

VADELİ MEVDUAT, DEVLET TAHVİLİ, PAY SENEDİ VE ALTIN İÇİN VERİMLİLİK KARŞILAŞTIRMASI

Nur Keyder*

Çalışmada, vadeli mevduat, devlet tahvili, pay senedi ve altının görelî getirileri, artan fiyatlar gözönüne alınarak hesaplanmış, tasarruf sahiplerinin bu almasıık değerler arasındaki tercih nedenleri ortaya çıkarılmaya çalışılmıştır. Kaynakların altın gibi üretken olmayan değerlerden tahvil, pay senedi gibi almasııklara caydırılması için bazı önlemler önerilmiş; tahvil, pay senedi, vadeli mevduat getirileri üzerine uygulanan gelir vergisi stopajı ile ilgili kanun tasarısı eleştirilmiştir.

Giriş

Bu çalışmada, Türkiye'nin içinde bulunduğu enflasyonist dönemde, çeşitli taşınan değerlere yapılan yatırımların kârlılığı karşılaştırılmaktadır. Çalışmanın amacı, müstakbel yatırımcıya ışık tutmak değil, küçük tasarrufları, altın gibi üretken olmayan yatırımlardan tahvil-pay senedi alımlarına çevirebilmek için alınabilecek özendirici önlemleri düşünürken, halkın ülke ekonomisi açısından olumsuz karşılanan tercihlerinin altında yatan nedeni ortaya çıkarmaktır.

Bilindiği gibi, para tutmanın alternatif maliyeti, paraya çevrilmesi oldukça kolay olan vadeli mevduat veya çeşitli taşınır değerlerin sağlayabileceği verimdir. Teknik olarak bu verimin yüksekliği oranında paraya olan talebin düşük olması beklenmektedir. Yatırımcı, para, vadeli mevduat ve çeşitli taşınır değer yatırımları arasında tercih yapmak durumundadır. Getiri sağlayan yatırım türleri arasında da bir ikame söz konusudur.

“Karlılık”, yatırımın bir yıl içinde sağladığı “net reel verim” şeklinde tanımlanmıştır. Karlılık oranları hesaplanan değerler sırasıyla; vadeli mevduat, devlet tahvili, pay senedi ve altındır.

* Y. Prof. Dr., Orta Doğu Teknik Üniversitesi, Ekonomi Bölümü. Bu çalışma ile ilgili olarak değerli eleştirilerinden yararlandığım Doç. Dr. İlhan Meriç, Dr. Gün-taç Özler ve Doç. Dr. Subidey Togan'a teşekkür ederim.

Çalışmanın birinci bölümünde sermaye piyasası ile ilgili bazı noktalara değinilmiş, ikinci bölümde karlılık oranlarının hesaplanmasında kullanılan yöntem üzerinde durulmuş, son bölümde ise bulguların yorumuna ve alınabilecek önlemler ile ilgili görüşlere yer verilmiştir.

Türkiye'de Sermaye Piyasası

Türkiye'de gerçek anlamda bir sermaye piyasası işlevi, ilk kez "Tasarruf Bonusu" adıyla ve başta "taşıyana yazılı" olarak çıkarılan devlet tahvillerinin ikincil piyasaya düşmesi ile gerçekleşmiştir. Bu piyasada nominal değeri 100 TL. olan kúpürler 30 TL'na kadar alınabilmiştir. Ancak 1967 yılında kúpürler "ada yazılı" olanlarla değiştirilmiş ve şahısların kendi kazançları ile ilgili olmayan "Tasarruf Bonoları" % 60 üzerinden yenilenmiştir. 26.6.1972 tarihinde kabul edilen 1590 sayılı Mali Denge Vergisi Yasası ile¹ "Tasarruf Bonusu" sistemi kaldırılmış, yerine Mali Denge Vergisi konulmuştur.

Tahvil fiyatlarındaki serbestçe dalgalanmalar, tahvil karlılığını alternatif değerlerin karlılık oranına veya serbest piyasada geçerli olan faiz oranına yaklaştırabilecek etmendir. Aksi halde, "Tasarruf Bonusu" ile ilgili olarak uygulanan "zorunlu" bir tasarruf sistemi olmadığı sürece tahvil, diğer taşınır değer ve reel yatırımlar arasında rekabet gücünü yitirebilecektir. Son yıllarda "Tasarruf Bonusu" dışındaki devlet tahvillerinde fiyat dalgalanmaları gözlenmemektedir. Bunun başlıca nedeni, bu tahvillere, devlet tarafından, istenildiği an işlemiş faiziyle birlikte, nominal değeri üzerinden paraya çevrilebilirlik garantisinin verilmiş olmasıdır².

Özel şirket tahvillerinin sağlayabileceği azami faiz oranı T.C. Merkez Bankası'nca saptanmaktadır. Gelir vergisi dahil olarak saptanan bu oran, vergi düşüldünce, net olarak verilen devlet tahvili faiz oranına oldukça yakındır (Tablo 1). Fark 1971'de 3 puana, 1978'de ise 2.8 puana kadar düşmüştür. Özel şirket tahvillerinin birincil piyasada nominal değerlerinin altında satışı Hükümetçe yasaklanmıştır. Ancak, bu önleme karşın, tahvili çıkaran şirketin ortaklarının,

(1) Bkz. Bozer, 1976 : 21

(2) Devlet tahvillerinin ihraç şartlarında 1974 yılında bazı değişiklikler yapılmıştır. Örneğin 9.9.1974'ten başlayarak ihraç edilen Kıbrıs Barış Harekatı Tahvilleri "% 11 net gelir sağlama, Ağustos 1975 tarihinden itibaren paraya çevrilebilirlik ve kademeli olarak bir süre nominal değerinin altında satılma" (MB, 1976 : 70) koşullarını taşımaktadır.

tahvili satın alıp nominal değerinin altında satılmak üzere aracı kuruluşlara "konsinye" olarak bırakmaları söz konusu olabilmektedir. İkincil piyasada, özel şirket tahvilleri için, tahvil alımının sağlayacağı karlılığı, resmi organlarca öngörülen oranlardan daha gerçekçi seviyelere ulaştıracak fiyat dalgalanmalarına olanak sağlanmaktadır. Örneğin, resmi azami faiz oranının brüt % 21 olarak saptanmasına karşın, bir aracı kuruluşun, "% 30 net gelir temin edecek sağlam şirket tahvilleri" (Milliyet Gazetesi, 28.3.79 : 9) sağlayabilmesi, ilgili tahvillerin piyasa fiyatlarının, nominal değerlerinin oldukça altında belirlendiğinin bir göstergesidir.

Tahvil piyasası ile ilgili özendirici diğer bir husus da, senedin her an paraya çevrilebilirliğinin sağlanmasıdır. Bu olanak Merkez Bankasınca tahvili çıkaran şirkete yasaklanmıştır. Ancak aracı kuruluşların, veya holding bünyesindeki bir yan kuruluşun, tahvili işlemiş faiziyle birlikte her an paraya çevirmeyi garanti etmesi, bu özendirici hususun işlerliğinin korunmasını sağlamıştır.

TABLO 1

Değişikliğin Yapıldığı Yıllar	Resmi Faiz Hadleri (%)		
	Özel Şirket Tahvili	Devlet Tahvili	
	(brüt)	(net)	(net)
1967	12	9.6	
1968	13	10.4	6.5
1970	15	12	7.5
1971	(15)	(12)	9
1974 (Aralık)	18	14.4	11
1978 (Haziran)	21	16.8	14

Kaynak : T.C. Merkez Bankası.

Merkez Bankası'nın 7 Aralık 1974 tarihli Resmi Gazetede yayınlanan tebliğinde özel kesim ile ilgili olarak, ihraç edilen tahvillerin, "itfa tarihlerinden evvel ana para ve faiz ödemelerinin yapılabilmesi" (M.B., 1976 : 69) belirtilmiştir. Bu değişiklik birçok firmayı sermaye piyasasından fon sağlamada tahvil ihracına yöneltmiştir. An-

cak, uygulamada, bazı şirketlerce faizin altı ayda bir ödenmesi yoluyla, fiili faiz oranı % 18'in üzerinde gerçekleşmiştir. Ayrıca, "istenildiğinde paraya çevrilebilme" kaydı, bir anlamda vadesiz tevdiata % 18 faiz sağlamıştır. Bu uygulamalar sonucunda, "faiz sisteminin olumsuz şekilde etkilendiği" (M.B., 1976 : 70) görüşü benimsenmiş ve 4.4.1975 tarih ve 15198 sayılı Resmi Gazete'de yayınlanan Merkez Bankası tebliği ile 7.12.74 tarihli tebliğin 1 ve 7 numaralı maddeleri aşağıdaki şekilde değiştirilmiştir :

"Yıllık faiz oranı, % 18'i geçemez. Yıllık olarak tahakkuk ettirilen faiz vadesinde ve bir defada ödenir... Tahvillerin ödeme planındaki son itfa vadesi beş yıldan aşağıya olamaz." (M.B., 1976 : 70).

Gerektiğinde tahvillerin itfa tablosunda belirtilen süreden önce de ödenebileceğine işaret edilen maddede, "... müddetinden önce taahhüdünün tahvillerin satışa arzından itibaren iki yıllık bir süreden sonraki devreyi kapsamaması" (M.B., 1976 : 70-71) koşulu konulmuştur. Görüldüğü gibi özel kesim tahvilleri için "her an paraya çevrilebilirlik" olanağı sadece 4 ay gibi, çok kısa bir süre için tanınmıştır.

Özel şirket tahvillerinde olduğu gibi, pay senedi ihracında da senedin ilk satışta nominal değerinin altında işlem görmesi yasa gereği yasaklanmıştır. Ancak burada da, ortakların veya holding bünyesindeki bir yan kuruluşun senedi satın alıp, aracı kuruluşlar kanalıyla arzu edildiğinde, ucuzca sattırmaları mümkün olabilmektedir. İkincil piyasada ise fiyatı büyük ölçüde arz ve talep koşulları belirlemektedir.

Karlılık Oranlarının Hesaplanmasında Kullanılan Yöntem

Yukarıda da değinildiği gibi "karlılık oranı" derken, yatırımın bir yıl içinde sağladığı "net reel verim oranı" kastedilmektedir.

1. Devlet Tahvili

Devlet tahvili faiz oranları Hükümetçe saptanan oranlardır (Bk. Tablo 1). Devlet tahvili her türlü vergiden bağışık olduğundan adı geçen oranlar "net" tir. Fiyat farklılaşması da göstermediklerinden, net reel verim oranı, "yıllık faiz oranı eksi o yılki enflasyon oranı"³ şeklinde hesaplanmıştır.

(3) Enflasyon oranı, Ankara Tüketici Fiyat Endeksi üzerinden hesaplanmıştır. Enflasyon oranının hesaplanmasında gizil fiyat endeksinin kullanılmamasının

2. Pay Senedi

Pay senedi karlılık oranı, senedi Aralık ayında alıp bir yıl sonra Aralık ayında satan bir yatırımcı açısından hesaplanmıştır. Böylece fiyatlarda görülebilecek mevsimlik dalgalanmalar hesaplamayı etkilememektedir.

Örnek : 1977 Aralık ayında alınıp 1978 Aralık ayında satılan bir hisse senedinin karlılık oranı⁴ :

$$\pi_{78} = \frac{(P_{78} - P_{77})/P_{77} + [(T_{77} \times P_N) (1 - V_S)]/P_{77} - [(F_{78} - F_{77})/F_{77}]}{(1)} \quad (1)$$

π = Karlılık oranı (net, reel verim oranı)

P = Pay senedinin piyasa fiyatı

T = Temettü oranı (1978'de dağıtılan 1977 kârından pay)

P_N = Pay senedinin nominal değeri

V_S = Gelir vergisi oranı

F = Aralık ayı Ankara Tüketici Fiyat Endeksi

1 numaralı denklemde ilk terim hisse senedi fiyatındaki bir yıl içinde meydana gelen yüzde değişme, ikinci terim ise senedin piyasa alış fiyatı üzerinden gerçekleşen net temettü oranını vermektedir. Böylece ilk iki terimin toplamı pay senedinin bir yılda sağladığı nominal karlılık oranını vermektedir. Bu orandan o yılki enflasyon hızı düşüldüğünde senedin reel karlılık oranı elde edilmektedir⁵.

nedeni, endeksin gerçeği yansıtmadığı kanısındır. Örneğin, gizli fiyat endeksi kullanılarak elde edilen enflasyon hızının, 1971-72 dönemi için % 16, 1972-73 dönemi için % 22, 1973-74 dönemi için % 28 bulunmasına karşılık, 1974-75, 1975-76 ve 1976-77 dönemleri için oran, % 16 dolaylarında kalmıştır. Ayrıca, tüketicinin satınalma gücünün, gizli fiyat endeksinden çok, tüketici fiyat endeksiyle etkilenebileceği düşünülebilir.

(4) Pay senedi fiyatlarında veya enflasyon hızında düşme görülen yıllarda, ilgili terimlerin paylarında önceki yıl yerine sonraki yıla ait rakam yer almıştır.

Örnek : $(P_{1978} - P_{1977})/P_{1978}$; veya $(F_{1978} - F_{1977})/F_{1978}$

(5) Karlılık oranını hesaplariken ön alım hakkından doğabilecek bir avantajın da formülde yer alması, sonucu daha gerçekçi kılacaktır. Şirketler sermaye arttırımına gittikleri zaman yeni pay senetlerini piyasa değeri üzerinden değil, nominal değeri üzerinden çıkarmaktadırlar. Bunun nedeni yeni senetlerin piyasa değeri üzerinden çıkması halinde aradaki farkın ticari kazanç gibi vergiye tabi tutulmasının sözkonusu olmasıdır.

Türk Ticaret Kanunu'nun 394 üncü maddesi, eski pay sahiplerine "ön alım hakkı" tanımıştır.

"... Umumi heyetin esas sermayenin arttırılmasına dair kararında aksine bir şart yoksa, pay sahiplerinden herbiri yeni hisse senetlerinden, şirket sermayesindeki payları ile mütenasip miktarda alabilir"
TTK. m .394 (Ansay, 1973 : 197).

Hesaplamalar, 41 şirket pay senedi için ayrı ayrı yapılmış ve sonuçların aritmetik ortalaması Tablo 2'de kolon 4 ve 8'de sunulmuştur⁶.

3. Altın :

Aralık ayında alınıp bir yıl sonra Aralık ayında satılan Cumhuriyet Altının, yatırımcıya sağladığı karlılık oranı, altın fiyatındaki değişim oranı eksi enflasyon hızı şeklinde hesaplanmıştır.

$$\text{Örnek : } \pi_{A1978} = \frac{P_{A1978} - P_{A1977}}{P_{A1977}} - \frac{F_{1978} - F_{1977}}{F_{1977}}$$

4. Vadeli Mevduat (1 yıl dahil, 2 yıla kadar) :

Karlılık oranı, yıllık faiz oranı - enflasyon hızı şeklinde hesaplanmıştır.

Bulguların Değerlendirilmesi

Hesaplama sonuçlarını özetleyen Tablo 2 incelendiğinde, 1971-77 döneminde enflasyon oranının son iki yıl dışında % 20'nin altında kaldığı, ancak 1977 ve 1978 yıllarında % 44.5 ve % 42.8 düzeylerine çıktığı izlenebilmektedir⁷.

Devlet tahvili ve vadeli mevduat faiz oranları (Tablo 2, kolon 2 ve 3) tüm dönem boyunca fiyat artış hızının gerisinde kalmış, bu nedenle ele alınan 1971-78 dönemi için, bu iki tür yatırımın karlılık (net reel getiri) oranı değerleri "eksi" çıkmıştır. Devlet tahviline yatırılan para ile bir yıl vadeli mevduata yatırılan para satınalma gücünden 1975 yılına kadar aynı oranda kaybetmiş, 1975'ten sonra ise görülen faiz farklılaşması nedeniyle, devlet tahvillerine yatırılan para vadeli mevduata göreli olarak daha az değer kaybetmiştir. Enflasyon hızının % 20'nin altında kaldığı 1971-76 döneminde, devlet

- (6) Hesaplama yer alan şirketler sırasıyla Akçimento, Aroma, Aslan Çimento, Altaş, Bağfaş, Baştaş, Batı Anadolu Çimento, Bursa Çimento, Çimsa, Çukurova Elektrik, Deva Holding, Eczacıbaşı Yatırım Holding, Ege Biracılık, Ereğli Demir Çelik, Goodyear, Gübre Fabrikaları, Hektaş, İzocam, Kartonsan, Kav, Koç, Yat. Paz, A.Ş. Koç Holding, Kordsa, Koruma Tarım, Lassa, Mensucat Santral, Metaş, Nasaş, Nuh Çimento, Pimaş Pilastifay, Polylen, Rabak, Sarkuysan, Sifaş, Sunta, T. Demir Döküm, Transtürk Holding, T. Şişe Cam, Uniroyal, Ytong.
- (7) Kullanılan Ankara Tüketici Fiyat Endeksi hesaplanmasında "kira" dahil edilmemiştir; dahil edilmesi halinde enflasyon oranının daha da yüksek bulunacağı kesindir.

tahvillerine yatırılan veya vadeli mevduata bırakılan paranın satınalma gücü yılda ortalama % 7-8 dolaylarında azalırken enflasyon hızının çok yüksek boyutlara ulaştığı 1977 ve 1978 yıllarında vadeli mevduatta bırakılan para yılda % 35.5 ve % 30.83 oranlarında değer kaybetmiş, Devlet tahviline yatırılan paranın satınalma gücü ise aynı yıllarda % 33.5 ve % 28.83 oranlarında düşmüştür.

Özel şirket pay senetleri ile ilgili karlılık oranları, veri yetersizliği nedeniyle ancak 1975-78 dönemi için hesaplanabilmektedir.

Pay senedi yatırımlarının, 1975-78 döneminde, vadeli mevduat ve devlet tahviline göreli olarak daha yüksek nominal verim sağladığı gözlenmektedir (Tablo 2 kolon 4). 1975 yılında % 18.11'lik enflasyon oranına karşın % 1.8'lik bir reel kazanç sağlayan pay senedi yatırımının reel verim oranları, daha sonraki yıllar için "eksi" olmuştur. Özellikle enflasyon oranının % 40'ın üzerine çıktığı yıllarda (1977 ve 1978), bu tür yatırımların satın alma güçlerini sırasıyla % 18.8 ve % 27.3 dolaylarında yitirdiği gözlenmektedir (Tablo 2, kolon 8).

Altın ise, dünya konjonktürüne paralel olarak fiyat düşüşü gösterdiği 1975 ve 1976 yılları dışarda bırakılırsa, dönem süresince % 25 — % 89 oranları arasında değişen reel verim sağlamıştır. Vadeli mevduat, devlet tahvili ve pay senedi yatırımlarına giden paranın, en yüksek enflasyon oranının görüldüğü 1977 ve 1978 yıllarında % 30 civarında satınalma gücünden kaybetmesine karşılık altına yatan para aynı yıllarda sırasıyla % 34.8 ve % 89.2 (Tablo 2, kolon 9) reel kazanç sağlamıştır.

Sonuç

Yukarıda verilen kısa sayısal değerlendirmenin, küçük tasarruf sahiplerinin yatırım tercihlerini etkileyen nedenleri, Türkiye'nin dünyada altın tüketiminde ikinci sırayı almasının nedenini ve ayrıca Türkiye'de 1973 yılından sonra oldukça hızlı bir gelişme gösteren sermaye piyasasının 1977 yılından sonra belirli bir gerileme içine girmesinin nedenini bir ölçüde ortaya koyduğu kanısındayız. Aynı bulgular, fonlar vadeli mevduat, tahvil gibi değerlere çekilebildiği ölçüde, tasarruf edenlerden, fonları kullananlara bir kaynak aktarımı mekanizmasının işlediğine de işaret etmektedir.

Durum bu olunca, sorun, fonları üretken olmayan ve ekonomik açıdan hiçbir katkı sağlamayan altın yatırımdan üretken yatırımlara kaynak sağlayan tahvil, pay senedi gibi yatırımlara kaydırmakta düğümleniyor.

TABLO 2

Yıllar	Enflasyon Oranı (%)	Vadeli Mevduat Faizli (%)	Devlet Tahvilli Faizli (%)	Pay Senedi Nominal Getiri (net) Oranı (%)	Altın Fiyatı Artış Oranı (%)	Net Reel Getiri Oranı (%) (Nominal getiri oranı-enflasyon oranı)			
						Vadeli Mevduat	Devlet Tahvilli	Pay Senedi	Altın
	(1)	(2)	(3)	(4)	(5)				
1971	17.47	9	9		16.51	— 8.47	— 8.47		— 0.96
1972	11.95	9	9		37.59	— 2.95	— 2.95		25.64
1973	16.39	7 (1. 3.73)	9		59.20	— 9.39	— 7.39		42.81
1974	18.40	9 (1.10.74)	9		82.97	(—9.40)	— 9.40		64.57
1975	18.11	9	11	19.86	— 6.32	— 9.11	— 7.11	1.8	—24.43
1976	18.19	9	11	11.41	— 7.25	— 9.19	— 7.19	— 6.8	—25.44
1977	44.50	9	11	25.70	79.32	—35.50	—33.50	—18.8	34.82
1978	42.83	12 (1.4.78)	14	15.51	132.03	—30.83	—28.83	—27.3	89.20

Bir önceki yılın Aralık ayı ile ilgili yılın Aralık ayı değeri arasındaki yüzde değişme.

1. **Kaynak** : D.İ.E., Ankara Tüketici Fiyat Endeksi (158 madde; 1968 = 100) Aralık değerleri üzerinden hesaplanmıştır.
2. **Kaynak** : M.B. Aylık Bültenleri.
3. **Kaynak** : M.B. Aylık Bültenleri (Bir yıl dahil iki yıla kadar).
4. **Kaynak** : Tablo 3.
5. Cumhuriyet Altınının Aralık ayından Aralık ayına gösterdiği fiyat değişme oranı. **Kaynak** : M.B. Aylık Bülteni (Muhtelif sa-yılar).

TABLO 3

Yıllar	Pay Senetleri Fiyatları Ort. ¹	Pay Senedi Fiyat Artış Hızı ² (%)	Pay Senedi ort. "Fıllı" Temettü Oranı ³ (%)	Pay Senedi Nominal Karlılığı (%)
	(1)	(2)	(3)	(4)
				(2) + (3)
1974	1860.75			
1975	2055.73	10.48	9.38	11.41
1976	2090.61	1.70	9.71	19.86
1977	2420.97	15.80	9.90	25.70
1978	2543.63	5.07	10.44	15.51

(1) Özel Şirket pay senedi piyasa fiyatları üzerinden hesaplanmıştır.

(2) Bir önceki yılın Aralık ayı ile ilgili yılın Aralık ayı arasındaki fiyat artış hızı.

(3) **Örnek** (1978 yılı için) : $\sum [P_{nT77} (1 - V_S) / P_{77}] / \text{Şirket sayısı}$.

Günümüzde altın yurt içinde ve yurt dışında her zaman talep edilen, buna karşılık arzı kısıtlı bir mal niteliği taşımaktadır. Dünya fiyatları ise bazı uluslararası kuruluşların bütün çabalarına karşın sürekli yükselme göstermektedir. Türkiye'deki altın fiyatları ise büyük ölçüde dünya konjonktürünü izlemektedir. Bu durumda, altına talebin devam edeceğini söylemek fazla karamsarlık olmayacaktır. Bu talep yasal veya yasal olmayan kaynaklardan karşılanacaktır, kesin denetimin çok güç olacağı kanısındayız.

Bu şartlarda tek çıkar yol, pay senedi, tahvil, vadeli mevduat gibi gelir sağlayan yatırımları daha çekici kılmaktır. Özendirici önlemler arasında, tahvillerle ilgili olarak tahvil değerini geçim endeksinde bağlamak (endekslenmiş tahvil), her an paraya çevrilebilirlik imkanını sağlamak (özel ve devlet tahvilleri için) düşünülebilir. Endekslenmiş bir tahvil düşük bir faiz dahi verse bu reel bir getiri olacaktır.

Vadeli mevduat faiz oranları da enflasyon oranı gözönünde tutularak daha özendirici düzeylere çıkarılabilir.

Pay senedine gelince, şirketlerin kar-zarar hesaplarını incelendiğinde dağıtılmayan karların büyük rakamlara ulaştığı görülmektedir. Bu fonlar genellikle yeni yatırımlara yönelmektedir. Şirketlerin tasfiyesi halinde, hissedarlar bu yolla oluşan ek sermayeden pay alacaklardır. Ancak enflasyon oranının yüksek olduğu yıllarda dağıtılan temettü oranının çok yetersiz kalması, pay senedi yatırımlarının çekiciliğini yitirmesine neden olmaktadır. Arzu edilen ek sermaye oluşumu, karın daha büyük bir kısmının temettü olarak dağıtılması halinde de şirketin, sermaye arttırımına giderek, çıkaracağı yeni pay senetlerini ilkin ön alım hakkı sahibi hissedarlarına açması yolu ile gerçekleştirilebilir. Bu yöntemin, pay senedi yatırımcıları açısından, hem yüksek temettü dağıtımı, hem ön alım hakkından doğabilecek avantaj ve hem de şirkete olan güveni arttırması sonucu, büyük ölçüde özendirici olacağı kanısındayız.

Kuşkusuz, sermaye piyasasını olumlu yönde etkileyebilecek diğer bir etmen de, yakın bir gelecekte gerçekleşmesi olanaksız görülen, enflasyon oranının düşürülmesi, olabilecektir.

Meclise sunulan taşınır sermaye gelirlerinin vergilendirilmesine ilişkin vergi değişiklik tasarısı, mevduat ve ada yazılı tahvil ve pay senetleri üzerindeki gelir vergi stopajının % 20'den % 30'a, taşıyana yazılı tahvil ve pay senedi üzerindeki gelir vergi stopajının ise % 20-

den % 40'a çıkarılmasını önermektedir. Bu önlemler ile, devlete daha çok gelir sağlamanın yanında "taşınır" sermaye türünün ada yazılı duruma getirilmesi yoluyla, "vergi kaybının oransal ölçüde önlenmesi"nin (Özkan : 1978) amaçlandığı açıktır. Ancak yukarıda hesaplanan reel verim oranları gözönünde tutulunca, mevduat ve ada yazılı tahvil ve pay senetlerinin vergilendirilmesinde düşünülen % 50 oranında, taşıyana yazılı tahvil ve pay senetlerinin vergilendirilmesinde düşünülen % 100 oranındaki artış, sermaye piyasası gelişmesini önemli ölçüde engelleyebilecektir.

KAYNAKLAR

- Ansay, Tuğrul. (1973) **Anonim Şirketler Hukuku Dersleri**. Ankara Üniversitesi Hukuk Fakültesi Yayınları, No. 319.
- Bozer, Ali. (1976) **Bankacılar İçin Kıymetli Evrak Hukuk Bilgisi**. Ankara : Banka ve Ticaret Hukuku Araştırma Enstitüsü (T. İş Bankası A.Ş. Tesisi) yayını serisi, No. 10.
- D.İ.E., **Aylık İstatistik Bülten**, (Muhtelif Sayılar), Ankara.
- Milliyet**, 28 Mart 1979.
- Özkan, Aysel. (1978) "Vergi Yasaları ve Sermaye Piyasası", **Milliyet**, 17 Mayıs 1978.
- T.C. Merkez Bankası, **Aylık Bülten**, (Muhtelif Sayılar), Ankara.
- TC. Merkez Bankası. (1971) **1970 Yıllık Rapor**, Ankara.
- TC. Merkez Bankası (1976) **1975 Yıllık Rapor**, Ankara.

SUMMARY
COMPARISON OF THE REAL RATES OF RETURN ON TIME DEPOSITS, EQUITIES, GOVERNMENT BONDS AND GOLD IN TURKEY

The research aims at comparing the real rates of return on four investment alternatives, which may be regarded as substitutes to holding money. The results indicate that government bond rates and 1-year time deposit rates have fallen behind the rate of inflation throughout the period under investigation (1971-1978). During the period 1971-1976, for which the rate of inflation was no higher than 20 %, the real rate of return on time deposits and government bonds was around — 7.5 %; whereas, during the years 1977 and 1978, for which the rate of inflation was 44.5 and 42.8 % ,in that order, the real rates of return on these two alternatives was around — 30 %, which indicated a rather fast decline in the purchasing power of the money lent this way. Consequently, a transfer of purchasing power from lenders to borrowers is supported by facts.

Equities have provided relatively higher nominal rates of return during 1975-1978 period (due to unavailability of data prior to 1974, rates of return on equities could be calculated for 1975-1978 period only) as compared to the rates offered on time deposits and government bonds. However, with the exception of 1975, the real rates of return on equities are also found to be negative.

Investments in gold, however, due to rapid increases in the domestic gold prices, which closely follow the world gold price movements, have proved to be the highest yielding investment alternative. During the hyper-inflation years of 1977 and 1978, while all the other three alternatives mentioned above were losing from their purchasing power at a rate of around 30 % per year, investments in gold earned a real rate of return of 34.8 % and 89.2 %.

Thus, the results obtained can at least partially explain the reasons why the stock market in Turkey could not develop at the desired pace, why Turkey holds the second place in the world as importer of gold, and why people prefer buying gold as a hedge against inflation, rather than investing their money on other financial assets.

Indexation of bonds, offering higher rates of return on time deposits, reducing the inflation rate, keeping down the undistributed profits and paying out higher rates of dividends, are a few of the remedies which can be thought of for the government to channelize the money flowing into gold into more productive fields, from the economy's point of view.