiviteyi artırmaktır. Mikroekonomik amaç, özelleştirilen şirketlerde ekonomik ve mali açıdan işletme etkinliğini sağlamaktır. Makroekonomik amaç ise, orta dönemde bu şirketlerin bütçelerinden kaynaklanan kısıtlamaları ortadan kaldırmaktır. Bu amaç, özellikle, ekonomik ve politik açıdan harcamaların kısılamamsından dolayı, şirketlerin mali yapılarında ortaya çıkan darboğazları gidermeye yöneliktir.⁶³

61 Susan K. JONES, "Özelleştirme Yolu", (Çeviren: Cevat MANAV), **Dünya**, (20.08.1991), s.4

62 Richard HEMMING-Ali M. MANSOOR, (Çeviren: A. Kemal ÇELEBİ), s.39

63 S. Rıdvan KARLUK, "Sanayileşmiş Batılı Ülkelerde Özelleştirme Hareketinin Kapsamı", **Dünya**, (15.02.1989), s.4

ÜÇÜNCÜ BÖLÜM

TÜRKİYE'DE SERMAYE PİYASASI ÖZELLEŞTİRME İLİŞKİSİ

A- TÜRKİYE'DE ÖZELLEŞTİRME UYGULAMASI

1. Özelleştirme Uygulamasının Yasal Çerçevesi

Cumhuriyetin ilk yıllarında kalkınma sürecini başlatacak özel teşebbüs gücünün yetersizliği, kamunun çeşitli alanlara el atmasını gerektirmiştir. Ancak günümüzde, dünya ekonomisindeki gelişmelere paralel olarak, ülkemiz ekonomisinde de yeniden yapılanmaya gidilmiştir.

Bugün Türkiye ekonomisinde sürdürülmekte olan yapısal reformların en önemlisi, kamu sektörünün mal ve hizmet üretimindeki yerinin belirlenmesidir. Devlet artık ekonomiye doğrudan müdahale etmekten vazgeçmekte, alt yapı ve sosyal nitelikli hizmetlerin gerçekleştirilmesine yönelmektedir. Bu doğrultuda gerçekleştirilen reformlardan birisi de, özelleştirme uygulamalarıdır.

Özelleştirme çalışmalarına yönelik ilk hukuki düzenleme 29 Şubat 1984 tarih ve 2983 sayılı Tasarrufların Teşviki ve Kamu Yatırımlarının Hızlandırılması Hakkında Kanun ile yapılmıştır. 233 sayılı Kanun Hükmünde Kararname ve 84/8495 sayılı Kamu Ortaklığı Fonu Yönetmeliği'nde de konu ile ilgili hükümlere yer verilmiştir.

Özelleştirme çalışmalarının hızlandırılması amacıyla 28 Mayıs 1986 tarih ve 3291 Sayılı Kanun yürürlüğe konmuştur. Bu Kanun'a göre, kamuya ait veya kamu iştiraki olan yarım kalmış tesisler ve halen faaliyette bulunan tesislerin mülkiyet ve işletme hakları ile, bu tesislerdeki kamu paylarının özel sektöre devrine ilişkin çalışmalar, Kamu Ortaklığı İdaresi (KOİ) tarafından yürütülmektedir.

Kamu İktisadi Teşebbüsleri (KİT)'nin özelleştirilmesine Bakanlar Kurulu, bağlı ortaklık, müessese, işletme ve işletme birimleri ile iştiraklerin özelleştirilmesine de Yüksek Planlama Kurulu (Y.P.K.) karar vermektedir. 10 Nisan 1990 tarih ve 414 sayılı Kanun Hükmünde Kararname ile Y.P.K.'nın bazı yetkileri, KOİ Başkanlığı'na devredilmiş bulunmaktadır.

2983 sayılı Tasarrufların Teşviki Ve Kamu Yatırımlarının Hızlandırılması

Hakkında Kanun ile kurulan Toplu Konut Ve Kamu Ortaklığı İdaresi Başkanlığı, 10 Nisan 1990 tarihinde Toplu Konut İdaresi Başkanlığı ve Kamu Ortaklığı İdaresi Başkanlığı olarak iki ayrı örgütlenmeye gitmiş bulunmaktadır.⁶⁴

2. Türkiye Özerkleştirme Yeniden Yapılanma Ve Özelleştirme Kurumu

TÖYÖK (Türkiye Özerkleştirme Yeniden Yapılanma Ve Özelleştirme Kurumu), tasarıya göre, "KİT"lerin kârlılık ve verimlilik ilkeleri çerçevesinde, dış müdahalelerden arındırılarak, serbest piyasa koşullarında çalışmalarını teminen özerkleştirilmesini, bunların teknik, idari ve mali bakımdan yönetimlerinin çağdaşlaştırılması için yeniden yapılanmasını ve özelleştirilmesini gerçekleştirmek amacıyla, bu kanunda yer alan hükümler dışında tamamen özel hukuk hükümleri çerçevesinde faaliyet gösterecek, yönetsel ve mali özerkliğe sahip ve tüzel kişiliği haiz" bir kurum olacak,⁶⁵ denilmektedir.

TÖYÖK'ün mimarlarından Prof. Dr. Özer ERTUNA'ya göre, TÖYÖK'ün temel işlevi, KİT'leri politik müdahalelerden arındırmak. Ama, dengelerin iyi kurulması lazım. Çünkü, politik müdahale ayrı şey, politik misyon ayrı şey. Demokrasiye inanıyorsak, politik misyona inanmamız lazım. Politik misyonlarla politik müdahaleleri çok iyi ayırabilmemiz lazım. TÖYÖK bu müdahaleyi ortadan kaldıracak ama buna rağmen devletin politik misyonunda gerçekleştirilebilmesini sağlayabilecek bir düzen kurulmaya çalışılıyor. TÖYÖK'ün asıl görevi, KİT'leri bir şemsiye şeklinde politik müdahalelerden arındırmak.

TÖYÖK kurulduktan, KİT'ler anonim şirket statüsüne sahip olduktan sonra artık Türk Ticaret Kanunu'na ve İş Kanunu'na tabi oluyorlar, böylece yönetim açısından tamamen özelleşmiş oluyorlar. Yönetim açısından tamamen özel hedeflere yönelik olarak çalışacaklardır. Planlı çalışacaklar, insanları sevkendirerek-teşvik ederek çalışacaklar. Her türlü teşvik mekanizmasını kullanacak duruma gelecekler. İşçi de çıkartabilir, Türk Ticaret Kanunu'na göre iflas da edebilir.

Mülkiyetin özelleştirilmesinde, tamamen her kuruluşun kendi stratejisine, kendi ihtiyaçlarına uygun bir özelleştirme yoluna gidilecek. Kuruluşlar her türlü özelleştirme yöntemini kullanma konusunda serbest olacaklar. Her kuruluş kendi

⁶⁴ _____ T. C. Başbakanlık Kamu Ortaklığı İdaresi Başkanlığı Faaliyetleri (1984-1990), Kamu Ortaklığı İdaresi Başkanlığı Yayını

⁶⁵ Ahmet KIVANÇ, "TÖYÖK Ne Kadar Özerk?", *Trend*, (22 Mart 1992), Yıl: 3, Sayı: 87, s.10

özelleşme planını hazırlayıp bunu TÖYÖK'e sunacak. Bu model, mülkiyetin özelleşmesini şirketin temel stratejisinin bir unsuru olarak görüyor.⁶⁶

Şu aşamada TÖYÖK konusunda kesin birşey söylemek mümkün değildir. Ancak, tabii olarak TÖYÖK'le ilgili bir takım soru işaretleri oluşuyor beyinlerde:

- Merkeziyetçiliğe doğru yöneliş mi var?
- KOİ varken TÖYÖK'e neden gerek duyuldu?
- TÖYÖK ne kadar özerk olabilecek?
- TÖYÖK'ün başarısızlıklarından kim sorumlu tutulacak?
- TÖYÖK KİT'leri nereye kadar politik müdahalenin dışında tutabilir?

3. Özelleştirmenin Fon Kaynakları Ve Kullanım Yerleri

1984 yılında, 2883 sayılı Tasarrufların Teşviki Ve Kamu Yatırımlarının Hızlandırılması Hakkında Kanun'la Kamu Ortaklığı Fonu kurulmuştur. Fon'un kuruluş amacı, vatandaşa dengeli ve güvenilir gelir sağlayarak tasarruflarını teşvik etmek; bu suretle oluşan kaynakları yatırımlara kanalize etmektir.

Kamu Ortaklığı Fonu'nun kaynak ve kullanım yerleri şu şekilde belirlenmiştir:

Kaynaklar

- Akaryakıt Tüketim Vergisi
- İşletme Gelirleri
- Diğer Fonlardan Aktarma
- Faiz Gelirleri
- KİT'lerden Tahsilat
- Özelleştirme Gelirleri
- Diğer Gelirler
 - . Gelir Ortaklığı Senedi
 - . Tahvil İhracı
 - . Diğerleri
- Borçlanma Suretiyle Sağlananlar
 - . İç Borçlanma
 - . Dış Borçlanma

⁶⁶ "TÖYÖK'le Birlikte Kişilik Sahibi KİT'ler Geliyor", *Kapital*, Mayıs-1992, s.24-25

Kullanımlar

- Altyapı Tesisleri Finansmanı
- İşletme Giderleri
- Gelir Payı Ödemeleri
- Diğer Fonlara Aktarma
- Genel Bütçeye Aktarma
- Özelleştirme Giderleri
- Sermaye Katılım Giderleri
- Diğer Giderler
- Borç Ödemeleri
 - . İç Borç Ödemesi
 - . Dış Borç Ödemesi

Kamu Ortaklığı Fonu, mevzuatla belirlenen bu kaynakların %43 gibi büyük bir oranını altyapı yatırımlarının finansmanında kullanmaktadır.⁶⁷

Özelleştirme gelirleri, özelleştirme kapsamına alınan kuruluşların benimsenen satış yöntemi aracılığı ile satışından elde edilen gelirleri ifade etmektedir. Özelleştirme giderleri ise, özelleştirme operasyonunun başlangıcından bitimine kadar olan süre içinde yapılan reklam harcamaları, mali danışman firmalara ödenen danışmanlık hizmeti giderleri, satışa ilişkin giderler ve diğer giderler toplamıdır.

Özelleştirme giderlerinin, özelleştirmeden sağlanan gelir tutarını aşması halinde aradaki fark, Kamu Ortaklığı Fonu fon kaynaklarından karşılanmaktadır. Özelleştirme giderlerinin karşılanmasını sağlamak üzere, Kamu Ortaklığı Fonu kaynaklarından yapılacak katılım payları, mevzuatlar çerçevesinde yapılmaktadır.

4. KİT'lerin Özel Kesime Açılmasının Yararları Ve Özelleştirilmelerinden Doğacak Sorunlar

KİT'lerin özel kesime açılmasının yarar ve sakıncaları konusunda çeşitli yorumlar yapılmış, çeşitli platformlarda tartışmalara sahne olmuştur. Bu yarar ve sakıncaları aşağıda olduğu gibi incelemek mümkündür.⁶⁸

⁶⁷ _____ T. C. Başbakanlık Kamu Ortaklığı İdaresi Başkanlığı Faaliyetleri(1984-1990), Kamu Ortaklığı İdaresi Başkanlığı yayımı

⁶⁸ İlhan ÖZER, "KİT'lerin Özel Kesime Açılması", İstanbul Sanayi Odası, (15 Mayıs 1987), Yıl: 22, Sayı: 255, s.67-68

4.1. Özelleştirmenin yararları

KİT'lerin özel kesime açılmasının yararları arasında, toplumda mevcut atıl kapasiteli fonların ekonomiye kazandırılması, KİT'lerin yönetimlerinin daha dinamik ellere tevdi edilmesi, sermaye piyasasının gelişmesine katkıda bulunulması, yabancı sermaye girişlerinin teşviki, yeni yatırımların ve ekonomik büyümenin sağlanması, istihdam sorununa çözümler getirilmesi, ihracatın teşvik edilerek ödemeler dengesinin sağlığa kavuşturulması gibi çok çeşitli konular yer almaktadır.

Şimdi kısaca bu yararlar üzerinde açıklamada bulunmak, konunun iyi anlaşılması açısından olumlu bir etki yapacaktır:

- Ülkemizde mevcut atıl fonların ekonomiye kazandırılması çok önemli bir konu olarak ele alınmak zorundadır. Bugün tasarruf edilen fonlar, halkımızın enflasyona karşı kendini güvence altına alması endişesiyle, altın, gayrimenkül, döviz gibi verimliliği her zaman tartışılabilir yerlere gitmektedir. KİT'lerin özelleştirilmesi ve yeni-kârlı hisse senetleri çıkartılması toplumdaki fonları bu yöne itecektir.

- KİT'lerde yönetici kadrolar, siyasal yönetimin bir parçası haline gelmiş olup, devamlı değişmekte, bilgi, beceri ve tecrübe birikimi sağlanamamakta, gelecek yıllara ait büyüme politikaları belirlense dahi uygulama imkânı bulamamaktadır. KİT'lerin özelleştirilmesi, bir ölçüde, üst yönetimdeki politik etkinliği azaltacak, devamlı ve istikrarlı bir hizmet anlayışının yerleşmesine sebep olacaktır.

- Bürokrat düşünce içinde yürütülen ekonomik faaliyetler, gerçekten verimli ve kârlı bir yönetim biçimine dönüşebilecektir. Sorumluluklardan kaçan, çekingen politik bürokratların yerini, iş yönetimini bilen, bilgili, dinamik ve atılgan yöneticiler alacaktır.

- KİT'lerin özelleştirilmesinin belkide enbüyük yararı, Türkiye'de "Sermaye Piyasası"nın ve "Menkül Kıymetler Borsası"nın gelişmesine katkısı olacaktır. Ülkemizde gerçek anlamda "Anonim Şirketler" kurulacak ve bunların çıkartacakları hamiline yazılı hisse senetlerinin tedavülü artacak, küçük tasarrufların sadece para piyasasına (bankalara) akışı yerine sermaye piyasasına (hisse senetlerine) yönlendirilmesi sağlanacaktır.

- Bu arada, kârlı gördüğü alanlara Yabancı Sermaye de girecektir. Yabancı Sermaye, yeni teknoloji getirmesi ve yeni ihraç imkânları yaratması yönlerinden yararlı görülmekte ve devamlı teşvik edilmektedir.

- KİT'lerin özel kesime satılmaları, yeni yatırım fonları yaratacaktır. Bu yeni fonlarla ekonomik büyüme sağlanabilir, yarım kalmış yatırımlar tamamlanabilir, yatırımlar hızlandırılabilir. Türkiye gibi gelişme potansiyeli olduğu halde, sermaye yetersizliğinden dolayı bu potansiyelden yararlanılmadığı görülen bir ülkede, gerek sanayi, gerekse hizmetler kesimlerinde (hatta tarım sektöründe) pek çok yeni yatırım yeri ve imkânı vardır. Bu yatırımlardan da yeterince kâr sağlanabilecektir.

- Yeni şirketleşmenin ve yatırımların Türkiye'nin müzminleşmiş istihdam sorununa çözümler getireceği ve hatta ihracata dönük yatırım genişlemelerinin sonucu dış ticaret açıklarımızın kapatılmasında yararlı olacağı belirtilebilir.

4.2. KİT'lerin özelleştirilmesinden doğacak sorunlar

"Özelleştirme"den doğabilecek sorunlar olarak; özel kesimin elindeki atıl fonların yetersizliği, KİT personelinin özelleştirmeye uyum sağlayabilmesi, yeniden değerlendirme, hisse senetlerinin kamu-özel şahısları arasında dağılımı ve yönetimin kimde olacağı, yabancı sermayeye açılma, kâr, beklentilerinin cevaplandırılması, iktidar değişmelerinin sonuçları gibi çok çeşitli sorunlar akla gelmektedir.

- Bugünkü koşullar içinde, özel kesim (özel şahıslar ve özel firmalar) özelleştirilecek KİT'leri satın alabilecek mali ve ekonomik birikime sahip midirler? Bu konu Türkiye'nin bugün sahip olduğu "iç kaynaklar" ile ilgilidir. Türkiye'de mevcut bütün vadeli ve vadesiz mevduat bu alana ayrılrsa dahi, özelleştirilecek üç-beş kadar büyük KİT için bile yeterli sayılamaz. Bu nedenle, özel kesimin kısıtlı yatırım fonları, çok kârlı birkaç KİT'e doğru yönelmek durumundadır.

- KİT'lerde hizmet yapan personel, özelleştirme konusundan dolayı huzursuzluk duymaktadır. Bugün KİT personeli, kamu personelinin rahatlığına ve güvencesine sahiptir. Bir "özel şirket" statüsüne geçildiğinde, çalışma ve ücret koşullarında eski huzurun bozulacağından endişe duymaktadırlar.

- Özelleştirme programına alınan KİT'lerin varlıklarının yeniden değerlendirilmesi konusu da büyük boyutlu sorunlar yaratacaktır. 1975 sonrasının enflasyonu ve 1980 sonrasının devalüasyonları KİT'lerin bilançolarının aktiflerinde yer alan varlıkların değerlerini çok fazla artırmıştır. Bunun sonucu, yeniden değerlendirme yapıldıktan sonra, bu yeni değerler üzerinden hisse senedi adetlerinin belirlenmesi konusu ortaya çıkacaktır.

- Hisse senetlerinin tamamının veya belli bir kısmının özel kesime açılması "Şirket Yönetimini"de etkileyecektir. Özel kesim, yönetim kurullarında kamu kesiminin ağırlığının bulunmasını fazla sempati ile karşılayamaz. Kamu ağırlıklı şirketlerin özel kesime açılması, bazı zorlukları da beraberinde getirecektir.

- Yabancı Sermaye Türkiye'ye temkinli davranarak gelmiştir ve gelmektedir. Bu sermaye, çok kârlı ve sağlam gördüğü sahalara girebilecektir. Ancak, yabancı sermayenin de, getirdiğinden daha fazlasını alıp götürmesi, ülke çıkarları yönünden sakıncalar taşımaktadır.

- Özel kesimin, özelleştirilen KİT'lerin hisse senetlerini satın alması "Kâr Garantisi" verilmesi ile mümkündür. Böyle bir kâr garantisi ise çoğu kez verilememektedir. Bugünkü durumda ise enflasyonun üzerinde kâr sağlayan ve bunu dağıtabilecek olan KİT'lerin sayısı bir kaç taneyi geçmemektedir.

- Nihayet en önemli sorunlardan birisi de iktidar değişmelerinin yaratabileceği sorunlar ile ilgilidir. Özelleştirme isteyenler kadar, özelleştirmeye karşı olanlar da iktidara gelebilmekte, bu defa devletleştirme veya milletleştirme gibi yeni sorunlar ortaya çıkmaktadır.

KİT'lerin özel kesime açılması konusunun lehine veya aleyhine pek çok görüş ileri sürülebilir. Liberal ekonomik görüşün hakim olduğu bir ekonomide, Devlet sadece klâsik kamu hizmetlerini yapmakta, ekonomik ağırlıklı hiçbir hizmeti üstlenmemektedir. Bütün çabaların nihai hedefi, toplumsal refahın artırılması ve tabana yayılması olmalıdır.

5. Özelleştirme Sürecini Hazırlayan Gerekçeler

KİT'lerin geçmişte ve günümüzde ülke ekonomisinde çok önemli fonksiyonları gerçekleştirdiğini kabul etmek ve bunun yanında özellikle 1970'lerden sonra bazı önemli problemleri olduğunu da gözardı etmemek gerekir. Bu problemler geçmişteki ekonomik ve siyasi istikrarsızlıklardan kaynaklanmış olup, 1980 sonrasında da tam manasıyla giderilebilmiş değildir.

Türkiye'de 1983 sonrasında hakim olan siyasi görüş, KİT'lerin sorunlarının yıllardır çözüme kavuşturulamamış olması, serbest piyasa ekonomisinin geliştirilmesi, pek çok ülkede özelleştirme uygulamalarının görülmesi gibi nedenlere dayanarak özelleştirmeyi benimsemiş ve uygulamaya başlamıştır.⁶⁹

⁶⁹ YılmazARSLAN, "Özelleştirmenin Temel Amacı Nedir?", **Banka Ve Ekonomik Yorumlar**, (Haziran 1988), Yıl: 25, Sayı: 6, s.52

"Türkiye'nin ekonomik ve sosyal yapısını değiştirecek" ve "ileri batı ülkeleri düzeyine erişilmesine yardımcı olacak" bir program uygulanacağından uzun süredir söz etmekte olan zamanın Başbakan'ı Turgut Özal, "Bundan böyle, endüstri ve hizmet alanında Türkiye'de başrolü devlet değil, insanlar oynayacak"⁷⁰ cümlesiyle özelleştirmenin gerekçesini de belirtmekteydi.

KİT'lerin özelleştirilmesi konusu, çok basite indirildiğinde, Türkiye ekonomisi içinde kamu kesimi ile özel kesimin yerlerinin ve büyüklüklerinin belirlenmesi, kamu ve özel kesimlerin hizmet alanlarının tesbiti ve bu şekilde yaratılacak ekonomik faydanın artırılması ile ilgilidir.

Gerçekte, her iki kesimin (kamu kesimi ile özel kesimin) gayeleri arasında çok önemli farklılıklar bulunmaktadır. Kamu kesimi, "kamu hizmeti ve sosyal fayda" üretimi ve dağıtımını ile uğraştığı halde, özel kesim "kâr gayesi ve kişisel fayda" yaratmak gibi, birbirleriyle ilgisi olmayan ve fakat birbirlerini tamamlayabilecek değişik konular üzerinde çalışmaktadırlar.⁷¹

Konu genel olarak değerlendirildiğinde, KİT'lerin özelleştirilmesinin gerekçeleri şu şekilde belirtilebilir.

- KİT'ler genellikle çeşitli nedenlere bağlı olarak finansman açığı vermektedirler. Bu açıklar bütçe açıklarını artırıcı etki yapmaktadır. Şu halde bu KİT'leri elden çıkarmak suretiyle onların finansman yükünden devleti kurtarmak gerekir.

- Devletin KİT'lere kaynak sağlayamaması nedeniyle onların teknolojiye ayak uyduracak yatırımlar yapmaları, kapasite artırıcı yatırımlara girişmeleri olanaksız olmaktadır. KİT'leri özelleştirmek sureti ile, bu darboğazı aşmak imkân dahilinde girecektir.

- Devlet, işletme yöneticiliğinde başarısız olagelmiştir. Kaldı ki, devletin görevleri arasında KİT yöneticiliğini de saymak günümüz serbest piyasa ekonomisi anlayışına ters düşmektedir.⁷²

6. Özelleştirme Uygulamasının Amaçları

Türkiye'de özelleştirme konusunda KOİ tarafından belirlenen amaçları

⁷⁰ John NAISBITT - Patricia ABURDENE, **Megatrends 2000 (Büyük Yönelimler)** (Çeviren: Erdal GÜVEN), İstanbul-1990, s. 148

⁷¹ İlhan ÖZER, s. 67

⁷² Cevat SARIKAMIŞ, "Özelleştirmede Başka Bir Yöntem", **Banka Ve Ekonomik Yorumlar**, (Nisan 1991), Yıl: 28, Sayı: 4, s. 31

aşağıdaki gibi ifade etmek mümkündür:

- Ekonomide piyasa kurallarına işlerlik kazandırmak.
- Mikro düzeydeki müdahaleler yerine makro düzeydeki politikalar ile, aynı endüstrideki firmalara eşit rekabet şartları sağlamaktır. Bu ise, müdahaleci ekonomiden liberal ekonomiye geçilmesi ve KİT'lerin bütçe üzerindeki yüklerinin hafifletilerek, sadece sosyal yükümlülüklerinin bütçeden karşılanması ile mümkün olabilecektir.
- Türk sanayiinin değişen dünya koşulları paralelinde yeniden yapılanmasını sağlamaktır. Bu amaç yeni teknoloji ve know-how getirmek, yeni pazarlar açmak, uzun vadede uluslararası pazarlarda rekabet gücünü artırmak, iç pazarlarda sağlıklı bir rekabet ortamı yaratmak ve doğal tekelleri denetleyip dikey yayılımlarını önlemek biçiminde gerçekleştirilecektir.
- Türkiye'de yatırım bankacılığının yaygınlaştırılması ve sermaye piyasalarının gelişimi için gerekli olan bağımsız denetim kuruluşlarının gelişmesi. Öte yandan, Türk sanayiinin Avrupa Topluluğu'na giriş için hazırlanmasının sağlanması, özelleştirme programı dışında Türkiye'ye gelecek yabancı sermayenin özendirilmesi ve Türk ekonomisine güvenin artırılması sözkonusu olacaktır.
- Sermayenin tabana yayılmasını teşvik ederek, sermaye piyasalarını geliştirip tasarrufları artırmak, sınai demokrasinin güçlenmesini ve gelişmesini sağlamak, çalışanların yönetime katılmalarını desteklemektir.⁷³ Başka bir ifade ile; bir yandan mülkiyeti tabana yayarken, öte yandan sermaye piyasalarının gelişmesine katkıda bulunulması, böylece piyasa mekanizmasının serbestçe işlemesi ve bu suretle kaynak kullanımında etkinliğin artırılması ve KİT'lerin Devlet üzerindeki yükünün azaltılması, Devletin asli görevleri arasında yer alan altyapı yatırımlarının daha süratle gerçekleştirilmesi ve tasarrufların teşvik edilmesidir.
- Özelleştirme programı, izlenmekte olan ekonomik politikanın ana hedefleri olan, ekonominin dışı açılması, rekabete dayalı bir piyasa ekonomisinin oluşturulması, Devletin ekonomiye olan müdahalesinin asgari seviyeye indirilmesi ve ekonominin genel olarak rasyonelleştirilmesi kapsamında ele alınmaktadır.⁷⁴

⁷³ _____ T.C. Başbakanlık Kamu Ortaklığı İdaresi Başkanlığı Faaliyetleri(1984-1990), Kamu Ortaklığı İdaresi Başkanlığı yayını

⁷⁴ _____ Ditaş Doğan Yedek Parça İmalat Ve Teknik A.Ş. Hisselerinin Halka Arz Tanıtım Dokümanı, KOİ Başkanlığı Yayını, Mart 1991, s. 8

KOI'nin belirlediği amaçlar çok iyi bir şekilde incelenip-analiz edildiğinde, varılmak istenen temel sonuçlar:

- a- Kamunun ekonomik hayattaki ağırlığını azaltmak,
- b- KİT'lerin serbest piyasa şartlarında faaliyetine imkân verecek değişimi sağlamak,
- c- Hatalı kurulan, hatalı yönetilen iktisadi birimlerin, kamu kaynakları üzerindeki yükünden kurtulmak⁷⁵ olarak düşünülmüştür.

Türkiye'de, özelleştirmenin temel amacının "**sermaye mülkiyetini tabana yaymak**" olduğu fikri, özellikle son zamanlarda bu konu ile ilgilenenlerce tekrarlanmaktadır. O halde mülkiyeti ve mülkiyetin tabana yayılmasının yararlarını irdelemek yerinde olacaktır.

Mülkiyet, hukuken tanınan serbestlik çerçevesinde, gerçek ve sürekli olarak bir malı ya da hakkı kullanma, ondan yararlanma ve onun üzerinde istediği şekilde tasarrufta bulunma hususlarında insana tanınan imkândır. Mülkiyet müessesesi, çoğulcu ve liberal Batı sisteminin vazgeçilmez öğelerinden biri ve hatta en başlıcasıdır. İnsanın yaradılışında, bir şeye ekonomikman sahip olma arzusu vardır. Bu genel bağlam içinde denilebilir ki, mülkiyetsiz özel girişim, özel girişimsiz sosyo-ekonomik gelişme olmaz. O halde mülkiyet, özgürlükçü ve plüralist siyasal rejimlerin bir "**kendisinden asla vazgeçilmez koşulu**"dur.

Batı ekonomik sistemleri için "**vazgeçilmez koşul**" olan mülkiyet, hiç şüphe yokki, sağlıklı ve kendi kendini yenileyen bir toplum ve o toplumun istikrarlı ve kalımlı siyasal yönetimi için de çok gereklidir. Dolayısıyla mülkiyet hakkının geniş tabakalara yayılması, toplumun büyük çoğunluğunun ekonomik olarak mal veya hak sahibi kılınması, sosyal ve siyasal ortamda herkese doğrudan ya da dolaylı olarak kollektif kararlara katılma imkânının verilmesi; çağdaş uygarlık düzeyine erişmeyi hedef alan Türkiye Cumhuriyeti için önemlidir. Çünkü, modern, demokratik ve liberal bir Türkiye'nin varlığı; bir taraftan Batı karakterli siyasal rejimin işlerliğine, diğer taraftan da sürekli istikrar içinde gelişen ve kabuk değiştiren ekonomisine sıkı surette bağlıdır.

Toplumun ekonomik ve özellikle sınai alandaki katılımının sağlanması suretiyle elde edilecek yararları, satırbaşları halinde, şu noktalarda toplanabilir:

⁷⁵ Tefvik GUNGÖR, "Özelleştirme Uygulamaları Hakkında Duyuru", **Dünya**, (22 Mayıs 1991), s.2

- a- Mülkiyeti halka yaymak,
- b- Sosyo-ekonomik nitelikteki demokratizasyon olgusunu hızlandırmak,
- c- Sermaye piyasasını canlandırmak ve geliştirmek,
- d- Toplumun halka açık ticari kurumlar hakkındaki pasif tutum ve kuşkularını gidermek,
- e- Sermaye şirketlerinin yapılarını güçlendirmek,
- f- Büyük boyutlu kurumsal işletmeler oluşturmak,
- g- Dış ticareti hacimce büyütmek,
- h- Yeni istihdam alanları yaratmak,
- ı- Düzenli ve istikrarlı mükellef sayısını hızlandırmak.⁷⁶

7. Uygulanan Özelleştirme Yöntemleri Ve Özelleştirilen Kuruluşlar

Türkiye'de geçmiş hükümetler, 1986 yılından bu yana, KİT'lerin iştiraklerinde ve bağlı ortaklıklarında;

- a- Halka Arz,
- b- İstanbul Menkul Kıymetler Borsası'nda (İMKB) satış,
- c- Blok Satış yöntemlerini kullanmışlardır.⁷⁷

Türkiye'de Mart-1992 tarihine kadar özelleştirilen kuruluşlar ve bu kuruluşlardan sağlanan gelirler şu şekildedir:

⁷⁶ Mehmet E. PALAMUT, "Demokrasi Ve Mülkiyetin Tabana Yayılması", **Banka Ve Ekonomik Yorumlar**, (Şubat 1988), Yıl: 25, Sayı: 2, s.56-57

⁷⁷ Yurdakul FİNCANCI, "Özelleştirme Efsanesi", **Kapital**, Yıl: 7, Sayı: 75, (Şubat 1992), s.6

ÖZELLEŞTİRME GELİRLERİ

(TL)

	1986	1987	1988	1989	1990	1991	1992	TOPLAM
ADANA ÇİMENTO	-	-	-	-	-	145,321,350,000	-	145,321,350,000
ADANA KAĞIT TORBA	-	-	-	-	-	1,400,000,000	-	1,400,000,000
AFYON ÇİMENTO	-	-	-	30,371,388,560	-	32,206,850,000	-	62,578,238,560
AKSARAY YEM	-	-	-	950,000,000	-	-	-	950,000,000
ANKARA ÇİMENTO	-	-	-	77,096,992,160	-	-	-	77,096,992,160
ANSAN - MEDA	-	-	22,849,970,000	-	-	-	-	22,849,970,000
ARÇELİK	-	-	-	846,850,000	95,920,775,100	151,336,314,950	-	248,103,940,050
BALIKESİR ÇİMENTO	-	-	-	53,733,682,800	-	-	-	53,733,682,800
BİGA YEM	112,000,000	-	-	-	-	-	-	112,000,000
BİNAŞ A.Ş.	479,500,000	-	-	-	-	-	-	479,500,000
BOLU ÇİMENTO	-	-	-	-	23,387,460,000	24,489,800,000	-	47,877,260,000
BURSA SOĞUK DEPO	80,136,000	-	-	-	-	-	-	80,136,000
ÇAMSAN	-	-	-	-	-	-	8,000,000,000	8,000,000,000
ÇAYBANK	-	-	-	-	-	-	13,500,000,000	13,500,000,000
ÇELİK HALAT	-	161,618,220	-	1,354,885,060	35,400,458,370	8,453,283,600	-	45,370,245,250
ÇORUM YEM	-	-	-	250,000,000	-	-	-	250,000,000
ÇUKUROVA ELEKTRİK	-	62,057,880	-	16,037,306,000	187,072,093,700	30,181,493,125	-	233,352,950,705
DİTAŞ	-	-	-	-	-	864,500,000	-	864,500,000
ERDEMİR	-	-	-	-	369,945,698,370	-	-	369,945,698,370
ESKİŞEHİR YEM	-	-	-	2,250,000,000	-	-	-	2,250,000,000
GİMA	-	-	-	-	-	1,660,900,000	-	1,660,900,000
GÜNEŞ SİGORTA	-	-	-	-	-	81,937,359,000	-	81,937,359,000
HEKTAŞ	-	-	-	36,420,000	-	-	-	36,420,000
İPRAGAZ	-	-	-	-	-	-	350,000,000,000	350,000,000,000
İSPARTA YEM	65,000,000	-	-	-	-	-	-	65,000,000
KAYSERİ YEM	-	-	-	175,000,000	-	-	-	175,000,000
KEPEZ ELEKTRİK	-	-	-	226,848,800	28,243,440,400	3,407,870,000	-	31,878,159,200
KONYA ÇİMENTO	-	-	-	-	48,619,750,000	29,768,200,000	-	78,387,950,000
MANİSA YEM	50,000,000	-	-	-	-	-	-	50,000,000
MARDİN ÇİMENTO	-	-	-	-	25,463,750,000	31,034,200,000	-	56,497,950,000
MİGROS	-	-	-	-	-	21,537,760,000	-	21,537,760,000
NİĞDE ÇİMENTO	-	-	-	-	-	10,494,000,000	-	10,494,000,000
PETKİM	-	-	-	-	384,487,812,500	100,000	-	384,487,912,500
PETROL OFİSİ	-	-	-	-	-	57,863,200,000	-	57,863,200,000
PINARHISAR ÇİMENTO	-	-	-	58,406,750,720	-	-	-	58,406,750,720
SAMAŞ	-	98,000,000	-	-	-	-	-	98,000,000
SÖKE ÇİMENTO	-	-	-	25,699,335,760	-	-	-	25,699,335,760
T.SİNAİ KALKINMA BANK.	-	-	-	-	-	1,194,830,000	-	1,194,830,000
TAT KONSERVE	-	-	-	-	-	-	41,439,728,000	41,439,728,000
TELETAŞ	-	-	15,610,598,223	1,034,576,100	3,027,353,470	1,825,155,932	-	21,497,683,725
THY	-	-	-	-	13,925,250,000	-	-	13,925,250,000
TOFAŞ OTO TİCARET	-	-	-	-	-	48,015,150,000	-	48,015,150,000
TOFAŞ TÜRK OTO. FAB.	-	-	-	-	-	29,909,400,000	-	29,909,400,000
TÜPRAŞ	-	-	-	-	-	24,278,800,000	-	24,278,800,000
TÜRK KABLO	-	-	-	-	-	44,605,000,000	-	44,605,000,000
USAŞ (*)	-	-	-	32,014,842,000	-	-	-	32,014,842,000
ÜNYE ÇİMENTO	-	-	-	-	2,570,500,000	15,872,575,000	-	18,443,075,000
YEMTA	60,000,000	-	-	-	-	-	-	60,000,000
TOPLAM	846,636,000	321,676,100	38,460,568,223	300,484,877,960	1,218,064,341,910	797,658,091,607	412,939,728,000	2,768,775,919,800

8. Özelleştirme Uygulamalarının Sonuçları

Özelleştirme uygulamalarının sonuçları, uygulanan yöntemler açısından ele alındığında şu sonuçlara varılmıştır:

- Hisse senetleri blok olarak satılan anonim şirket statüsündeki KİT'lerin finans açıkları olmayan, kârlı şirketler olduğu gözlenmektedir. Bunun böyle olması doğaldır. Zira, yerli veya yabancı bir girişimci, kendisine sorun yaratacak bir işletmeye yatırım yapmak istemez. Devlet, bu kârlı şirketlerini KİT'lerin bünyesinden çıkartarak, toplu nakit girişi ve böylece finansman açıklarına az da olsa kaynak sağlamıştır. Ancak, bu şirketleri satmamış olsa idi gelecek yıllarda bu nakit girişleri zaten olacaktı. Kaldı ki bu satışlar sonucunda nakit girişi sorunlu KİT'lere yönlendirilerek, onların finans sorunlarının çözümü için ya hiç kullanılmamış ya da bu kullanım kısıtlı kalmıştır. Böylece sorunlu KİT'ler bu operasyondan sonra, sorunları ile yaşamaya devam edegelmişlerdir. Hatta, bağlı kuruluşu satılan ana teşekkül, o şirketin net nakit girişlerinden yoksun kaldığı için daha sorunlu hale gelmiştir.

- Teşekkül veya bağlı kuruluş statüsünde bulunan bazı şirketlerin hisse senetleri halka satılarak özelleştirilme durumunda ise: Halka, hisse senetleri sunularak özelleştirilme yolu seçilen şirketlerin, bu girişimden sonra çoğunluk hissesi yine devlette kalmıştır. Bu özelleştirme yönteminde, hisse senedi fiyatı yüksek tutulduğunda, hisse senetlerini satın alan yatırımcılar zarara uğramışlar, hisse senedi fiyatı düşük tutulduğunda ise, bu işlemde bazı yatırımcılar büyük kazanç sağlamışlardır. Hisse senetleri halka sunulan şirket ise, yatırım yapmak veya işletme sermayesini takviye etmek için gerekli fonlara, özelleştirme operasyonundan sonra da sahip olamamıştır.⁷⁸

B- TÜRKİYE'DE SERMAYE PİYASASI ÖZELLEŞTİRME İLİŞKİSİ

I- Sermaye Birikimi

1. Sermaye birikimi ve unsurları

Sermaye birikimi, ekonomik kalkınmanın stratejik faktörlerinden biridir. Sermayenin kaynağı tasarruftur. Sermaye birikimi için tüketimin ertelenmesi gereklidir. Zira, tasarruf, aslında gelirin tüketilmeyen kısmıdır. Bu durumu daha belirgin biçimde ortaya koyabilmek için, basit bir denklemle ifade etmek mümkündür:

Ertelenen Tüketim = Tasarruf = Yatırım İçin Kullanılabilir Sermaye

Az gelişmiş ülkelerin darboğazlarını belirtmek hedefini güden geri kalmışlığın (fakirliğin) kapalı çemberlerinden biri de tasarruf ve sermaye durumudur. Az gelişmiş ülkelerde gelir seviyesinin düşük olması, tasarruf imkânlarını son derece kısıtlamaktadır. Tasarrufun az olması, sermaye birikimini engellemekte ve buradan, yatırım seviyesinin yetersizliği (düşüklüğü) ortaya çıkmakta ve nihayet bunun yansımaları olarak gelir seviyesinin düşüklüğüne, yani ilk başlangıç noktasına gelinmektedir.⁷⁹

Bir pazar ekonomisindeki sermaye birikimi:

- Borçlanma,
- Finansal varlıkların yaratılması,
- Finansal aracı kuruluşların rolü,
- Para ve sermaye piyasalarının işlevlerinden oluşmaktadır.⁸⁰

2. Türkiye'de sermaye birikimini sınırlayan yapısal güçlükler

Türk ekonomisinde birikimlerin hızla yükselmesini sınırlayan bir takım yapısal güçlükler vardır. Bu güçlükleri şu şekilde sıralamak olasıdır.⁸¹

- Birikimlerde özlenen ve istenilen artışları sınırlayan ilk temel neden, kuşkusuz birikimlerin düzeyini saptayan genel gelir düzeyinin düşük olması,
- Dağınık ellerde toplanan birikimlerin etkin bir biçimde kullanımını sağlayacak güvenli bir ortamın hâlâ oluşamaması,
- Birikimlerin yetersiz olmasının üçüncü bir nedeninde son yıllarda yaşanan aşırı enflasyon olgusudur.

3. Tasarrufların yönlendirilmesinde devletin rolü

Tasarruf, kısaca gelirin tüketilmeyen veya tüketim amacıyla kullanılmayan kısmı olarak tanımlanabilir. Tasarrufu kişi, işletme ve devlet açısından farklı biçimde ele almak mümkündür. Gerçi hepsinde gelir ve harcama

⁷⁹ _____ Milliyet Genel Ekonomi Ansiklopedisi, Cilt: 2, İstanbul-1988, s.807

⁸⁰ Özcan ERTUNA, **Finansal Kurumlar**, Ankara-1986, s.3-4

⁸¹ Özcan ERTUNA, s.7

arasındaki fark ortak özelliktir; fakat bu kişi açısından bireysel tasarruf, işletme açısından amortisman payları ve dağıılmamış kârlar, devlet yönünden ise vergi hâsılatı ile cari ve transfer harcamaları farkı şeklinde görülmektedir. Bunun dışında sigorta, emeklilik kesenekleri vb. de tasarruf addedilmektedir. Tasarrufların toplamı ise "Gayrisafi Toplam Tasarrufu" göstermektedir.

× Çağdaş toplumlarda, kişiler, aileler ve işletmeler gelir, dolayısıyla da tasarruflarını para olarak elde ederler; ancak bunları uzun süre para olarak yanlarında saklamazlar, gelir getirici alanlara yatırırlar. Bunlardan ilk akla gelen alan şunlardır:

- Bankalar ve özel finans kuruluşları;
- Hisse senedi, tahvil, gelir ortaklığı belgeleri;
- Arsa, ev vb. gayrimenkuller;
- Döviz ve döviz hesapları;
- Altın, altın sertifikaları vb.

Böylece insanlar, tasarruflarını daha verimli ve daha emin olarak saklamanın arayışı içindedirler. Burada tasarrufların, özellikle bireysel tasarrufların alternatif yatırım sahalarından hangisine yöneleneceğini etkileyen faktörler ve bu faktörlerin etkinliği önem kazanmaktadır. Burada devletin uygulanan ekonomi politikasının niteliğine göre devreye girmesi sözkonusudur.

Tasarrufların alternatif yatırım alanlarının hangisine yöneleceği hususunda pek çok faktör vardır. Bunların başında güven, istikrar ve kâr gelmektedir.

Güven, tasarrufların yönlendirilmesinde en önemli unsurdur. Güven unsurunun olmasında ise ekonomik istikrar etkili bir faktördür. Çok iyi niyetin olması, bir an için ekonomik gücün bulunması da güven için yeterli değildir. Bunun süreklilik taşıması gerekir ki bu da ekonomik istikrarla ilgili bir husustur. Tasarruf sahipleri, özellikle fiyat istikrarının bozulduğu dönemlerde, tasarruflarını ya devletin garantörlüğündeki yüksek kâr getiren alanlara ya da altın, döviz, arsa gibi atıl spekülâtif sahalara yatırmaktadırlar.

Devletin buradaki rolü çok önemli ve de büyüktür. Öncelikle tasarrufların etkin dağılımı ve kullanılabilmesi alternatif, ama güvenli yatırım alanlarının varlığı ile mümkündür. Bu da devletin direkt veya endirekt rolü olmadan gerçekleşemeyecektir. Kârlı sahalara, bazen çok riskli hatta istismar edilebilecek özellik gösterebilir. Burada, tasarruf sahibi, en kazançlı ama en güvenli yatırım alanlarının arayışını sürdürürken, devlet çok önemli bir yönlendirme politikasını gerçekleştirmelidir.

Müdahalenin serbest piyasa koşullarında gerçekleşmesi, kanuni yasak ve sınırlamadan çok, özendirme ve cazip hale getirmekle sağlanması önemlidir. Burada devlete düşen görev, tasarrufların yönlendirilmesini sağlayacak ekonomik, sosyal, psikolojik, eğitsel ve yasal önlemleri almak ve uygulamaktır.⁸²

II- Türkiye'de Sermaye Piyasası Ve Özelleştirme

1. Sermaye piyasasının tanımı

Sermaye piyasasının tanımına geçmeden önce, sermaye ve piyasa kavramının açıklanmasında yarar vardır:

Sermaye piyasası açısından sermayenin tanımı iktisat kitaplarındaki sermaye tanımından farklı olacaktır. Konumuza göre, sermaye, uzun ve sonsuz vadeli fonlardır. Burada hemen pratik bir yaklaşımla, uzun vadeli fonların tahvillere, sonsuz vadeli fonların ise hisse senetlerine tekabül ettiğini vurgulamak gerekir.⁸³

Piyasa, çok kısa bir tanımla alıcı ve satıcıların karşılaştığı, para-mal değişiminin (mübadalesinin) gerçekleştiği yerdir.⁸⁴

Sermaye piyasası, orta, uzun ve sonsuz vadeli fonların arz ve talebinin yardımcı kuruluşlar aracılığıyla ve menkul kıymetlere bağlı olarak karşılaştığı piyasadır.⁸⁵

Sermaye piyasasının kaynaklarını da, tasarruf sahiplerinin birikimleri oluşturmaktadır.⁸⁶ Sermaye piyasasının kaynaklarını oluşturan (fon sunan) tasarruf sahiplerini aşağıda olduğu gibi formüle etmek imkân dahilindedir.⁸⁷

- Kişiler,
- İşletmeler,
- Bankalar,

82 Seyfullah ÇEVİK, "Tasarrufların Yönlendirilmesinde Devletin Rolü", **Banka Ve Ekonomik Yorumlar**, (Mayıs 1988), Yıl: 25, Sayı: 5, s.55-57

83 Muharrem KARSLI, s.17

84 Kâzım KILINÇ, **200 Soru da A'dan Z'ye Borsa**, İstanbul-1991, s.15

85 Muharrem KARSLI, s.17

86 Niyazi BERK, **Finansal Yönetim**, İstanbul-1990, s.292

87 Semih BÜKER-Rıza AŞIKOĞLU, **Finansal Yönetim**, Eskişehir-1990, s.354-359

- Sigorta işletmeleri,
- Sosyal Sigortalar Kurumu,
- Türkiye Cumhuriyeti Emekli Sandığı,
- Bağ-Kur,
- Ordu Yardımlaşma Kurumu.

Para ve sermaye piyasasından sağlanan fonların işletme bilançosundaki yeri de farklıdır. Para piyasasından sağlanan fonlar işletmelerin dönen varlıklarının finansmanında kullanıldığı için, bilançodaki yerleri kısa süreli borçlardır. Sermaye piyasasından sağlanan fonlar ise duran ve bağlı varlıkların finansmanında kullanıldığından, bu fonların bilançodaki yeri orta ve uzun süreli borçlar ve özsermayedir.⁸⁸

2. Sermaye piyasasının önemi ve ekonomideki yeri

Sermaye piyasasının önemini, ekonomideki yeri ve işlevini şu şekilde belirtmek mümkündür:

- Başlı başına ekonomiye yararlı olamayan küçük tasarrufların menkul kıymetlere yatırılarak, büyük yatırımlara dönüşmesini sağlar.
- Az gelişmiş ülkelerdeki yurtiçi tasarruf açığının kapanmasına yardımcı olur.
- Fertler açısından, tek başına gelir getiren bir yere yatırılamayacak kadar küçük fonların verimli yerlere yatırılmasına ve sahiplerine bir ek gelir getirmesine imkân sağlar.
- Tasarruf sahipleri ile orta ve uzun vadeli fon talep eden kuruluşlar arasında direkt ilişki ve iletişim kurulmasına, sermayenin mobilizasyonunda araçların ortadan kalkmasına veya fonksiyonlarının azalmasına imkân hazırlar; küçük tasarrufların doğrudan doğruya ve daha süratle yatırımlara aktarılmasını sağlar.
- Sermaye piyasasının etkin çalışması şahısların tüketim eğilimlerini azaltarak ve tasarruf eğilimlerini artırarak ekonomide sermaye birikimini sağlar.⁸⁹

⁸⁸ Niyazi BERK, s.292

⁸⁹ Muharrem KARSLI, s.20-21

- Şirketlerin öz kaynak yetersizliği çözümünde, hisse senetleri ve tahvillerini kolayca pazarlamalarına yardımcı olur.
- Bir yandan üretimin mülkiyetini yaygınlaştırırken, küçük tasarruf sahiplerinede gelir elde etme imkânı sunar.
- Başarılı kuruluşların menkul değerleri talep göreceğinden, tasarrufların buralara kayarak verimli kullanılmasını sağlar.⁹⁰

3. Sermaye piyasasının sosyal yönü

Sermaye piyasasının sosyal açıdan yararlarını aşağıda olduğu gibi ifade etmek olasıdır:

- Geniş halk topluluklarının küçük tasarruflarını büyük işletmeler içinde biraraya getirmek, hızlı bir kalkınma için gerekli sermaye birikimini sağlamak,
- Üretim araçları mülkiyetini geniş halk topluluklarına yaymak,
- Toplumda daha dengeli bir gelir dağılımı sağlamak,
- Halkı ekonomik kararlarda söz sahibi yaparak demokrasinin ekonomik yanını tamamlamak,
- Hisse senetlerine yatırım yapmanın özellikle emekliler için iyi bir meşgale olduğunu da belirtmek gerekir. Bu meşgale zamanla bir merak, bir uğraş haline gelebilir. Piyasayı fiyat hareketlerini izlemek, genel kurulları takip etmek, sermaye artırımlarını kaçırmamak, rüçhan hakkını kullanmak, apel yatırmak, kupon kesmek, temettü tahsil etmek, temettülerin bir bölümüyle yeniden yatırım yapmak emekliler için ideal bir meşgaledir denilebilir.

Bu arada, sermaye piyasasının sosyal yönden zayıf tarafları da vardır. Bunları kısaca şöyle özetleyebiliriz:

- Sermaye piyasası büyük kuruluşların yararına işler, küçük kuruluşların tahvil ve hisse senedi ihraç ederek, bunları halka satma şansı büyük ve isim yapmış kuruluşlardan daha azdır.
- Orta ve dar gelirli sınıfların tasarruf gücünün zayıf olduğu ülkelerde

ve zamanlarda sermaye piyasasının nimetlerinden yalnız yüksek geliri zümreler yararlanabilir.

- Bilançoların iyi denetlenmediği piyasalarda, bazı şirketlerin yönetim kurullarına hâkim büyük ortakları bilanço üzerinde oynayarak, kârın az olduğu ya da az gösterildiği yıllarda hisse değerini düşürerek, hisse senetlerini piyasadaki ucuz fiyatla toplamak, müteakip yıl kâr yüksek göstererek hisseleri yüksek fiyatla satmak ve bu oyunu devam ettirmek imkânını bulabilirler.

- Bazı şirketlerin üst veya alt kademe yöneticilerinin satış, kâr, temettü, sermaye artırım gibi konularda elde ettikleri bilgileri bizzat ya da başka spekülâtorlerle işbirliği yapmak suretiyle kendi çıkarları için kullanmaları mümkündür.⁹¹

4. Türk sermaye piyasası ve sorunları

Türk sermaye piyasası artık oluşmuştur. Fakat gelişme düzeyinin Türk ekonomisinin gelişme düzeyine paralel bulunduğu söylenemez. Menkul Kıymetler Borsası'nın gelişmesi herşeyden önce piyasanın gelişmesine bağlıdır. Piyasanın gelişmesi de ülke ekonomisinin gelişmesinden ayrı düşünülemez. Dolayısıyla bütün bunlar zamana bağlı uzun vadeli sorunlardır. Fakat bu demek değildir ki kısa ve orta vadede bu konuda bir şey yapılamaz. Bir piyasanın gelişmesi alıcıların, satıcıların, aracılardan ve alım-satım konusu "mal"ın bol olmasına bağlıdır.⁹²

Türk sermaye piyasasının yaşamış olduğu, yaşadığı bir takım sorunlar vardır. Bu sorunların incelenmesi ve sermaye piyasasının geliştirilmesine kaynak yaratması açısından, yararlı olacaktır:

- Borsaların fonksiyonları ve bu fonksiyonların en iyi şekilde nasıl yerine getirileceği konuları ne yazık ki yeterince anlatılmamaktadır.

- Borsaların fonksiyonlarından biri mülkiyetin tabana yayılması ve ekonomide demokrasinin sağlanmasıdır. İMKB (İstanbul Menkul Kıymetler Borsası)'de senetleri işlem gören şirketlerin çok büyük çoğunluğunda halka açılma oranı %15'tir. Dolayısıyla İMKB henüz bu fonksiyonu yerine getirememektedir.

- Borsadaki yatırımcıların çoğu, borsayı uzun vadeli yatırım alanı olarak değil, kısa vadede çok büyük kazanç sağlanacak bir tür lotarya olarak görmektedir.

91 Muharrem KARSLI, s.23-25

92 Muharrem KARSLI, s.35

- Küçük yatırımcının korunması için çalışmalar yapılmış olmakla birlikte bu yetersiz kalmıştır. Borsaların en büyük hastalığı olan, "içeriden öğrenenlerin ticareti" yasak değildir. Yeni SPK (Sermaye Piyasası Kanunu) düzenlemelerinde bu yasak getirilmektedir, ancak, bankaların kendi iştiraklerinin hisse senetleri ile "oynayabildikleri", holdinglerin aracı kurum sahibi olarak kendi hisse senetlerinde işlem yapabildikleri bir piyasada küçük yatırımcının korunabilmesinin oldukça güç olduğu bir gerçektir.

- Şirket bilançolarının zamanında yayınlanmaması, sağlıklı olması, "rating" kuruluşlarının olmaması yatırımcının korunmasını engellemektedir.

- Yeni kurulmuş ve gelecekte büyük bir potansiyeli olan bir şirketin hisse senetlerinin borsada işlem görmesi de mümkün değildir. Bu bakımdan da borsa fonksiyonlarından birini yerine getirememektedir.

- Kurumsal tasarrufun olmadığı, "market maker" in bulunmadığı, sermaye piyasalarının diğer araçlarından "opsiyonların", "vadeli piyasaların" ve bunun gibi diğer piyasaların düzenlenmediği bir sermaye piyasasının ve borsanın sıhhatli olduğunu iddia etmek güçtür.⁹³

5. Sermaye piyasasının gelişmesi için gerekli koşullar

Kapitalist ekonomik bir sistemin bir kurumu olan sermaye piyasasının gelişebilmesi için, bazı koşulların varlığı gereklidir. Bu koşulları şu şekilde ifade etmek mümkündür:

- Ekonomide iç birikim düzeyinin yükselmesi,
- Özel ve kamu işletmelerinin uzun süreli fon gereksinimlerinin artmış olması,
- Menkûl değerlere (taşınır değerlere-finansal varlıklara) yatırım yapılmasına elverişli, güven verici sosyal ekonomik ortamın varlığı,
- Halka açık (halka hisse senedi arz eden) anonim ortakların gelişmiş olması,

⁹³ Adnan CEZARLI, "Sermaye Piyasasında Sorunlar", **Panorama**, (27 Ocak 1991), Yıl: 4, Sayı: 4, s.66

- Sermaye piyasalarında işlem görecektir aracı kurumların örgütlenmesi,
- Halka açıklanacak bilgileri irdelenecek, yatırım analizleri yapabilecek kişi ve kuruluşların varlığı,
- Sermaye piyasasının güven, açıklık ve kararlılık içinde çalışmasını sağlayıcı yasal düzenlemelerin getirilmesi.⁹⁴

Sermaye piyasasının gelişmesi için ifade edilen gerekli koşullar, sermaye piyasasının gelişmesi açısından ayrı ayrı değerlere sahip olmakla beraber, bu koşulların birlikte oluşumu ve gereken eğilimin gösterilmesi veya teşvik edilmesiyle, finansal gelişmenin sağlanması kaçınılmazdır.

6. Sermaye piyasası ve özelleştirme

Sağlıklı bir KİT, kaynakları ve teknolojik birikimi sayesinde kalkınma da öncülük yapabilir. Ancak iyi bir biçimde kurulmuş, kârlı çalışan KİT'lerin özelleştirilmeleri, müteakip kalkınma için kaynak sağlama ve özel tasarrufları sermaye piyasasına çekmek yönünden yararlıdır. Yalnız KİT'nin bulunduğu piyasada rekabet ve fiyat istikrarı sağlama rolünü unutmamak gerekir. Bugün sanayi yapı pek çok sektörde oligopoliye yakındır ve fiyatlar serbestçe değil, satıcıların anlaşması vb. biçimlerde teşekkül etmektedir. Böyle bir sektörde çalışan KİT piyasayı düzenleme görevini de yüklenmiştir. Söz konusu KİT bu işi devletten aldığı sübvansiyonla yüklenmiştir. Söz konusu KİT bu işi devletten aldığı sübvansiyonla yürütmediği sürece bu rekabet yararlıdır.⁹⁵

KİT'lerin mevcut veya yeni ihraç edilecek hisse senetlerinin satışı suretiyle özelleştirilmesinin, özellikle bu satışın çalışanlar, emekliler, küçük tasarruf sahipleri vb. ne yapılması halinde sermaye piyasasının gelişmesine çok olumlu katkılarda bulunacağı; ayrıca menkul kıymet arzını artırarak ikincil piyasanın canlanmasında etki yapacağı bir gerçektir. Bunun yanında halka açık şirket sayısının artması, menkul kıymetlerin halka arzında aracılık yüklenimi faaliyetinin devreye girmesi ve belkide Menkul Kıymet Yatırım Ortaklıkları ile diğer kurumsal tasarruf mekanizmalarının harekete geçirilmesini de sağlayabilecektir.

Özelleştirme-sermaye piyasası ilişkisi açısından irdelenmesi gerekli bir takım konular vardır. Bunlar:

⁹⁴ Öztin AKGÜÇ, **Finansal Yönetim**, İstanbul-1989, s.644

⁹⁵ Hüsnu KIZILYALLI, "Türkiye'de Özelleştirme", **Dünya**, (29 Ekim 1991), s.4

- Özelleştirme nedeniyle halka arz edilecek hisse senetlerinden tasarruf sahiplerinin satın alabilme gücü potansiyeli nedir? Bu konu ülkemizin tasarruf oranı ve söz konusu tasarrufların sermaye piyasasına yönlendirilmesi eğilimi/alışkanlığı ile yakından ilgilidir. Bu ve benzeri faktörler gözönüne alınarak, özelleştirme ile piyasaya çıkacak hisse senetlerine olabilecek talebin değerlendirilmesi gerekmektedir.

- Bu menkul kıymetlere aktarılacak fonun, henüz piyasaya çıkmamış, atıl fonlar mı olduğu yoksa mali piyasalara daha önceden çıkmış fonların, buralardan mı çekilip bu menkul kıymetlere aktarıldığıdır? Özelleştirme programı henüz mali piyasalar çıkmamış fonları değerlendirebildiği ölçüde başarıya ulaşacaktır.

- Bir diğer konu ise halka arzedilen bu menkul kıymetlerin, yatırımcılar için en az alternatif diğer yatırım alanlarındaki (eş-benzer riske sahip olmak kaydıyla) kadar getiri sağlayıp sağlayamayacağıdır.

- Konu ile ilgili bir başka husus, Türkiye'deki mali kuruluşların özelleştirme olayının finansmanı, yürütülmesi konusuna girmek isteyip istememeleidir. Esas olarak özelleştirilen KİT'in hisse senetlerinin satışının, satın alınmayan kısmı satın almayı da taahhüt eden bir finansal kurum tarafından yürütülmesi arzulan bir durumdur.⁹⁶

Aslında özelleştirme uygulamalarında sorun sadece şirketlerin halka açılması değil, aynı zamanda sınai mülkiyetin tabana yayılmasını sağlamaktır. Bu bakımdan özelleştirme olayı, Türk Sermaye Piyasası'nın içinde bulunduğu pek çok soruna çözüm getirecek bir uygulama olacaktır. Özelleştirme ile bir taraftan hisse senedi piyasasının içinde bulunduğu arz yetersizliği sorununa çözüm gelirken, ülke çapında yaratacağı yankı ve çalışanlarını da kapsayacak uygulama yöntemi ile sınai mülkiyetinin tabana yayılmasına da öncülük edecektir. Hisse senedine yatırım alışkanlığının geniş kitlelere kazandırılması ile sermaye piyasasının gelişiminin hızlandırılmasında mümkün olacaktır.⁹⁷

Bilindiği gibi, Türkiye gelişmekte olan bir ülkedir. Gelişmekte olan ülkelerinde temel sorunu tasarruf (kaynak) yetersizliğidir. Ülke içi reel sermaye kaynaklarının bir ögesi olan "sermaye Piyasası"nın, sermaye birikimini sağlama ve artırmadaki rolü yadsınamaz. O nedenle, özelleştirmenin sermaye piyasası aracılığı ile yürütülmesi bir yandan tasarruf açığının kapanmasını sağlayacak; bir

⁹⁶ M. Berra ALTINTAŞ, s.149-150

⁹⁷ İsmail EMEN, "Özelleştirme Ve Borsaya Etkileri". **Para Ve Sermaye Piyasası**, (Şubat 1988), Yıl: 10, Sayı: 108, s.28

yandan da özelleştirmenin başarısını artıracaktır. Özelleştirmenin diğer yöntem veya yöntemlerle yapılması, özelleştirmeden beklenen yarar ve amaçları yerine getirmede yetersiz kalabilecek; hatta belirlenen amacına ulaştıramayacaktır.

DÖRDÜNCÜ BÖLÜM

TÜRKİYE'DE SERMAYE PİYASASI AÇISINDAN KAMU İKTİSADİ TEŞEBBÜSLERİNİN ÖZELLEŞTİRİLMESİ

Özelleştirilecek kuruluşlar kapsamına alınan kamu kuruluşlarının, sermaye piyasası kanalıyla hisse senedi satışı yapılarak özelleştirilmesinde izlenecek yol, sırasıyla şu şekilde olacaktır:

- Özelleştirilecek kuruluşların anonim şirket haline getirilmesi,
- Özelleştirilecek kuruluşların aktiflerinin değerlendirilmesi,
- Özelleştirilecek kuruluşların öz kaynağının hesaplanması,
- Özelleştirilecek kuruluşların hisse senedi fiyatlarının tesbiti.

A- ÖZELLEŞTİRİLECEK KURULUŞLARIN ANONİM ŞİRKET HALİNE GETİRİLMESİ

Özelleştirilmesine karar verilen KİT ve bağlı ortaklıklar doğrudan doğruya müessese, işletme ve işletme birimleri ise önce anonim ortaklık haline getirildikten sonra hiçbir işleme gerek kalmaksızın bağlı bulunduğu Bakanlık ile ilişkisi kesilerek Başbakanlığa bağlanmış sayılır.⁹⁸

Özelleştirilmesine karar verilen teşekkül, kuruluş, müessese, bağlı ortaklık, işletme ve işletme birimleri;

a) Doğrudan doğruya veya dolaylı olarak Devlete ait hisselerin tamamı bedel alınmadan Kamu Ortaklığı İdaresine devredilmiş ve Türk Ticaret Kanunu, Sermaye Piyasası Kanunu ve ilgili kanunlardaki şartlar aranmaksızın anonim ortaklığa dönmüş sayılır.⁹⁹

B- ÖZELLEŞTİRİLECEK KURULUŞLARIN AKTİFLERİNİN DEĞERLEMESİ

Enflasyon karşısında aktifteki sabit kıymetlerin sürekli değer kazanması

98 _____ "Kamu İktisadi Teşebbüslerinin Özelleştirilmesi İle İlgili Hükümler", **Resmî Gazete**, (3 Haziran 1986), Sayı: 19126, s.4

99 _____ "Kamu İktisadi Teşebbüslerinin Özelleştirilmesi İle İlgili Hükümler", **Resmî Gazete**, (3 Haziran 1986), Sayı: 19126, s.4-5

aktiflerin gerçek değerini gizleyebilmektedir. Amortismanına tabi kıymetlerin değerindeki düşüklük daha düşük amortisman olduğu için bir bakıma enflasyon, işletmenin olduğundan fazla kârlı görünmesine neden olmaktadır. Bunu önlemek için "**yeniden değerlendirme**" yöntemi ile aktiflerin değerlendirilerek, meydana gelen artışların pasiflerde gösterilmesi ve gerçek amortisman ayrılarak işletmenin rantabilitesinin ölçülmesinin imkân dahiline girmesi temin edilmiştir.¹⁰⁰

1. Yeniden Değerlemenin Tanımı

Yeniden değerlendirme, bilânço esasına göre defter tutan gelir ve kurumlar vergisi mükelleflerinin, bilânçolarına dahil amortismanına tabi sabit değerleri ile bu kıymetler üzerinden ayrılmış amortismanların, kanunda belirlenen koşullarda yeni değerinin hesaplanmasıdır.¹⁰¹

Para kıymetindeki düşmeler karşısında işletme bilânçolarının revizyona tabi tutularak günün değerine uygun hale getirilmesini ifade eden yeniden değerlendirme müessesesi Vergi Usul Kanunumuzun mükerrer 298. maddesinde düzenlenmiştir. Anılan madde hükmüne göre gelir ve kurumlar vergisi mükelleflerinin bilânçolarına kayıtlı amortismanına tabi iktisadi kıymetleri ve bu kıymetler üzerinden ayrılmış olup bilânçolarının pasifinde gösterilen amortismanları her hesap dönemi sonu itibarıyla yeniden değerlemeleri sonucu oluşturdukları yeniden değerlendirme fonları, bu mükelleflerin bilânçolarının pasifinde özel bir fon hesabı olarak yer alır. Kurumlar vergisi mükellefleri pasifte özel bir fon hesabında gösterilen değer artışının tamamını sermayelerine ekleyebilirler. Bu surette sermayeye eklenen değer artışları, ortaklar tarafından işletmeye ilave edilmiş kıymetler olarak kabul edilir.¹⁰²

2. Yeniden Değerlemenin Amacı

Yeniden değerlendirme ile ülkemizde ulaşılmak istenen amaçları şu şekilde özetlemek mümkündür:

- İşletmenin üretim kapasitelerini korumak ve öz sermaye erozyonunu önlemek

100 _____ "Bilânço Kalemlerinin Değerlendirilmesi", **Dünya-Günlük Borsa Bülteni**, (29 Haziran 1992), s.4

101 Oztin AKGUÇ, **Mali Tablolar Analizi**, İstanbul-1990, s.417-418

102 A. Bumin DOĞRUÖZ, "Yeniden Değerleme Fonlarının Bankalarca Sermayeye Eklenmesi", **Dünya**, (23 Mart 1991), s.4

- Enflasyondan kaynaklanan enflasyon vergileri ile hayali kâr dağıtımlarını önlemek,

- İşletmeleri geçek ekonomik ve mali yapıları ile gerçek varlıklarına kavuşturarak, finansman sorunlarına kısmen de olsa bir çözüm getirmek,

- İşletmeleri kurumlaştırmaya özendirmek,¹⁰³

- Özellikle enflasyon olgusunun etkisini yoğun bir şekilde gösterdiği ekonomilerde, iktisadi kıymetleri bilânço üzerinde tarihi değerlerden kurtarabilmek.¹⁰⁴

3. Yeniden Değerlemenin Kapsamı

V.U.K.'nun yeniden değerlendirme hükümlerinden yararlanma olanağı tüm işletmelere tanınmamıştır.

Bilânço esasına göre defter tutan, ferdi işletmeler, şahıs işletmeleri (kollektif, adi komandit ve adi şirketler), sermaye şirketleri (anonim, limited ve eshamlı komandit şirketler), kooperatifler, Kamu İktisadi Kuruluşları, dernek ve vakıflara ait işletmeler yeniden değerlendirme yapma hakkına sahip bulunmaktadır.

6224 sayılı Yabancı Sermayeyi Teşvik Kanunu ile Petrol Kanunu ve diğer mevzuat hükümlerine göre kurulmuş olan ve yabancı ortağı bulunan kurumlar da, tam mükellef olmaları koşuluyla yeniden değerlendirme hükümlerinden yararlanabilirler.

İmtiyazlı şirketlerle dar mükellef durumunda bulunan Gelir ve Kurumlar Vergisi mükellefleri yeniden değerlendirme kapsamı dışında tutulmuşlardır.

Yeniden değerlemenin tercihe, seçime bağlı olması, zorunlu olmaması, V.U.K.'da ana ilke olarak benimsenmiştir. Ancak;

- İktisadi Devlet Teşekkülleri,
- 1982 yılında veya 1982 özel hesap döneminde yeni ortak almak yoluyla sermayelerini artıran işletmeler,
- Mali bünyelerini güçlendirmek amacıyla Hazine Fonlarından ödeme yapılan işletmelerin,

¹⁰³ Yüksel Koç YALKIN, **İşletmelerde Mali Analiz Teknikleri**, Ankara-1987, s.348

¹⁰⁴ Veysi SEVİG, "Yeniden Değerleme Oranları", **Dünya**, (13 Aralık 1990), s.5

yeniden değerlendirme yapımları zorunlu tutulmuştur.¹⁰⁵

4. Yeniden Değerlemeye Tabi İktisadi Kıymetler

V.U.K.'da kısmi (bilânço kalemlerinin tamamına değil) yeniden değerlendirme benimsenmiştir. Yeniden değerlemenin kapsadığı bilânço kalemleri:

- Amortismanına tabi sabit değerlerle (duran varlıklar),
- Bu değerlere ilişkin amortismanlardır.

Yeniden değerlendirme kapsamı dışında bırakılan duran varlıklar da şu şekilde ifade edilmektedir:

- Boş arsa-arazi,
- Değeri 5,000.-TL.'yi geçmeyen kıymetler,
- Maliyet bedeline eklenen kur farkları,
- Tamamlanmamış (yapılmakta olan) yatırımlar,
- Tamamen amortismanına tabi tutulmuş varlıklar,
- Hesap dönemi içinde aktife giren duran varlıklar,
- Sinema filmleri,
- Alamet farika hakları,
- Peştemalıklar,
- Özel maliyet bedelleri,
- İlk tesis taazzuv giderleri (ilk kuruluş ve örgütlenme giderleri).
- Organizasyon, etüd ve arama giderleri ile mahiyetleri ve amortisman süre ve tarzları itibarıyla bunlara benzeyen sair aktif kıymetler.¹⁰⁶

5. Yeniden Değerleme Oranı

Bir hesap dönemi sonu itibarıyla yapılacak değerlemede esas alınacak yeniden değerlendirme oranı, yeniden değerlendirme yapılacak yılın Ekim ayında (Ekim ayı dahil) bir önceki yılın aynı dönemine göre, Devlet İstatistik Enstitüsü'nün Toptan Eşya Fiyatları Genel Endeksi'nde meydana gelen ortalama fiyat artış oranıdır.

Bu oran Maliye Ve Gümrük Bakanlığı tarafından her yılın Aralık ayı içinde Resmi Gazete'de ilan edilir.¹⁰⁷

¹⁰⁵ Öztin AKGUÇ, İstanbul-1990, s.418

¹⁰⁶ Öztin AKGUÇ, İstanbul-1990, s.419-421

¹⁰⁷ Işıl BAŞAK, "Yeniden Değerleme Fonu Sermayeye Nasıl Eklenir?", **Ekonomik Bülten-Rehber**, (25-31 Mart 1991), s.10

6. Yeniden Değerlemenin Yapılışı Ve Değer Artışı

Yasaya göre bilânçonun aktifine dahil iktisadi kıymetler ve bu kıymetler için geçmiş yıllarda ayrılmış olan amortismanlar yeniden değerlemenin yapılacağı yıla ait oran ile çarpılmak suretiyle yeniden değerlendirilir.

V.U.K., yeniden değerlendirme sonucunda ortaya çıkan değer artışını hesaplamada, net değer artışı usulünü benimsemiştir. Anılan maddeye göre:

"Değer artışı, amortismanına tabi iktisadi kıymetlerin yeniden değerlendirilmesinden önceki net bilânço aktif değerlerinin, bu kıymetlere yeniden değerlendirme oranının tatbikinden sonra bulunacak net bilânço aktif değerlerinden indirilmesi suretiyle bulunur."

"Net bilânço aktif değeri, iktisadi kıymetlerin bilânçonun aktifinde yazılı değerlerinden, pasifte yazılı amortismanın indirilmesi suretiyle bulunan miktarı ifade eder."¹⁰⁸

Yeniden değerlendirme ile ilgili formül dizisinin şu şekilde ifadesi olasıdır:

Yeniden Değerleme Farkı = Sabit Kıymet Değeri x Yeniden Değerleme Oranı
 Sabit Kıymet Yeni Değeri = Sabit Kıymet Değeri + Yeniden Değerleme Farkı
 Fark Amortismanı = Birikmiş Amortisman x Yeniden Değerleme Oranı
 Yeni Amortisman = Birikmiş Amortisman + Fark Amortismanı
 Değer Artışı = Yeniden Değerleme Farkı - Fark Amortismanı

Yeniden değerlendirme ile ilgili bilgileri biraz daha somutlaştırmak için bir örnek vermek gerekirse:

Örnek:

Sabit kıymet değeri	: 2,100,000,000.- TL.
Birikmiş Amortisman	: 1,050,000,000.- TL.
Yeniden Değerleme Oranı	: %70.4 olarak kabul edilirse
Değer Artışı	: ?

teşebbüsün kendi kaynakları ile sağlanmış bulunduğunu ifade eder.¹⁰⁹

Bir başka tanıma göre öz kaynak, işletme sahibinin veya işletme ortaklarının işletme hizmetine tahsis ettikleri kendi öz sermayelerini ifade etmektedir.¹¹⁰

Öz sermayeyi daha geniş açıdan şu şekilde ifade etmek mümkündür. Öz kaynaklar, işletme sahiplerinin varlıklar üzerindeki değer olarak haklarını ifade eder. Bu tanımlamaya göre öz kaynaklar, işletme sahiplerinin kuruluşta veya sonradan işletmeye sermaye olarak koydukları varlıkların paraca değerleri ile, işletme kârlarından çeşitli amaçlarla işletmede bırakılmış kısımların toplamı, varsa geçmiş yıllar ve dönem zararlarının indiriminden sonra kalan tutardır.¹¹¹

2. Öz Kaynağın Hesaplanması

Öz kaynağın hesaplanmasına geçmeden evvel, bilânçolarda çok kullanılan "Genel Aktif", "Reel Veya Gerçek Aktif" ve "Net Aktif" terimlerinin anlamlarının açıklanmasında yarar vardır.¹¹²

Genel Aktif: Bilânçoların aktif tarafında yer alan her türlü hesaplarla ilgili rakamların meydana getirdiği genel toplama denir.

Reel Veya Gerçek Aktif: Genel aktif toplamından, gerçek aktif elemanlarından olmayıp aktifte yer işgal eden ve adına "varsayılan aktifler" denilen aktifleştirilmiş kıymetlerle (ilk tesis ve taazzuv giderleri, tamirler, etüd ve proje giderleri ve sermaye tescil masrafları gibi), pasif tanzim edici hesap tutarları (ödenmemiş sermaye, geçmiş yıl zararları) ve pasifte yer alıpta aktifi tanzim edici, başka bir ifade ile aktif değerleri bilânço gününde gerçek değerlerine indirgeyici özellik taşıyan amortismanlar, karşılıklar ve keşide olunan çekler gibi hesapların çıkarılmasından sonra kalan kısımdır.

Net Aktif: Gerçek aktiften gerçek borçların (işletmenin bilânçosunun pasif tarafında yer alan ve işletme için ödenmesi söz konusu olan borçlar) çıkarılması ile tesbit edilen tutar ise, net aktif veya öz sermayedir.

Konu, bilânçonun yapısı gözönünde tutulmak suretiyle ele alındığında, öz

¹⁰⁹ Mazhar HIÇŞAŞMAZ, **Bilânço Analiz Tekniği**, Ankara-1964, s.21

¹¹⁰ Sebahattin YILMAZ, **Envanter Ve Bilânço**, Erzurum-1987, s.287

¹¹¹ Ferruh ÇOMLEKÇİ-Celâl KEPEKÇİ, **Genel Muhasebe Ve Dış Raporlama**, Eskişehir-1987, s.187

¹¹² Sebahattin YILMAZ, **Bilânço Analizleri - Ders Notları-**, Ankara-1973, s.44

sermayenin hesabı için izlenmesi gereken yolun kısaca şu şekilde açıklanması mümkündür.¹¹³

- Önce bilânçonun reel (gerçek) aktifi bulunur. Gerçek aktifin hesaplanmasında çıkış noktası, bilânçonun aktif toplamıdır.

- Kalandan, ayrıca, aktifteki belli kalemleri bilânçonun çıkarıldığı tarihteki değerlerine indirgeyen hesap kalıntıları da (birikmiş amortismanlar ve karşılıklar) indirilir.

Bu işlemlerden sonra bulunan muhasebe verisi "gerçek aktif"i gösterir. Gerçek aktiften borçlar düşüldükten sonra da "net aktif" yani "öz sermaye" bulunur.

3. Öz Kaynağı Oluşturan Unsurlar

Kamu İktisadi Teşebbüslerinde, sermaye şirketlerinde özellikle anonim şirketlerin bilânçolarında öz sermaye, çeşitli hesaplarda ayrıntılı olarak yer almaktadır. Öz sermayeye ilişkin gruplamayı şu şekilde formüle etmek mümkündür:

- Esas (nominal) sermaye
- Ödenmemiş sermaye (-)
- Çıkarılmış veya ödenmiş sermaye
 - . adi hisse senetleri
 - . imtiyazlı hisse senetleri
- Yedek akçeler
 - . kanuni yedek akçe
 - . statü yedek akçe
 - . ihtiyari veya olağanüstü yedek akçe
- Yedek akçe niteliğindeki fonlar ve karşılıklar (özel yedekler)
- Yeniden değerlendirme değer artışları
 - . duran varlıklar değer artışı (değer artış fonu)
 - . iştirakler değer artış karşılığı
- Kârlar (veya dağıtılmamış kârlar)
 - . geçmiş yıl kârları
 - . dönem kârı
- Zararlar (-)
 - . geçmiş yıl zararları
 - . dönem zararı

¹¹³ Mazhar HIÇŞAŞMAZ, **Bilânço Ve Gelir Tabloları Analizi**, Ankara-1977, s.36-37

Öz sermayeyi oluşturan unsurların ayrı ayrı ele alınıp incelenmesi, konuya hakim olma açısından yararlı olacaktır.

3.1. Esas (nominal) sermaye

Kuruluşta, statü veya kuruluş kanunu ile işletmenin mali ihtiyaçlarına göre tesbit edilen sermayeye, nominal sermaye (itibari sermaye, esas sermaye) denilmektedir. Nominal sermaye, şirket statü hükümlerine göre belirlenmiş azami sermaye tutarını gösterir. Bu başlık altında gösterilen tutarla, şirket ortaklarının fiilen şirkete yatırmış oldukları değerlerin tutarı arasında fark olabilir. Diğer bir deyişle nominal sermayenin tamamının ödenmemiş olduğu durumlar vardır. Ticaret Kanunu'na görede, nominal sermaye, anonim şirketlerin kuruluşundan sonra birkaç muhasebe dönemini içine alan bir sürede ödenebilmektedir.

Nominal sermayenin tamamı ödenmemiş ise, bu durumun bilânçolarda açıkça gösterilmesi gerekir.

Sermaye Piyasası Kanunu, nominal sermaye kavramından farklı olarak Kayıtlı Sermaye sistemini getirmiştir. Kayıtlı Sermaye, anonim ortaklıkların, esas sözleşmelerinde hüküm bulunmak kaydıyla, yönetim kurulu kararı ile Türk Ticaret Kanunu'nun sermayenin artırılmasına ilişkin hükümlerine tabi olmaksızın hisse senedi çıkarabilecekleri azami miktarı gösteren, Ticaret Sicilinde tescil edilmiş sermayelerdir.¹¹⁴

3.2. Ödenmemiş sermaye (-)

Ödenmemiş sermaye, işletmenin nominal sermayesi ile ödenmiş sermayesi arasındaki farktır. T.T.K.'nun 463. maddesi, ödenmemiş sermayenin bilânçonun aktifinde gösterileceğini belirtir. Oysa, ödenmemiş sermaye gerçek bir aktif veya alacak değildir. Ödenmemiş sermaye, pasifi düzenleyici bir hesaptır ve net değer ve likidite bilânçosunda nominal sermayenin ödenmiş tutarının gösterilmesini olanaklı kılar. Ödenmemiş sermayenin ödenmesi için çağrıda bulunulursa, bu kez ödenmemiş sermaye alacağa dönüşür ve ortaklardan sermaye taahhüt alacakları gibi bir hesaba devredilir.¹¹⁵

3.3. Çıkarılmış veya ödenmiş sermaye

Esas sermaye ile ödenmemiş sermaye arasındaki fark, öz sermayenin asıl

¹¹⁴ Öztin AKGÜÇ, İstanbul-1990, s.159

¹¹⁵ Yüksel Koç YALKIN, s.157

unsuru olan ödenmiş sermayeyi verecektir. Bu da, hissedarların (şirket ortaklarının) fiilen işletmeye yatırdıkları kısmı gösterir.¹¹⁶

Pay sahipleri sermaye yükümlülüklerini yerine getirmek için, çeşitli iktisadi değerleri şirkete devrettikleri zaman, şirketin bütün varlıkları üzerinde hissedarlıkları doğar ve bu hakların tutarını ifade etmek için "ödenmiş sermaye" terimi kullanılmaktadır.¹¹⁷

S.P.K.'nın "Standart Genel Hesap Planı"nda ödenmiş sermaye dışında "Katılma İntifa Senetler Sermayesi"ne ayrı bir hesap tahsis edilmiştir.

Ödenmiş sermayeye ilişkin fonların kaynağı aşağıdaki pay senetleri olabilir:¹¹⁸

- Adi hisse senetleri,
- İmtiyazlı hisse senetleri.

3.3.1. Adi hisse senetleri

Adi hisse senetleri, basit bir tanımla, özel bir takım üstünlükleri veya hakları sağlamayan hisse senetleridir.¹¹⁹ Adi hisse senetlerinin içerdiği haklar şu biçimde özetlenebilir:

- Kâr veya zarara sermaye payı tutarında katılmak,
- Yönetime, yönetim kurulu üyelerini seçmek yoluyla katılmak,
- Şirketin tasfiyesine katılmak,
- Yeni pay senetleri ihracından satınalma bakımından öncelik hakkına sahip olmak.¹²⁰

3.3.2. İmtiyazlı hisse senetleri

Şirket ana sözleşmesi ile bazı hisse senetlerine kâr payı veya tasfiye halinde şirket mevcudunun dağıtılması ve sair hususlarda imtiyaz hakları tanımlanabilir. Bu tür hisse senetlerine imtiyazlı hisse senetleri denilmektedir.¹²¹

¹¹⁶ Ferruh ÇOMLEKÇİ, **Yıllık Rapor Ve Yatırım Analizi**, Ankara-1971, s.74

¹¹⁷ Öztin AKGÜÇ, İstanbul-1990, s.160

¹¹⁸ Yüksel Koç YALKIN, s.158

¹¹⁹ Kâzım KILINÇ, s.82

¹²⁰ Yüksel Koç YALKIN, s.158

¹²¹ Öztin AKGÜÇ, İstanbul-1990, s.161

İmtiyazlı hisse senetleri, adi hisse senetlerine karşılık bazı öncelik hakları tanıyan, buna karşılık adi pay senetlerinin sahip olduğu hakları olmayan hisse senetleridir. Bu hisse senetlerine verilen başlıca imtiyazlar şöyledir:

- Temettüde öncelik hakkına sahip olmak,
- Tasfiyede öncelik hakkına sahip olmak,
- Adi hisse senetleri ile değiştirmek hakkına sahip olmak.¹²²

3.4. Yedek akçeler

Yedek akçe deyimi, sermaye şirketlerinin bilânço dönemi kârlarından dağılmayarak çeşitli amaçları gerçekleştirmek veya işletmenin finansman gücünü artırmak amacıyla işletmede tuttukları kârları ifade eden kavramdır.¹²³

Yedekler, kârdan ayrılmış olmaları bakımından firmanın bir otofinansman unsurudur. Bu bakımdan, ayrılan yedeklerin kanuna, esas mukaveleye veya genel kurul kararlarına dayanmış olması, teşebbüs için farklı bir anlam taşımaz.¹²⁴

Şirketler, aşağıda açıklanan çeşitli nedenlerle elde ettikleri kârın bir bölümünü, yedek akçe olarak işletmede alıkoyarlar:

- İşletmenin devamlılığının ve gelişmesini sağlamak,
- Borçların zamanında ödenmesini sağlayarak, alacaklıların haklarını korumak,
- Dönem kârının belirlenmesindeki özneliği ortadankaldırmak veya azaltmak,
- Kredi sözleşmelerinden doğan yükümlülükleri yerine getirmek,
- İş hayatındaki belirsizlikten doğan riski azaltmak, gelecekteki olası zararları karşılamak,
- Varlıklarda olası (muhtemel) değer düşüşlerini karşılamak,
- Kâr dağıtımında istikrar sağlamak,
- İş hacminin gelişmesi nedeniyle artacak işletme sermayesi gereksinimini karşılamak.¹²⁵

Yedek akçeler kanuni, statü, özel ve olağanüstü yedek akçe olmak üzere üç gruba ayrılır:

¹²² Yüksel Koç YALKIN, s.158

¹²³ Sebahattin YILMAZ, Erzurum-1987, s.290

¹²⁴ Mazhar HIÇŞAŞMAZ, Ankara-1977, s.35

¹²⁵ Öztin AKGÜÇ, İstanbul-1990, s.165-166

3.4.1. Kanuni yedek akçe

Anonim şirketlerin, her yıl safî kârın yirmide birini, ödenmiş sermayenin beşte birini buluncaya kadar genel yedek akçe olarak ayırmaları zorunludur.¹²⁶

Kanuni yedek akçeler sermaye şirketlerine özgü bir kavramdır. T.T.K.'nun 466. maddesi bu şirketler için iki kanuni yedek akçe sistemi getirmiştir. Bunlardan ilki, kârın yüzde beşi oranında 1. kanuni yedek akçe, ikincisi ise birinci temettü hariç şirket ortaklarına fiilen dağıtılan kâr payının onda biridir. T.T.K.'nun yedek akçeler için getirdiği yedek akçe sistemi, anonim şirket şeklinde kurulan tüm şirketler için de, geçerli olduğu kuşkusuzdur.¹²⁷

3.4.2. Statü yedek akçe

Şirket sözleşmesinde, safî kârın belli bir oramında yedek ayrılacağı hükmü yer alabilir. Diğer bir deyişle, şirket esas sözleşme hükümlerine göre ayrılan yedeklerin tümüne statü yedekleri denir. Bu bakımdan. T.T.K.'nun tanıdığı haklardan yararlanarak, şirket esas sözleşmesine I. tertip kanuni yedek akçenin ödenmiş sermayenin beşte birine ulaştıktan sonra ayrılacağı hükmü konulursa, bu tür yedek akçenin ödenmiş sermayenin beşti birini aşan kısmı statü yedeğidir.¹²⁸

3.4.3. Özel ve olağanüstü yedek akçe

Şirket, geleceği ve faaliyetleri bakımından gerekli görürse, kanuni ve statü yedekleri dışında genel kurul kararı ile yedekler ayırabilir. Bu yedeklere, özel ve olağanüstü yedekler denilir.¹²⁹

Olağanüstü yedek akçeler, esas itibarıyla şirketin mali bünyesini kuvvetlendirmek ve şirketin finansman ihtiyaçlarını kısmen kârdan karşılamak amacı ile ayrılmakla beraber, aşağıdaki amaçlarla da ayrılmış olağanüstü yedek akçelere rastlanabilir.

- İstikrarlı bir kâr dağıtımı için,

¹²⁶ Atilla GÖNENLİ, **Finansal Tablolar**, İstanbul-1979, s.106

¹²⁷ Yılmaz ULUSOY, "Kanuni Yedek Akçeler Ve Üzerinden Ayrılacakları Kâr Payı", **Dünya**, (29 Nisan 1991), s.4

¹²⁸ Yüksel Koç YALKIN, s.160

¹²⁹ Yüksel Koç YALKIN, s.160-161

- Yatırımları yenilemek için,
- Büyük tamir giderlerini karşılamak için,
- İşçilere ödenecek tazminatları üstlenmek için,
- Olağanüstü amortisman yükünü hafifletmek için,
- Kendi kendini sigortalamakla ortaya çıkan yedek akçe.¹³⁰

3.5. Yedek akçe niteliğindeki fonlar ve karşılıklar

İşletmeler, çeşitli nedenlerle aktifle ilgisiz ve öz sermaye unsuru oluşturacak fonlar veya karşılıkları kârdan ayırabilirler. Bunlara, yedek akçe niteliğindeki fonlar ve karşılıklar denir.¹³¹

Yedek akçe niteliğindeki fonlar ve karşılıklara şu örnekler verilebilir:

- Gelecek dönemlerde ödenecek borçlar için ayrılan karşılıklar (borç servisi karşılıkları).
- Kredi sözleşmeleri gereği ayrılan karşılıklar.
- İktisadi varlıkların gelecekte uğrayabileceği olası değer kayıpları için ayrılan karşılıklar.
- Kapasiteyi artırma, modernizasyon için ayrılan karşılıklar.
- Beklenmeyen gider ve zararlar için ayrılan karşılıklar.
- İç sigorta fonu.
- Kâr dağıtımını istikrarlı hale getirmek için ayrılan serbest karşılıklar.
- Yasal olarak ayrılan amortismanların yetersizliğini giderebilmek için ayrılan yenileme karşılıkları veya fonları.
- Yabancı ülkelerdeki faaliyetler nedeniyle uğranılabilecek zararlar için ayrılan karşılıklar.
- Yatırım indirimi karşılıkları.
- Vergi yasalarına göre oluşturulan "yenileme fonları".¹³²

3.6. Yeniden değerlendirme değer artışları

Yeniden değerlendirme değer artışlarını, duran varlıklar değer artışı (değer artış fonu) ve iştirakler değer artış karşılığı olarak, ayrı ayrı incelemek yerinde olacaktır.

¹³⁰ Sebahattin YILMAZ, Erzurum-1987, s.292

¹³¹ Yüksel Koç YALKIN, s. 161

¹³² Öztin AKGÜÇ, İstanbul-1990, s. 173-175

3.6.1. Duran varlıklar değer artışı

Vergi Usul Yasası'nın mükerrer 298. maddesi hükmü gereği olarak bilânço esasına göre defter tutan gelir ve kurumlar vergisi yükümlüleri bilânçolarına dahil bulunan amortismanına tabi iktisadi kıymetleri ve bu kıymetler üzerinden ayrılmış olup, bilânçolarının pasifinde gösterilen amortismanları, her hesap dönemi sonu itibarıyla yeniden değerleyebilmektedirler.¹³³

Amortismanına tabi maddi duran varlıkların yeniden değerlemeden sonraki ve önceki net değerleri arasındaki farka değer artışı denir ve "Değer Artış Fonu Hesabı"nda muhasebeleştirilir.

İşletmeler, duran varlıklarını kısmen veya tamamen yeniden değerlemeye tabi tutarlar. Kanun, yeniden değerlemeye tabi duran varlıkların kapsamını şu biçimde ifade etmiştir: Gayri menkuller (boş arazi ve boş arsa dışında), bağımsız olarak amortismanına tabi tutulan gayrimenkullerin her biri ve teferruatı mahiyetinde olan iktisadi kıymetler, tesisat ve makineler, gemiler, diğer taşıt araçları ve demirbaşlar.¹³⁴

3.6.2. İştirakler değer artış karşılığı

Kurumlara ait iştirak payları ve pay senetleri, iştirak edilen şirketlerin bilânçolarını yeniden değerlemeleri ve değer artışlarını sermayeye eklemeleri halinde yeniden değerlendirilme kapsamına girer.

Kurumlar vergisi mükellefi olan sermaye şirketleri ile İktisadi Devlet Teşekküllerine ait olan iştirak payları ve pay senetleri yeniden değerlendirilecek iştirak paylarını oluşturur. Yeniden değerlendirme yapan kurumun sermayesine iştirak eden işletmeye, payı oranında bedelsiz pay senedi veya iştirak payı verilir. İştirak eden işletme aldığı pay kadar bilânçosunun aktifinde görülen artış kadar bir tutarı, bilânçonun pasifinde bir özel karşılık hesabında göstermek zorundadır.¹³⁵

3.7. Kârlar

Kârlar kalemi dönem kârı ve geçmiş yıl kârları olarak ikiye ayrılır. Bunlardan

¹³³ Veysi SEVİĞ, "Yeniden Değerleme Tablolarının Onaylanması", **Dünya**, (12 Aralık 1990), s.5

¹³⁴ Yüksel Koç YALKIN, s.162-163

¹³⁵ Yüksel Koç YALKIN, s.164

dönem kârı, öz kaynağın pozitif bir unsuru olarak kapanan dönemin faaliyet sonucu olan vergi öncesi net kârdır. İlk yıl bu kâr öz kaynağa olduğu gibi girerken, ertesi dönem ödenecek temettüleri ve ödenecek vergiler ayrıldıktan sonra yedekler ile kalırsa geçmiş yıl kârları üzerinden öz kaynakta yerini korumaya devam eder.¹³⁶

Dağıtılması hususunda şirket genel kurulu tarafından çeşitli nedenlerden ötürü karar alınmayan geçmiş yıllar ve dönem kârı, dağıtılmamış kârları oluşturur.¹³⁷ Cari dönem kârı ve geçmiş dönem kârları toplamından, hesaplanan vergilerle değişik amaçlarla ayrılan çeşitli yedek akçeleri ayrıldıktan sonra, kalan kısım dağıtılmamış kârlardır.¹³⁸

3.8. Zararlar (-)

Zarar, geniş anlamı ile, belli bir hesap döneminde işletmenin giderler toplamının, o dönemde elde edilen hasılat ile karşılanamamış kısmını gösterir.¹³⁹

Zararlar kalemi, dönem zararı ve geçmiş yıl zararları olmak üzere ikiye ayrılır. Bir dönemin zararı o yılın bilançosunda olduğu gibi görülür, ertesi yıl kârlarla mahsup edilmediyse "geçmiş yıllar zararları" içinde yer almaya devam eder. Zararlar öz kaynaklar grubunun negatif bir unsurudur, doğuşu nedeni ne olursa olsun arzulanmayan bir kalem değerdir; işletmenin mali durumunu zayıflatır.¹⁴⁰

D- ÖZELLEŞTİRİLECEK KURULUŞLARA AİT HİSSE SENEDİNİN FİYAT TESBİTİ

I. Hisse Senedi Fiyat Tesbitinde Kullanılan Yöntemler

1.Yöntemler

Hisse senetlerinin değerlendirilmesi amacıyla başlıca üç yaklaşım geliştirilmiştir. Bunlar:

- Temel (ekonomik) analiz

¹³⁶ Sabri BEKTÖRE-Ferruh ÇÖMLEKÇİ, **Mali Tablolar Analizi**, Eskişehir-1989, s.24-25

¹³⁷ Yüksel Koç YALKIN, s.164

¹³⁸ Sebahattin YILMAZ, Erzurum-1987, s.292

¹³⁹ Öztin AKGÜÇ, İstanbul-1990, s.176

¹⁴⁰ Sabri BEKTÖRE-Ferruh ÇÖMLEKÇİ, s.25

- Teknik analiz
- Etkin piyasalar varsayımı ve rastgele yürüyüş teorisidir.

a. Temel (ekonomik) analiz

Ekonomik analizde amaç, şirketin kazanç potansiyelini etkileyen temel faktörlerin incelenmesi yoluyla hisse senedinin kalitesi ve sonuç olarak hisse senedinin gerçek değerinin saptanmasıdır.¹⁴¹ Bir başka deyişle, bir hisse senedinin beklenen getirisini ve riskini tahmin edebilmek için, o hisse senedi ve ait olduğu firma hakkındaki her türlü bilginin değerlendirilmesi ile ilgili yöntemdir.¹⁴²

Temel menkul kıymet analizi yapılmasında amaç, bir menkul kıymetin gerçek değerini saptamaktır. Gerçek değer bir finansal varlığın doğru (tam) iktisadi değeridir. Bu doğru iktisadi değer şirketin gelirlerinin içinde bulunulan ve gelecekte beklenen ekonomik koşullar altında tahminine bağlıdır. Tahmin edilen bu değer menkul kıymetlerin "doğru değeridir", değişik muhasebe uygulamalarından veya pazardaki geçici dengesizliklerden etkilenmez.¹⁴³

b. Teknik analiz

Teknik analiz, piyasanın oluşması ile hisse senedi değerleri arasındaki farka dayandırılır. Hisse senetleri ya da piyasanın, şirketlerden bağımsız olarak kendine göre bir gidişi vardır.¹⁴⁴

Teknik analiz yaklaşımında; yatırımcıların zaman içinde hep aynı davranışları tekrarlayacağı, dolayısıyla geçmişin alım-satım trendlerinden geleceğin fiyat hareketlerinin tahmininde yararlanılabileceği varsayımı sözkonusudur.¹⁴⁵

¹⁴¹ İsmet BARUTÇUGİL, "Yatırım Analizi Nasıl Yapılır?", **Kapital-Broker-**, (Kasım 1990), s.11

¹⁴² İshak ERDOĞAN, "Şirketlerin Temel Analizleri Nasıl Yapılır?", **Kapital-Broker-**, (Nisan 1991), s.12

¹⁴³ Semih BÜKER, **Anonim Şirketlere Yapılacak Yatırımlarda Hisse Senetlerini Değerleme Yöntemleri**, Eskişehir-1976, s.13

¹⁴⁴ Abdurrahman YILDIRIM, **Borsanın ABC'si**, İstanbul-1990, s.57

¹⁴⁵ M. Berra ALTINTAŞ, s.169

c. Etkin piyasalar varsayımı ve rastgele yürüyüş teorisi

Diğer bir hisse senedi değerlendirme yaklaşımı olan "etkin piyasalar varsayımı ve rastgele yürüyüş teorisi"nde, etkin piyasaların tam rekabet piyasasına benzer bir takım koşulları taşıması gerektiği ve böyle bir piyasada bir menkul kıymetin herhangi bir andaki fiyatının o menkul kıymetle ilgili bütün bilgileri yansıttığı kabul edilir. Rastgele yürüyüş teorisi, etkin piyasalar varsayımının özel bir halidir.¹⁴⁶

2. Özelleştirilecek kuruluşlara ait hisse senedinin fiyat tesbitinde kullanılacak yöntemler

Teknik analizden yararlanabilmek için organize bir ikinci el piyasanın (borsanın) piyasa göstergelerini geliştirmeye ve çıkarımlar yapmaya yeterli bir süre boyunca, süreklilik, istikrar ve yatırımcılara güven sağlayacak bir iş hacminde çalışması gereklidir. Şu anda, özelleştirme programı kapsamında olan KİT'lerin hisse senetlerinin ilk defa halka arzı söz konusu olduğundan, bu kuruluşlara ait hisse senetleri için piyasa göstergelerinden yararlanmak, yani teknik analiz yaklaşımıyla olması gereken fiyatı belirlemek mümkün değildir.

Hem Türkiye'de sermaye piyasasının mevcut durum itibarıyla, etkin bir piyasanın özelliklerini taşınamaması, hemde özelleştirilecek kuruluşların hisse senetlerinin piyasa fiyatlarının var olmaması (borsada işlem görmemesi) nedenleriyle, etkin piyasalar varsayımı ve rastgele yürüyüş teorisinin de bu kuruluşlara ait hisse senetlerinin değerlendirilmesinde bir katkı sağlamayacağı açıktır.

Özelleştirme kapsamına alınan KİT'lere ait hisse senetlerinin değerlerinin belirlenmesinde yararlanılabileceği düşünülen yöntem "**temel analiz**" yaklaşımıdır.¹⁴⁷

II. Temel Analiz

1. Temel analizin aşamaları

Temel analiz yönteminde ekonomi, sektör ve firma (işletme) analiz yapılır. Bu

¹⁴⁶ M. Berra ALTINTAŞ, s.169

¹⁴⁷ M. Berra ALTINTAŞ, s.169-170

çalışmalardan elde edilecek veriler hisse senedi değerlemede temel oluşturacak bilgilerdir. ¹⁴⁸ Yani, ilgili incelemeler sonucu bulunacak değerler, çeşitli değerlendirme modellerine uygulanarak hisse senedinin gerçek değeri tahmin edilir. ¹⁴⁹

1.1. Ekonomi analizi

Temel analizde öncelikle, ülke ekonomisinin içinde bulunduğu durum incelenir. Ülke ekonomisi güçlü ve büyüme süreci içerisinde ise, para piyasalarında belirsizlik yoksa, politik istikrar sağlanmışsa, o ülkede hisse senedine yatırım yapılabilir. Ekonominin kötüye gitme ya da durgunluk aşamasına girmesi durumunda ise hisse senedi yatırımı cazip ve kârlı olmaz. Ekonominin bazı temel göstergelerini, yatırımcı çok yakından takip etmelidir. ¹⁵⁰

Genel ekonomik durumla ilgili olarak şu göstergeler ve bunlardaki değişimler bir fikir verebilecek düzeydedir:

- a. Gayri safi milli hasıla,
- b. Kişi başına harcanabilir gelir,
- c. Para arzı,
- d. Faiz oranları,
- e. Dış ticaret ve ödemeler dengesi açıkları,
- f. Kamu kesimi harcamaları,
- g. Enflasyon,
- h. İşsizlik,
- i. Sabit yatırım harcamaları,
- i. İnşaat endüstrisindeki gelişmeler,
- j. Para ve maliye politikaları, ¹⁵¹
- k. Halka açılmış şirketlerin kârlılık durumları,
- l. Bankalarda toplanan tasarrufların tutarı. ¹⁵²

1.2. Sektör analizi

Ekonominin genel gidişatı hakkında bir fikir sahibi olan yatırımcı, artık bu tahminlerinden yararlanarak uygun endüstrileri seçmeye hazırdır. Endüstri analizi,

¹⁴⁸ Abdurrahman YILDIRIM, s.51

¹⁴⁹ İshak ERDOĞAN, s.12

¹⁵⁰ Talât ÖZALP, **Yatırımcının Borsa Danışmanı**, Ankara-1991, s.33

¹⁵¹ A. Gültekin KARASIN, **Sermaye Piyasası Analizleri**, Ankara-1987, s.4

¹⁵² Yılmaz EROLGAÇ, **Hisse Senetleri Ve Tahviller -Bunlara İsbetli Yatırım Yapmanın Yolları-**, İstanbul-1976, s.35

değişik endüstrilerle ilgili beklentiler üzerinde yoğunlaşarak ortaklık analizi için bir çerçeve oluşturur. Bir başka deyişle bir endüstrinin performansı, o endüstriye dahil ortaklıkların iyi bir göstergesidir.¹⁵³

Sektörlerin geçmişteki durumları, gelecekte nasıl bir performans gösterebilecekleri, pazar payları, ihracat imkânları incelenerek, yatırım yapılacak sektörler hakkında bir yargıya varılır.

Yatırım yapılacak sektör ya da sektörler belirlendikten sonra, o sektör ya da sektörlerdeki firmalar tek tek ele alınarak incelenir. Firmaların:

- a. Pazar payları (fazla olanlar),
- b. Rekabet güçleri (güçlü olanlar),
- c. Kârlılık durumları, kâr dağıtım şekli, (kârlı olanlar tercih edilir),
- d. Ürettikleri mal ve hizmetlerin maliyeti (düşük olanlar),
- e. Ödenmiş sermayeleri (küçük olanlar tercih edilir),
- f. Kayıtlı sermaye sistemine tabi oluşu,
- g. Patent, imtiyaz sahibi oluşu,
- h. Likidite durumu,
- ı. Şirket bilançoları ve gelir tablolarından elde edilen bazı oranların (temel analiz oranları) incelenmesiyle senetlerin gerçek değerleri,
- j. Hisse senedi defter değeri,
- k. Borsadaki çizgisi,

ayrıntılı bir şekilde araştırılır.¹⁵⁴

1.3. Firma (işletme) analizi

Firma analizi, firma (işletme) ile ilgili nitel ve nicel faktörlerin incelenmesine yöneliktir. Bir taraftan firmanın ürettiği mal ve hizmetler, bunların niteliği ve muhtemel talep durumları, pazar payı, firma yönetiminin kalitesi gibi firmayla ilgili nitel faktörler değerlendirilirken, diğer taraftan da firmanın finansal yönü olan geçmiş dönemlere ait finansal tabloların analizi yapılarak, firmanın finansal performansının ölçülmesi gibi nicel faktörler değerlendirilir.¹⁵⁵

Kısaca özetlemek gerekirse, bu analizle şirketin gelecekteki performansı

¹⁵³ İshak ERDOĞAN, s.12

¹⁵⁴ Talât ÖZALP, s.33-34

¹⁵⁵ İshak ERDOĞAN, s.12

tahmin edilmeye ve hisse senedi değeri belirlenmeye çalışılmaktadır.¹⁵⁶

Oranlar aracılığıyla bu şekilde yapılan firma analizi sonuçları, firmanın finansal profili hakkında uygulayıcıyı yanıltabilir. Firmanın mali bünyesi olduğundan daha iyi veya kötü durumda olabilir. Reel bir firma analizi için, firmanın bilançosunun analize uygun hale getirilmesi gereklidir. Firma bilançosunun analize uygun hale getirilmesiyle, firma analizi anlam kazanmış olacaktır.

1.3.1. Oran analizleri

Finansal performansın ölçülmesinde kullanılan tekniklerin en klasik olanı ve en çok bilineni, oran analizidir. Oran analizini iki şekilde gerçekleştirmek mümkündür:

Bunlardan ilki, belli bir yıl için analizi yapılacak ortaklığın oranları hesaplanır ve bu oranlar, o faaliyet koluna ait standart oranlarla karşılaştırılır. Bu tür analize "kesit analizi" denir.

Analizin diğer şekli, belli bir zaman dönemi için firmaya ait oranları hesaplamak ve oranların zaman içindeki eğilimini inceleyerek firmanın finansal durumunu değerlendirmektir. Bu analize "trend analizi" denir.¹⁵⁷

a) Likidite oranları

Likidite oranları en yalın tanımıyla şirketin parasal gücünün borç ödeyebilme gücünü ölçer.¹⁵⁸

aa. Cari oran

Bu oran, cari varlıkların cari borçlara oranıdır ve işletmenin kısa vadeli borçlarını ödeme yeteneğini gösterir.

¹⁵⁶ Abdurrahman YILDIRIM, s.54

¹⁵⁷ İshak ERDOĞAN, s.12

¹⁵⁸ _____ "Bilanço Kavramları Yatırımcıya Neler Anlatıyor?", **Ekonomik Bülten-Rehber-**, (17-23 Haziran 1991), s.10

$$\text{Cari Oran} = \frac{\text{Cari Varlıklar}}{\text{Cari Borçlar}}$$

Çalışma sermayesinin yeterli olduğunun söylenebilmesi için, genel bir kural olarak işletmelerin cari varlıklarının borçlarının iki (2:1) katı olması istenir.¹⁵⁹

ab. Likit oran

Formülden anlaşılacağı gibi bu oranın cari orandan tek farkı kesrin payında stoklara yer verilmemesidir. Bunun nedeni stokların nakde dönüşümlerini zor olmasıdır. Başka bir deyişle, stokların satış gibi henüz önemli bir olayı geçirmemiş varlık unsuru olmaları ve satış takiben paranın işletmeye dönmesinin borçların vadesine oranla daha fazla zaman alacağıdır.

Bu oranın 1 veya 1'den büyük olması iyi olarak kabul edilmektedir. Oranın 1'in altına düşmesi, kısa vadeli borçların ödenmesi açısından bir tehlike işareti olarak kabul edilmektedir.¹⁶⁰

ac. Nakit oran

Nakit veya nakide kolay dönüşebilen değerlerin, kısa vadeli borçları ödeme gücünü gösterir.

$$\text{Nakit Oran} = \frac{\text{Kasa} + \text{Bankalar} + \text{Serbest Menkul Değerler}}{\text{Kısa Vadeli Borçlar}}$$

Bu oran %25'in altına düşmemelidir. Ancak oran çok yüksekte olmamalıdır. %50 civarında olması kabul edilebilir.¹⁶¹

b) Mali oranlar

Finansal yapı (mali bünye) ile ilgili oran analizinde firmanın dış kaynaklarla öz kaynakların bileşimine ilişkin finanslama politikaları değerlendirilir.¹⁶²

¹⁵⁹ Semih BÜKER-Rıza AŞIKOĞLU, s.34,36

¹⁶⁰ Ali CEYLAN, *İşletmelerde Finansal Yönetim*, Bursa-1991, s.29

¹⁶¹ Talât ÖZALP, s.35

¹⁶² Niyazi BERK, s.27

ba. Toplam borçların özsermayeye oranı

$$\text{Toplam Borçların Özsermayeye Oranı} = \frac{\text{Toplam Borçlar}}{\text{Özsermaye}}$$

Borçlanma katsayısı olarak da nitelendirilen bu oran, firmanın borçlanma yoluyla sağladığı yabancı kaynak ile, firma sahip veya sahiplerinin kattığı sermaye arasındaki ilişkiyi gösterir.¹⁶³

bb. Kısa vadeli borçların özsermayeye oranı

$$\text{Kısa Vadeli Borçların Özsermayeye Oranı} = \frac{\text{Kısa Vadeli Borçlar}}{\text{Özsermaye}}$$

Kısa vadeli borçların, özsermayenin yüzde kaçına eşit olduğunu gösteren bu oran %35'den küçük olmalıdır.¹⁶⁴

bc. Faiz karşılama oranı

$$\text{Faiz Karşılama Oranı} = \frac{\text{Vergiden Önceki Net Gelir} + \text{Ödenen Faiz}}{\text{Ödenen Faiz}}$$

Bu oran, işletmenin yıllık faiz yükümlülüklerini karşılama da zorluklarla karşılaşmaksızın gelirlerin ne kadar azalmasına izin verilebileceğini gösterir.¹⁶⁵

bd. Kısa vadeli borçların toplam borçlara oranı

Kısa süreli borçların toplam borçlara oranı, bir firmanın borçlarının süre yapısı hakkında bir görüş verir. Aktif toplamı içinde dönen varlıkları görel olarak daha yüksek pay taşıyan firmalarda, emek yoğun teknoloji kullanan endüstri kollarında, kısa süreli borçların toplam borçlar içindeki payının yüksek olması olağandır.

Ülkemizde, uzun süreli yabancı kaynak sağlamada oluşan güçlükler nedeniyle, firmalarda kısa süreli borçlar/toplam borçlar oranı genelde %70'in üstündedir.

¹⁶³ Öztin AKGÜÇ, İstanbul-1989, s.40-41

¹⁶⁴ Talat ÖZALP, s.36

¹⁶⁵ Semih BUKER-Rıza AŞIKOĞLU, s.40

Bazı endüstri kollarında bu oranın %90 dolaylarına kadar yükseldiği gözlenmektedir.¹⁶⁶

be. Sabit değerlerin özsermayeye oranı

Sabit değerler/özsermaye oranı, sabit varlıkların ne ölçüde öz kaynaklarla finanse edildiğini gösterir. Sabit varlıklar denildiğinde net sabit varlıklar toplamı anlaşılmalıdır.

Bu oranın ne olacağı sorusunun cevabı, işletmeden işletmeye değişmektedir. İleri teknoloji kullanan işletmelerle büyük kamu işletmelerinde ilk yıllarda bu oran 1'den büyük olabilir.¹⁶⁷

bf. Kaldıraç oranı

Bu oran genellikle borç ya da kaldıraç oranı olarak bilinir ve borç verenlerin sağladığı toplam fonların yüzdesini ölçer.

$$\text{Kaldıraç Oranı} = \frac{\text{Toplam Borç}}{\text{Toplam Varlıklar}}$$

Toplam borç/toplam varlıklar oranının %50'nin üstüne çıkmaması gerektiği söylenmektedir. Fakat bu ülkeden ülkeye ve endüstriden endüstriye değişebilir. Örneğin Türkiye gibi gelişmekte olan bir ülkede, özsermaye sağlanmasının güçlükleri (sermaye pazarının gelişmemiş oluşu, işletmelerin görece olarak küçük olmaları sonucu otofinansman olanaklarının sınırlı oluşu nedenleriyle) bu oranın %50'nin üstünde olmasının normal karşılanmasına yol açabilir.¹⁶⁸

c) Kârlılık oranları

Kârlılık oranları işletmelerin faaliyetleri sonucunda elde ettikleri başarıyı ölçmeye yarayan oranlardır.

Bir işletmenin elde ettiği kârın yeterli olup olmadığı konusu şu faktörlere göre tesbit edilmeye çalışılır:

¹⁶⁶ Öztin AKGÜÇ, İstanbul-1990, s.295

¹⁶⁷ Ali CEYLAN, s.33

¹⁶⁸ Semih BÜKER-Rıza AŞIKOĞLU, s.38-39

- Sermayenin alternatif alanlarda kullanılmasıyla elde edilecek gelir,
- İşletmenin son yıllarda elde ettiği kârların gelişim seyri,
- Genel ekonomik koşullar ve ekonominin içindeki bulunduğu durum,
- Aynı endüstri kolundaki benzer işletmelerin kâr oranları.¹⁶⁹

ca. Satışların kârlılığı

Satışların kârlılığı brüt ve net olarak hesaplanabilir. Satışların kârlılığının net olarak tesbit edilebilmesi analiz açısından daha uygun olacaktır.

Satışlar üzerinden kârlılığa literatürde net kâr oranı denilmektedir. Net kâr oranı, net kârın (vergiden sonraki kârın), net satışlara bölünmesiyle hesaplanır.

$$\text{Net Kâr Oranı} = \frac{\text{Net Kâr}}{\text{Net Satışlar}}$$

Bu oran işletme faaliyetlerinin net verimliliği konusunda bilgi verir. Bu oran için bir standart mevcut değildir ancak, büyük sanayi işletmelerin de bu oranın %4 ile %6 arasında olmasının uygun olacağı ileri sürülmektedir.¹⁷⁰

cb. Toplam varlıkların kârlılığı

Bu oran, vergiden sonra net kârın toplam varlıklar ile bölünmesiyle bulunur ve işletmenin yatırımının kârlılığını gösterir. Bu oran, işletme varlıklarının finansman biçimine bağlı olarak yıldan yıla değişiklikler gösterebilir, çünkü işletmenin ödediği vergi ve faizler net kârın hesabında kârdan indirilir. Net kârdaki değişiklikler, satış miktarı aynı kalmak koşuluyla, incelenen oranın değişmesine yol açabilir. Toplam varlıklarını daha büyük oranda yabancı sermaye (kaynak) ile finanse eden işletmelerde bu oranın düşük olması olağandır.¹⁷¹

cc. Özsermaye kârlılığı

Özsermaye kârlılığı oranı, firma sahip veya sahipleri tarafından sağlanan sermayenin bir birimine düşen kâr nisbetini ortaya koyar.

¹⁶⁹ Ali CEYLAN, s.43

¹⁷⁰ Adem ÇABUK, **Finansal Tablolar Analizi**, Bursa-1989, s.130-131

¹⁷¹ Semih BÜKER-Rıza AŞIKOĞLU, s.47

$$\text{Özsermaye Kârlılığı} = \frac{\text{Net Kâr}}{\text{Özsermaye}}$$

Bir firmanın özsermaye kârlılığı bileşkenleri, aktif kârlılığı ve özsermaye çarpanı olarak da iki ögeye ayrılabilir:

$$\text{Özsermaye Kârlılığı} = \text{Aktif Kârlılığı} \times \text{Özsermaye Çarpanı}$$

$$\frac{\text{Net Kâr}}{\text{Özsermaye}} = \frac{\text{Net Kâr}}{\text{Aktif Toplamı}} \times \frac{\text{Aktif Toplamı}}{\text{Özsermaye}}$$

Yukarıdaki formül, özsermaye kârlılığının, firmanın aktif kârlılığı ile finans yapısına bağlı olduğunu ortaya koymaktadır.¹⁷²

d) Faaliyet oranları

Faaliyet oranları, bilânço kalemleri ile gelir tablosu kalemleri-genellikle satışlar- arasındaki ilişkiye dayanırlar ve çeşitli hesapların satışlar ya da nakit olarak geri dönme çabukluğunu ortaya koyarlar.¹⁷³

da. Aktif devir hızı

Aktif devir hızı net satışların net aktif toplamına bölünmesi suretiyle hesaplanır.

$$\text{Aktif Devir Hızı} = \frac{\text{Net Satışlar}}{\text{Aktif Toplamı}}$$

Bir bütün olarak aktiflerin etkin kullanılıp kullanılmadığını ölçmede kullanılan bir orandır. Oranın büyük sanayi işletmelerinde 2, küçük sanayi işletmelerinde ise 2-4 arasında olmasının uygun olacağı ileri sürülmektedir.¹⁷⁴

¹⁷² Öztin AKGÜÇ, İstanbul-1989, s.65

¹⁷³ Niyazi BERK, s.29

¹⁷⁴ Adem ÇABUK, s.128

db. Alacak devir hızı

Alacak devir hızı, bir hesap dönemi içindeki kredili satışlar tutarının senetli ve senetsiz ticari alacaklar toplamına bölünmesi suretiyle hesaplanmaktadır.

$$\text{Alacak Devir Hızı} = \frac{\text{Kredili Satışlar Tutarı}}{\text{Ticari Alacaklar}}$$

Bir işletmenin alacak devir hızı hesaplanırken uygulamada karşılaşılan en önemli sorunlardan biri, kredili satış tutarının saptanamamasıdır. Bu durumda kredili satışlar tutarı yerine, işletmenin hesap dönemindeki toplam satış rakamı kullanılabilir.¹⁷⁵

dc. Stok devir hızı

Bu oran, stokların kullanılmalardaki etkililiği ölçmekte olup şu şekilde hesaplanır:

$$\text{Stok Devir Hızı} = \frac{\text{Satışlar (Net)}}{\text{Stoklar}}$$

Stoklar maliyetle ifade edildiğinden payda satışlar yerine satışların maliyetinin alınması tercih edilir. Satışların maliyeti rakamının yokluğu karşısında net satış hasılatı rakamını ifade eden satışlar kullanılır.

Stoklar ise, ortalama stokları ifade eder ve şu şekilde hesaplanır:

$$\text{Ortalama Stok} = \frac{\text{Dönem Başı Stoklar} + \text{Dönem Sonu Stoklar}}{2}$$

Stok devir hızı oranı için norm bir oran olmamakla beraber büyük sanayi işletmelerinde 8 olmasının uygun olacağı belirtilmektedir. Uygulamada, bu oranın 2 ile 18 arasında değiştiği görülmektedir.

Sanayi işletmelerinde stok devir hızı, üç oran tarafından desteklenmektedir:

$$\text{Mamul Stokları Devir Hızı} = \frac{\text{Satılan Mallar Maliyeti}}{\text{Mamul Stokları}}$$

¹⁷⁵ Öztin AKGÜÇ, İstanbul-1990, s.305-307

$$\text{Yarı Mamul Stokları Devir Hızı} = \frac{\text{İmalât Maliyeti}}{\text{Yarı Mamul Stokları}}$$

$$\text{Hammadde Stokları Devir Hızı} = \frac{\text{Kullanılan Hammadde}}{\text{Hammadde Stokları}}$$

Bu oranların incelenmesi, ağır hareketli stok kalemlerinin hangi stoklara ait olduğunu ortaya koyar.¹⁷⁶

e) Hisse başına bilgiler

Bu kısımda hisse başına net kâr, bir hissenin defter değeri, hisse başına temettü, hisse başına verim ve temettü veriminin tesbiti yer almaktadır.¹⁷⁷

$$\text{Hisse Başına Net Kâr} = \frac{\text{Net Kâr}}{\text{Hisse Sayısı}}$$

$$\text{Defter Değeri} = \frac{\text{Özkaynaklar}}{\text{Hisse Adedi} \left(\frac{\text{Ödenmiş Sermaye}}{1000} \right)}$$

$$\text{Hisse Başına Temettü} = \frac{\text{Dağıtılacak Toplam Kâr}}{\text{Dönem Sonu Hisse Senedi Sayısı}}$$

$$\text{Hisse Başına Verim} = \frac{(\text{Dönem Sonu Fiyat} - \text{Dönem Başı Fiyat}) - \text{Hisse Başına Temettü}}{\text{Dönem Başı Fiyat}}$$

$$\text{Temettü Verimi} = \frac{\text{Dönem İçinde Ödenen Hisse Başına Temettü}}{\text{Hisse Senedinin Dönem Başı Fiyatı}}$$

¹⁷⁶ Yüksel Koç YALKIN, s.267-268

¹⁷⁷ Talât ÖZALP, s.38

2. Temel analiz yapıları

Bir hisse senedinin gerçek değeri tahminleri iki ayrı genyöntemle belirlenmektedir. Bunlar, gelirlerin kapitalize edilmesi ve kâr paylarının kapitalize edilmesi genyöntemleridir. Bu nedenle hisse senetlerinin gerçek değerlerinin bulunabilmesi için gelirlerin ve kâr paylarının doğru olarak saptanması gereklidir. Gelirlerin ve kâr paylarının kapitalize edilmesi genyöntemlerinden hangisi seçilmiş olursa olsun, belirli bir hisse senedi için aynı sonucu vermeleri gerekir.¹⁷⁸

2.1. Gelirlerin kapitalize edilmesi

Bir menkul kıymetin gerçek değeri bu menkul kıymetin getireceği gelirlerin şimdiki değeridir. Temel menkul kıymet analizi, bir hisse senedinin gerçek değerini tahmin etmek için pay başına normal hale getirilmiş gelirleri fiyat-gelir oranı veya gelir çarpanı ile çarpar.¹⁷⁹

Temel analizde öncelikle gelirin tesbit edilmesi gereklidir. Yani kapital değerini tayin eden gelirdir. Gelirin kapitalize edilmesiyle satış değeri ortaya çıkar.¹⁸⁰

Temel menkul kıymet analizinin yapılabilmesi için önce normal hale getirilmiş gelirlerin bulunması, bundan sonra da fiyat-gelir oranı, gelir çarpanı veya kapitalizasyon oranının bulunması gerekir.¹⁸¹

2.2. Kâr paylarının kapitalize edilmesi

Temel menkul kıymet analizcinin gerçek değeri tahmin ederken yapabileceği ikinci hesaplama kâr paylarını kapitalize etmektir. Burada da hisse senedi başına kâr paylarının, kâr payı çarpanının veya kapitalizasyon oranının bulunması önemlidir.¹⁸²

¹⁷⁸ Semih BÜKER, s.14

¹⁷⁹ Semih BUKER, s.14

¹⁸⁰ Haydar KAZGAN, "Çift Kağıtla Borsa Oynanmaz", **Para**, (7-13 Ekim 1990), Sayı: 37, s. 35

¹⁸¹ Semih BÜKER, s.15

¹⁸² Semih BÜKER, s.15

3. Kapitalizasyon oranının tesbiti

İşletme yönetiminde kapitalizasyon çeşitli anlamlar taşır. En geniş anlamıyla kapitalizasyon gelirden hareket ederek bu geliri sağlayan iktisadi kıymetin bulunmasıdır.¹⁸³

Şirkete ait gelir ve kâr payları hesaplandıktan sonra sıra, bu gelir ve kâr paylarının çarpılacağı gelir veya kâr payı çarpanlarının bulunmasına gelir. Kapitalizasyon oranının belirlenmesi için şirketin risk durumunun açıklığa kavuşması gerekir, çünkü kapitalizasyon oranı risk ile doğrudan orantılıdır. Risk arttıkça kapitalizasyon oranı da artar, risk azaldıkça kapitalizasyon oranı da azalır. Kapitalizasyon oranının kararlaştırılmasından önce risk durumunun bilinmesine gerek vardır. Bu nedenden dolayı öncelikle risk, kaynakları ve ölçülmesi üzerinde durmak isabetli bir yaklaşım olacaktır.¹⁸⁴

4. Risk, kaynakları ve ölçülmesi

4.1. Riskin tanımı

Risk, karar vericinin olayla ilgili muhtemel tüm sonuçları bilebilmesi ve bu sonuçların gerçekleşmesi konusunda olasılıkları da tahmin edebilmesidir.¹⁸⁵

Bir yatırımın riski, o yatırımdan sağlanacak getirinin önceden kesin olarak bilinmemesi nedeniyle ortaya çıkar. Burada, getirilerin bir olasılık dağılımına sahip olduğu varsayılır. Bir menkul kıymetin riski ise geçmiş dönemlerdeki getirilerinin standart sapmasıyla ölçülür.¹⁸⁶

4.2. Riskin kaynakları

Hisse senedine yatırım yapan bir kişinin karşılaşacağı risk, beklediği verimi elde edememesidir. Böyle bir durumun diğer bir deyişle riskin ortaya çıkması iki genel faktörle açıklanmaktadır. Bunlardan biri bütün hisse senetlerinin veriminin veya fiyatını etkileyen sistematik risk, diğeri de bir sektöre veya işletmeye (firmaya) özgü olan sistematik olmayan risktir.¹⁸⁷

¹⁸³ Zeyyat HATIPOĞLU, **İşletme Finansı**, İstanbul-1986, s.113

¹⁸⁴ Semih BUKER, s.31

¹⁸⁵ _____ "Risk Nedir?", **Ekonomik Bülten -Rehber-**, (15-21 Temmuz 1991), s.10

¹⁸⁶ A. Gültekin KARAŞIN, s.105

¹⁸⁷ Mehmet Şükrü TEKBAS, "Hisse Senedi Riski Ve Verimi İle Bir Portföy Modeli", **Banka Ve Ekonomik Yorumlar**, (Ağustos 1989), Yıl: 26, Sayı: 8, s.28

4.2.1. Sistemantik risk

Nakit girişlerinde değişkenliğe neden olan bazı etmenler bütün menkul kıymetlerin fiyatlarını etkilemektedir. Bu etkileme sistemantik risk olarak ifade edilebilir.¹⁸⁸

Başlıca sistemantik risk kaynakları şunlardır:

a. Faiz oranı riski

Faiz oranı riski, faiz oranındaki değişme nedeniyle, gelirlerdeki değişmeyi içerir. Faiz oranları, uzun dönemde aşağı ve yukarı doğru hareket ederler. Bu değişme menkul kıymet fiyatlarını belli oranlarda ve aynı yönde etkiler. Gerek hisse senedi gerekse tahvil fiyatları, faiz oranıyla ters orantılı olarak hareket ederler. Bunun nedeni, pazar faiz oranının menkul kıymetlerin şimdiki değerlerinin hesaplanmasında bir iskonto oranı olmasındandır. Faiz oranı veya iskonto oranı arttıkça menkul kıymetlerin şimdiki fiyatları azalır.¹⁸⁹

b. Satın alma gücü riski

Satın alma gücü riski veya enflasyon riski, fiyat düzeylerindeki değişmeler nedeniyle satın alma gücündeki potansiyel kayıplar olarak tanımlanabilir.¹⁹⁰

Finansal yatırımların kazançları enflasyondan doğrudan doğruya etkilenir. Çünkü, bu kazançlar para ile ölçülmektedir. Burada iki tür kazançtan söz edilebilir. Nominal kazanç diye adlandırılan kazanç, paranın satın alma gücündeki düşmeleri hesaba katmadan elde edilen kazançtır. Enflasyonun yüksek olduğu durumlarda, nominal kazanç anlamlı değildir. Kazancın reel kazanç olarak hesab edilmesi gerekir. Reel kazanç, paranın satın alma gücü sabit tutularak hesab edilir.¹⁹¹

c. Pazar riski

Menkul kıymetlerde pazardaki fiyat oynamalarının yol açtığı zarar olasılığı

¹⁸⁸ Ali CEYLAN, "Pay Senedi Değerlemesi", **Uludağ Üniversitesi I.I.B.F. Dergisi**, Cilt IV, S: 1, Bursa-1983, s.137

¹⁸⁹ Ali CEYLAN, Bursa-1983, s.137-138

¹⁹⁰ Semih BÜKER, s. 38-39

¹⁹¹ İbrahim Özer ERTUNA, **Yatırım Ve Portföy Analizi**, İstanbul-1991, s. 7

pazar riskidir. Pazar riski öncelikle adi hisse senetlerini etkiler. Tahvil ve öteki menkul kıymetler pazardaki dalgalanmalarla daha az karşı karşıyadır., çünkü bunların doğru değeri hisse senedi değerlerinden daha gerçeğe yakın olarak tahmin edilebilir.¹⁹²

4.2.2. Sistemik olmayan risk

Sistemik olmayan risk, toplam riskin bir parçasıdır. Bu tür risk işletmenin kendisinden kaynaklanan risktir. Grevler, yönetim hataları, buluşlar, reklam kampanyaları, tüketici tercihlerindeki değişimler, dağıtım kanalları vb. nedenler, işletme gelirlerindeki değişimlerin sistemik olmayan kaynaklarıdır.

Toplam risk içerisinde sistemik olmayan riskin payı işletmeden işletmeye değişmektedir. Bazı işletmelerde sistemik olmayan risk, toplam riskin çok önemli bir bölümünü oluşturur.¹⁹³

Sistemik olmayan riskin kaynakları şunlardır:

a. Finansal risk

İşletmelerin finansal bünyeleri içinde yer alan banka kredileri, tahviller gibi borç türleri faiz ve anapara ödemesi şeklinde finansal yükümlülükleri getirir. İşletmenin yükümlülüklerini yerine getirememesi, tasfiyeye gitmesi veya iflas etmesi yatırımcıları zarara uğratar. Şirketlerin finansal yükümlülüklerini yerine getirememesi olasılığına "finansal risk" denir.

Finansal risk, şirketlerin borç miktarı, satışlardaki istikrarı, girdi fiyatlarındaki dalgalanmalar, grevler, mamullerin demode olması, şiddetli rekabet, likidite ihtiyacı ve işletme yöneticilerinin kapasitesi ile doğrusal olarak ilişkili olup, bu faktörler arttıkça işletmelerin finansal riski de yükselir.

Bunun tam tersi özelliklere sahip şirketlerde ise, örneğin teknolojik üstünlüğe sahip olma, piyasada tekel olma, tüketici tarafından kabul edilmiş olma, girdi kaynak ve fiyatlarını kontrol olanağı bulunması da finansal riski azaltıcı etkiye sahiptir.¹⁹⁴

¹⁹² Semih BUKER, s.42

¹⁹³ Ali CEYLAN, Bursa-1991, s.323

¹⁹⁴ _____ "Risk Nedir? (2)", **Ekonomik Bülten -Rehber-**, (22-28 Temmuz 1991), s.10

b. İş riski

Bu risk, işletmenin faaliyet alanındaki olumsuz gelişmeler sonucunda, beklenen düzeyin altında kâr elde edilmesi olasılığı olarak tanımlanabilir. Bu risk, genel olarak, firmanın faaliyet kârlılığındaki değişmelerle ölçülür.

İş riskinin dışsal ve içsel olmak üzere iki kısmı vardır. Dışsal iş riski, firmanın kontrolü dışında faaliyet koşullarının değişmesi ile ortaya çıkar. Enerji krizi bu türe bir örnektir.

İçsel iş riski ise firmanın yönetiminde, ürün farklılaştırma, varlık kullanımında sağlanan etkinlik sonucunda ortaya çıkar.¹⁹⁵

c. Endüstri (sektör) riski

Endüstri, benzer mal ya da hizmetleri üreten işletmelerden oluşur. Endüstride meydana gelmesi beklenen değişmeler yalnızca o endüstri içindeki işletmeleri etkilemekte, endüstri dışındaki işletmeleri etkileyebilmektedir. Endüstride meydana gelmesi beklenen değişmeler, ekonomik koşullarda meydana gelen değişmeler ile yasalarda ve tutumlardaki değişmelerden kaynaklanmaktadır.

Bu tür değişmeler, işletmenin kârını ve dolayısıyla menkul kıymetlerin değerini olumsuz yönde etkiler. Endüstri koşullarında meydana gelebilecek değişmeler dikkate alınıp, işletmenin gelir ve giderlerinin ne yönde etkilenebileceğini tahmin etmek gerekir. Olumsuz değişmelere açık olan bir endüstride verim değişkenliği ve dolayısıyla risk de yüksektir. Menkul kıymetlere yatırım yapmadan önce endüstri riskini incelerken diğer endüstrilerin taşıdığı risklerde gözönünde bulundurulmalıdır.

Menkul kıymetlere yatırımda, endüstri riskinin incelenmesi ve diğer endüstriler ile karşılaştırma yapılması yatırımcının yatırım kararı vermesine yardımcı olacaktır.¹⁹⁶

4.3. Riskin ölçülmesi

Riskin ölçülebilmesi için yatırım yapılacak pay senediyle ilgili beklenen gelirlerin olasılık dağılımını belirlemek gerekir. Başka bir deyişle, olasılık dağılımı

¹⁹⁵ Mehmet Şükrü TEKBAŞ, s.30

¹⁹⁶ Semih BUKER-Rıza AŞIKOĞLU, Eskişehir-1991, s.51

tablosu düzenlenmelidir. Olasılık dağılımı tablosunun düzenlenmesi ise, objektif veya subjektif olarak yapılabilir.¹⁹⁷

Riskin ölçülmesine yönelik bir örnek vermek gerekirse:

Beklenen Nakit Girişleri (R _j)	Gerçekleşme Olasılığı (P _j)	Beklenen Değer (ê) (R _j x P _j)
120	%10	12
220	%20	44
320	%30	96
340	%40	<u>136</u>
		288

Beklenen nakit giriş -değeri- (ê) 288 TL'dir. Hisse senedinin riski varyans veya standart sapma ile şu şekilde tesbit edilecektir.

(R _j - ê)	(R _j - ê) ²	(R _j - ê) ² x P _j
- 168	28,224.	2,822.4
- 68	4,624	924.8
32	1,024	307.2
52	2,704	<u>1,081.6</u>
		5,136.0

Hesaplama da görüldüğü gibi varyans 5,136 TL'dir. Standart sapma için karekök alındığında; standart sapma 71.6 TL. olarak bulunmaktadır.

Bu hisse senedine yatırım yapıldığında risk 71.6 TL. olmaktadır. Yani normal dağılım varsayımında beklenen gelir (değer) olan 288 TL. %68 olasılıkla 71.6 TL. artabilir veya azalabilir.

Yatırımcının risk tercih sistemine göre, yatırım yapılacak kıymetlerin seçimi yapılacaktır. Ancak, yatırım yapılması düşünülen menkul kıymetlerin riski veya standart sapması birbirine eşitse, değişim katsayısı sonuçlarına göre seçim yapmak mümkündür. Değişim katsayısı küçük olan menkul kıymetin seçimi isabetli bir yatırım olacaktır.

$$\text{Değişim Katsayısı} = \frac{\text{Standart Sapma}}{\text{Beklenen Değer}}$$

5. Hisse senedi değerinin bulunması

Ekonomi analizinde, genel ekonomik duruma ilişkin incelemeler yapılarak; ekonomik göstergeler aracılığıyla ülkenin ekonomik panoraması ortaya çıkarılır. Böylelikle ekonomik durumdaki değişimin yönü tesbit edilerek, gelecek yönelimli ekonomik gidişat hakkında bilgi sahibi olunur. Fonların sermaye piyasasına yönlendirilmesinin veya hisse senedi çıkarımı için, ortamın ekonomik göstergeler çerçevesinde uygun olup olmadığı araştırılır.

Sektör (endüstri) analizinde, yatırım yapılacak sektör belirlendikten sonra, yine bu endüstride fiyatların gösterdiği eğilim, endüstrinin büyüme hızı, endüstrideki teknolojik gelişmeler, rekabet koşulları vb konularında araştırma yapılır. Analiz sonucunda yatırımcı, yatırım yapmayı düşündüğü endüstrinin yatırıma uygun olup olmadığını belirlemiş olacaktır.¹⁹⁸

Sektör veya endüstri analizinin özelleştirilecek teşebbüslerde kullanımı ise: Başarılı bir özelleştirme uygulaması için o sektörde iyi performanslı, başarımlı durumu yüksek, gelecekte ümit vaat eden kuruluşların tesbitinde yararlanılacağı yönündedir.

Firma (işletme) analizinde, firmayla ilgili nitel ve nicel faktörler incelenerek şirketin gelecekteki performansı tahmin edilmeye hisse senedi değeri belirlenmeye çalışılır.

Firma analizinin özelleştirilecek kuruluşlarda kullanılışı ise: Oranlar aracılığıyla kuruluşun finansal durumu, mali bünyesi, kârlılığı ve faaliyet sonuçlarının verimliliği ölçülür. Bundan sonra, hisse senedi başına bilgiler ışığı çerçevesinde firmanın defter değeri ile, ortaklığın toplam değeri ve piyasada hisse senedinin satılması gereken fiyatı tesbit edilir.

5.1. Fiyat/hisse başına net kâr oranı

Sermaye piyasası gelişmiş bir ülkede, belkide basit olması nedeniyle hisse senedi değerlemesinde en çok kullanılan yöntem fiyat/hisse başına net kâr oranıdır.

Öncelikle hisse başına net kâr tahmin edilir, daha sonra bu değer hisse senetleri piyasasında gerçekleşmiş fiyat/hisse başına net kâr oranıyla çarpılarak hisse senedini olması gereken fiyatı hesaplanır.¹⁹⁹

¹⁹⁸ Mehmet BOLAK, **Sermaye Piyasası Menkul Kıymetler Ve Portföy Analizi** İstanbul-1991, s.123

¹⁹⁹ M. Berra ALTINTAŞ, s.170-171

Gerçek Değer = Hisse Senedi Başına Net Kâr x (Fiyat/Hisse Başına Net Kâr)

Hisse senedi başına net kârın tahmininde esas alınan yöntemle göre de bu yöntem iki ayrı yöntemle ayrılabilir:

- Hisse senetlerinin normalize edilmiş gelirlerinin kapitalizasyonu,
- Gelecekte doğacak tahmini getiriler ortalamasının kapitalizasyonu.

5.1.1. Hisse senetlerinin normalize edilmiş gelirlerinin kapitalizasyonu yöntemi

Bu yöntemde, hisse senetlerinin geçmiş dönemlerde sağladığı getiriler esas alınarak belirlenen normalize edilmiş getiri ortalaması belli bir kapitalizasyon oranıyla kapitalize edilmek suretiyle bulunan hisse senedi değerinin pay sayısı ile çarpılması suretiyle ortaklığın değeri hesaplanır.

Kapitalizasyon oranının tesbit edilmesinde dikkat edilecek husus, bu oranın alıcı yönünden alternatif yatırımın getirisini, satıcı (teşebbüs) yönünden ise ortalama sermaye maliyetini ifade etmesidir.²⁰⁰

Bu hesaplama için formül ise şöyledir:²⁰¹

$$\text{Hisse Senedi Başına Gerçek Değer} = \left(\frac{\text{Hisse Senedi Başına Normal Hale Getirilmiş Gelirler}}{\text{Hisse Senedi Başına Normal Hale Getirilmiş Gelirler}} \right) \times \left(\frac{\text{Gelir}}{\text{Çarpanı}} \right)$$

Yukarıdaki formülde yer alan "Hisse Senedi Başına Normal Hale Getirilmiş Gelirler"i şu şekilde de yazmak mümkündür:

$$\text{Hisse Senedi Başına Gerçek Değer} = \left(\frac{\text{Gelirler}}{1+i} \right)^n \times (\text{Fiyat/Gelir Oranı})$$

veya;

$$\text{Hisse Senedi Başına Gerçek Değer} = \left[\text{Gelirler} \left(\frac{1}{1+i} \right)^n \right] \times (\text{Fiyat/Gelir Oranı})$$

²⁰⁰ M. Berra ALTINTAŞ, s.171

²⁰¹ Semih BUKER, s.50

$$\text{Şimdiki Değer} = \left(\frac{1}{1+i} \right)^n$$

Şimdiki değer tesbitinde kullanılacak iskonto faktörü karşılığı Ek:1'deki "1 TL'nin Şimdiki Değeri Tablosu"dan bulunabilir.

Fiyat-gelir (kazanç) oranı, işletmenin her 1 TL'lik vergi öncesi hisse başına kârına karşılık yatırımcıların kaç TL. ödemeye razı olduklarını gösterir.

Aynı zamanda fiyat-kazanç oranı, kapitalizasyon oranının (k) tersine eşittir:

$$\text{Fiyat-Kazanç Oranı} = \frac{1}{k}$$

Piyasada yatırımcıların hisse senedi yatırımlarından elde etmek istedikleri getiri oranı (k) yüksek ise, fiyat-kazanç oranı düşük olur.

Hisse senedi değerlemesinde fiyat-kazanç katsayısının yararı şudur. Eğer bir şirketin hisse senedinin fiyatı belli değilse, piyasanın genel fiyat/kazanç oranı ya da o sektörün veya benzer bünyedeki şirketlerin ortalama fiyat/kazanç katsayısı bir değerlendirme ölçüsü olarak kullanılabilir.²⁰²

Hisse senedinin defter değeri, gerçek değeri ve ortaklığın değerinin bulunması ile ilgili bir örnek vermek gerekirse:

Örnek 1:

X teşebbüsü için;

Özkaynaklar	25,860,000,000.-TL.
Ödenmiş sermayesi	4,800,000,000.-TL.
Bir hisse senedinin defter değeri	?

$$\text{Hisse adedi} = 4,800,000,000 / 1000 = 4,800,000$$

$$\begin{aligned} \text{Bir hisse senedinin defter değeri} &= 25,860,000,000 / 4,800,000 \\ &= \underline{5388.-TL.} \end{aligned}$$

202 _____ "Gerçek Değerin Hesaplanması", **Dünya -Günlük Borsa Bülteni-**, (28 Ocak 1992), s.4

Örnek 2:

Örnek 1'deki X teşebbüsünün;

Normalize edilmiş getirisi	825.-TL.
Fiyat/Gelir oranı	13
Hisse senedi başına gerçek değer	?

Hisse senedi başına gerçek değer= $825 \times 13 = \underline{10725.-TL.}$

Ortaklığın değeri= Hisse adedi x hisse başına gerçek değer
 $= 4,800,000 \times 10725 = \underline{51,480,000,000.-TL.}$

Borsada oluşan değerlerle fiyat/kazanç oranı şu şekilde bulunur:²⁰³

$$\text{Fiyat/Kazanç Oranı} = \frac{\text{Bir Hissenin Yıl sonu Kapanış Fiyatı}}{\text{Hisse Başına Kazanç}}$$

$$\text{Hisse Başına Kazanç} = \frac{\text{Vergiden Sonraki Net Kâr}}{\text{Hisse Sayısı}}$$

5.1.2. Gelecekte doğacak tahmini getiriler ortalamasının kapitalizasyonu yöntemi

Yöntem 5.1.1.'deki gibidir. Ancak kapitalizasyona esas olan değerlerin de geçmiş dönemler gerçekleşmelerine göre hesaplanan normalize getiri olmasına karşılık, bu yöntemde gelecekte sağlanacak getiriler esas alınarak, hesaplanacak normalize edilmiş getiri olmasıdır.²⁰⁴

Bu değerlendirme tekniği gelecek her yıl hisse başına düşecek gelirlerin yaklaşık olarak hesaplanması veya tahminini öngörür. Sonra bu tahminlerin ortalaması

203 _____ "Genel Ve Teknik Faktörler", **Dünya -Günlük Borsa Bülteni-**, (10 Aralık 1991), s.4

204 M. Berra ALTINTAŞ, s.171

alınmakta ve daha sonra da şimdiki değerini bulmak için kapitalize edilmektedir.²⁰⁵

Kâr paylarına dayanarak hisse senetlerinin gerçek değerini tahmin etmek için hisse senedi başına beklenen kâr payı çarpanı ile çarpılır.²⁰⁶

$$\text{Hisse Senedi Başına Gerçek Değer} = \left(\frac{\text{Hisse Senedi Başına}}{\text{Kâr Payı}} \right) \left(\frac{\text{Kâr Payı}}{\text{Çarpanı}} \right)$$

Kâr payı çarpanı şöyle tanımlanabilir:

$$\text{Kâr Payı Çarpanı} = \left(\frac{\text{Gelirler}}{\text{Kâr Payları}} \right) (\text{Fiyat-Gelir Oranı})$$

III- Hisse Senetlerinin Halka Arzedilmesine İlişkin Esaslar

Aşağıdaki işlemler nedeniyle halka arzedilecek hisse senetleri Kurul kaydına tabidir (Madde 3):²⁰⁷

a) Halka açık olmayan ortaklıkların hisse senetlerinin, borsa kotuna alınmış olsun veya olmasın, hissedarları tarafından halka arzedilmesi,

b) Kanun hükümlerine göre, hisse senetleri Kurul kaydına alınmış ortaklıkların hisse senetlerinin, hissedarları tarafından halka arzedilmesi,

c) Ortak sayısının 100'ü aşması nedeniyle Kanun hükümlerine göre hisse senetleri halka arz olunmuş sayılan ortaklıkların hisse senetlerinin hissedarları tarafından halka arzedilmesi.

29/02/1984 tarih ve 2983 sayılı Kanun ve 28/05/1986 tarih ve 3291 sayılı Kanun ile 09/04/1990 tarih ve 414 sayılı, 20/12/1991 tarih ve 470, 473 sayılı Kanun Hükmünde Kararname hükümleri çerçevesinde özelleştirme kapsamında bulunan iştiraklerdeki kamu paylarının halka arzı da bu Tebliğ hükümlerine tabidir.

²⁰⁵ Ümit ATAMAN, **Hisse Senetlerinin Değerlemesi**, İstanbul-1974, s.52

²⁰⁶ Semih BÜKER, s.51

²⁰⁷ _____ Hissedarların Elllerinde Bulunan Hisse Senetlerini Halka Arzetmelerine İlişkin Esaslar Tebliği, **Resmî Gazete**, (31 Temmuz 1992), Sayı: 21301 Mukerrer, s.2

1. Kurul kaydına alınmada aranacak ön şartlar

İlgili tebliğin üçüncü maddesinde belirtilen halka arzlarda, aşağıdaki şartlar aranır (Madde 4):²⁰⁸

a) Halka arzedilecek hisse senetlerinin;

aa) Nominal değerleri toplamının, ortaklığın Kurul'a başvuru tarihi itibarıyla nominal sermayesine oranının en az %15 ve fazlası veya tutar olarak en az 100,000,000.-TL. ve fazlası olması (Bu oran veya tutarın altındaki hisse senetleri halka arz yoluyla satılamaz),

ab) Belli bir tip veya gruba dahil olmaları halinde o tertip veya gruptaki tüm hisse senetleri bedellerinin; aksi takdirde ortaklık sermayesinin tamamının ödenmiş olması,

ac) Rehin veya teminata verilmek suretiyle senetlerin devir ve tedavülünü kısıtlayıcı ve senet sahibinin haklarını kullanmasına engel teşkil edici kayıtlara tabi olmaması,

ad) Kurul kaydına alınmadan önce, ortaklıkça Kurul'un "Hisse Senetlerinin Şekil Şartlarına İlişkin Düzenlemeleri"ne uygun olarak bastırılmış bulunması gerekir.

b) İlgili ortaklığın yönetim kurulunca , hisse senetlerinin, ortaklık hissedarları tarafından halka arzedileceği hususunun uygun görüldüğüne dair karar alınır. Özelleştirme kapsamında bulunan bulunan iştiraklerdeki kamu paylarının halka arzında bu şart aranmaz.

c) Halka arz işlemleri, bir aracı kuruluş vasıtasıyla yerine getirilir ve bu maksatla, halka arzedilecek hisse senetlerinin maliki olan ortak veya ortaklar ile aracı kuruluş arasında Kurul'ca belirlenecek örneğe uygun olarak bir aracılık yüklenim sözleşmesi imzalanır. Ancak, aracı kuruluşlar kendi hisse senetlerinin bu Tebliğ hükümlerine göre halka arzına Borsada aracılık edemezler.

d) Halka arzedilecek hisse senetlerinin Kurul kaydına alınmasına dair başvuru,

²⁰⁸ _____ Hissedarların Ellerinde Bulunan Hisse Senetlerini Halka Arzetmelerine İlişkin Esaslar Tebliği, **Resmi Gazete**, (31 Temmuz 1992), Sayı: 21301 Mükerrer, s.2

ilgili aracı kuruluş tarafından yapılır. Ancak özelleştirme kapsamında bulunan iştiraklerdeki kamu paylarının halka arzında başvuru, T. C. Başbakanlık Kamu Ortaklığı İdaresi tarafından yapılabilir.

2. Kurul'a başvuru ve aranacak belgeler

Aracı kuruluş, Kanun'un 4 üncü maddesi uyarınca, halka arzedilecek hisse senetlerinin kayda alınması için Kurul'a bir dilekçe ile müracaat eder.

Dilekçeye aşağıda açıklanan bilgi ve belgeler eklenir (Madde 5):²⁰⁹

a) İmzalanan aracılık yüklenim sözleşmesinin bir örneği ile akit tarafların, noterden tasdikli imza örnekleri veya imza sirküleri,

b) Halka arz, tüzel kişi ortak tarafından yapılıyor ise, o tüzel kişinin yetkili organınca alınacak halka arz kararının noter tasdikli bir örneği,

c) Hisse senetlerini halka arz edecek olan gerçek ve/veya tüzel kişilerin, ilgili ortaklıktan alacakları; o şirketin ortağı olduklarını ve ortaklığın nominal sermayesindeki paylarının oran ve miktarlarını gösterir belge,

d) Halka arz edilecek hisse senetlerinin bedellerinin tamamen ödenmiş olduğuna dair ilgili ortaklıktan alınacak belge,

e) Hisse senetleri halka arz edilecek ortaklığın yürürlükteki esas sözleşmesinin bir örneği,

f) İzahname ve sirküler (3 üncü maddenin (b) bendi kapsamına giren işlemlerde izahname düzenlenmez),

g) Halka arz edilecek hisse senedi spesimeni,

h) Ortaklık yetkililerince imzalı, ilgili ortaklığa ait geçmiş üç yıllık kesinleşmiş bilanço, kâr-zarar tablosu, faaliyet raporu, hesap döneminin ilk üç ayından sonraki halka arz başvuruları için ara bilanço ve gelir tablosu,

i) Kurul Tebliği uyarınca düzenlenmiş bağımsız denetleme raporu,

²⁰⁹ _____ Hissedarların Elllerinde Bulunan Hisse Senetlerini Halka Arzetmelerine İlişkin Esaslar Tebliği, **Resmi Gazete**, (31 Temmuz 1992), Sayı: 21301 Mükerrer, s.2-3

j) Halka arz edilecek hisse senetleri üzerinde Tebliğ'in 4. ac bendinde belirtilen, senetlerin devir ve tedavülünü kısıtlayıcı veya senet sahibinin haklarını kullanmasına engel olacak kayıtlar olmadığını ve ayrıca hisse senetleri üzerinde intifa hakkı olup olmadığını belgeleyen ilgili ortaklıktan alınmış bir yazı ile hisse senetlerini halka arz edeceklerin bu konudaki yazılı beyanları,

k) Halka arz edilecek hisse senetleri üzerindeki zilyedliğin herhangi bir rehin veya teminat işlemine dayanmadığı konusunda hisse senetlerini halka arz edecek olanların yazılı beyanları,

l) Halka arz edilecek hisse senetlerinin tertip, grup, tür ve seri numaraları itibarıyla ayrıntılı dökümü, satış anında senet üzerinde bulunacak kâr payı ve yeni pay alma kuponlarının yılları ve numaraları ile adetleri,

m) Söz konusu senetlerin üzerindeki kuponlara göre ilk kez hangi yılın kârından pay alacağı, ödeme esasları ve belirlenmiş ise kâr payı oranı ve tutarı (Bu açıklamalar ilgili ortaklığın yazılı beyanına dayanmalıdır),

n) Bedelli veya bedelsiz olarak yapılacak ilk sermaye artırımında, kullanılacak yeni pay alma kuponunun numarası (Bu açıklama ilgili ortaklığın yazılı beyanına dayanmalıdır),

o) Hisse senetleri için öngörülen satış fiyatı ile bu fiyatın hesaplanmasında kullanılan varsayımlar,

p) Ortaklığın varsa devam etmekte olan yatırımları hakkında bilgi,

r) Kurul'ca gerekli görülmesi halinde, izahname ve sirkülerdeki bilgileri teyit edecek belgeler ile Kurul'ca istenecek diğer bilgi ve belgeler,

Başvuru dilekçesi ve ekindeki belgeler yetkili kişilerce imzalanmış olmalıdır.

3. Başvuru noksanlıkları

Kurul'a yapılan başvurulara eklenecek belgelerin noksansız olarak tevdi gerekir. Kurul tarafından belirlenecek bir sürede noksanlıkların tamamlanmaması halinde başvuru, Kanun gereği düşer. Başvurular en çok 30 gün içinde sonuçlandırılır; eksikliklerin tamamlanması için verilen süreler, otuz günlük sürenin hesabında dikkate alınmaz (Madde 6).²¹⁰

²¹⁰ _____ Hissedarların Elllerinde Bulunan Hisse Senetlerini Halka Arzetmelerine İlişkin Esaslar Tebliği, **Resmi Gazete**, (31 Temmuz 1992), Sayı: 21301 Mükerrer, s.3

4. Kurul kaydına alınma

Kurul, Tebliğ'in 3 üncü maddesinde belirtilen işlemler nedeniyle yapılan başvuruları, izahname ve sirkülerin, ortaklık ve halka arz olunacak hisse senetleriyle ilgili, mevzuatın öngördüğü ve gerekli görülen bilgileri içerip içermediğini dikkate alarak, kamunun aydınlatılması esasları çerçevesinde inceler ve halka arz yoluyla satılacak hisse senetlerini kayda alır.

Kurul incelemeler sonucunda açıklamaların yeterli olmadığı ve gerçeği dürüst bir biçimde yansıtmayarak halkın istismarına yol açacağı sonucuna varırsa, gerekçe göstererek, başvuru konusu hisse senetlerinin Kurul kaydına alınmasından imtina edebilir (Madde 7).²¹¹

5. Kurul kaydına alınmadan sonra yapılacak işlemler

Hisse senetlerinin Kurul kaydına alınmasından sonra aşağıdaki işlemler yapılır (Madde 8):²¹²

a) İzahnamenin tescili: Kurul'ca onaylanmış izahname, kayıt belgesinin tarihinden itibaren en geç 15 gün içinde, ilgili ortaklığın merkezinin bulunduğu yer Ticaret Sicili'ne tescil ve Türkiye Ticaret Sicili Gazetesi (TTSG)'nde ilân ettirilir.

b) Sirkülerin yayımlanması: Sirküler, Tebliğ'in 3 üncü maddesinin (a) ve (c) bendine giren işlemlerde izahnamenin tescil tarihinden itibaren en geç bir hafta içinde, (b) bendine giren işlemlerde ise kayıt belgesinin tarihinden itibaren en geç 15 gün içinde, günlük yayım yapan 2 gazetenin Türkiye baskısında ilân ettirilmesi de mümkündür. Ancak bu halde, söz konusu sirkülerin hangi gazete de yayımlandığının, aynı gün, günlük yayım yapan en az 3 gazetenin Türkiye baskısında, çerçevesi ve en az 3 sütuna 10 santim ebatda ilân yoluyla duyurulması zorunludur.

6. Satış işlemleri ve satış fiyatı

Sirkülerin ilk ilân edildiği tarihten itibaren bir haftayı geçmemek üzere,

²¹¹ _____ Hissedarların Ellerinde Bulunan Hisse Senetlerini Halka Arzetmelerine İlişkin Esaslar Tebliği, **Resmî Gazete**, (31 Temmuz 1992), Sayı: 21301 Mükerrer, s.3

²¹² _____ Hissedarların Ellerinde Bulunan Hisse Senetlerini Halka Arzetmelerine İlişkin Esaslar Tebliği, **Resmî Gazete**, (31 Temmuz 1992), Sayı: 21301 Mükerrer, s.4

sirkülerde belirtilen tarihte hisse senetlerinin satışına başlanır ve ilânda belirtilen süre içinde satılan hisse senetlerinin bedelleri, izahnamede ve/veya sirkülerde belirtilen esaslar dairesinde ödenir.

Borsa'da halka arz edilecek hisse senetleri için izahname ve sirkülerde belirtilen satış fiyatının ilk ve izleyen satış günlerinde değişme sınırı, İstanbul Menkul Kıymetler Borsası Yönetmeliği'nin 35 inci maddesinin birinci cümlesinde öngörülen fiyat sınırını aşamaz. Söz konusu maddenin diğer hükümleri bu Tebliğ uyarınca, Borsa'da yapılacak halka arzlarda uygulanmaz.

Hissedarlar tarafından hisse senetleri halka arzedilen ortaklıklar; halka arz süresi içinde, halka arza konu olan hisse senetleri üzerindeki kâr payı ve yeni pay alma kuponlarının kullanılmasına ilişkin olarak, izahnamede ve sirkülerde bu konuda açıklanan hususlardan farklı sonuçlar doğurabilecek işlemleri yapamazlar (Madde 9).²¹³

213 _____ Hissedarların Elllerinde Bulunan Hisse Senetlerini Halka Arzetmelerine İlişkin Esaslar Tebliği, **Resmi Gazete**, (31 Temmuz 1992), Sayı: 21301 Mükerrer, s.4

BEŞİNCİ BÖLÜM

ÖZELLEŞTİRMEDE SORUNLAR BAŞARI KOŞULLARI VE ÖNCELİKLER

1. Özelleştirmede Sorunlar

Özelleştirme operasyonlarına ilişkin sorunlar genel olarak ekonomik, politik ve sosyal boyutlu olarak karşımıza çıkmaktadır. Bu boyutların ağırlık derecesi sorunların gelişim aşamasına bakıldığında sosyal, ekonomik ve politik içerikli bir hiyerarşi göstermektedir.

Ülkemizdeki mevzuat uyarınca özelleştirme programını yürütme görevini üstlenen KOİ Başkanlığı'nın, özelleştirme programının uygulanması esnasında karşılaşılan güçlükler konusundaki açıklaması şöyledir:²¹⁴

"Ülkemiz için yeni bir kavram sayılabilecek özelleştirme programının uygulanması esnasında karşılaşılan en büyük güçlüklerden birisi, bu konunun kamuoyuna gerektiği gibi açıklanamamış ve bu nedenle de kamuoyu desteği sağlanamamış olmasıdır. Bugüne kadar çoktan anlaşılmış olması gereken konular; özelleştirmenin neden gerekli olduğu ve devletin ekonomideki rolünün azaltılmasının genel anlamda geniş halk kitleleri üzerinde nasıl bir refah yaratacağı, kamuoyuna çok iyi anlatılamamıştır."

Özelleştirme operasyonu bağımsız olarak ele alındığında, bu konuda ortaya çıkabilecek başlıca sorunlar şöyle sıralanabilir:²¹⁵

- Zamanlama,
- Hisse senetlerinin nominal değeri ve satış fiyatı,
- Satış fiyatını sosyal amaçlı olarak belirleme,
- Öncelik sağlamanın uygulanması.

Özelleştirme ile ilgili sorunların daha iyi kavranabilmesi için konuya detay kazandırmak yararlı olacaktır.

²¹⁴ "1992 Yılında Özelleştirme", T.C. Başbakanlık Kamu Ortaklığı İdaresi Başkanlığı Yayını, (10 Mart 1992), s.1

²¹⁵ Ali CEYLAN, "KIT'lerin Özelleştirilmesinde Sorunlar", Uludağ Üniversitesi İktisat Ve İdari Bilimler Dergisi, Cilt VI, Sayı 1, Bursa-1985, s.138-141

1.1. Zamanlama

KİT'lerin özelleştirilmesi Türkiye açısından hem zor hemde kısa sürede gerçekleştirilecek bir konu değildir. Başka bir ifadeyle, KİT'lerin özelleştirilmesini zamanla sınırlamak zordur. İstenen amaca ulaşmak için, iyi bir zamanlama yapmak gerekir.

Özelleştirilecek KİT'lerin değerlendirilmesi, hisse senetlerinin türü, nominal değeri, reklam vb. çalışmalar için zamana ihtiyaç vardır. Bu nedenle özelleştirme ile ilgili olarak katı bir zamanlamaya bağlı kalmamak, tam tersine uygun bir zaman kollamak gerekmektedir.

Ülkemizde özelleştirme için uzun süreli çalışmalar yapılması zorunluluğu vardır. Bu nedenle, niçin özelleştirmenin yapılmak istendiği gerekçeleriyle açıklanmalıdır. Kamuoyunun çoğunluğunun desteği sağlandıktan sonra, diğer çalışmalara yer verilmelidir. Hisse senetlerinin satışı ve istenen alıcılara ulaştırılması ise bir zamanlama sorunudur.

1.2. Hisse senetlerinin nominal değeri ve satış fiyatı

Bilindiği üzere hisse senetlerinin üzerinde yazılı olan değere nominal değer denilmektedir. Özelleştirme operasyonlarında genellikle hisse senetlerinin halka satış fiyatı nominal değer üzerinde olmaktadır.

Satış fiyatının tesbit edilmesi sanıldığı kadar kolay bir iş değildir. Satış fiyatı yüksek tesbit edilmiş bir hisse senedini piyasada satmak yatırımcıların zarara uğramalarına neden olabileceği gibi, bu hisse senetlerine istenen düzeyde talep de olmayabilir. Bir başka deyişle, satış fiyatının yüksek tesbit edildiği şeklindeki bir düşüncü hisse senetlerinin alıcı bulma olasılıklarını azaltacaktır.

1.3. Satış fiyatını sosyal amaçlı olarak belirleme

KİT hisse senetlerinin nominal değerleri ile satış fiyatlarının düşük tesbit edilmesi tek başına mülkiyetin yaygınlaştırılmasına elbette yardımcı olamaz. Hisse senetlerini mümkün olduğu kadar geniş bir tabana yayabilmek için, kişi başına hisse sayısını sınırlamak yanında, belli gruplara indirimli satış fiyatları uygulanabilir.

Türkiye'de KİT hisse senetlerinin satışında sosyal amaçlı indirimler yalnız o işletmede çalışanlar için söz konusu olmalıdır. Çalışanlar dışında yapılacak bir indirim, bürokrasiyi artıracak gibi, denetimi de zorlaştıracaktır. Öte yandan ülkemizde sosyal indirim için uygulanacak başka ölçütler tartışmalara neden

olabilir.

Sosyal amaçlı indirim dışında, hisse senetlerinin belli ellerde toplanmasını önlemek için yoğun çalışmalar yapmanın yanı sıra; hisse senetleri satılacak KİT'in özelliğine göre, satışı artırmak amacıyla bazı teşvik önlemleri alınabilir.

1.4. Öncelik sağlamanın uygulanması

13 Eylül 1984 tarih ve 18514 sayılı "Kamu Ortaklığı Fonu Yönetmeliği"nin 18. maddesinde özelleştirmeye ilgili bazı esaslar getirilmiştir. Buna göre hisse senedi satışlarında tesiste çalışanlara öncelik ve özel şartlar getirilebileceği ifade edilmiştir. Bunun yanında yöre halkına da benzer kolaylıklar sağlanacağı belirtilmektedir. Söz konusu yaklaşım olumludur. Ancak aynı maddede sözü edilen "özel şartlarla" indirim ifade ediliyorsa, o tesiste çalışanlar dışında böyle bir indirim yapılmamalıdır. Aksi halde daha önce ifade edildiği gibi bir takım sorunlar ortaya çıkacaktır. Ayrıca tebliğde "özel şartlarla" neyin anlatılmak istenildiği açıklanmalıdır.

Satın almada öncelik sağlarken belli bir süre tanınmalıdır. Öncelikle satın alma hakkına sahip olacılara tanınacak süre, fon temini ve karar verme süresi olarak düşünülmelidir.

Hisse senetlerinin öncelikli tesislerde çalışanlara veya yöre halkına satılması olumlu bir yaklaşımdır. Ancak çalışanların gelir düzeylerinin düşüklüğü, hisse senetlerinin dağılımının planlanan şekilde olmasını engelleyebilir. Bu itibarla bazı önlemlerin alınması kaçınılmaz olacaktır.

Türkiye'de KİT'lerin özelleştirilmelerinde karşılaşılan zorluklar ve sorunlar, yabancı uzmanların tesbitlerine göre şu şekildedir.²¹⁶

a- Birincisi siyasal belirsizliktir. 1983 yılından beri ülke, hemen her yıl genel ya da mahalli seçimler veya referandumlarla, hükümet değişikliklerinin eşiğine gelmektedir. Seçim ya da referandum mücadeleleri için de KİT'lerin özelleştirilmesi gibi köklü reform programlarının uygulamaya koyulmasının riski büyük olmaktadır. Bir başka deyişle kısa vadeli sorunlar, özelleştirmeye ağır basarak hükümetin gündemini oluşturmaktadır.

Özelleştirmenin geniş kapsamlı olarak uygulanabilmesi, siyasal istikrara ve devamlılığa bağlıdır. Zira siyasal liderliğin, özelleştirme konusunda hem hükümet

²¹⁶ Güneri AKALIN, **KİT Ekonomisi-KİT'ler, Reformları, Alternatifleri Ve Özelleştirilmeleri-**, Ankara-1990, s.439-442

içerisinde hem de seçmen bazında sağlam ve büyük desteği sağlaması gerekir. Bununla, zaman alıcı olduğu ve istikrar istediği ortadadır.

b- İkincisi makro ekonomik zayıflık. Yani, başarılı bir özelleştirme programı uygulaması için genel olarak, makro ekonomik çevrenin özel teşebbüs için çekici bulunması gerekir. Ya da bu ikisi arasında bir bağlantı mevcuttur. Örneğin fiyat istikrarına, pozitif fakat aşırı olmayan reel faiz hadlerine, rekabeti destekleyen politikalara ve gerçekçi döviz kurlarına ihtiyaç vardır. Eğer bu öğeler yok ise veya gelecekleri kuşkuluyorsa, özelleştirme şemasının uygulanması daha zordur.

c- Üçüncüsü gelişmemiş bir sermaye piyasasının bulunması. Hükümetin özelleştirmeden başlıca amacı, sermaye piyasasının geliştirilmesi ve hisse senedi sahipliğinin kamuya yayılmasıdır. KİT'lerin satışında tercih edildiği ifade edilen metod, bu işletmelerin İMKB'de hisse senetlerinin halka sunulmasıdır. Toplu Konut Fonu'nun hesaplarına göre KİT'lerin hisse senetlerinin halka satılması yoluyla özelleştirilmesi için yılda 200-250 milyon dolarlık bir kaynağın harekete geçirilmesi gerekmektedir. Bu miktar, mali piyasalar aracılığıyla finanse edilecektir. Roger LEEDS'e göre 40 milyar dolar altın iddihar eden bir ülke halkı için bu tutar yüksek bir rakam değildir.

d- Dördüncü olarak da, KİT'ler aracılığıyla devletin yaptığı gelir transferinin bir sosyal alışkanlık haline gelmesi yanında, idarenin KİT'lerin fiyatlarını piyasa aksaklıklarına karşı düzenleyici bir unsur olarak kullanması eklenmelidir.

Öncelikle gelir transferi olayına değinmekte yarar vardır. Görev zararı, zarar, vazgeçilen kâr, aşırı maliyet gibi çeşitli kalemler arkasında gizlenen ve KİT çalışanlarına, yönetim kurulu üyelerine, çiftçilere, bayilere, tüketicilere yapılan gelir aktarması mevcuttur. Türkiye'de gelir dağılımının önemli ölçüde bozuk olmasına rağmen, sosyal huzursuzlukların başgöstermemesinde rol oynayan, halkın değer yargıları kadar devletin bu asil tutumudur. Bu tutum aynı zamanda, aksak piyasalarda bir çeşit dolaylı fiyat denetimi haline gelmektedir. Türkiye'de regülasyonların bulunmayışının nedeni, devletin arzeden olarak piyasalarda varolması ve bu piyasaları düzenlemesidir. Bunun yanında geri kalmış bölgelerin kalkındırılması amacıyla yani güney-doğu ve doğu Anadolu'da KİT yatırımlarının özelleştirmeden sonra da en azından belli bir süre için devam etmesi, gelirin coğrafi dağılımına devletin müdahale edebilmesi nedeniyle gerekli görülmektedir. Zira piyasa mekanizması bu tür bir coğrafi gelir dağılımı dengesizliğini devletin müdahalesi olmadan gideremez. Ancak bu gelir transferi kalemleri arasında bir seçim yapmak, gereksiz görülenleri ortadan kaldırmak, gerekli olanların ise özelleştirmeden sonra da devamı için genel bütçeye devretmek yerinde olur.

2. Özelleştirmede Öncelikler

Özelleştirmede öncelikler konusuna genel olarak bakıldığında, "sektör konumlandırma matrisi"nin oluşturulması; başka bir ifadeyle, rekabet üstünlüklerine ve sosyo-ekonomik etkilerine göre (iki boyutlu) sektörlerin konumlandırılması gerekir.

Sektörleride, gelişme sektörleri, lokomotif sektörler, etkinliği düşük sektörler, büyümeye açık sektörler²¹⁷ olarak ele almak isabetli bir yaklaşım olacaktır.

Gelişme sektörleri ülke için önemli olmakla beraber, lokomotif sektör olma potansiyeline sahip ve lokomotif sektörleri ya da diğer sektörleri destekleyici niteliği bulunan sektörlerdir.

Lokomotif sektörler ekonomik gelişmenin lokomotifi, istihdam yaratan ve ihracata yönelik sektörlerdir.

Büyümeye açık sektörler ise, tanıtım yoluyla ya da birleşme-bütünleşme sonucu rekabet üstünlüğünü kullanma olanağını bulabilecek olan sektörler olarak tanımlanabilir.

Kaynak dağılımında etkinliği artıran ve sosyo-ekonomik gelişmeyi hızlandırıcı seçici politikaların belirlenebilmesi için, her sektörle ilgili olarak iki temel soruya cevap aranmalıdır.²¹⁸ Birincisi, bu sektör önemli bir sosyo-ekonomik etki yaratabilir mi? İkincisi ise, bu sektör rekabet üstünlüklerinden yararlanabiliyor mu veya ileride yararlanma olanakları var mı?

Açıklanan bilgiler ışığında, özelleştirilmesine karar verilen sektör ve ana kuruluşların genel olarak tesbit edilip, daha sonra ana kuruluşa bağlı birimlerin yine belirlenen ölçüler çerçevesinde özelleştirilmesine karar verilmesi gerekir. Seçilecek özelleştirme yöntemi ise, kuruluşun genel yapısı, uzmanların görüşü, kuruluşun ekonomik gelişmeye katkısı, yöntemin bu kuruluşa uygulanabilirliği ve kuruluşun özelleştirilmesinden beklenen amaca göre tesbit edilecektir.

Türkiye'de, "Özelleştirme Uzmanları" hazırlamış oldukları "KIT'lerin Sınıflandırılması" başlığını taşıyan raporlarında, özelleştirmede öncelikler boyutuna şu şekilde bakmaktadırlar:²¹⁹

217 _____ Tüsiad, **21. Yüzyıla Doğru Türkiye: Geleceğe Dönük Bir Atılım Stratejisi** İstanbul-1991, s.2.25

218 _____ Tüsiad, İstanbul-1991, s.2.24

219 _____ "KIT'lere 4'lü Sınıflama", **Dünya**, (20 Eylül 1991), s.12

- Piyasa şartlarına göre satılabilecek olanlar,
- Piyasa şartlarına göre satılamayacak olanlar,
- Regülasyon/deregülasyon işlemi gerektirenler,
- Tasfiyesi gerekenler.

Piyasa şartlarına göre satılabilecek olanlar, kendi içinde kısa sürede özelleştirilebilecek KİT'ler, monopol özelliği olup özelleştirme öncesi regülasyon/deregülasyon işlemi gerektirenler biçiminde ayrılıyor. Mevcut koşullarda piyasa şartlarına göre satılamayacaklar ana grubu içindeki alt gruplar ise, verimli hale getirilmesi gerekli olup kamu hizmeti niteliği ağır basanlar ve tasfiye edilmesi veya kapatılması gereken kuruluşlar biçiminde düzenleniyor.

Tasfiye edilmesi veya kapatılması gerekli kuruluşlar da kendi aralarında üçe ayrılıyor. Gerek teknolojik yapı, gerekse diğer yapısal darboğazlar nedeniyle verimli çalışması mümkün olmayanlar, yüksek finansman yükleri kamu tarafından karşılananlar ve tasfiyesi halinde hizmet ve mal boşluğu yaratamayacak olanlar yer alıyor.

§ KİT'lerin özelleştirilmesine ilişkin getirilen bu sınıflama ve önceliklere tabi kuruluşlar ise, şu şekilde tesbit edilmiştir;

a. Kısa sürede özelleştirilebilecek kuruluşlar:

- Et Balık
- Süt Endüstrisi Kurumu
- Çitosan

b. Özelleştirme öncesi regülasyon/deregülasyon işlemi gerekli olan monopoller:

Regülasyon, devletin iktisadi işletmelerin çalışmalarını denetlemek veya değiştirmek için çıkarttığı kurallar veya yasalardan ibarettir. Bir başka ifadeyle, rekabet koşullarının olmaması, doğal tekelin monopol kârı elde etmesini; yani kaynak tahsisini bozmasını önlemek üzere devletin piyasaya dolayısıyla firmaya müdahalesi ve işletmenin amaç fonksiyonuna sınırlama getirmesidir. Deregülasyon ise, regülasyonların kaldırılmasıdır.

bb. ölçek dolayısıyla tekel niteliği bulunanlar (doğal tekel) ve regülasyon gerekli olanlar:

- PTT (Telekomünikasyon)
- PETKİM

- TÜPRAŞ
- DHMİ
- TEKEL (tütün müessesesi hariç)
- MKEK (belirli faaliyet alanları)
- D.B. Deniz Nakliyat

bc. pazar payları itibarıyla tekel konumuna yakın olup belirli ölçüde deregülasyon gerekli olanlar:

- THY
- POAŞ
- YEM SANAYİ T.A.Ş. (belirli fabrikaları)

c. Satılamayacak olan KİT'ler (verimli hale getirilmesi gerekli olup kamu hizmeti niteliği ağır basan KİT'ler):

ca. büyük ölçüde destekleme destekleme alımı yapanlar veya görev zararı yüklenenler:

- TMO
- TCDD
- TEKEL (tütün müessesesi)
- Tarım İşletmeleri
- T. Kömür İşletmeleri
- TEK
- T. Şeker Fabrikaları
- Çaykur

cb. kamu hizmeti niteliği ağır basanlar

- TCDD
- TEKEL (belirli faaliyet alanları)
- PTT (Telekomünikasyon hariç)
- MKEK (belirli faaliyet alanları)
- TPAO
- TZDK
- DMO

cc. ölçek ve faaliyet konusu itibarıyla tekel konumunda olan kuruluşlar:

- T. Demir Çelik İşletmeleri
- T. Kömür İşletmeleri

- TEK
- Gemi Sanayi
- Etibank (bankalar hariç)
- T. Şeker Fabrikaları)

d. Tasfiyesi düşünülen KİT'ler:

- Sümerbank
- Kümaş
- Gerkonsan
- Asok
- Kbi
- Taksan

Uzmanlar düzeyinde hazırlanmış bulunan bu sınıflama ve öncelik elbette kesinlik arzetmemektedir. Zira bilindiği üzere KİT konusu siyasi bir konu olup, karar mercii siyasi otoritedir (hükümet). Siyasi otorite veya otoritelerin getireceği siyasi çözümlere göre bu sınıflama, dereceleme ve öncelikler değişebilir bir nitelik kazanabilir. Ancak unutulmamalıdır ki uzmanlar tarafından hazırlanan raporlar, siyasi otorite/otoritelerin karar vermesine yardımcı olan belgeler olup; hüküm getirmez, tavsiye edici nitelik taşır.

3. Özelleştirmede Başarı Koşulları

Özelleştirme operasyonlarının başarılı bir şekilde yürütülebilmesi ve operasyonun başarıya ulaşması için, gerekli koşullar şunlardır:

- Özelleştirme uygulaması için uygun bir çevrenin oluşturulması ve çeşitli grupların desteklerinin sağlanması,
- Mal ve hizmet talebinin özel sektöre yönlendirilmesi,
- Özelleştirmeye karşı olan gruplara yönelik sosyal amaçlı hisse senedi satışının sağlanması,
- Mülkiyetin geniş bir tabana yayılması çalışmalarının detaylı bir çalışmaya bağlanması,
- Çeşitli vergi, resim ve harç teşvikleriyle birlikte hisse senetlerinin satışının artırılması,

- Satılacak hisse senetlerinin bedellerinin ödenmesinin belli bir vadeye bağlanması,²²⁰

- Özelleştirme ile ilgili yasal eksiklik ve boşlukların giderilmesi çalışmalarının başlatılması,

- Gerekli alt ve üst yapı oluşum sürecinin tamamlanmasıyla ilgili çalışmalara hız verilmesi,

- Özelleştirme uygulamalarına küçük kuruluşlardan başlanılarak, başarılı bir özelleştirme örneğinin oluşturulması,

- Kuruluş, tesis veya müessesenin niteliği/niceliği ve uygun bir yöntem çerçevesinde özelleştirme programının hızlandırılması,

- Geniş anlamda özelleştirmeye örnek teşkil edebilecek bir kuruluşun özelleştirilerek, kamuoyunun güveninin kazanılması,

- Özelleştirme ile ilgili zamanlama ve fiyatlandırma politikalarının iyi analiz edilerek alınması,

- Sermaye piyasasının gelişmesi ve derinlik kazanması için, piyasada işlem görecektir olan yatırım araçlarının çeşitlendirilmesi,

- KOİ'nin sermaye piyasasındaki "piyasa düzenleyici" olma işlevini yanlış ve yersiz kullanmasının yaptırıma bağlanmasının sağlanması gerekir.

Gerek özelleştirme ve gerekse özelleştirmede başarı koşulları olarak ifade edilen açıklamalar bir amaç değil, mülkiyeti devlete ait olan kuruluşların özel kesime açılması ve bu kuruluşların özel hukuk hükümlerine göre faaliyet göstermeleri için, sadece ve sadece bir araçtır.

SONUÇ

Dünya üzerinde gelişmiş ve gelişmekte olan ülkelerde özellikle son on yılda özelleştirme operasyonlarına hız verilmiştir. Ülkemizde de 1983 yılından beri, özelleştirme uygulamaları ile ilgili çalışmalar yapılmıştır. Somut bir takım gelişmeler vardır, ancak özelleştirme operasyonları kısa sürede noktalanabilecek bir olay değil; uzun vadede sonuçları alınabilecek bir çalışmayı gerektirdiği için, zaman unsurunu iyi kullanmak gerekir.

Beş bölümde incelemeye çalıştığımız, Türkiye'de Sermaye Piyasası Açısından Kamu İktisadi Teşebbüslerinin Özelleştirilmesi konusunda ulaştığımız sonuçları şöyle sıralayabiliriz:

- Özelleştirmenin temel amacı devletin küçültülmesi; bir başka deyişle, devletin ekonomik hayattaki etkinliğinin azaltılmasıdır.

- Özelleştirme, devlete ait olan sınai teşebbüslerinin kapatılması veya satılması, hükümetlerin planlanan ve belirtilen hizmetleri üretip dağıtan kuruluşlarla anlaşma yapması, hükümetlerin birçok mal ve hizmet sağlama görevini kısmen veya tamamen özel sektöre bırakması gibi seçeneklerle uygulanmaktadır. Devlete ait olan sınai teşebbüslerin satılması ise: Blok satış, halka arz ve İMKB'de satış yöntemleriyle gerçekleştirilmektedir.

Sermaye mülkiyetinin tabana yayılabilmesi, sanayi için gerekli fonların sermaye piyasasından ticari şartlarda ve devletin garantisi olmaksızın sağlanabilmesi; ayrıca özelleştirme ile ilgili olarak belirlenen diğer amaçlara ulaşılabilmesi için, özelleştirilecek kuruluşun sermaye piyasası kanalıyla hisse senedi satışının yapılması gereklidir. Bununla beraber özelleştirmeden sağlanacak gelirlerin nerelere, ne zaman ve ne şekilde harcanacağını da özelleştirme programı uygulamaya koyulmadan tesbit edilmesi gereklidir.

- Özelleştirme, İngiltere, Fransa ve Japonya'da ekonomide yürürlüğe konulan genel reform programının önemli bir unsuru olarak; Güneydoğu Asya ülkeleri ile Güney Amerika ülkelerinde devletin kaynak ihtiyacını karşılayan bir yol olarak görülmüştür.

- Özelleştirme, İngiltere, Fransa ve Japonya'da borsa aracılığıyla yapılmakta; Brezilya'da özelleştirme uygulamasına konu olan şirketler, stratejik önemi olmayan kamu şirketlerinden oluşmakta ve kamu işletmelerinde devlet kontrolü kaybedilmeden bir kısım hisse senetleri satılmak istenmektedir.

- Türkiye'de 1983 yılından beri özelleştirme konusunda büyük çalışmalar yapılmasına rağmen; hâlâ bir KİT'in çoğunluk hissesinin devlet elinden özel kesime geçmemesi (mülkiyet devrinin gerçekleşmemesi), bu konuda bir takım endişelerin var olduğunu göstermektedir.

- Özelleştirilecek kuruluşlar kapsamına alınan kamu kuruluşlarının, sermaye piyasası kanalıyla hisse senedi satışı yapılarak özelleştirilmesinde izlenecek yol şu şekildedir:

- * Özelleştirilecek kuruluşların anonim şirket haline getirilmesi,
- * Özelleştirilecek kuruluşların aktiflerinin değerlendirilmesi,
- * Özelleştirilecek kuruluşların öz kaynağının hesaplanması,
- * Özelleştirilecek kuruluşların hisse senedi fiyatlarının tesbiti.

Özelleştirme operasyonlarının başarılı bir şekilde yürütülebilmesi ve operasyonun başarıya ulaşması için, gerekli koşulları şu şekilde ifade etmek mümkündür:

- Toplumda mevcut atıl kapasiteli fonların ekonomiye kazandırılması, sermaye piyasasının geliştirilmesi, KİT'lerin bütçeye olan yükünün azaltılması, ekonomide verimliliğin artırılması ve serbest piyasa ekonomisinin güçlendirilmesi açısından özelleştirme büyük bir öneme sahiptir. Ancak unutulmaması gereken bir konu var: Özelleştirme bir ülke için ne kadar gerekliyse, özelleştirme uygulamalarından sorumlu olacak uzmanların seçimi de o kadar önemlidir.

- Özelleştirme aslında bir endüstrileşmiş ülke olgusudur. Özelleştirme, özel sermayeyi harekete geçirebildiği, yerel girişimciliği teşvik edebildiği ve özel sektörle risk paylaşımını sağlayabildiği zaman çözümün bir parçası olabilir. Ancak çözüm temelde ülke içi ekonomilerin libere edilmesine ve yabancı sermayeye karşı daha açık bir tutumun benimsenmesine bağlıdır. Yabancı sermayenin ülke içi ekonomilere ilgisini azaltan problemlere karşı yeni çözümler getirilerek özelleştirme sürecine katkı sağlanabilir.

- Özelleştirme programı, izlenmekte olan ekonomik politikanın bir unsuru olarak kabul edilmeli; devletin kaynak ihtiyacını karşılayan bir finansman kaynağı olarak görülmemelidir.

- Yeniden değerlendirme uygulaması, KİT'ler için büyük bir önemi olan ve yüksek tutarlara ulaşan boş arsa-arazi ile tamamlanmamış olan yatırımları değerlendirme dışı bırakmaktadır. Bunun sakıncası ise, aktiflerin gerçek değerinden olduğundan az gösterilmesini sağlamakta ve sonuçta milli servet sayılan değerler gerçek bedelinin altında elden çıkarılmış olacaktır.

KİT'lere ait sabit kıymetler, tamamlanmamış yatırımlar, boş arsa-arazi ile bunlara benzer sair kıymetlerin de yeniden değerlendirmeye konu olması gerektiği; bu ve benzeri kıymetlerin piyasa (rayiç) değeri üzerinden değerlenmelerinin daha makul bir yaklaşım olacağı düşünülmektedir. Zira piyasa değeri, sabit kıymetin istem-sunu dengesine göre piyasadaki oluşmuş geçerli fiyatını vermektedir.

- Özelleştirilecek kuruluşun finansal profili çıkarılmadan önce, bilânçosunun analize elverişli hale getirilmesi gereklidir. Aksi takdirde yanlış sonuçlara ulaşmak olasıdır.

- Özelleştirme uygulaması için uygun bir çevrenin oluşturulması ve çeşitli grupların desteklerinin sağlanması,

- Mal ve hizmet talebinin özel sektöre yönlendirilmesi,

- Özelleştirmeye karşı olan gruplara yönelik sosyal amaçlı hisse senedi satışının sağlanması,

- Mülkiyetin geniş bir tabana yayılması çalışmalarının detaylı bir çalışmaya bağlanması,

- Çeşitli vergi, resim ve harç teşvikleriyle birlikte hisse senetlerinin satışının artırılması,

- Satılacak hisse senetlerinin bedellerinin ödenmesinin belli bir vadeye bağlanması,

- Özelleştirme ile ilgili yasal eksiklik ve boşlukların giderilmesi çalışmalarının başlatılması,

- Gerekli alt ve üst yapı oluşum sürecinin tamamlanmasıyla ilgili çalışmalara hız verilmesi,

- Özelleştirme uygulamalarına küçük kuruluşlardan başlanılarak, başarılı bir özelleştirme örneğinin oluşturulması,

- Kuruluş, tesis veya müessesenin niteliği/niceliği ve uygun bir yöntem çerçevesinde özelleştirme programının hızlandırılması,

- Geniş anlamda özelleştirmeye örnek teşkil edebilecek bir kuruluşun özelleştirilerek, kamuoyunun güveninin kazanılması,

- Özelleştirme ile ilgili zamanlama ve fiyatlandırma politikalarının iyi analiz edilerek alınması,

- Sermaye piyasasının gelişmesi ve derinlik kazanması için, piyasada işlem görecektir olan yatırım araçlarının çeşitlendirilmesi,

- KOI'nin sermaye piyasasındaki "piyasa düzenleyici" olma işlevini yanlış ve yersiz kullanımının yatırıma bağlanmasının sağlanması gerekir.

Gerek özelleştirme ve gerekse özelleştirmede başarı koşulları olarak ifade edilen açıklamalar bir amaç değil, mülkiyeti devlete ait olan kuruluşların özel kesime açılması ve bu kuruluşların özel hukuk hükümlerine göre faaliyet göstermeleri için, sadece ve sadece bir araçtır.

EKLER

Ek 1: 1 TL'nin Şimdiki Değeri Tablosu $PVIF=1/(1+i)^n$

Yıl	%1	%2	%3	%4	%5	%6	%7	%8	%9	%10	%11	%12	%13	%14	%15
1	0.990	0.980	0.971	0.962	0.952	0.943	0.935	0.926	0.917	0.909	0.901	0.893	0.885	0.877	0.870
2	0.980	0.961	0.943	0.925	0.907	0.890	0.873	0.857	0.842	0.826	0.812	0.797	0.783	0.769	0.756
3	0.971	0.942	0.915	0.889	0.864	0.840	0.816	0.794	0.772	0.751	0.731	0.712	0.693	0.675	0.658
4	0.961	0.924	0.888	0.855	0.823	0.792	0.763	0.735	0.708	0.683	0.659	0.636	0.613	0.592	0.572
5	0.951	0.906	0.863	0.822	0.784	0.747	0.713	0.681	0.650	0.621	0.593	0.567	0.543	0.519	0.497
6	0.942	0.888	0.837	0.790	0.746	0.705	0.666	0.630	0.596	0.564	0.535	0.507	0.480	0.456	0.432
7	0.933	0.871	0.813	0.760	0.711	0.665	0.623	0.583	0.547	0.513	0.482	0.452	0.425	0.400	0.376
8	0.923	0.853	0.789	0.731	0.677	0.627	0.582	0.540	0.502	0.467	0.434	0.404	0.376	0.351	0.327
9	0.914	0.837	0.766	0.703	0.645	0.592	0.544	0.500	0.460	0.424	0.391	0.361	0.333	0.308	0.284
10	0.905	0.820	0.744	0.676	0.614	0.558	0.508	0.463	0.422	0.386	0.352	0.322	0.295	0.270	0.247
11	0.896	0.804	0.722	0.650	0.585	0.527	0.475	0.429	0.388	0.350	0.317	0.287	0.261	0.237	0.215
12	0.887	0.788	0.701	0.625	0.557	0.497	0.444	0.397	0.356	0.319	0.286	0.257	0.231	0.208	0.187
13	0.879	0.773	0.681	0.601	0.530	0.469	0.415	0.368	0.326	0.290	0.258	0.229	0.204	0.182	0.163
14	0.870	0.758	0.661	0.577	0.505	0.442	0.388	0.340	0.299	0.263	0.232	0.205	0.181	0.160	0.141
15	0.861	0.743	0.642	0.555	0.481	0.417	0.362	0.315	0.275	0.239	0.209	0.183	0.160	0.140	0.123
16	0.853	0.728	0.623	0.534	0.458	0.394	0.339	0.292	0.252	0.218	0.188	0.163	0.141	0.123	0.107
17	0.844	0.714	0.605	0.513	0.436	0.371	0.317	0.270	0.231	0.198	0.170	0.146	0.125	0.108	0.093
18	0.836	0.700	0.587	0.494	0.416	0.350	0.296	0.250	0.212	0.180	0.153	0.130	0.111	0.095	0.081
19	0.828	0.686	0.570	0.475	0.396	0.331	0.277	0.232	0.194	0.164	0.138	0.116	0.098	0.083	0.070
20	0.820	0.673	0.554	0.456	0.377	0.312	0.258	0.215	0.178	0.149	0.124	0.104	0.087	0.073	0.061
21	0.811	0.660	0.538	0.439	0.359	0.294	0.242	0.199	0.164	0.135	0.112	0.093	0.077	0.064	0.053
22	0.803	0.647	0.522	0.422	0.342	0.278	0.226	0.184	0.150	0.123	0.101	0.083	0.068	0.056	0.046
23	0.795	0.634	0.507	0.406	0.326	0.262	0.211	0.170	0.138	0.112	0.091	0.074	0.060	0.049	0.040
24	0.788	0.622	0.492	0.390	0.310	0.247	0.197	0.158	0.126	0.102	0.082	0.066	0.053	0.043	0.035
25	0.780	0.610	0.478	0.375	0.295	0.233	0.184	0.146	0.116	0.092	0.074	0.059	0.047	0.038	0.030
26	0.772	0.598	0.464	0.361	0.281	0.220	0.172	0.135	0.106	0.084	0.066	0.053	0.042	0.033	0.026
27	0.764	0.586	0.450	0.347	0.268	0.207	0.161	0.125	0.098	0.076	0.060	0.047	0.037	0.029	0.023
28	0.757	0.574	0.437	0.333	0.255	0.196	0.150	0.116	0.090	0.069	0.054	0.042	0.033	0.026	0.020
29	0.749	0.563	0.424	0.321	0.243	0.185	0.141	0.107	0.082	0.063	0.048	0.037	0.029	0.022	0.017
30	0.742	0.552	0.412	0.308	0.231	0.174	0.131	0.099	0.075	0.057	0.044	0.033	0.026	0.020	0.015

Yil	%16	%17	%18	%19	%20	%21	%22	%23	%24	%25	%26	%27	%28	%29	%30
1	0.862	0.855	0.847	0.840	0.833	0.826	0.820	0.813	0.806	0.806	0.794	0.787	0.781	0.775	0.769
2	0.743	0.731	0.718	0.706	0.694	0.683	0.672	0.661	0.650	0.650	0.630	0.620	0.610	0.601	0.592
3	0.641	0.624	0.609	0.593	0.579	0.564	0.551	0.537	0.524	0.524	0.500	0.488	0.477	0.466	0.455
4	0.552	0.534	0.516	0.499	0.482	0.467	0.451	0.437	0.423	0.423	0.397	0.384	0.373	0.361	0.350
5	0.476	0.456	0.437	0.419	0.402	0.386	0.370	0.355	0.341	0.341	0.315	0.303	0.291	0.280	0.269
6	0.410	0.390	0.370	0.352	0.335	0.319	0.303	0.289	0.275	0.275	0.250	0.238	0.227	0.217	0.207
7	0.354	0.333	0.314	0.296	0.279	0.263	0.249	0.235	0.222	0.222	0.198	0.188	0.178	0.168	0.159
8	0.305	0.285	0.266	0.249	0.233	0.218	0.204	0.191	0.179	0.179	0.157	0.148	0.139	0.130	0.123
9	0.263	0.243	0.225	0.209	0.194	0.180	0.167	0.155	0.144	0.144	0.125	0.116	0.108	0.101	0.094
10	0.227	0.208	0.191	0.176	0.162	0.149	0.137	0.126	0.116	0.116	0.099	0.092	0.085	0.078	0.073
11	0.195	0.178	0.162	0.148	0.135	0.123	0.112	0.103	0.094	0.094	0.079	0.072	0.066	0.061	0.056
12	0.168	0.152	0.137	0.124	0.112	0.102	0.092	0.083	0.076	0.076	0.062	0.057	0.052	0.047	0.043
13	0.145	0.130	0.116	0.104	0.093	0.084	0.075	0.068	0.061	0.061	0.050	0.045	0.040	0.037	0.033
14	0.125	0.111	0.099	0.088	0.078	0.069	0.062	0.055	0.049	0.049	0.039	0.035	0.032	0.028	0.025
15	0.108	0.095	0.084	0.074	0.065	0.057	0.051	0.045	0.040	0.040	0.031	0.028	0.025	0.022	0.020
16	0.093	0.081	0.071	0.062	0.054	0.047	0.042	0.036	0.032	0.032	0.025	0.022	0.019	0.017	0.015
17	0.080	0.069	0.060	0.052	0.045	0.039	0.034	0.030	0.026	0.026	0.020	0.017	0.015	0.013	0.012
18	0.069	0.059	0.051	0.044	0.038	0.032	0.028	0.024	0.021	0.021	0.016	0.014	0.012	0.010	0.009
19	0.060	0.051	0.043	0.037	0.031	0.027	0.023	0.020	0.017	0.017	0.012	0.011	0.009	0.008	0.007
20	0.051	0.043	0.037	0.031	0.026	0.022	0.019	0.016	0.014	0.014	0.010	0.008	0.007	0.006	0.005
21	0.044	0.037	0.031	0.026	0.022	0.018	0.015	0.013	0.011	0.011	0.008	0.007	0.006	0.005	0.004
22	0.038	0.032	0.026	0.022	0.018	0.015	0.013	0.011	0.009	0.009	0.006	0.005	0.004	0.004	0.003
23	0.033	0.027	0.022	0.018	0.015	0.012	0.010	0.009	0.007	0.007	0.005	0.004	0.003	0.003	0.002
24	0.028	0.023	0.019	0.015	0.013	0.010	0.008	0.007	0.006	0.006	0.004	0.003	0.003	0.002	0.002
25	0.024	0.020	0.016	0.013	0.010	0.009	0.007	0.006	0.005	0.005	0.003	0.003	0.002	0.002	0.001
26	0.021	0.017	0.014	0.011	0.009	0.007	0.006	0.005	0.004	0.004	0.002	0.002	0.002	0.001	0.001
27	0.018	0.014	0.011	0.009	0.007	0.006	0.005	0.004	0.003	0.003	0.002	0.002	0.001	0.001	0.001
28	0.016	0.012	0.010	0.008	0.006	0.005	0.004	0.003	0.002	0.002	0.002	0.001	0.001	0.001	0.001
29	0.014	0.011	0.008	0.006	0.005	0.004	0.003	0.002	0.002	0.002	0.001	0.001	0.001	0.001	0.000
30	0.012	0.009	0.007	0.005	0.004	0.003	0.003	0.002	0.002	0.002	0.001	0.001	0.001	0.000	0.000

Yil	%31	%32	%33	%34	%35	%36	%37	%38	%39	%40	%41	%42	%43	%44	%45
1	0.763	0.758	0.752	0.746	0.741	0.735	0.730	0.725	0.719	0.714	0.709	0.704	0.699	0.694	0.690
2	0.583	0.574	0.565	0.557	0.549	0.541	0.533	0.525	0.518	0.510	0.503	0.496	0.489	0.482	0.476
3	0.445	0.435	0.425	0.416	0.406	0.398	0.389	0.381	0.372	0.364	0.357	0.349	0.342	0.335	0.328
4	0.340	0.329	0.320	0.310	0.301	0.292	0.284	0.276	0.268	0.260	0.253	0.246	0.239	0.233	0.226
5	0.259	0.250	0.240	0.231	0.223	0.215	0.207	0.200	0.193	0.186	0.179	0.173	0.167	0.162	0.156
6	0.198	0.189	0.181	0.173	0.165	0.158	0.151	0.145	0.139	0.133	0.127	0.122	0.117	0.112	0.108
7	0.151	0.143	0.136	0.129	0.122	0.116	0.110	0.105	0.100	0.095	0.090	0.086	0.082	0.078	0.074
8	0.115	0.108	0.102	0.096	0.091	0.085	0.081	0.076	0.072	0.068	0.064	0.060	0.057	0.054	0.051
9	0.088	0.082	0.077	0.072	0.067	0.063	0.059	0.055	0.052	0.048	0.045	0.043	0.040	0.038	0.035
10	0.067	0.062	0.058	0.054	0.050	0.046	0.043	0.040	0.037	0.035	0.032	0.030	0.028	0.026	0.024
11	0.051	0.047	0.043	0.040	0.037	0.034	0.031	0.029	0.027	0.025	0.023	0.021	0.020	0.018	0.017
12	0.039	0.036	0.033	0.030	0.027	0.025	0.023	0.021	0.019	0.018	0.016	0.015	0.014	0.013	0.012
13	0.030	0.027	0.025	0.022	0.020	0.018	0.017	0.015	0.014	0.013	0.011	0.010	0.010	0.009	0.008
14	0.023	0.021	0.018	0.017	0.015	0.014	0.012	0.011	0.010	0.009	0.008	0.007	0.007	0.006	0.006
15	0.017	0.016	0.014	0.012	0.011	0.010	0.009	0.008	0.007	0.006	0.006	0.005	0.005	0.004	0.004
16	0.013	0.012	0.010	0.009	0.008	0.007	0.006	0.006	0.005	0.005	0.004	0.004	0.003	0.003	0.003
17	0.010	0.009	0.008	0.007	0.006	0.005	0.005	0.004	0.004	0.003	0.003	0.003	0.002	0.002	0.002
18	0.008	0.007	0.006	0.005	0.005	0.004	0.003	0.003	0.003	0.002	0.002	0.002	0.002	0.001	0.001
19	0.006	0.005	0.004	0.004	0.003	0.003	0.003	0.002	0.002	0.002	0.001	0.001	0.001	0.001	0.001
20	0.005	0.004	0.003	0.003	0.002	0.002	0.002	0.002	0.001	0.001	0.001	0.001	0.001	0.001	0.001
21	0.003	0.003	0.003	0.002	0.002	0.002	0.001	0.001	0.001	0.001	0.001	0.001	0.001	0.000	0.000
22	0.003	0.002	0.002	0.002	0.001	0.001	0.001	0.001	0.001	0.001	0.001	0.000	0.000	0.000	0.000
23	0.002	0.002	0.001	0.001	0.001	0.001	0.001	0.001	0.001	0.000	0.000	0.000	0.000	0.000	0.000
24	0.002	0.001	0.001	0.001	0.001	0.001	0.001	0.000	0.000	0.000	0.000	0.000	0.000	0.000	0.000
25	0.001	0.001	0.001	0.001	0.001	0.000	0.000	0.000	0.000	0.000	0.000	0.000	0.000	0.000	0.000
26	0.001	0.001	0.001	0.000	0.000	0.000	0.000	0.000	0.000	0.000	0.000	0.000	0.000	0.000	0.000
27	0.001	0.001	0.000	0.000	0.000	0.000	0.000	0.000	0.000	0.000	0.000	0.000	0.000	0.000	0.000
28	0.001	0.000	0.000	0.000	0.000	0.000	0.000	0.000	0.000	0.000	0.000	0.000	0.000	0.000	0.000
29	0.000	0.000	0.000	0.000	0.000	0.000	0.000	0.000	0.000	0.000	0.000	0.000	0.000	0.000	0.000
30	0.000	0.000	0.000	0.000	0.000	0.000	0.000	0.000	0.000	0.000	0.000	0.000	0.000	0.000	0.000

Yil	%46	%47	%48	%49	%50	%51	%52	%53	%54	%55	%56	%57	%58	%59	%60
1	0.685	0.680	0.676	0.671	0.667	0.662	0.658	0.654	0.649	0.645	0.641	0.637	0.633	0.629	0.625
2	0.469	0.463	0.457	0.450	0.444	0.439	0.433	0.427	0.422	0.416	0.411	0.406	0.401	0.396	0.391
3	0.321	0.315	0.308	0.302	0.296	0.290	0.285	0.279	0.274	0.269	0.263	0.258	0.254	0.249	0.244
4	0.220	0.214	0.208	0.203	0.198	0.192	0.187	0.182	0.178	0.173	0.169	0.165	0.160	0.156	0.153
5	0.151	0.146	0.141	0.136	0.132	0.127	0.123	0.119	0.115	0.112	0.108	0.105	0.102	0.098	0.095
6	0.103	0.099	0.095	0.091	0.088	0.084	0.081	0.078	0.075	0.072	0.069	0.067	0.064	0.062	0.060
7	0.071	0.067	0.064	0.061	0.059	0.056	0.053	0.051	0.049	0.047	0.044	0.043	0.041	0.039	0.037
8	0.048	0.046	0.043	0.041	0.039	0.037	0.035	0.033	0.032	0.030	0.029	0.027	0.026	0.024	0.023
9	0.033	0.031	0.029	0.028	0.026	0.025	0.023	0.022	0.021	0.019	0.018	0.017	0.016	0.015	0.015
10	0.023	0.021	0.020	0.019	0.017	0.016	0.015	0.014	0.013	0.012	0.012	0.011	0.010	0.010	0.009
11	0.016	0.014	0.013	0.012	0.012	0.011	0.010	0.009	0.009	0.008	0.008	0.007	0.007	0.006	0.006
12	0.011	0.010	0.009	0.008	0.008	0.007	0.007	0.006	0.006	0.005	0.005	0.004	0.004	0.004	0.004
13	0.007	0.007	0.006	0.006	0.005	0.005	0.004	0.004	0.004	0.003	0.003	0.003	0.003	0.002	0.002
14	0.005	0.005	0.004	0.004	0.003	0.003	0.003	0.003	0.002	0.002	0.002	0.002	0.002	0.002	0.001
15	0.003	0.003	0.003	0.003	0.002	0.002	0.002	0.002	0.002	0.001	0.001	0.001	0.001	0.001	0.001
16	0.002	0.002	0.002	0.002	0.002	0.001	0.001	0.001	0.001	0.001	0.001	0.001	0.001	0.001	0.001
17	0.002	0.001	0.001	0.001	0.001	0.001	0.001	0.001	0.001	0.001	0.001	0.000	0.000	0.000	0.000
18	0.001	0.001	0.001	0.001	0.001	0.001	0.001	0.000	0.000	0.000	0.000	0.000	0.000	0.000	0.000
19	0.001	0.001	0.001	0.001	0.000	0.000	0.000	0.000	0.000	0.000	0.000	0.000	0.000	0.000	0.000
20	0.001	0.000	0.000	0.000	0.000	0.000	0.000	0.000	0.000	0.000	0.000	0.000	0.000	0.000	0.000
21	0.000	0.000	0.000	0.000	0.000	0.000	0.000	0.000	0.000	0.000	0.000	0.000	0.000	0.000	0.000
22	0.000	0.000	0.000	0.000	0.000	0.000	0.000	0.000	0.000	0.000	0.000	0.000	0.000	0.000	0.000
23	0.000	0.000	0.000	0.000	0.000	0.000	0.000	0.000	0.000	0.000	0.000	0.000	0.000	0.000	0.000
24	0.000	0.000	0.000	0.000	0.000	0.000	0.000	0.000	0.000	0.000	0.000	0.000	0.000	0.000	0.000
25	0.000	0.000	0.000	0.000	0.000	0.000	0.000	0.000	0.000	0.000	0.000	0.000	0.000	0.000	0.000
26	0.000	0.000	0.000	0.000	0.000	0.000	0.000	0.000	0.000	0.000	0.000	0.000	0.000	0.000	0.000
27	0.000	0.000	0.000	0.000	0.000	0.000	0.000	0.000	0.000	0.000	0.000	0.000	0.000	0.000	0.000
28	0.000	0.000	0.000	0.000	0.000	0.000	0.000	0.000	0.000	0.000	0.000	0.000	0.000	0.000	0.000
29	0.000	0.000	0.000	0.000	0.000	0.000	0.000	0.000	0.000	0.000	0.000	0.000	0.000	0.000	0.000
30	0.000	0.000	0.000	0.000	0.000	0.000	0.000	0.000	0.000	0.000	0.000	0.000	0.000	0.000	0.000

Yil	%61	%62	%63	%64	%65	%66	%67	%68	%69	%70	%71	%72	%73	%74	%75
1	0.621	0.617	0.613	0.610	0.606	0.602	0.599	0.595	0.592	0.588	0.585	0.581	0.578	0.575	0.571
2	0.386	0.381	0.376	0.372	0.367	0.363	0.359	0.354	0.350	0.346	0.342	0.338	0.334	0.330	0.327
3	0.240	0.235	0.231	0.227	0.223	0.219	0.215	0.211	0.207	0.204	0.200	0.197	0.193	0.190	0.187
4	0.149	0.145	0.142	0.138	0.135	0.132	0.129	0.126	0.123	0.120	0.117	0.114	0.112	0.109	0.107
5	0.092	0.090	0.087	0.084	0.082	0.079	0.077	0.075	0.073	0.070	0.068	0.066	0.065	0.063	0.061
6	0.057	0.055	0.053	0.051	0.050	0.048	0.046	0.044	0.043	0.041	0.040	0.039	0.037	0.036	0.035
7	0.036	0.034	0.033	0.031	0.030	0.029	0.028	0.026	0.025	0.024	0.023	0.022	0.022	0.021	0.020
8	0.022	0.021	0.020	0.019	0.018	0.017	0.017	0.016	0.015	0.014	0.014	0.013	0.012	0.012	0.011
9	0.014	0.013	0.012	0.012	0.011	0.010	0.010	0.009	0.009	0.008	0.008	0.008	0.007	0.007	0.006
10	0.009	0.008	0.008	0.007	0.007	0.006	0.006	0.006	0.005	0.005	0.005	0.004	0.004	0.004	0.004
11	0.005	0.005	0.005	0.004	0.004	0.004	0.004	0.003	0.003	0.003	0.003	0.003	0.002	0.002	0.002
12	0.003	0.003	0.003	0.003	0.002	0.002	0.002	0.002	0.002	0.002	0.002	0.001	0.001	0.001	0.001
13	0.002	0.002	0.002	0.002	0.001	0.001	0.001	0.001	0.001	0.001	0.001	0.001	0.001	0.001	0.001
14	0.001	0.001	0.001	0.001	0.001	0.001	0.001	0.001	0.001	0.001	0.001	0.001	0.000	0.000	0.000
15	0.001	0.001	0.001	0.001	0.001	0.000	0.000	0.000	0.000	0.000	0.000	0.000	0.000	0.000	0.000
16	0.000	0.000	0.000	0.000	0.000	0.000	0.000	0.000	0.000	0.000	0.000	0.000	0.000	0.000	0.000
17	0.000	0.000	0.000	0.000	0.000	0.000	0.000	0.000	0.000	0.000	0.000	0.000	0.000	0.000	0.000
18	0.000	0.000	0.000	0.000	0.000	0.000	0.000	0.000	0.000	0.000	0.000	0.000	0.000	0.000	0.000
19	0.000	0.000	0.000	0.000	0.000	0.000	0.000	0.000	0.000	0.000	0.000	0.000	0.000	0.000	0.000
20	0.000	0.000	0.000	0.000	0.000	0.000	0.000	0.000	0.000	0.000	0.000	0.000	0.000	0.000	0.000
21	0.000	0.000	0.000	0.000	0.000	0.000	0.000	0.000	0.000	0.000	0.000	0.000	0.000	0.000	0.000
22	0.000	0.000	0.000	0.000	0.000	0.000	0.000	0.000	0.000	0.000	0.000	0.000	0.000	0.000	0.000
23	0.000	0.000	0.000	0.000	0.000	0.000	0.000	0.000	0.000	0.000	0.000	0.000	0.000	0.000	0.000
24	0.000	0.000	0.000	0.000	0.000	0.000	0.000	0.000	0.000	0.000	0.000	0.000	0.000	0.000	0.000
25	0.000	0.000	0.000	0.000	0.000	0.000	0.000	0.000	0.000	0.000	0.000	0.000	0.000	0.000	0.000
26	0.000	0.000	0.000	0.000	0.000	0.000	0.000	0.000	0.000	0.000	0.000	0.000	0.000	0.000	0.000
27	0.000	0.000	0.000	0.000	0.000	0.000	0.000	0.000	0.000	0.000	0.000	0.000	0.000	0.000	0.000
28	0.000	0.000	0.000	0.000	0.000	0.000	0.000	0.000	0.000	0.000	0.000	0.000	0.000	0.000	0.000
29	0.000	0.000	0.000	0.000	0.000	0.000	0.000	0.000	0.000	0.000	0.000	0.000	0.000	0.000	0.000
30	0.000	0.000	0.000	0.000	0.000	0.000	0.000	0.000	0.000	0.000	0.000	0.000	0.000	0.000	0.000

Yil	%76	%77	%78	%79	%80	%81	%82	%83	%84	%85	%86	%87	%88	%89	%90
1	0.568	0.565	0.562	0.559	0.556	0.552	0.549	0.546	0.543	0.541	0.538	0.535	0.532	0.529	0.526
2	0.323	0.319	0.316	0.312	0.309	0.305	0.302	0.299	0.295	0.292	0.289	0.286	0.283	0.280	0.277
3	0.183	0.180	0.177	0.174	0.171	0.169	0.166	0.163	0.161	0.158	0.155	0.153	0.150	0.148	0.146
4	0.104	0.102	0.100	0.097	0.095	0.093	0.091	0.089	0.087	0.085	0.084	0.082	0.080	0.078	0.077
5	0.059	0.058	0.056	0.054	0.053	0.051	0.050	0.049	0.047	0.046	0.045	0.044	0.043	0.041	0.040
6	0.034	0.033	0.031	0.030	0.029	0.028	0.028	0.027	0.026	0.025	0.024	0.023	0.023	0.022	0.021
7	0.019	0.018	0.018	0.017	0.016	0.016	0.015	0.015	0.014	0.013	0.013	0.013	0.012	0.012	0.011
8	0.011	0.010	0.010	0.009	0.009	0.009	0.008	0.008	0.008	0.007	0.007	0.007	0.006	0.006	0.006
9	0.006	0.006	0.006	0.005	0.005	0.005	0.005	0.004	0.004	0.004	0.004	0.004	0.003	0.003	0.003
10	0.004	0.003	0.003	0.003	0.003	0.003	0.003	0.002	0.002	0.002	0.002	0.002	0.002	0.002	0.002
11	0.002	0.002	0.002	0.002	0.002	0.001	0.001	0.001	0.001	0.001	0.001	0.001	0.001	0.001	0.001
12	0.001	0.001	0.001	0.001	0.001	0.001	0.001	0.001	0.001	0.001	0.001	0.001	0.001	0.000	0.000
13	0.001	0.001	0.001	0.001	0.000	0.000	0.000	0.000	0.000	0.000	0.000	0.000	0.000	0.000	0.000
14	0.000	0.000	0.000	0.000	0.000	0.000	0.000	0.000	0.000	0.000	0.000	0.000	0.000	0.000	0.000
15	0.000	0.000	0.000	0.000	0.000	0.000	0.000	0.000	0.000	0.000	0.000	0.000	0.000	0.000	0.000
16	0.000	0.000	0.000	0.000	0.000	0.000	0.000	0.000	0.000	0.000	0.000	0.000	0.000	0.000	0.000
17	0.000	0.000	0.000	0.000	0.000	0.000	0.000	0.000	0.000	0.000	0.000	0.000	0.000	0.000	0.000
18	0.000	0.000	0.000	0.000	0.000	0.000	0.000	0.000	0.000	0.000	0.000	0.000	0.000	0.000	0.000
19	0.000	0.000	0.000	0.000	0.000	0.000	0.000	0.000	0.000	0.000	0.000	0.000	0.000	0.000	0.000
20	0.000	0.000	0.000	0.000	0.000	0.000	0.000	0.000	0.000	0.000	0.000	0.000	0.000	0.000	0.000
21	0.000	0.000	0.000	0.000	0.000	0.000	0.000	0.000	0.000	0.000	0.000	0.000	0.000	0.000	0.000
22	0.000	0.000	0.000	0.000	0.000	0.000	0.000	0.000	0.000	0.000	0.000	0.000	0.000	0.000	0.000
23	0.000	0.000	0.000	0.000	0.000	0.000	0.000	0.000	0.000	0.000	0.000	0.000	0.000	0.000	0.000
24	0.000	0.000	0.000	0.000	0.000	0.000	0.000	0.000	0.000	0.000	0.000	0.000	0.000	0.000	0.000
25	0.000	0.000	0.000	0.000	0.000	0.000	0.000	0.000	0.000	0.000	0.000	0.000	0.000	0.000	0.000
26	0.000	0.000	0.000	0.000	0.000	0.000	0.000	0.000	0.000	0.000	0.000	0.000	0.000	0.000	0.000
27	0.000	0.000	0.000	0.000	0.000	0.000	0.000	0.000	0.000	0.000	0.000	0.000	0.000	0.000	0.000
28	0.000	0.000	0.000	0.000	0.000	0.000	0.000	0.000	0.000	0.000	0.000	0.000	0.000	0.000	0.000
29	0.000	0.000	0.000	0.000	0.000	0.000	0.000	0.000	0.000	0.000	0.000	0.000	0.000	0.000	0.000
30	0.000	0.000	0.000	0.000	0.000	0.000	0.000	0.000	0.000	0.000	0.000	0.000	0.000	0.000	0.000

Yıl	%91	%92	%93	%94	%95	%96	%97	%98	%99	%100
1	0.524	0.521	0.518	0.515	0.513	0.510	0.508	0.505	0.503	0.500
2	0.274	0.271	0.268	0.266	0.263	0.260	0.258	0.255	0.253	0.250
3	0.144	0.141	0.139	0.137	0.135	0.133	0.131	0.129	0.127	0.125
4	0.075	0.074	0.072	0.071	0.069	0.068	0.066	0.065	0.064	0.063
5	0.039	0.038	0.037	0.036	0.035	0.035	0.034	0.033	0.032	0.031
6	0.021	0.020	0.019	0.019	0.018	0.018	0.017	0.017	0.016	0.016
7	0.011	0.010	0.010	0.010	0.009	0.009	0.009	0.008	0.008	0.008
8	0.006	0.005	0.005	0.005	0.005	0.005	0.004	0.004	0.004	0.004
9	0.003	0.003	0.003	0.003	0.002	0.002	0.002	0.002	0.002	0.002
10	0.002	0.001	0.001	0.001	0.001	0.001	0.001	0.001	0.001	0.001
11	0.001	0.001	0.001	0.001	0.001	0.001	0.001	0.001	0.001	0.000
12	0.000	0.000	0.000	0.000	0.000	0.000	0.000	0.000	0.000	0.000
13	0.000	0.000	0.000	0.000	0.000	0.000	0.000	0.000	0.000	0.000
14	0.000	0.000	0.000	0.000	0.000	0.000	0.000	0.000	0.000	0.000
15	0.000	0.000	0.000	0.000	0.000	0.000	0.000	0.000	0.000	0.000
16	0.000	0.000	0.000	0.000	0.000	0.000	0.000	0.000	0.000	0.000
17	0.000	0.000	0.000	0.000	0.000	0.000	0.000	0.000	0.000	0.000
18	0.000	0.000	0.000	0.000	0.000	0.000	0.000	0.000	0.000	0.000
19	0.000	0.000	0.000	0.000	0.000	0.000	0.000	0.000	0.000	0.000
20	0.000	0.000	0.000	0.000	0.000	0.000	0.000	0.000	0.000	0.000
21	0.000	0.000	0.000	0.000	0.000	0.000	0.000	0.000	0.000	0.000
22	0.000	0.000	0.000	0.000	0.000	0.000	0.000	0.000	0.000	0.000
23	0.000	0.000	0.000	0.000	0.000	0.000	0.000	0.000	0.000	0.000
24	0.000	0.000	0.000	0.000	0.000	0.000	0.000	0.000	0.000	0.000
25	0.000	0.000	0.000	0.000	0.000	0.000	0.000	0.000	0.000	0.000
26	0.000	0.000	0.000	0.000	0.000	0.000	0.000	0.000	0.000	0.000
27	0.000	0.000	0.000	0.000	0.000	0.000	0.000	0.000	0.000	0.000
28	0.000	0.000	0.000	0.000	0.000	0.000	0.000	0.000	0.000	0.000
29	0.000	0.000	0.000	0.000	0.000	0.000	0.000	0.000	0.000	0.000
30	0.000	0.000	0.000	0.000	0.000	0.000	0.000	0.000	0.000	0.000

KAYNAKÇA

- AKALIN, Güneri
KİT Ekonomisi-KİT'ler, Reformları, Alternatifleri Ve Özelleştirilmeleri-, Ankara-1990
- AKGÜÇ, Öztin
Finansal Yönetim, İstanbul-1989
- AKGÜÇ, Öztin
Mali Tablolar Analizi, İstanbul-1990
- ALTINTAŞ, M. Berra
Kamu İktisadi Teşebbüslerinin Özelleştirilmesi Ve Özelleştirmenin Sermaye Piyasasına Etkileri, Ankara-1988
- ARSLAN, Yılmaz
"Özelleştirmenin Temel Amacı Nedir?", Banka Ve Ekonomik Yorumlar, (Haziran 1988), Yıl: 25, Sayı: 6
- AŞIKOĞLU, Rıza
"Privatization In The Developing World", Anadolu Üniversitesi Kütahya İktisadi Ve İdari Bilimler Fakültesi 15. Yıl Armağanı, Kütahya-1989
- ATAMAN, Ümit
Hisse Senetlerinin Değerlemesi, İstanbul-1974
- BARUTÇUGİL, İsmet
"Yatırım Analizi Nasıl Yapılır?", Kapital -Broker-, (Kasım 1990)
- BAŞAK, Işıl
"Yeniden Değerleme Fonu Sermayeye Nasıl Eklenir?", Ekonomik Bülten -Rehber-, (25-31 Mart 1991)

BEKTÖRE, Sabri
ÇÖMLEKÇİ, Ferruh

Mali Tablolar Analizi, Eskişehir-1989

BERK, Niyazi

Finansal Yönetim, İstanbul-1990

BIRCH, L. Micheal

"Özelleştirme", Para Ve Sermaye Piyasası, Yıl: 10, Sayı: 108, (Şubat 1988)

BOLAK, Mehmet

Sermaye Piyasası Menkul Kıymetler Ve Portföy Analizi, İstanbul-1991

BÜKER, Semih

Anonim Şirketlere Yapılacak Yatırımlarda Hisse Senetlerini Değerleme Yöntemleri, Eskişehir-1976

BÜKER, Semih
AŞIKOĞLU, Rıza

Finansal Yönetim, Eskişehir-1990

BÜKER, Semih
AŞIKOĞLU, Rıza

Sermaye Piyasaları, Eskişehir-1991

CEVİZOĞLU, M. Hulki

Türkiye'nin Gündemindeki Özelleştirme, İstanbul-1989

CEYLAN, Ali

"Pay Senedi Değerlemesi", Uludağ Üniversitesi İ.İ.B.F. Dergisi, Cilt IV, S: 1, Bursa-1983

CEYLAN, Ali

"KİT'lerin Özelleştirilmesinde Sorunlar", Uludağ Üniversitesi İktisat Ve İdari Bilimler Dergisi, Cilt VI, Sayı 1, Bursa-1985

CEYLAN, Ali
VERGİLİEL, Melek

Türkiye'de Kamu İktisadi
Teşebbüsleri Ve Özelleştirme,
Bursa-1989

CEYLAN, Ali

İşletmelerde Finansal Yönetim,
Bursa-1991

CEZAIRLİ, Adnan

"Sermaye Piyasasında Sorunlar",
Panorama, (27 Ocak 1991), Yıl: 4, Sayı: 4

ÇABUK, Adem

Finansal Tablolar Analizi, Bursa-1989

ÇEVİK, Seyfullah

"Tasarrufların Yönlendirilmesinde
Devletin Rolü", Banka Ve Ekonomik
Yorumlar, (Mayıs 1988), Yıl: 25, Sayı: 5

ÇÖMLEKÇİ, Ferruh

Yıllık Rapor Ve Yatırım Analizi,
Ankara-1971

ÇÖMLEKÇİ, Ferruh
KEPEKÇİ, Celâl

Genel Muhasebe Ve Dış Raporlama,
Eskişehir-1987

DOĞRUÖZ, A. Bumin

"Yeniden Değerleme Fonlarının Bankalarca
Sermayeye Eklenmesi", Dünya,
(23 Mart 1991)

EMEN, İsmail

"Özelleştirme Ve Borsaya Etkileri", Para
Ve Sermaye Piyasası, (Şubat 1988),
Yıl: 10, Sayı: 108

- ERDOĞAN, İshak "Şirketlerin Temel Analizleri Nasıl Yapılır?", Kapital-Broker-(Nisan 1991)
- EROLGAÇ, Yılmaz Hisse Senetleri Ve Tahviller -Bunlara İsbetli Yatırım Yapmanın Yolları-, İstanbul-1976
- ERTUNA, İbrahim Özer Yatırım Ve Portföy Analizi, İstanbul-1991
- ERTUNA, Özcan Finansal Kurumlar, Ankara-1986
- FİNCANCI, Yurdağül "Özelleştirme Efsanesi", Kapital, Yıl: 7, Sayı: 75, (Şubat 1992)
- GÖNENLİ, Atilla Finansal Tablolar, İstanbul-1979
- GÜNGÖR, Tefvik "Özelleştirme Uygulamaları Hakkında Duyuru", Dünya,(22 Mayıs 1991)
- GÜROL, Mehmet Ali Kamu İktisadi Teşebbüslerinde Bir Özelleştirme Yöntemi Olarak Çalışanların Sermaye'ye Ortaklıkları, Ankara-1987
- HATIPOĞLU, Zeyyat İşletme Finansı, İstanbul-1986
- HEMMING, Richard
MANSOOR, M. Ali "Özelleştirme Çözüm mü?", (Çeviren: A. Kemal ÇELEBİ), Banka Ve Ekonomik Yorumlar, (Haziran 1989), Yıl: 26, Sayı: 6

- HİÇŞAŞMAZ, Mazhar **Bilânço Analiz Tekniği**, Ankara-1964
- HİÇŞAŞMAZ, Mazhar **Bilânço Ve Gelir Tabloları Analizi**, Ankara-1977
- JONES, Susan K. "Özelleştirme Yolu", (Çeviren: Cevat MANAV), **Dünya**, (20.08.1991)
- KARAŞİN, A. Gültekin **Sermaye Piyasası Analizleri**, Ankara-1987
- KARLUK, S. Rıdvan "Sanayileşmiş Batılı Ülkelerde Özelleştirme Hareketinin Kapsamı", **Dünya**, (15.02.1989)
- KARSLI, Muharrem **Sermaye Piyasası Borsa Menkul Kıymetler**, İstanbul-1989
- KAZGAN, Haydar "Çift Kağıtla Borsa Oynanmaz", **Para**, (7-13 Ekim 1990), Sayı: 37
- KILINÇ, Kâzım **200 Soru da A'dan Z'ye Borsa**, İstanbul-1991
- KIVANÇ, Ahmet "TÖYÖK Ne Kadar Özerk?", **Trend**, (22 Mart 1992), Yıl: 3, Sayı: 87
- KIZILYALLI, Hüsnü "Türkiye'de Özelleştirme", **Dünya**, (29 Ekim 1991)

- NAİSBİTT, John
ABURDENE, Patricia
- Megatrends 2000 (Büyük Yönelimler), (Çeviren: Erdal GÜVEN), İstanbul-1990
- ORÇUN, Alp
- "Fransa'da Özelleştirme Yerine Uluslararasılaştırma", Dünya, (10.05.1991)
- ÖZALP, Talât
- Yatırımcının Borsa Danışmanı, Ankara-1991
- ÖZER, İlhan
- "KİT'lerin Özel Kesime Açılması", İstanbul Sanayi Odası, (15 Mayıs 1987), Yıl: 22, Sayı: 255
- ÖZMEN, Selâhattin
- Türkiye'de Ve Dünyada KİT'lerin Özelleştirilmesi, İstanbul-1987
- PALAMUT, Mehmet E.
- "Demokrasi Ve Mülkiyetin Tabana Yayılması", Banka Ve Ekonomik Yorumlar, (Şubat 1988), Yıl: 25, Sayı: 2
- PAUL, Samuel
- "Özelleştirme Ve Kamu Sektörü", (Çeviren: Candan KARASAN), Banka Ve Ekonomik Yorumlar, (Ekim 1987), Yıl: 24, Sayı: 10
- SARIKAMIŞ, Cevat
- "Özelleştirmede Başka Bir Yöntem", Banka Ve Ekonomik Yorumlar, (Nisan 1991), Yıl: 28, Sayı: 4
- SEVİĞ, Veysi
- "Yeniden Değerleme Tablolarının Onaylanması", Dünya, (12 Aralık 1990)

- SEVİĞ, Veysi "Yeni Den Değerleme Oranları", **Dünya**, (13 Aralık 1990)
- TEKBAŞ, M. Şükrü "İMKB'deki Son Gelişmeler Ve Özelleştirme -Açıkoturum-", **Banka Ve Ekonomik Yorumlar**, (Ocak 1988), Yıl: 25, Sayı: 1
- TEKBAŞ, Mehmet Şükrü "Hisse Senedi Riski Ve Verimi İle Bir Portföy Modeli", **Banka Ve Ekonomik Yorumlar**, (Ağustos 1989), Yıl: 26, Sayı: 8
- TEZER, Meral "Özelleştirme Programının Teknik Yönleri-İngiltere Örneği", **Banka Ve Ekonomik Yorumlar**, (Ocak 1987), Yıl: 24, Sayı: 1
- ULUSOY, Yılmaz "Kanuni Yedek Akçeler Ve Üzerinden Ayrılacakları Kâr Payı", **Dünya**, (29 Nisan 1991)
- YALKIN, Yüksel Koç **İşletmelerde Mali Analiz Teknikleri**, Ankara-1987
- YILDIRIM, Abdurrahman **Borsanın ABC'si**, İstanbul-1990
- YILMAZ, Sebahattin **Bilânço Analizleri -Ders Notları-**, Ankara-1973
- YILMAZ, Sebahattin **Envanter Ve Bilânço**, Erzurum-1987

"KİT'lere 4'lü Sınıflama", **Dünya**,
(20 Eylül 1991)

"Genel Ve Teknik Faktörler", **Dünya**
-Günlük Borsa Bülteni-,
(10 Aralık 1991)

"Gerçek Değerin Hesaplanması", **Dünya**
-Günlük Borsa Bülteni-,
(28 Ocak 1992)

"Bilânço Kalemlerinin Değerlendirilmesi",
Dünya-Günlük Borsa Bülteni-,
(29 Haziran 1992)

Ditaş Doğan Yedek Parça İmalat Ve
Teknik A.Ş. Hisselerinin Halka Arz
Tanıtım Dokümanı, KOİ Başkanlığı
Yayını, Mart 1991

"Biânço Kavramları Yatırımcıya Neler
Anlatıyor?", **Ekonomik Bülten**
-Rehber-, (17-23 Haziran 1991)

"Risk Nedir?", **Ekonomik Bülten**
-Rehber-, (15-21 Temmuz 1991)

"Risk Nedir? (2)", **Ekonomik Bülten**
-Rehber-, (22-28 Temmuz 1991)

T.C. Başbakanlık Kamu Ortaklığı
İdaresi Başkanlığı Faaliyetleri
(1984-1990), Kamu Ortaklığı İdaresi
Başkanlığı Yayını

"1992 Yılında Özelleştirme", T.C. Başbakanlık Kamu Ortaklığı İdaresi Başkanlığı Yayını, (10 Mart 1992)

"TÖYÖK'le Birlikte Kişilik Sahibi KİT'ler Geliyor", Kapital, Mayıs-1992

Milliyet Genel Ekonomi Ansiklopedisi, Cilt: 2, İstanbul-1988

Petrol-İş, Özelleştirme Üzerine, İstanbul-1989, Petrol-İş Yayın: 24

"Kamu İktisadi Teşebbüslerinin Özelleştirilmesi İle İlgili Hükümler", Resmi Gazete, (3 Haziran 1986), Sayı: 19126

Tüsiad, Özelleştirme KİT'lerin Halka Satışında Başarı Koşulları, İstanbul-1986

Tüsiad, 21. Yüzyıla Doğru Türkiye: Geleceğe Dönük Bir Atılım Stratejisi, İstanbul-1991

Hissedarların Elllerinde Bulunan Hisse Senetlerini Halka Arzetmelerine İlişkin Esaslar Tebliği, Resmi Gazete, (31 Temmuz 1992), Sayı: 21301 Mükerrer